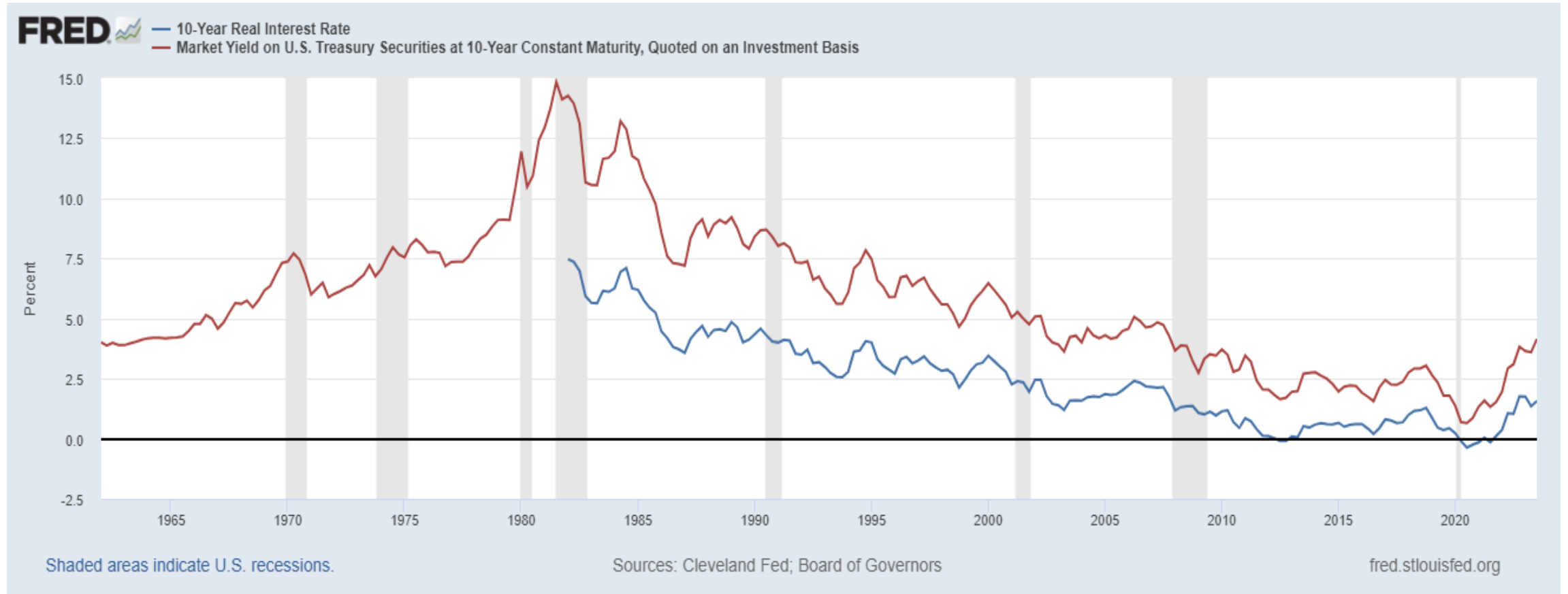


LE TENDENZE DI LUNGO PERIODO DEI TASSI DI INTERESSE REALI

Domenico Delli Gatti

Il tasso di interesse reale ha subito una diminuzione rilevante nel corso degli ultimi 40 anni negli USA (linea blu) e negli altri paesi avanzati.



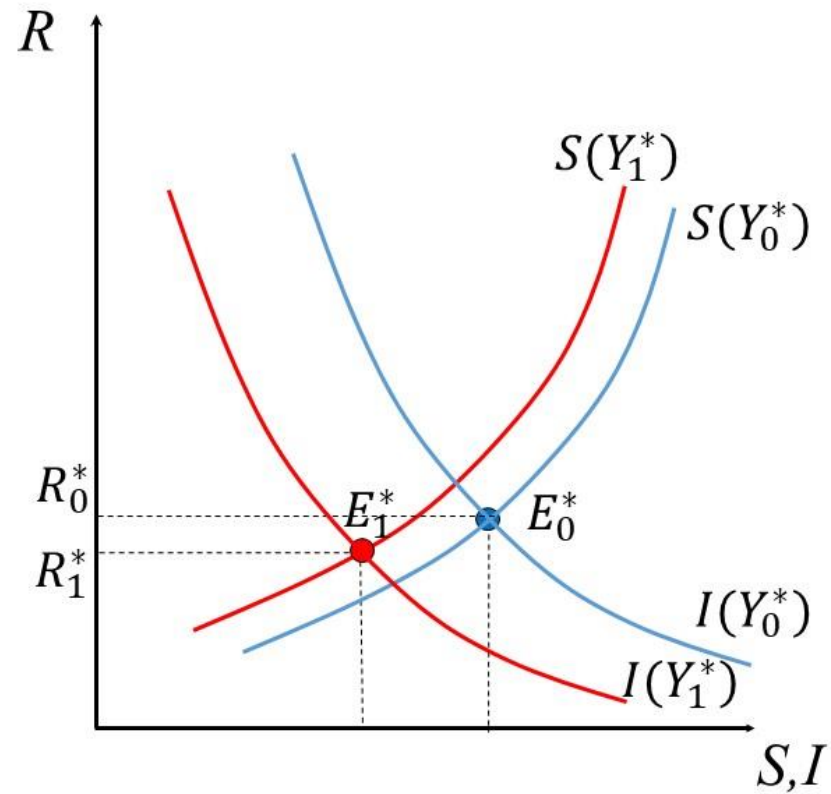
- ❑ Secondo molti economisti questa dinamica è trainata dal **tasso di interesse (reale) naturale**, ossia dal tasso di interesse reale che emergerebbe “in equilibrio” se la politica monetaria fosse neutrale.
- ❑ La “conventional wisdom” fa discendere la riduzione del tasso naturale dalla **stagnazione secolare** (*secular stagnation*), ossia dalla tendenza di lungo periodo del tasso di crescita del **PIL potenziale** a diminuire.

- ❑ La diminuzione del (tasso di crescita) del PIL potenziale è dovuta a:
 - transizione demografica (diminuzione del tasso di crescita della popolazione e conseguentemente delle forze di lavoro),
 - diminuzione del (tasso di crescita) della produttività,
 - aumento del potere di mercato delle imprese.

- ❑ Queste tendenze sono state enfatizzate anche nella letteratura sul **declino del dinamismo industriale** (*declining business dynamism*) negli USA.

- ❑ La diminuzione del PIL potenziale in realtà spingerebbe il risparmio a di lungo periodo a contrarsi e il tasso di interesse naturale ad aumentare, a parità di altre condizioni.

Perché il tasso naturale si riduca occorre che anche gli investimenti si riducano e più sensibilmente del risparmio.



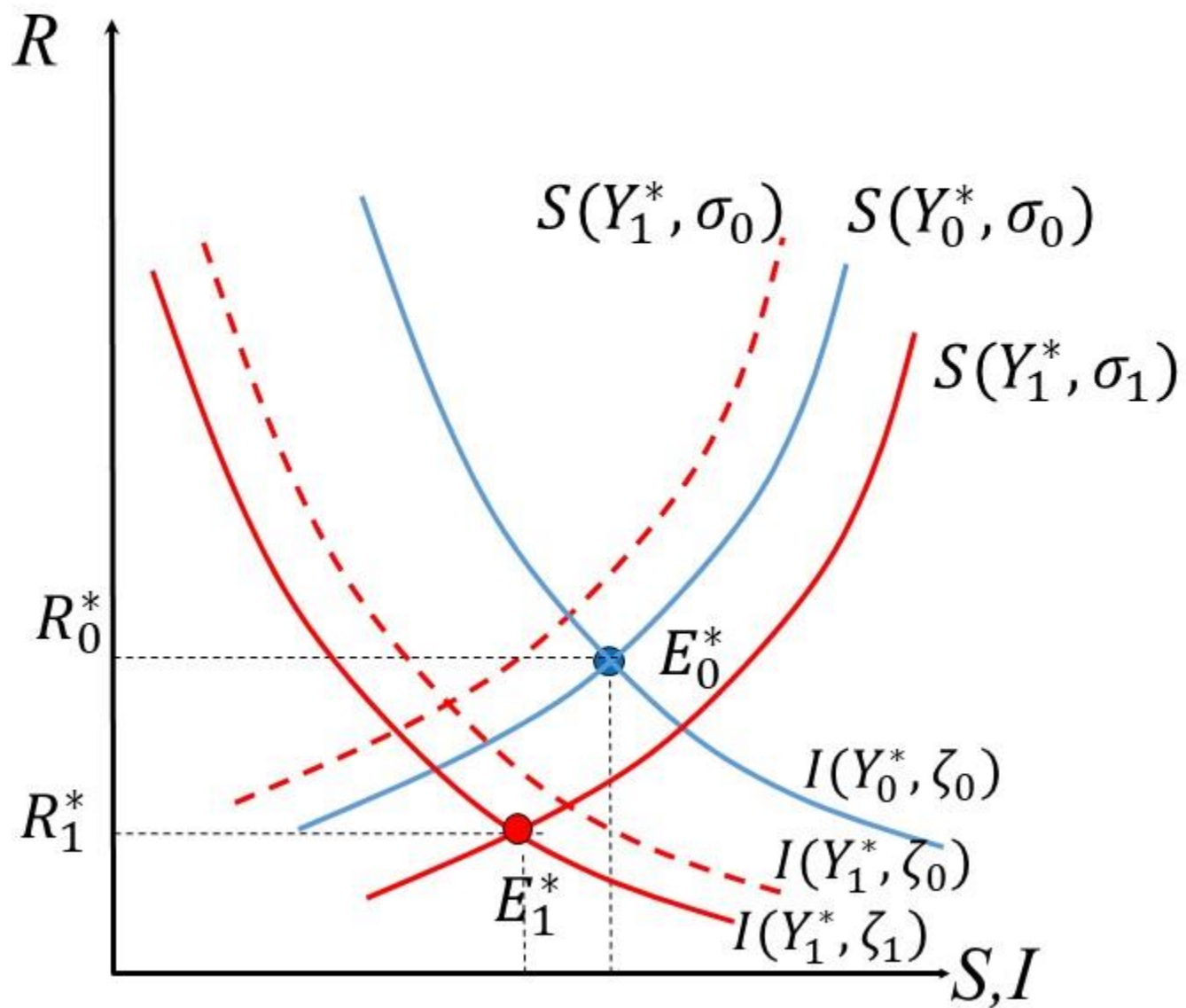
Fattori che spingono ad un aumento del risparmio

- ❑ Quando la produttività diminuisce, anche il reddito futuro delle famiglie (e quindi il consumo futuro) si riduce.
- ❑ Pertanto le famiglie consumano di meno e risparmiano di più nel periodo corrente per mitigare l'impatto dello shock sul consumo futuro.
- ❑ Quindi il risparmio aumenta per effetto della riduzione del reddito futuro atteso .

- ❑ L'indebolimento del dinamismo industriale è associato a una riduzione della quota dei redditi da lavoro sul PIL e un aumento della diseguaglianza.
- ❑ Le famiglie caratterizzate da redditi più alti e i percettori di dividendi (spesso le due figure coincidono) hanno una propensione al risparmio più alta dei percettori di reddito da lavoro e delle famiglie meno ricche.
- ❑ Quindi l'aumento della diseguaglianza genera un aumento del risparmio aggregato.

Fattori che spingono ad una diminuzione degli investimenti

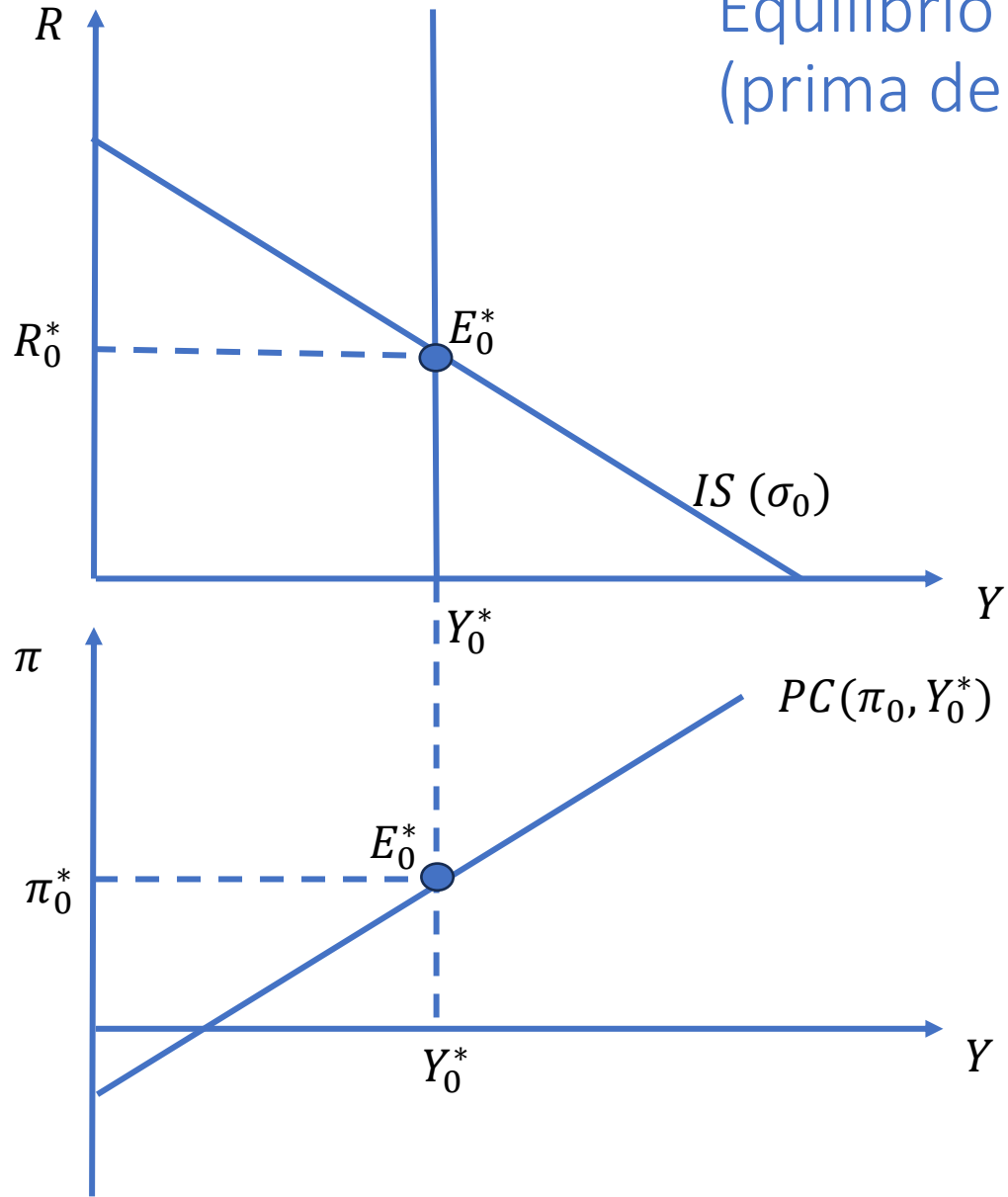
- ❑ Il peggioramento del quadro industriale (stagnazione secolare intesa come declino del dinamismo industriale) ha probabilmente influito negativamente sulle prospettive di profitto delle imprese.
- ❑ Questo fenomeno può aver causato una riduzione dell'efficienza marginale del capitale (nell'accezione di Keynes).
- ❑ Si è verificata anche, nello stesso arco temporale, una tendenza alla diminuzione degli investimenti pubblici.
- ❑ Ciò implica uno spostamento verso il basso della funzione d'investimento.



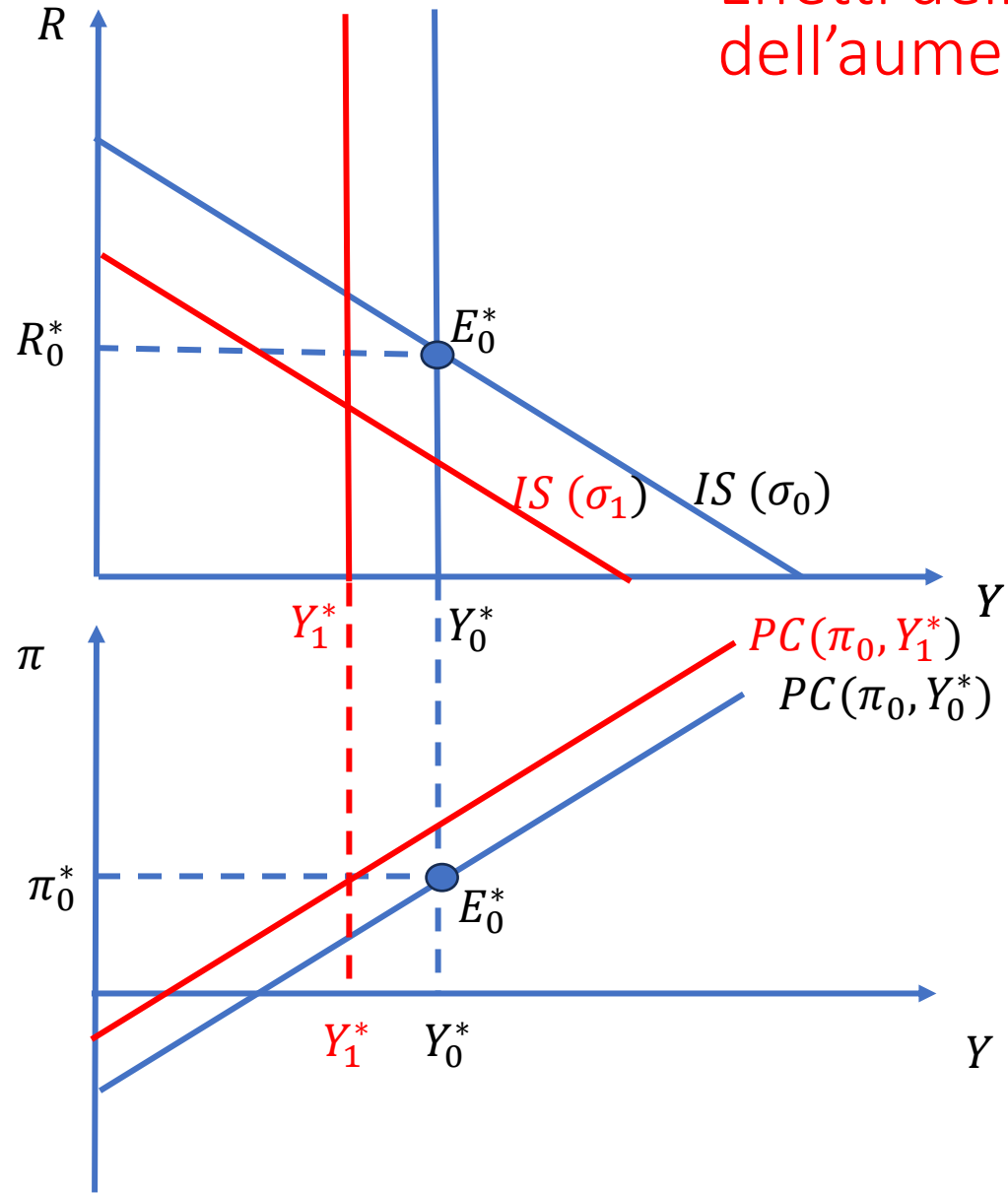
I rischi deflazionistici della diminuzione del tasso di interesse naturale

- ❑ Se queste tendenze si confermassero nei prossimi decenni, le condizioni di contesto della politica monetaria cambierebbero in modo rilevante rispetto alla seconda metà del secolo scorso.
- ❑ In particolare diventerebbero persistenti i rischi di uno scenario deflazionistico.

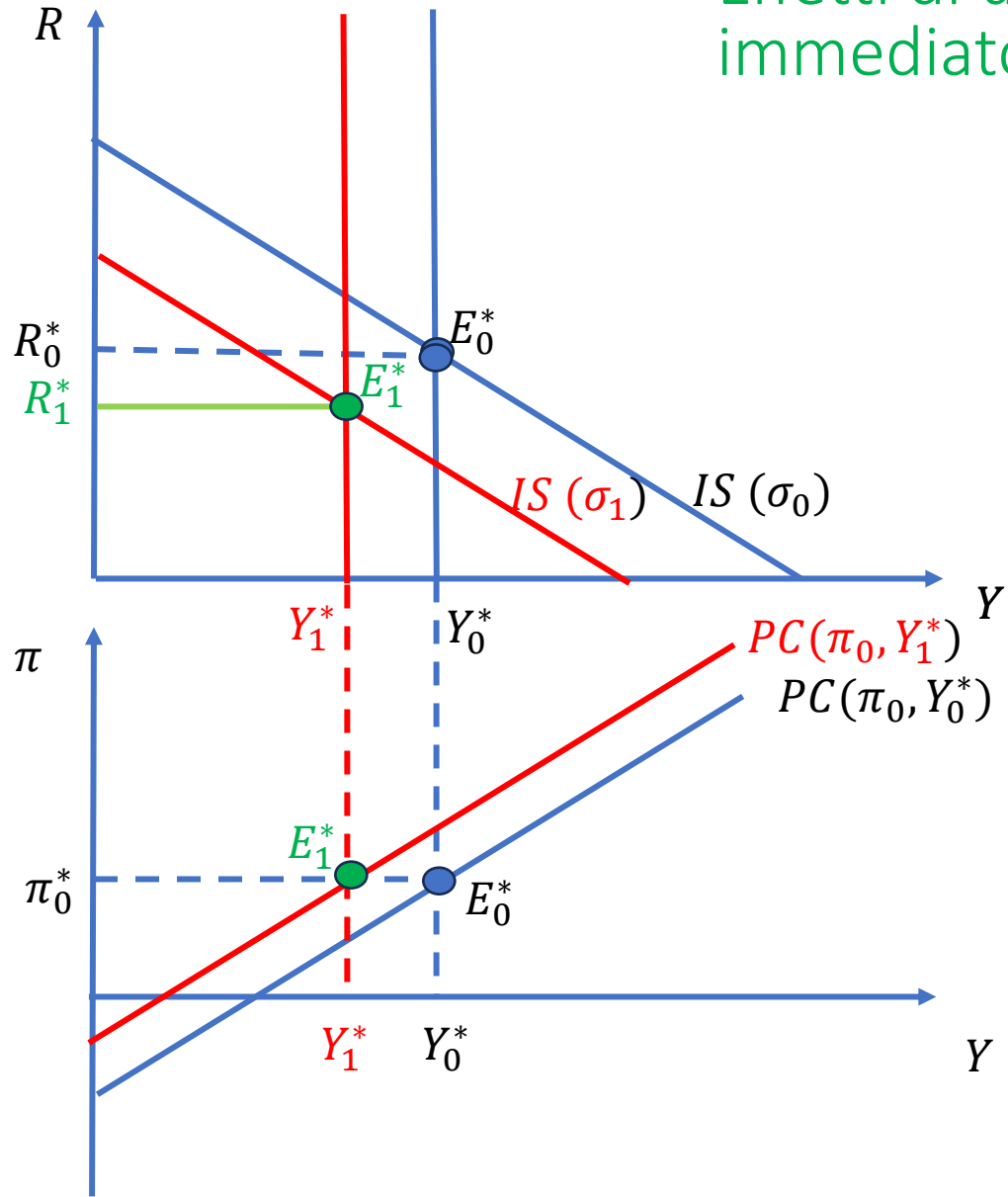
Equilibrio naturale nel regime zero
(prima della stagnazione secolare)



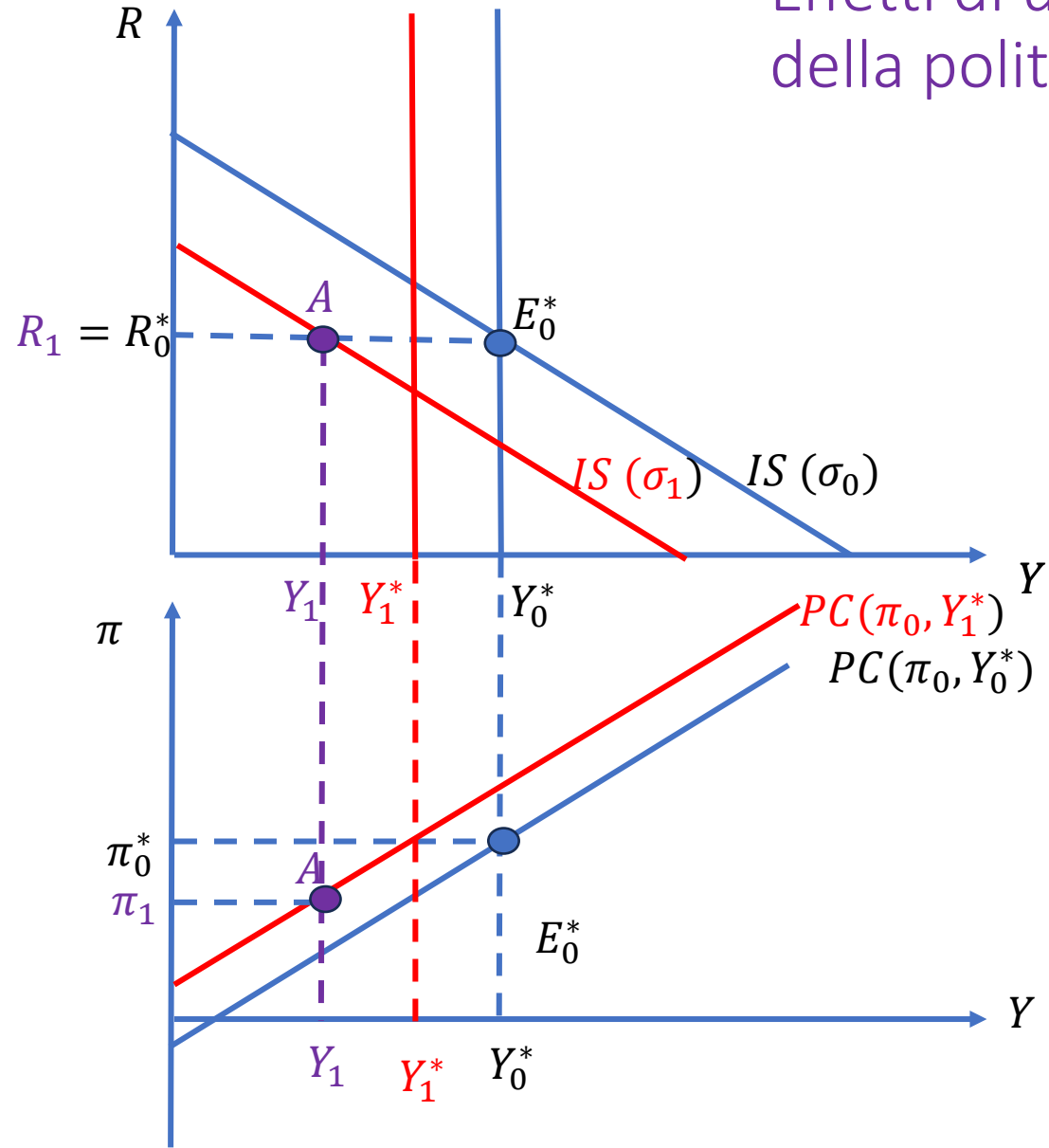
Effetti della stagnazione secolare e dell'aumento del risparmio



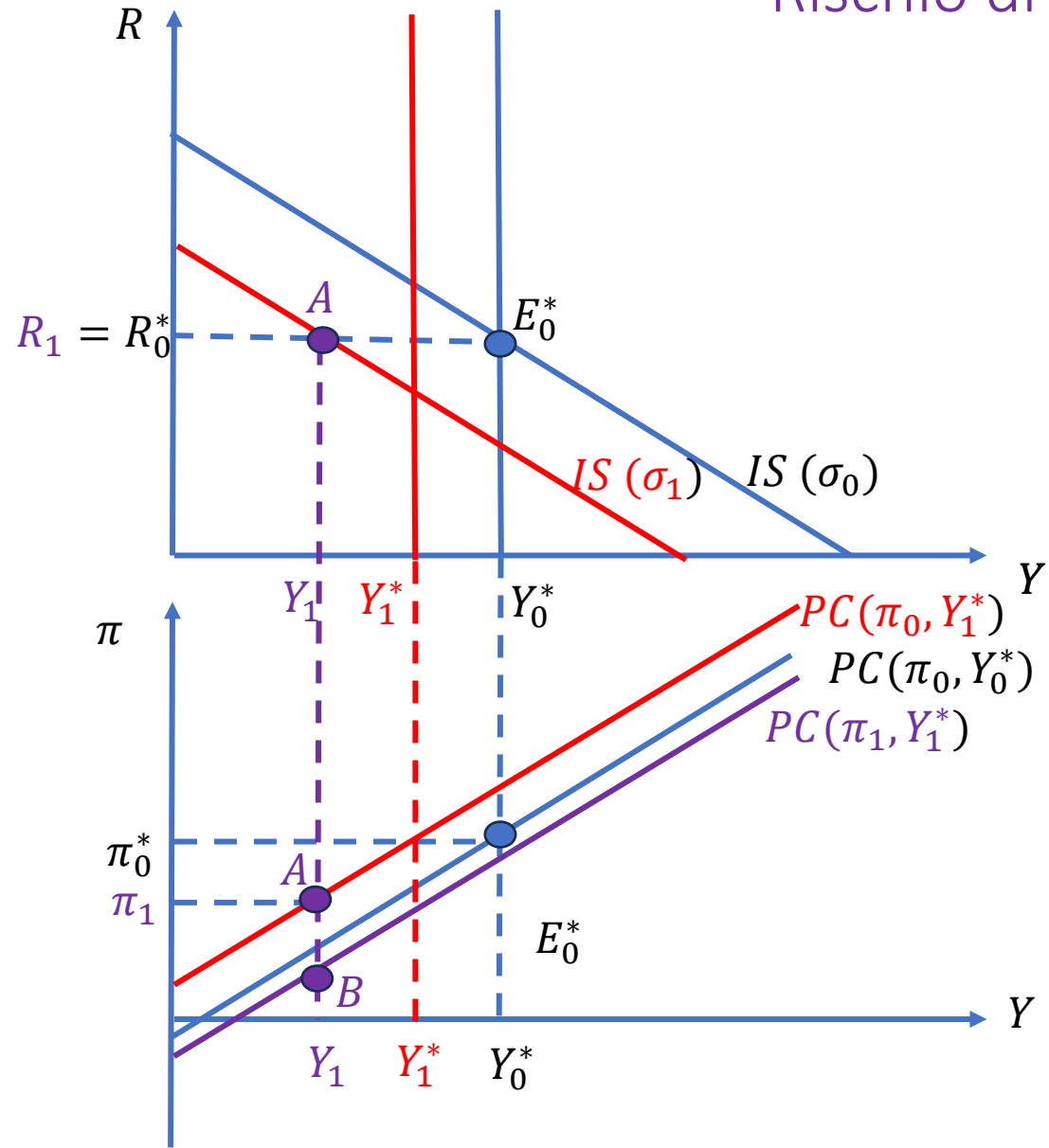
Effetti di un adeguamento immediato della politica monetaria



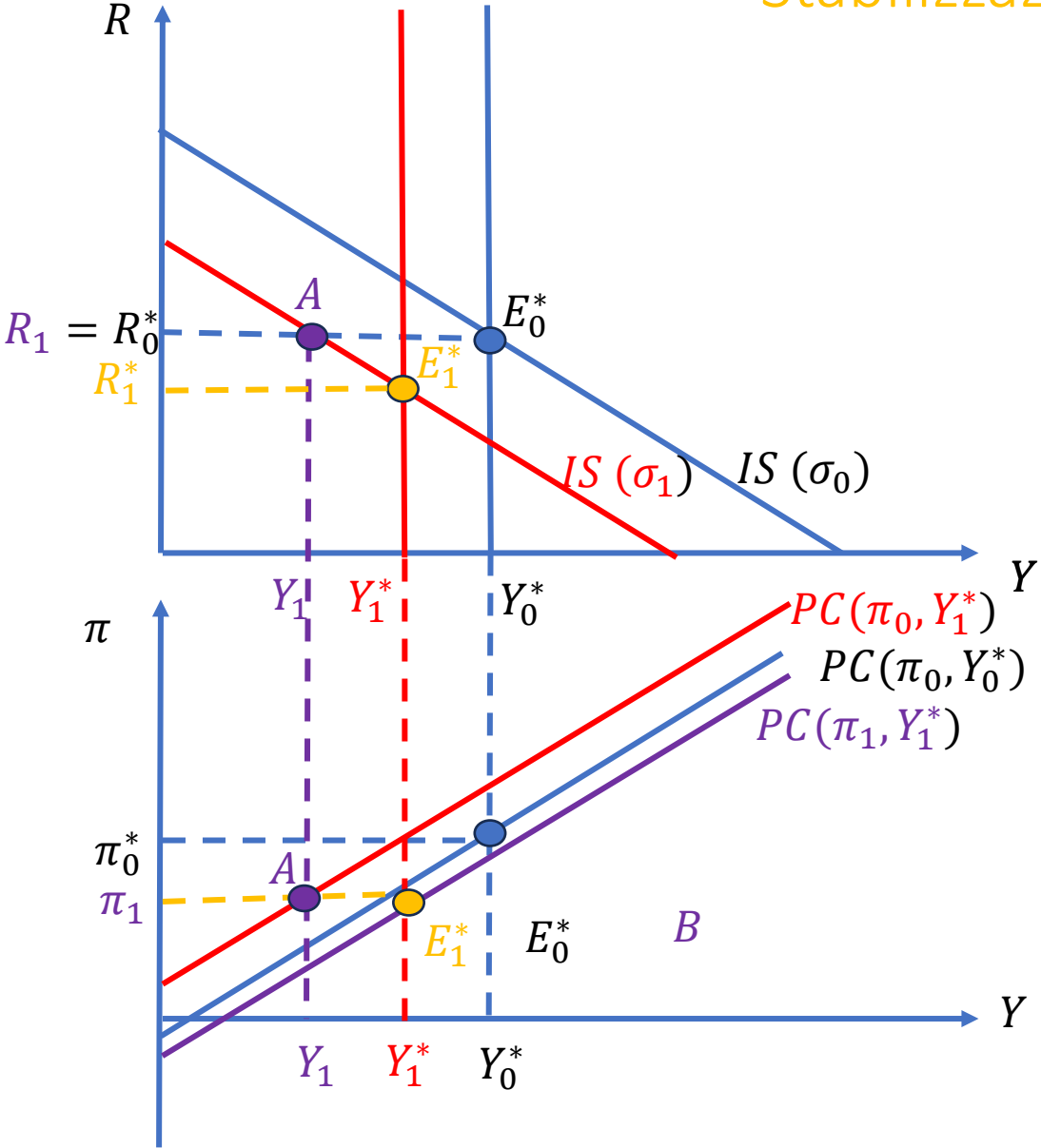
Effetti di un adeguamento ritardato della politica monetaria



Rischio di spirale deflazionistica



Stabilizzazione dell'inflazione



- ❑ La banca centrale può in qualsiasi momento stabilizzare l'inflazione portando il tasso di interesse corrente al livello del nuovo tasso di interesse naturale.
- ❑ Se tarda a farlo è molto probabile che incontri di nuovo lo ZLB.
- ❑ Prudenza consiglia di mantenere QE nella cassetta degli attrezzi delle banche centrali, come le banche centrali stanno in effetti facendo nel new normal.