

Il tasso d'interesse naturale (r^*)

Sadibaquarantotto, *Tassi e politica monetaria: BCE vs. Fed*

Emiliano Santoro
emiliano.santoro@unicatt.it

Palazzo di Varignana Resort, 28 Marzo 2025



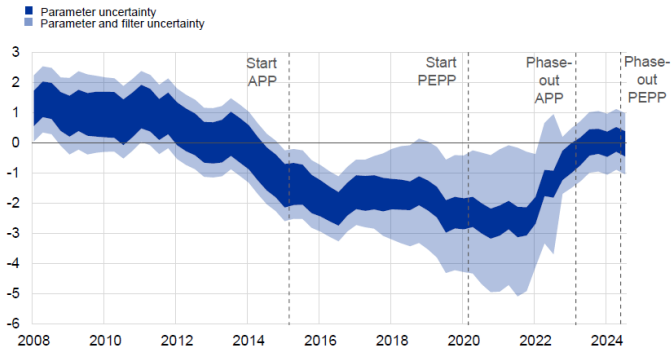
UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Il **tasso d'interesse naturale** (o **neutrale**), r^* , è comunemente inteso come il tasso reale a breve che prevarrebbe al dissiparsi degli effetti di shock temporanei; compatibile con pieno impiego e inflazione stabile

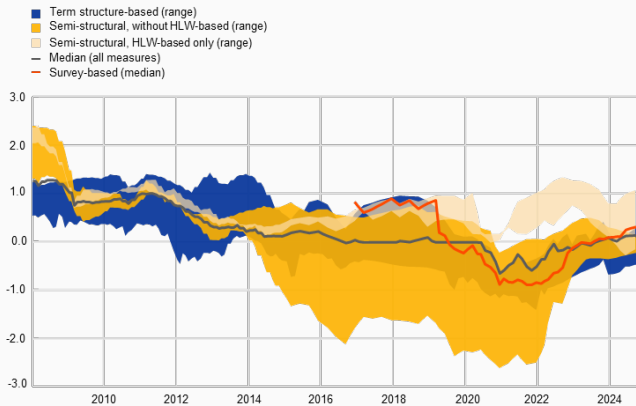
Nella sua accezione originale, r^* sottende a un sostanziale **equilibrio** tra risparmio (**S**) e investimenti (**I**), in linea con una situazione di prezzi stabili (Wicksell, 1898)

Più in generale, r^* è un concetto contestualizzabile in modelli macroeconomici nei quali è ammessa l'esistenza di un **trend** (potenziale) attorno al quale l'economia oscilla

Euro area real natural rate of interest estimate (percentages per annum)



r^* è un concetto intrinsecamente **variabile**: varia nel **tempo**, nonché in base al **modello di riferimento** e ai **dati** impiegati nella stima



Perché ci interessa r^* ? Comprimerlo può aiutare a valutare l'orientamento di politica monetaria (*stance*):

- Se il tasso di policy è tale per cui $r > r^*$, la politica monetaria è **restrittiva**, e dovrebbe contribuire a raffreddare l'economia, riducendo l'inflazione
- Se $r < r^*$, la politica monetaria è **espansiva**, favorendo la crescita, ma rischiando in casi di prolungato ed eccessivo allentamento di generare pressioni inflazionistiche e instabilità finanziaria

Problema: dal punto di vista della Banca Centrale, r^* è un bersaglio in movimento, non osservabile con precisione

Interest-rate gap ($r-r^*$) nell'area Euro



Sources: LSEG, Bloomberg and ECB calculations.

Notes: Real rates are calculated by subtracting the inflation-linked swap rate from the nominal OIS rate.

Latest observation: 11 December 2024.

Regola del pollice \Rightarrow I fattori strutturali che aumentano i risparmi ($S \uparrow$) e/o comprimono gli investimenti ($I \downarrow$) tendono a ridurre r^* , *ceteris paribus*:

- Fattori che inducono r^* ad **aumentare**:
 - Progresso tecnologico
 - Deficit fiscali persistenti
- Fattori che inducono r^* a **diminuire**:
 - Longevità
 - Avversione al rischio

1. Debito e (in)stabilità finanziaria:

- Politiche accomodanti prolungate incentivano l'accumulo di debito pubblico e privato ($r^* \downarrow$)
- Se l'accumulo di debito pubblico è eccessivo, le necessarie correzioni fiscali possono indurre r^* ad aumentare

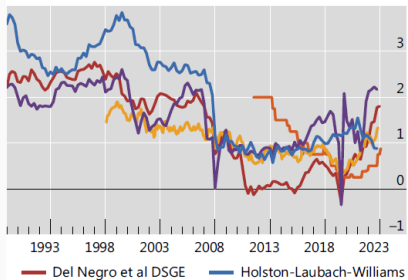
2. Effetti sul lato dell'offerta:

- Sotto determinate condizioni, una politica monetaria espansiva può stimolare innovazione e una migliore allocazione delle risorse (Benigno e Fornaro, 2018; Baqaee et al., 2021)

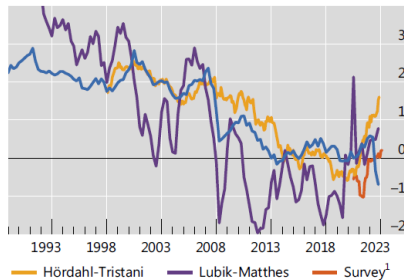
3. Percezioni di mercato su r^* :

- Tassi bassi per periodi particolarmente prolungati possono portare a rivedere al ribasso le stime di r^*
- D'altro canto, strette aggressive possono generare effetti di retroazione opposti

A. United States



B. Euro area





Fattori strutturali:

- Crescita del PIL potenziale debole, con ridotta domanda di investimenti produttivi
- Invecchiamento della popolazione e alta propensione al risparmio

Fattori contingenti:

- Domanda elevata di *safe assets* dopo la *Crisi Finanziaria Globale (CFG)*, con rendimenti reali in calo
- Eccesso di risparmio nei mercati emergenti e politiche fiscali prudenti nei paesi avanzati hanno limitato ulteriormente la domanda di investimenti produttivi

Alcune recenti stime suggeriscono che r^* stia aumentando (pur sottolineando il ruolo di una certa componente ciclica r^*).

Implicazioni di *policy*:

- Da un lato, $r^*\uparrow$ potrebbe indicare che la *stance* di politica monetaria non è poi così restrittiva
- D'altro canto, se $r\downarrow$ mentre $r^*\uparrow$, l'inflazione tende al target e la crescita resta debole, con ogni probabilità la *stance* è (ancora) restrittiva

NB: Il Bollettino della BCE del 6 Marzo parla esplicitamente di *stance* “*significativamente meno restrittiva*”, giustificando questa affermazione in primis in base all'andamento dei nuovi prestiti (non alla dinamica di r^*)



Dovremmo inferire/calibrare la *stance* di politica monetaria in base a r^* ? Alcune valutazioni:

- Scollamento tra r^* e i fattori che guidano la crescita potenziale (ruolo di fattori ciclici su r^*)
- Nel momento in cui l'inflazione si avvicina al target e i tassi reali a breve approssimano r^* , diventa difficile stabilire se la *stance* sia espansiva o restrittiva
- Meglio lasciarsi guidare dai dati (osservabili):
 - **Inflazione** osservata e attesa (con diversi gradi di aggregazione)
 - **ECB Bank Lending Survey** ECB Bank Lending Survey

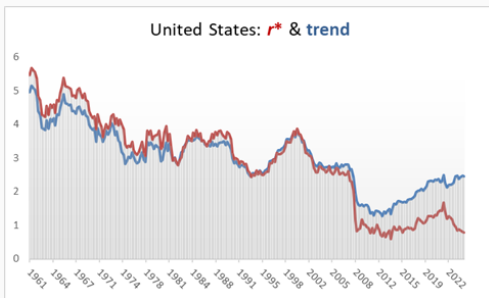
In ambito di ricerca—accademica, quanto applicata a problemi di policy e di previsione— r^* catalizza una certa attenzione, probabilmente perché evoca un concetto di (dis-)equilibrio

r^* è piagato da incertezza, il che non contribuisce a renderlo un'ancora stabile per calibrare la *stance* monetaria 'ottimale'

Tuttavia, con tassi distanti dalla neutralità, e proiezioni inflazionistiche meno affidabili (e.g., 2022-23), r^* può costituire un utile benchmark

Importanza di una lettura costante dei dati man mano che si rendono disponibili (orientamento esplicito della BCE)

GRAZIE PER L'ATTENZIONE





Domanda di capitale in aumento: deficit pubblici, investimenti green/difesa, e innovazione (es. IA)

Fine delle spinte deflazionistiche: frammentazione geopolitica, deglobalizzazione, clima e carenza di lavoro

Tassi a lungo termine più alti, in media: stretta monetaria post-COVID e maggiore premio al rischio

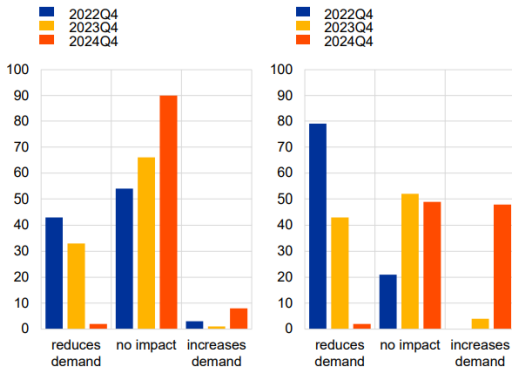
Da *savings glut* a *bond glut*: QT, deficit persistenti e minore appeal dei titoli di Stato

Impact of general level of interest rates on loan demand

(percent)

Corporate loans

Mortgages



Source: ECB Bank Lending Survey.

Forze contrastanti sull'inflazione

Pressioni al ribasso:

- Crescita debole, così come la fiducia dei consumatori
- Rischio di inflazione inferiore al target in caso di stagnazione
- Tensioni globali come freno a consumi e investimenti

Fonti di incertezza:

- Prezzi energetici in rialzo
- Timori di nuovi dazi sul commercio globale
- Debito tedesco
- Difesa comune UE come stimolo fiscale