



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
LM-56 Classe delle lauree magistrali in SCIENZE DELL'ECONOMIA

Tesi di laurea

**"COSEGUENZE DEI TASSI DI INTERESSE NOMINALI
NEGATIVI ALL'INTERNO DELL'EUROZONA: UN
CONFRONTO FRA EUROPA MEDITERRANEA E
CONTINENTALE"**

***"CONSEQUENCES OF NEGATIVE NOMINAL INTEREST
RATES WITHIN EUROZONE: DIFFERENCES BETWEEN
MEDITERRANEAN EUROPE AND CONTINENTAL EUROPE"***

Relatore:
Prof. Opocher Arrigo

Laureando:
Rossi Mel Marco

Anno Accademico 2017-2018

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

INTRODUZIONE	5
<u>PARTE PRIMA</u>	<u>8</u>
1. POLITICHE MONETARIE, MERCATO MONETARIO E DEI CAPITALI	8
2. TASSO NATURALE DI INTERESSE	11
3. NEGATIVE INTEREST RATE POLICY (NIRP): COME SI E' ARRIVATI	13
4. TASSI BASSI	18
5. DRIVERS DI LUNGO PERIODO	19
6. TERM PREMIA	20
7. CRESCITA GLOBALE E TASSI REALI	24
A) CRESCITA DEMOGRAFICA	27
B) CRESCITA DELLA CONVERGENZA	29
C) CRESCITA ALLA FRONTIERA TECNOLOGICA	31
D) CRESCITA GLOBALE E TASSI REALI DI INTERESSE	32
8. RISPARMI, INVESTIMENTI E TASSI REALI	34
A) TREND SECOLARI CHE INFLUENZANO I RISPARMI	35
- Demografia	35
- Crescita delle disuguaglianze	36
- Eccesso di risparmio dei mercati emergenti	38
9. TREND CHE INFLUENZANO GLI INVESTIMENTI	40
A) DISCESA DEL PREZZO RELATIVO DEI BENI CAPITALI	40
B) INVESTIMENTO PUBBLICO BASSO	41
C) CRESCITA NELLO SPREAD TRA RISK FREE RATE E RATE OF RETURN ON CAPITAL	42
<u>PARTE SECONDA</u>	<u>44</u>
10. GERMANIA	44
A) YIELD-CURVE E TASSI DI CAMBIO	45
B) DOMANDA AGGREGATA	48
C) IMPATTO DEI TASSI DI INTERESSE NEGATIVI	49
11. ITALIA	55
12. COCLUSIONI	59
<u>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</u>	<u>61</u>

Introduzione

Dopo la crisi finanziaria innescata nel 2008 negli USA (il cui inizio viene fatto coincidere con il fallimento della banca Lehman Brothers) e arrivata attraverso i contagi bancari sin qui in Europa la recessione sembra aver depotenziato la crescita economica. Nell'eurozona, una politica fiscale improntata alla 'consolidation', secondo gli accordi del 'fiscal compact', si è nel corso del tempo accompagnata con una politica monetaria espansiva e non convenzionale, i cui pilastri principali sono stati il quantitative easing, le misure di credito alle banche, la 'forward guidance' e un abbassamento dei tassi di interesse di mercato monetario al di sotto dello zero. Dal 2014 la BCE ha annunciato di abbassare la Deposit Facility Rate a -0.1%. Queste misure non convenzionali sono state adottate in seguito alle politiche negative sui tassi che Svizzera, Danimarca, Giappone e Svezia avevano applicato ai loro tassi di riferimento.

Banca Centrale	Azione	Motivazione
Danimarca	Da luglio 2012 ad aprile 2014: Certificati sui tassi di deposito abbassati a -0.2%, alzati a -0.1% nel gennaio 2013 e tornati poi in territorio positivo nell' aprile 2014 Da settembre 2014: tagliati i certificati di tassi di deposito a -0.75%	Per scoraggiare i flussi di capitale che avrebbero potuto mettere pressione verso l'alto alla Korona. Per controllare la pressione sulla Korona. È stato messo un tetto al current account per far si che fossero ridotti i costi del settore bancario causati dai tassi negativi sui depositi.
Euro Area	Da giugno 2014 fino alla fine del 2018 (?): abbassata la Deposit Facility Rate a -	Bassa crescita ed inflazione.

	0.1% e poi a -0.2% in settembre 2014.	
Svezia	Luglio 2009 a settembre 2010: taglio dei tassi di deposito a -0.25%. Luglio 2014: tassi di deposito in territorio negativo a -0.5% e in seguito abbassati a -1.1%	Recessione profonda Il target dell'inflazione ancora basso
Svizzera	1972: tasso di penalità del 2% per quarto applicata all'incremento nei depositi di franco svizzero da parte dei non residenti. Dicembre 2014: range target per il LIBOR a 3 mesi abbassato prima a -1.25% a -0.25%.	Per scoraggiare i flussi di capitale in entrata in particolare dai Paesi esportatori di petrolio. Per controllare la pressione verso l'alto sul Franco svizzero, la bassa crescita e deflazione.

Il mio compito con questa tesi è quello di cercare di studiare ed osservare le conseguenze che hanno avuto in particolare queste politiche dei tassi negativi nei Paesi dell'eurozona continentale (i più virtuosi) e mediterranea (i meno virtuosi). Come modello di queste due zone economiche e geografiche prenderò in studio rispettivamente la Germania e l'Italia. Prima di arrivare a questo punto farò alcune premesse metodologiche sulle politiche monetarie, mercati monetari e dei capitali, tasso naturale di interesse) per poi soffermarmi sul perché si è arrivati a questo punto parlando quindi dei bassi tassi presenti in tutte le economie e studiare i drivers che hanno portato ad un abbassamento di questi tassi. Osserverò quindi quei trend che determinano i risparmi e gli investimenti.

Nella seconda parte mi concentrerò sugli effetti reali che hanno avuto quindi questi tassi di interesse negativi in Germania e Italia. Nella redazione di questa tesi mi sono concentrato in particolar modo sulle domande: come mai queste politiche monetarie non convenzionali sono state ad un certo punto osteggiate dalla Germania? Quali sono gli effetti sull'economia reale?

Parte Prima

1. POLITICHE MONETARIE, MERCATO MONETARIO E DEI CAPITALI

Il mercato monetario rappresenta l'insieme delle negoziazioni aventi per oggetto quegli strumenti finanziari, chiamati anche prestiti monetari, che hanno una durata inferiore ai 12-18 mesi. La finalità prima del mercato monetario è la gestione dei flussi di liquidità del sistema nel suo complesso sia grazie alla durata dei contratti ed alla presenza di un mercato secondario che consente agli investitori istituzionali e individuali di investire temporanee eccedenze di fondi e allo Stato ed alle imprese di risolvere temporanei fabbisogni attraverso prestiti a breve.

Il mercato monetario si caratterizza principalmente per:

- Rischio variabile in relazione al grado di solvibilità degli emittenti
- Alto grado di liquidità
- Continuità degli scambi
- Impersonalità delle contrattazioni
- Prezzo degli strumenti è una funzione dei tassi di interesse a breve

Le operazioni che vengono effettuate sul mercato monetario sono quelle di:

- Investimento: dà chiaramente la possibilità di gestire in maniera ottimale la liquidità, impiegando le proprie eccedenze su questi strumenti finanziari ottenendo in cambio un ritorno economico. Possono investire su questi strumenti famiglie, investitori istituzionali (banche, compagnie di assicurazione, enti di previdenza e fondi comuni)
- Finanziamento: può essere usato anche come fonte di finanziamento per fare fronte, contro un corrispettivo, a delle mancanze temporanee di moneta. La pubblica amministrazione può reperire queste risorse attraverso l'emissione dei BOT (Buoni Ordinari del Tesoro) di durata di 3, 6 e 12 mesi. Le banche invece per finanziarsi nel breve termine fanno ricorso all'emissione di certificati di deposito. Le imprese invece utilizzano l'emissione di accettazione bancarie e di cambiali finanziarie.

Il mercato dei capitali invece è quel “luogo” nel quale si incontrano la domanda e l’ offerta di strumenti di debito o partecipativi (azioni) a medio-lungo termine e cioè con una scadenza superiore ai 12 mesi oppure a scadenza indeterminata. Le transazioni di mercato di azioni avvengono all’ interno di mercati regolamentati quali l’MTA gestito da Borsa Italiana, mentre le transazioni su titoli di debito a medio-lungo termine si realizzano sui mercati regolamentati quali MOT ed EuroMot gestiti da Borsa Italiana oppure MTS gestito da MTS Spa su mercati non regolamentati oppure bilateralmente.

Questi due mercati sono influenzati dai tassi di interesse ufficiali che le Banche Centrali decidono di modificare attraverso operazioni di Politiche Monetarie. Le politiche monetarie possono essere espansive (acquisto di titoli governativi a breve termine per abbassare i tassi di interesse a breve termine e combattere così la bassa inflazione) oppure possono essere restrittive (vendita di titoli e nel ritiro quindi della moneta dal mercato con l’ intento di alzare gli interessi di breve termine per abbassare l’ alta inflazione).

I tassi di interesse (nominali) rappresentano quindi il prezzo che un operatore è disposto a pagare per ottenere un capitale finanziario oppure, per la controparte il corrispettivo che dovrebbe incassare per la concessione di un prestito di capitale. Per quello che riguarda invece il tasso di interesse reale questo è definito come il rendimento al netto della diminuzione del potere d’ acquisto della moneta o inflazione in un dato sistema economico. Il tasso reale viene formalizzato dalla cosiddetta equazione di Fisher:

$$i = i_r + \pi^e$$

In questa equazione si può vedere come il tasso di interesse nominale i è uguale alla somma tra tasso di interesse reale e il tasso di inflazione atteso. Il tasso di interesse fa riferimento al mercato del denaro, il “luogo” dove la domanda e l’ offerta di denaro si incontrano. Un eccesso di domanda di moneta porta ad un innalzamento dei tassi, viceversa un eccesso di offerta sulla domanda porta invece ad un abbassamento dei tassi. Nel nostro sistema economico sono presenti le banche centrali, le quali intervengono attraverso strumenti di politica monetaria per incentivare la crescita economica, stabilizzare i mercati finanziari e alzare (abbassare) l’ inflazione. Le politiche monetarie attuate dalla Banca Centrale sono composte principalmente da acquisto o vendita di titoli e operazioni di finanziamento delle banche (private) possono essere suddivise in due tipologie:

- Espansiva: acquisto di titoli governativi (con scadenza a breve) con immissione di moneta nel mercato e conseguente abbassamento dei tassi di interesse a breve termine
- Restrittiva: vendita di titoli e ritiro di moneta dal mercato allo scopo di alzare gli interessi a breve termine

Ogni mercato monetario ha i suoi tassi di interesse di riferimento (ufficiali), anche noti come tassi di interesse della Banca Centrale. Questi tassi sono di riferimento per quello che riguarda la concessione di: mutui, prestiti ed acquisto di altre attività ed operazioni finanziarie. Nel caso dell' Eurozona la BCE dispone di tre tipi di tassi sui quali può intervenire:

1. Tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale applicabile ai prestiti overnight concessi alle banche
2. Tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale , ORP (tasso al quale le banche possono regolarmente finanziarsi presso la BCE con scadenza a una settimana)
3. Tasso sui depositi, Deposit Facility o DF (delle banche commerciali) presso la banca centrale

Affinché il buon funzionamento del mercato monetario sia garantito i tassi appena elencati non possono essere situati su valori troppo prossimi tra loro. Infatti con un tasso sui depositi già pari allo 0% e un tasso di rifinanziamento allo 0,25%, una riduzione di quest'ultimo allo 0,15% ha quindi indotto ad abbassare il tasso sui depositi al -0,1% per mantenere invariato l' intervallo tra i due.

La politica monetaria, qualunque essa sia comporta una variazione del tasso di interesse la quale a sua volta innescherà una serie di mutamenti sulle diverse variabili che compongono l' economia.

- Tassi di mercato
- Valore delle attività
- Tasso di cambio
- Domanda interna e domanda esterna: in seguito all' apprezzamento (deprezzamento) del tasso di cambio vi sarà uno spostamento di preferenza tra beni nazionali oppure esteri
- Domanda aggregata

2. TASSO NATURALE DI INTERESSE

Le banche centrali (autorità monetarie) per indirizzare le politiche monetarie vanno a considerare il tasso naturale di equilibrio (tasso di equilibrio). Questo è coerente con un' inflazione al 2% e la produzione che è uguale al suo livello potenziale. Per la stabilizzazione delle politiche monetarie con un tasso di cambio variabile ci si basa sulla determinazione di un tasso di interesse nominale, di difficile stima, che non rallenti ma neanche che acceleri l' economia.

Questo tasso è caratterizzato dalla formazione di capitale programmato con il risparmio previsto con una stabilità dei prezzi. Detto in altre parole si può definire come il tasso al quale il PIL reale sta crescendo secondo il suo tasso trend e l' inflazione è stabile. La definizione di questo Tasso Naturale è attribuito all' economista Svedese Knut Wicksell e va' a formare una parte importante di quello che è la teoria dei business cycle della Scuola Austriaca. Il tasso naturale è importante perché viene guardato dagli economisti (in particolare dai policymakers) come un benchmark da comparare con il tasso di mercato. Infatti quando il tasso di mercato eguaglia quello naturale allora vuol dire che l' economia considerata è su un sentiero sostenibile e sono le deviazioni da questa traccia che causano i famosi booms e busts. Ad esempio se il tasso di mercato viene tenuto artificialmente sotto il tasso naturale (attraverso ad esempio un' espansione monetaria) allora le persone riceveranno un falso segnale per investire in progetti più sensibili agli interessi.

Siccome il tasso naturale è un' invenzione degli economisti, non possiamo osservarlo. Esso può tuttavia essere definito sul piano teorico, mentre sul piano empirico viene calcolato come il tasso di interesse reale che si associa ad un tasso di inflazione costante e nell'ordine del 2%.

Sul piano teorico, il tasso di interesse naturale può essere definito attraverso la seguente equazione.

$$I - S = a(\bar{R} - R)$$

Nel primo membro abbiamo la differenza tra gli Investimenti (I) e il Risparmio privato (S). Nel secondo membro abbiamo invece il parametro "a" che sarebbe un coefficiente che rende

omogenei la differenza tra i due tassi e la differenza tra investimenti e risparmi. \bar{R} rappresenta invece il tasso di interesse naturale mentre R è il tasso di mercato.

Questa equazione mi porta a considerare che un eventuale abbassamento del tasso effettivo al di sotto del tasso naturale porterà ad una compressione del risparmio e aumenteranno dall'altro i profitti verso nuovi investimenti. Questo spingerà coloro che ricevono reddito ad investire in beni di consumo, poiché è più conveniente che non tenerli nel conto corrente, ciò facendo aumenteranno i livelli dei prezzi.

Considerando la situazione attuale e cioè che i tassi di interesse reali e di inflazione siano rimasti molto bassi in questi anni ci fa intuire che il tasso naturale di interesse si sia abbassato.

Tabella 1

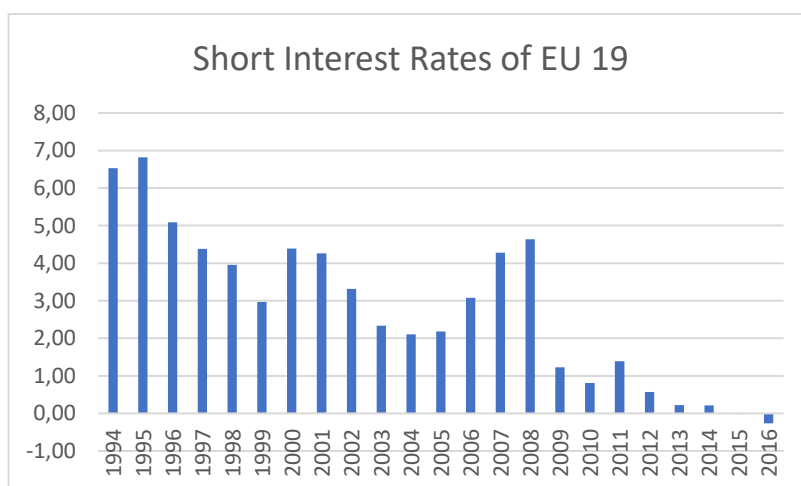
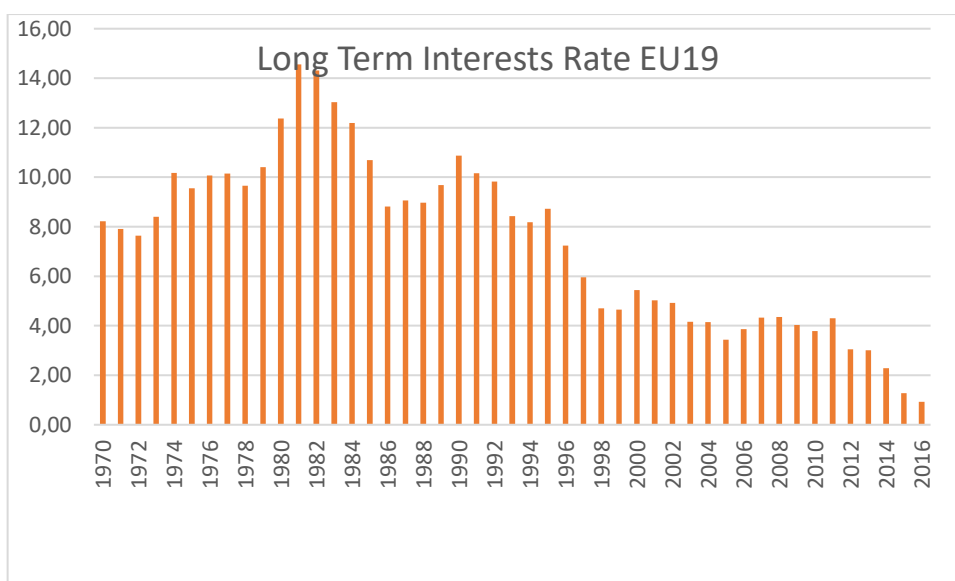


Tabella 2



Il problema principale è che il tasso naturale non può essere conosciuto con esattezza e ciò rende estremamente difficile scegliere la giusta politica monetaria da parte della Banca Centrale.

C'è stato tuttavia il tentativo di quantificare il tasso naturale di interesse da parte di alcuni studiosi, Thomas Laubach e John Williams (Laubach e Williams, 2003). Attraverso un modello keynesiano nel quale l'attività economica risponde ad una semplice equazione dove deviazioni tra PIL Potenziale e PIL Reale e differenza tra i tassi di interesse reali e naturali sono proporzionali. In questo modello l'inflazione crescerà se il tasso di interesse naturale è più alto rispetto al tasso di mercato (effettivo) e viceversa diminuirà se tasso naturale è più basso rispetto al tasso di mercato. In questo modello il PIL potenziale è visto come un fattore determinante del tasso naturale di interesse.

3. NEGATIVE INTEREST RATE POLICY (NIRP): COME SI È ARRIVATI

Prima di descrivere le politiche dei tassi nominali negativi attuate dalla BCE e da altre banche centrali cercherò di parlare di come si è arrivati a questa situazione partendo dalla deflazione e quali sono state le variabili che hanno trainato verso il basso l'inflazione.

La deflazione e la bassa inflazione portano ad una situazione in cui i consumatori sono portati a non acquistare un bene di consumo oggi perché domani costerà di meno. La deflazione ha inoltre altri effetti negativi, come l'aumento del valore reale del debito delle imprese ma anche della pubblica amministrazione.

In una situazione del genere i consumi sarebbero non solo congelati ma continuerebbero a scendere. Ciò porterebbe ad una graduale diminuzione delle vendite e dei profitti e quindi una diminuzione delle vendite e dei profitti ed infine si abbasserebbero anche i salari. Questo abbassamento nei salari porterà ad una ulteriore contrazione nei consumi riducendo ulteriormente i consumi e così via. Questa situazione prende il nome di "spirale deflazionistica".

In questo panorama si è assistito anche ad un “credit crunch” (contrazione del credito) causato dall’eccessivo uso di leva finanziaria da parte delle banche e da molte insolvenze da parte dei debitori. Il credit crunch altro non è che un rallentamento all’erogazione di credito ai consumatori ed alle imprese.

Per risolvere questo problema e stimolare il credito al consumo la BCE ha deciso di intervenire adottando dapprima le cosiddette misure “convenzionali” e una volta resasi conto che queste misure non sono bastate per arginare la caduta negli investimenti e la deflazione ma soprattutto per uscire dalla “liquidità trap” (fig), situazione nella quale gli operatori finanziari preferiscono detenere una grande quantità di scorte liquide piuttosto che investire nei processi produttivi o acquistando titoli, la BCE ha implementato le cosiddette misure “non convenzionali”.

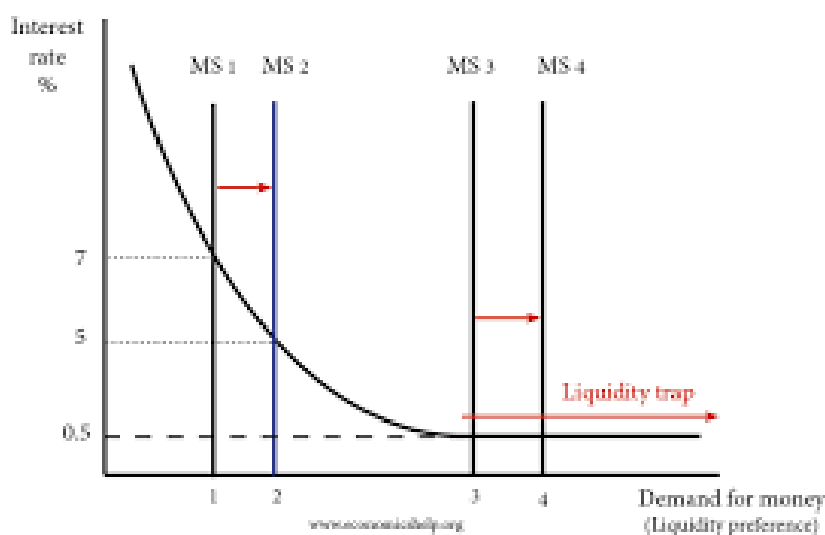


Figura 1

Tra le misure convenzionali abbiamo:

- Acquisto di titoli a breve per influenzare i tassi a breve
- Operazioni di rifinanziamento principali
- Operazioni di rifinanziamento a lungo termine
- Operazioni di regolazione puntuale
- Operazioni strutturali

Tra quelle non convenzionali abbiamo:

- Quantitative easing: acquisto di titoli di Stato

- TLTRO II: quattro aste di liquidità con cui le banche possono accedere al credito a condizioni vantaggiose, purché il denaro sia usato per sostenere il credito al settore privato
- Tassi negativi sui surplus delle riserve detenute presso la BCE
- Forward guidance

I tassi negativi sono tra le misure più interessanti dal punto di vista teorico, poiché sono misure ancora più eccezionali rispetto alle altre dato che l' economia pura ha sempre dato per scontato che i tassi di interesse potessero essere positivi.

Le riserve, alle quali sono applicati questi tassi negativi, sono obbligatorie per legge e la BCE ha deciso appunto di tassare la parte eccedente la soglia di legge. Questa operazione è stata pensata per invogliare le banche a concedere prestiti nel mercato, piuttosto che tenere i soldi "fermi" nelle riserve della BCE. Solitamente è comunque minimizzata la detenzione di moneta in queste riserve, poiché i tassi di mercato sono molto più remunerativi rispetto i tassi di interesse sui depositi.

E' anche vero che tuttavia in situazioni di incertezza le banche hanno più convenienza nel detenere parte della loro liquidità nelle sopracitate riserve.

La BCE ha deciso di abbassare i propri tassi di interesse di riferimento per far sì che il sistema creditizio aumentasse il credito dando così una spinta ai consumi ed agli investimenti.

I tassi di interesse determinati dalle Banche Centrali, che sono i tassi di riferimento del sistema creditizio retail e interbancario, sono sempre stati dei tassi di interesse positivi. Dal 2011 tuttavia alcune banche centrali delle maggiori economie mondiali stanno sperimentando dei tassi di interesse negativi: Svezia, Giappone, Svizzera ed infine Unione Europea.

La BCE è stata la prima Banca Centrale di una potenza economica a muoversi in questa direzione quando l'11 giugno 2014 decise di tagliare il tasso di deposito dallo 0% allo -0.1%. Abbassò poi ulteriormente questo tasso prima a -0,2% nel settembre 2014 e in seguito allo -0.3% nel dicembre 2015.

La Banca Nazionale Svizzera è invece passata da un tasso di deposito negativo il 18 dicembre 2014 con l' annuncio che i depositi che superano una certa soglia avrebbero avuto un tasso di interesse pari a -0.25% con inizio dal 22 gennaio 2015.

La Banca Nazionale Danese (Danmarks Nationalbank) poco dopo la BCE, il 5 settembre 2014 ha deciso di tagliare il tasso di interesse sui depositi da +0.05% a -0.05%. In realtà la Danimarca iniziò a tagliare i tassi sui depositi già nel luglio 2012 per problemi inerenti al tasso di cambio.

Allo stesso modo anche la Sveriges Riksbank (Banca Centrale Svedese) implementa nel febbraio 2015 la riduzione dei tassi a pronti contro termine a -0.1%. Queste misure non furono una novità poiché già nel 2009 la Riksbank aveva usato tassi negativi per incentivare le banche a non detenere liquidità presso la Banca Centrale. Questa misura fu comunque di breve durata (un anno).

La Bank of Japan il 29 gennaio 2016 ha invece annunciato che avrebbe applicato un tasso uguale a -0,1% a partire dai saldi dei conti correnti e su ogni futuro aumento di riserve per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi del 2%.

Per raggiungere il mercato monetario queste banche centrali hanno usato diversi metodi di implementazione di politiche dei tassi di interesse. Infatti ciascuna banca centrale ha applicato dei tassi negativi ai tassi di interesse di riferimento che differiscono da Paese a Paese: in Eurozona e Svizzera i Central Bank deposit rate, in Svezia i repo rate mentre in Danimarca i certificate of deposit rate.

Queste politiche monetarie di tassi negativi sono state mosse da intenti differenti: controbilanciare basse aspettative di inflazione e controbilanciare l'apprezzamento della divisa nazionale nel tasso di cambio.

La BCE ha mosso i tassi di interesse in territorio negativo con l'obiettivo principale "to underpin the firm anchoring of medium to long term inflation expectations" (Draghi, 2014).

La Sveriges Riksbank con l'intento di "safeguarding the role of the inflation target as a nominal anchor for price setting and wage formation" (Sveriges Riksbank 2015). Le cosiddette NIRP (Negative Interest Rate Policies) sono delle politiche complementari alle cosiddette misure non convenzionali.

Nel caso della Svizzera invece diverso è il motivo di implementazione dei tassi negativi, a seguito del monetary easing dell'Eurozona infatti il Franco Svizzero si è apprezzato eccessivamente rispetto all'Euro, ciò ha portato la SNB ad imporre un "floor" al tasso di cambio applicando dei tassi negativi che fermassero l'entrata di fondi: i tassi si abbassarono quindi a -0.25% (dicembre 2014) salvo poi abbassarli ulteriormente fino a -0.75%.

Discorso simile per la Danimarca che per fermare l' impennata della domanda di Korone Danesi ha abbassato i tassi di interesse in territorio negativo (-0,75%), contemporaneamente il Ministro delle Finanze danesi sospese l' emissione dei titoli di stato. In seguito a queste misure il tasso di cambio con l' euro venne ridimensionato.

Generalmente quando avviene questa riduzione dei tassi nominali poi si abbassano anche i rendimenti nominali sulle attività finanziarie che implica poi un abbassamento dei tassi reali che sono alla base delle scelte di famiglie ed imprese. Questo abbassamento dovrebbe aumentare i consumi, poiché le famiglie sono più predisposte ad acquistare oggi piuttosto che domani, visto che domani i prezzi saranno più alti. Questo è però conveniente anche per le imprese poiché il costo reale di un' unità addizionale di capitale si contrae. L' aumento della domanda aggregata determina una spinta al rialzo dei prezzi e un ritorno dell' inflazione verso l' obiettivo prestabilito.

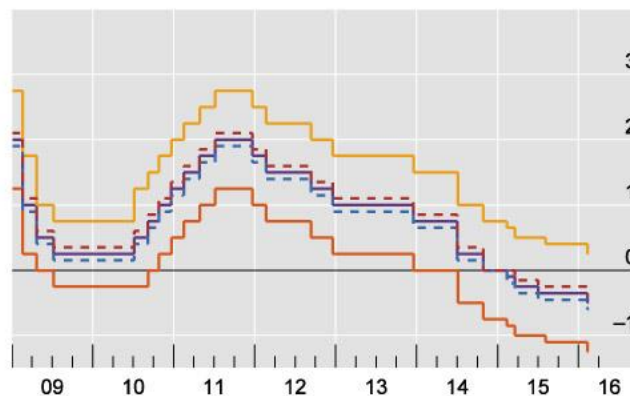
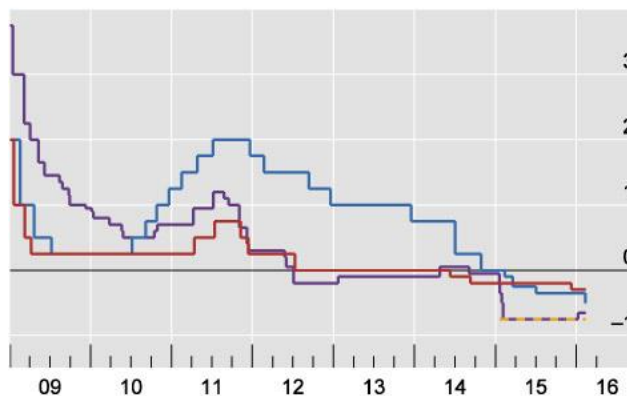
Central bank policy rates

In per cent

Graph A

Key policy rates for implementation of negative interest rates

Sveriges Riksbank policy rates



ECB: Overnight deposit facility
SR: One-week debt certificates
SNB: Overnight sight deposit
DN: One-week certificate of deposit

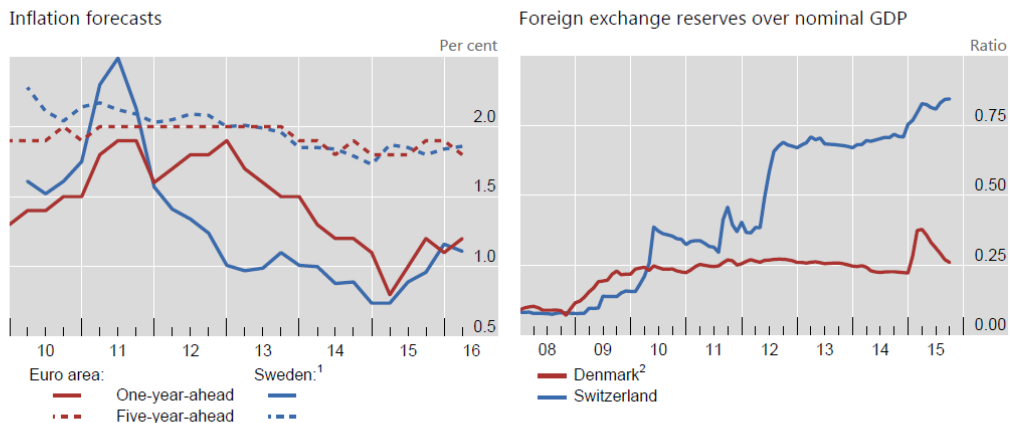
Fine-tuning:
Lending
Deposit
Lending rate
Repo rate
Deposit rate

DN = Danmarks Nationalbank; ECB = European Central Bank; SNB = Swiss National Bank; SR = Sveriges Riksbank.

Source: National data.

© Bank for International Settlements

Figura 2



¹ For Q1 2016, data up to January 2016 only. ² Gross foreign exchange reserves minus foreign liabilities.

Sources: Datastream; TNS Sifo Prospera; national data.

Figura 3

4. TASSI BASSI

Finora ci siamo focalizzati su come le Banche Centrali in linea di massima hanno reagito ai bassi tassi di interesse.

Bassi tassi di interesse portano pressione ai business model delle istituzioni finanziarie come ad esempio banche, fondi pensione e compagnie di assicurazione come conseguenza dei ricavi dei tassi di interesse che si sono compressi.

Questo è venuto in un momento nel quale la profittabilità era già debole, ovvero quando il settore stava rivedendo i propri bilanci visto il deleveraging post-crisi. Questi tassi reali bassi influenzano anche le entrate dei pensionati che stanno crescendo nei Paesi avanzati. La propensione al consumo dei pensionati dipende dal ritorno che questi avranno sui loro risparmi; i tassi bassi hanno un' influenza anche sul tasso di accumulazione degli assets pensionistici dei lavoratori non ancora andati in pensione, un fatto molto importante visto il grande numero di lavoratori che andranno in pensione i prossimi anni.

Questi valori bassi tuttavia come ha precisato Mario Draghi in un discorso del 2 Maggio 2016 “non sono il problema vero e proprio, ma sono il sintomo di un problema sottostante che

sarebbe l' insufficiente domanda di investimenti nel mondo che sia in grado di assorbire tutti i risparmi disponibili nell' economia".

Questo eccesso di risparmio su investimenti proficui sta portando i tassi di interesse verso il basso. Questa carenza di domanda è influenzata da due drivers: i drivers di lungo periodo e i drivers di breve periodo.

5. DRIVERS DI LUNGO PERIODO

Dal 1980 c'è stato un calo continuo dei tassi d'interesse reali a lungo termine sia nei Paesi sviluppati che nei Paesi in via di sviluppo.

Questa similitudine tra Paesi di differente grandezza economica mi porta a pensare che in sottofondo stavano agendo dei fattori globali e comuni a tutti i sistemi economici.

Come già accennato in precedenza questo declino si è presentato contemporaneamente ad una bassa e stabile inflazione. Questo potrebbe indurci a pensare che la caduta dei tassi a lungo termine sia in realtà il sintomo di una caduta nel tasso naturale globale.

Una prima spiegazione del perché i tassi reali globali si sono abbassati, deviando dal tasso di equilibrio di lungo periodo (naturale), è perché ciò è causato da fattori ciclici.

Un' altra ipotesi potrebbe essere che le misure del mercato sono state distorte da fattori market-specific che hanno influenzato i ricavi sui bond governativi facendoli deviare dal sottostante tasso risk free. Questo potrebbe essere causato da due fattori: il ruolo dei term premia e i cambiamenti strutturali nel mercato delle obbligazioni governative.

6. TERM PREMIA

Il cosiddetto term premium è la compensazione extra che gli investitori richiedono per detenere assets a lungo termine piuttosto che detenere assets a breve termine. Stando quindi alla letteratura parte del decadimento nei tassi reali del lungo periodo potrebbe essere stato guidato da un abbassamento nei term premia piuttosto che essere spiegato da un declino nei tassi di interesse attesi. Questi ultimi sono il risultato di tutti quei grandi cambiamenti nei regimi di politiche monetarie che sono avvenuti in tutto il mondo a partire dal 1980 ed hanno sicuramente abbassato l'incertezza sulle future politiche monetarie portando quindi i term premia verso il basso. Chiaramente anche altri fattori potrebbero aver influenzato i term premia in questi ultimi trenta anni, come ad esempio quei fattori che hanno guidato un incremento nella domanda per attività sicure (safe assets). In questi ultimi trenta anni ci sono stati significativi cambiamenti nella domanda e nell'offerta di obbligazioni governative che potrebbero avere influenzato gli yields di lungo termine.

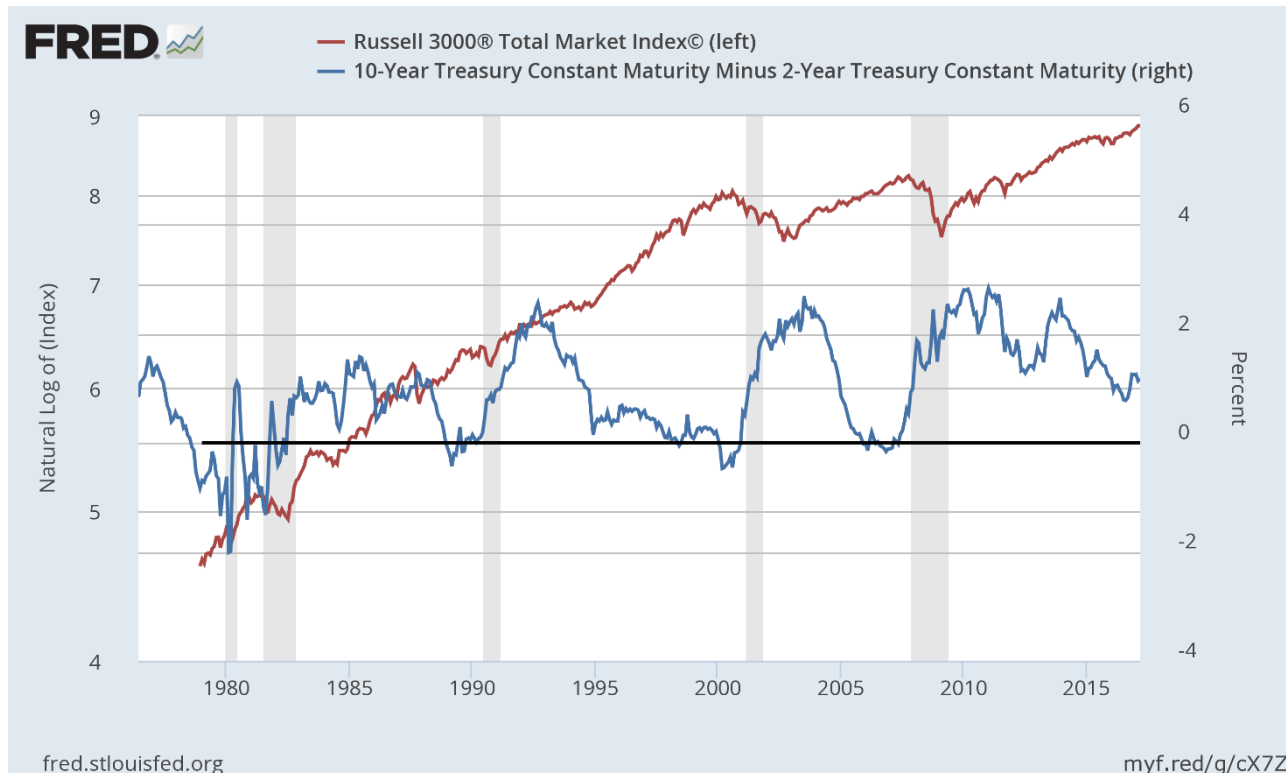


Figura 4

I fattori particolarmente importanti sono:

1. Crescita nell' emissione di obbligazioni governative (incremento nell' offerta di attività sicure)
2. Deterioramento della posizione fiscale ed anche dei rating sin dalla crisi (decremento dell' offerta)
3. Declino nella detenzione di safe-assets da parte delle banche commerciali prima della crisi (decremento della domanda) salvo dopo la crisi invertire la tendenza a causa di stringenti standard finanziari (incremento della domanda)
4. Quantitative easing (incremento della domanda)
5. Incremento della domanda per le obbligazioni delle economie avanzate

Una ricerca fatta dal Fondo Monetario Internazionale condotta da Ali Abbas et al (2014) evidenzia come questi fattori siano stati importanti nel periodo 1900-2011. Questo studio evidenzia come l' emissione di debito, da parte dei paesi avanzati, sia incrementata significativamente dal 1985 (grafico sottostante 1). Ovviamente poco dopo lo scoppio della crisi del 2008, nel 2011 la proporzione di debito "sicuro" è crollata repentinamente come conseguenza del deterioramento della posizione fiscale e dei downgrades dei crediti (grafico sottostante 2). Tutto questo ha ridotto notevolmente l' offerta di attività sicure.

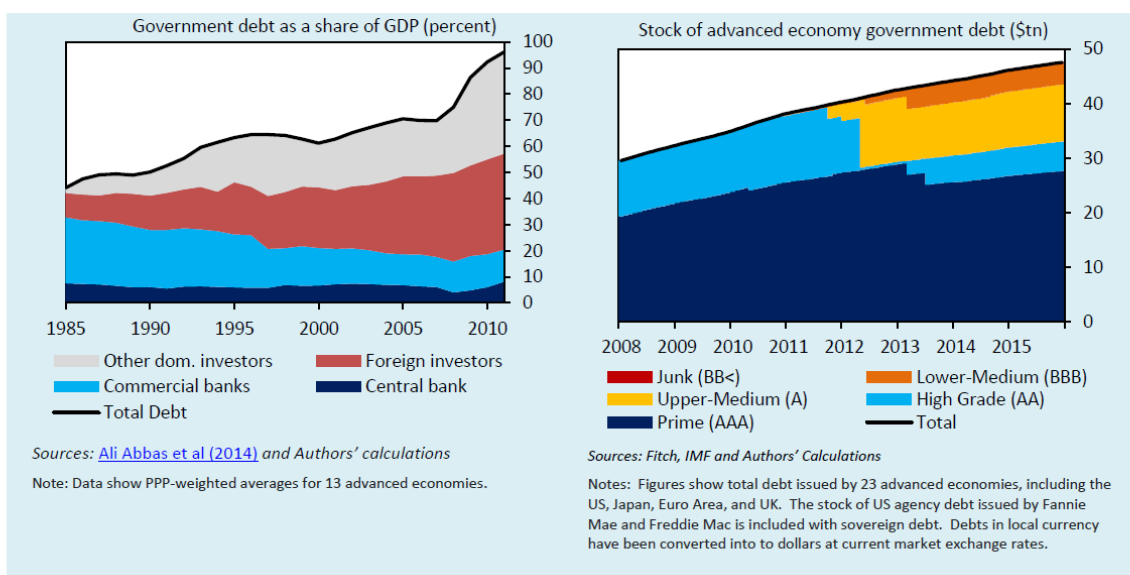


Figura 5

Per quello che riguarda invece la domanda di debito sovrano invece possiamo osservare come l' area azzurra (debito sovrano detenuto dalle banche commerciali) fosse stata in declino. Questo effetto è stato controbilanciato da una crescita nella domanda dagli investitori esteri in particolare dai mercati emergenti (nel grafico la zona rossa). La crescita è avvenuta in particolare dopo la crisi asiatica del 1998 poiché molte economie orientali decisero di iniziare ad accumulare divisa estera come sorta di assicurazione di breve termine. Questo incremento ha controbilanciato la caduta nella domanda dei debiti sovrani in particolare da parte delle banche commerciali nelle decenni precedenti la crisi.

Nello specifico dopo Basilea III le banche commerciali sono obbligate a detenere in misura permanente dei cosiddetti salvagente o "buffer" nella forma di debito sovrano con un alto rating.

Per di più le Banche Centrali delle economie più avanzate per ripristinare i livelli di inflazione pre crisi hanno messo in atto i quantitative easing (acquisti massicci di attività per iniettare liquidità nel mercato). Questi facilitatori quantitativi hanno abbassato la curva dei rendimenti dei bond governativi. Un esempio ci è dato dal quantitative easing effettuato dalla Bank of England che ha iniettato nel mercato monetario 200 miliardi di sterline in attività tra il 2009 e il 2010, abbassando così il rendimento dei bond inglesi a 10 anni (Joyce et al. 2011). È da notare che, se le norme regolatorie tipo Basilea III saranno permanenti, i quantitative easing sono un qualcosa di ciclico e quindi prima o poi verranno fermati nella stessa misura in cui le economie che li riguardano rientreranno dalla crisi.

La vera domanda a questo punto sarà: finiti i QEs i rendimenti delle obbligazioni degli Stati coinvolti nella crisi torneranno ai livelli pre crisi oppure continueranno a mantenere lo stesso livello che hanno raggiunto grazie ai quantitative easing che ciascuna banca centrale ha implementato?

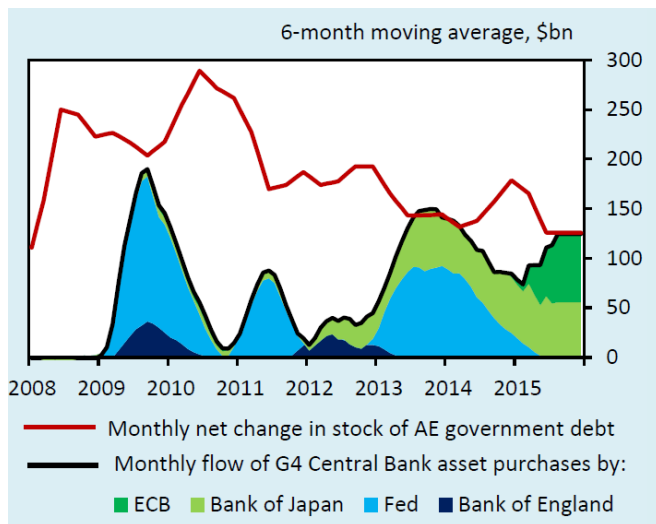


Figura 6

Facendo un breve riassunto dunque nei decenni prima della crisi l'offerta di obbligazioni sovrane è incrementata molto soprattutto grazie anche alla domanda di attività sicure da parte delle economie emergenti.

Ma se l'offerta di attività sicure è incrementata in particolar modo dal 1995 facendo aumentare gli yields delle obbligazioni e controbilanciando un po' della caduta nei tassi

di lungo periodo, dopo la crisi la situazione è cambiata notevolmente: deterioramento delle posizioni fiscali e downgrade dei rating hanno visto l'offerta di debito di alta qualità precipitare repentinamente, mentre la domanda di beni sicuri è cresciuta come conseguenza di cambiamenti a livello regolatorio (permanenti) e interventi da parte delle banche centrali (ciclici).

Come suggeriscono alcune ricerche (Caballero and Farhi, 2013) dopo la crisi l'offerta netta di attività sicure è deteriorata e questo ha contribuito alla caduta nei tassi di interesse reali vista recentemente. Questo però spiega la caduta dei tassi reali dall'avvento della crisi, non ci spiega come sono stati influenzati prima della crisi.

7. CRESCITA GLOBALE E TASSI REALI

Per descrivere meglio il legame tra crescita e tassi reali faremo uso del modello neoclassico basato sulla teoria del risparmio di Ramsey:

$$r^* = \frac{q}{\sigma} + \theta + (\alpha * n)$$

- r^* è il tasso reale di interesse quando l' inflazione è uguale al target e l' output gap è nullo
- σ rappresenta invece l' elasticità intertemporale di sostituzione nel consumo
- q tasso di cambiamento tecnologico
- n tasso di crescita della popolazione
- α coefficiente sul tasso di crescita della popolazione
- θ tasso di “pazienza”

Come si può vedere la condizione di primo ordine per il consumo ottimale suggerisce che i tassi reali dipendono dalle time preferences, dal progresso tecnologico e anche dalla crescita della popolazione.

Nonostante sia un modello molto semplice questo modello ci permette di capire in che maniera i tassi reali sono affetti dalle due principali componenti della crescita (crescita nella produttività e nella popolazione).

La ratio di questo modello è che una bassa crescita nella produttività abbassa le aspettative di guadagni nel mercato interno. Guardando questa equazione si può facilmente intuire come la crescita nella produttività (q) sia positivamente correlata ai tassi reali di interesse del modello. Alti risparmi poi portano ad un alto tasso di accumulazione di capitale che a sua volta conduce ad un più alto capitale per output ratio nel lungo termine e ad un più basso prodotto marginale del capitale.

La parte più interessante di questo modello è come Ramsey sia riuscito a formalizzare come il passaggio di una variazione della crescita nella produttività ai tassi reali dipenda anche dalle preferenze domestiche sul consumo (σ).

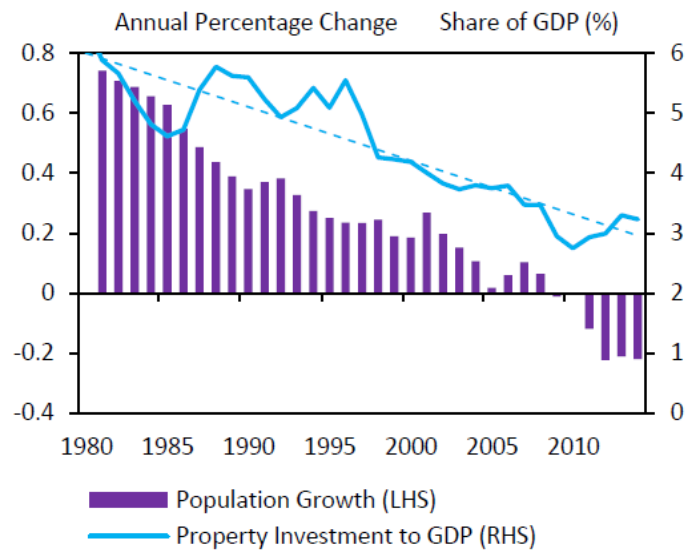
Con $\sigma > 1$ vuol dire che il settore domestico è ben accetto nell' accettare grandi variazioni nei consumi da un periodo ad un altro: non aggiusteranno i loro risparmi in risposta a cambiamenti nella crescita di produttività questo vuol dire che i tassi reali saranno insensibili a variazioni nel trend della crescita di produttività.

Tuttavia stime empiriche tratte dalla letteratura economica (Havranek et al 2015) ci dicono che in realtà è vero il contrario: $\sigma < 1$. Questo perchè il settore domestico si interessa dei consumi. Da questo studio empirico ci viene suggerito che le stime effettuate su 169 ricerche ci indicano che la media globale di σ sia circa 0.5 o comunque vicina ed inferiore a 1. Questo vuol dire che c'è un rapporto di 1:2 per quello che riguarda la variazione tra crescita della produttività e i tassi reali: cioè ad esempio una caduta di un punto percentuale sul trend della produttività porta ad un calo di due punti percentuali circa sui tassi reali.

Per quello che riguarda invece il collegamento tra crescita della popolazione (n) e tassi reali è molto più incerto. Infatti Ramsey in questo modello esplica una forte assunzione: la crescita della popolazione non è un driver dei tassi reali.

Studi recenti (Baker et al, 2005; Hansen) hanno tuttavia enfatizzato come l' ipotesi che la crescita della popolazione è ininfluente per i tassi reali sia in realtà un' ipotesi molto forte e che non rispecchia la realtà.

Infatti Baker et al dimostrano (come Solow) che se i due principali fattori produttivi, lavoro e capitale, sono complementari allora un rallentamento nella crescita della popolazione ridurrà il prodotto marginale del capitale poiché le aziende avranno meno lavoratori a disposizione. Il che implica a sua volta che un rallentamento della crescita della popolazione fa diminuire il rendimento del capitale spingendo verso il basso i tassi reali.



Sources: DataStream and IMF WEO

Figura 7

Come si può vedere nel grafico soprastante che descrive la situazione del Giappone: il rallentamento nella crescita della popolazione ha ridotto la domanda per la proprietà giapponese portando quindi ad un abbassamento del ritorno degli investimenti immobiliari e quindi ad un costante declino nella quota di investimento immobiliare come parte del PIL.

Per questo motivo noi ipotizzeremo (visto l'incertezza del modello e la mancanza di dati empirici) che $\alpha < 1$.

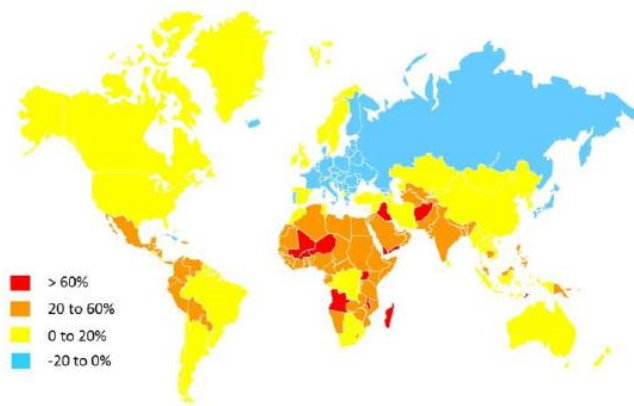
Visto che n e q hanno differenti ruoli nel guidare i tassi reali ha più senso analizzare i due separatamente. La crescita della produttività può essere distinta in: crescita alla frontiera tecnologica (guidata da invenzioni) e crescita guidata da quei Paesi che convergono alla frontiera (catch-up).

Adesso andrò ad analizzare i singoli driver della crescita globale degli ultimi trenta anni, questi sono:

- Crescita demografica
- Crescita della convergenza
- Crescita alla frontiera tecnologica
- Crescita globale e tassi reali di interesse

A) Crescita demografica

L'impennata nella crescita globale è dovuta principalmente ad un boom demografico. Una combinazione di calo del tasso di mortalità nelle economie avanzate e un baby boom nelle economie avanzate che hanno contribuito per 2pp alla crescita globale.



Source: UN Population Projections

Notes: Working-age population is defined crudely as those aged 20-64.

Figura 8

ma ad un tasso più basso (fino al 2050).

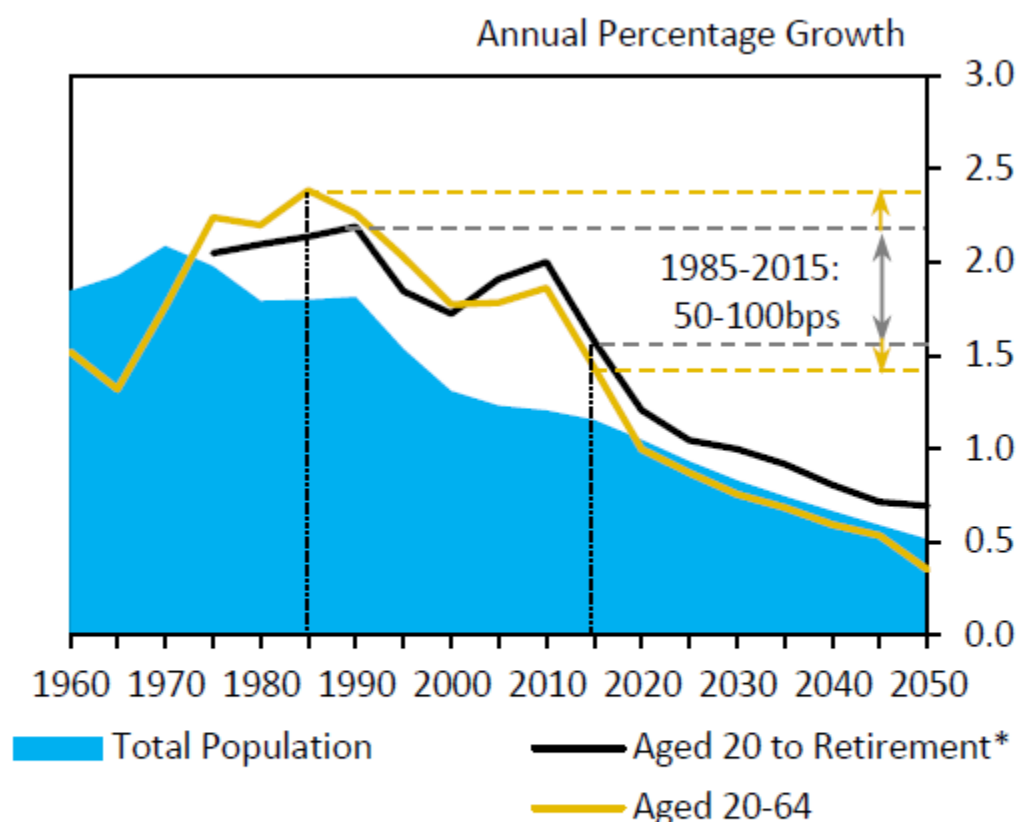
Stime dell' ONU dicono che nel 2050 la popolazione passerà da 7 miliardi di adesso ai 10 miliardi.

Quello che è da notare è come la crescita demografica sia diversa da Paese a Paese: i Paesi emergenti contribuiranno notevolmente alla crescita della popolazione mentre i Paesi Avanzati avranno un' influenza minore (in particolar modo ovest Europa). In generale possiamo dire che il trend della popolazione è in crescita

Fino a questo momento ho fatto riferimento solamente alla popolazione (in generale) ma a me interessa particolarmente la crescita della forza lavoro poiché è strettamente legata ai processi produttivi. Tuttavia la crescita (decrecita) della popolazione e crescita (decrecita) della forza lavoro hanno un lag di circa 15-20 anni, ciò è dovuto alla differenza che c'è tra nascite ed entrata nel mercato del lavoro.

Come dimostra il grafico sottostante la crescita di offerta globale è in calo. Si può vedere come l' offerta globale di lavoro sia in calo, questo trend tuttavia può essere influenzato nel breve termine da una sostenuta crescita della forza lavoro guidata da: aumento della

partecipazione femminile, miglior educazione (per ridurre il mismatch di skills) o anche una miglioria nelle condizioni di salute. Tutto questo può mitigare la caduta della crescita.



Sources: UN Population Projections, OECD, and Authors' calculations

Notes: Black line shows growth in the global working age population, aged 20 to retirement. Retirement ages are calculated using OECD data on average effective retirement ages. Over the future, global retirement ages are assumed to grow by

Figura 9

Un altro modo di vedere l' influenza che la popolazione ha sulla crescita mondiale è quello che espone Kuznets nel 1960. Egli richiama le teorie di Hansen che legano l' accumulazione di capitale all' offerta di lavoro argomentando che per mantenere l' output per lavoratore più capitale è richiesto per supportare una più grande forza lavoro. Quindi in assenza di limitazioni di risorse una rapida crescita della popolazione dovrebbe anche incrementare l' accumulazione di capitale e quindi stimolare la crescita.

In maniera più innovativa Kuznets evidenzia come in realtà una veloce crescita della popolazione può condurre ad una elevata crescita della produttività. Questo avviene attraverso diversi canali:

- con una veloce crescita la popolazione tende ad essere più giovane e quindi più adattabile ai cambiamenti ed ai nuovi prodotti (in particolar modo con la tecnologia) rispetto ad una popolazione intrappolata dalle tradizioni.
- Una veloce crescita vuol dire anche un incremento di innovatori in senso assoluto che poi si può riflettere in “increasing returns” dovuto a knowledge spillovers.

Una cosa che Kuznets però evidenzia è che la non scarsità di risorse (in particolare risorse naturali) potrebbe essere una semplificazione troppo forte: nella realtà come il costo marginale di estrarre risorse sale, la crescita della produttività crolla. Gli studi che legano crescita della popolazione ai cambiamenti climatici e ad un rallentamento della crescita economica vanno in questa direzione.

Con questo paragrafo ho voluto enfatizzare come la crescita della popolazione e il cambiamento di questa sia in realtà molto complesso. Considerando un orizzonte di tempo abbastanza lungo infatti sembra che ci sia una correlazione positiva tra la crescita della popolazione e la crescita del PIL per capita, un po' meno chiaro sembra essere in che maniera questa correlazione agisca.

B) Crescita della convergenza

Un fattore chiave della crescita economica in particolare nei PVS è la produttività del catch-up. Sfruttando il cosiddetto vantaggio del second mover (utilizzano un prodotto innovativo senza dover investire in R&D), questi Paesi accumulano più capitale e migliorano l'efficienza adottando le ultime tecnologie: ciò fa aumentare la produttività per lavoratore.

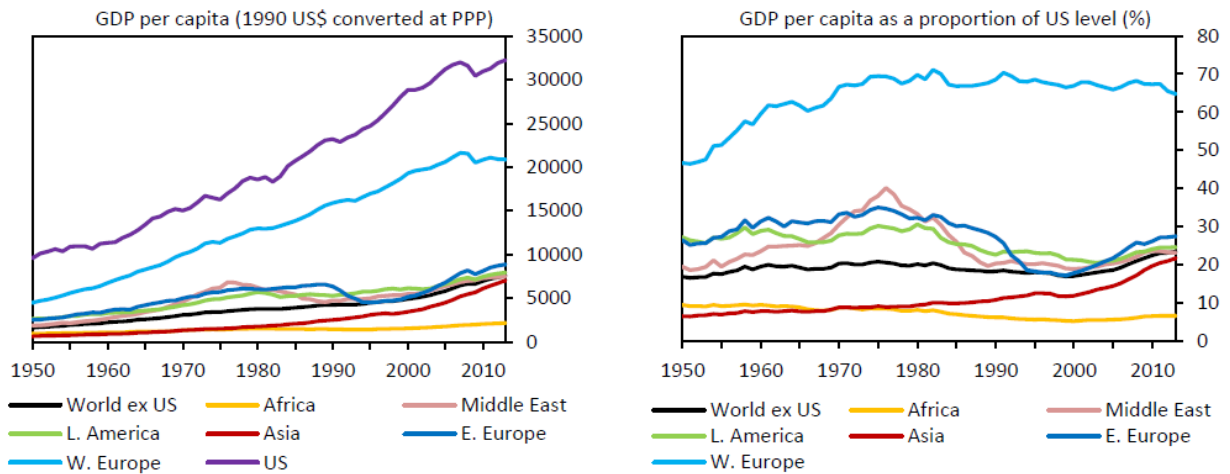


Figura 10

Come si può vedere da questi due grafici soprastanti la regione che ha le migliori performance in termini di crescita di PIL pro capite è l'Asia. Infatti c'è stato uno stabile catch-up durante gli '80 e i '90 interrotto nel 1998 dalla crisi asiatica e poi subito seguito da un rapido incremento in questo secolo. Riferendosi all'Asia si fa riferimento al maggior player che è la Cina.

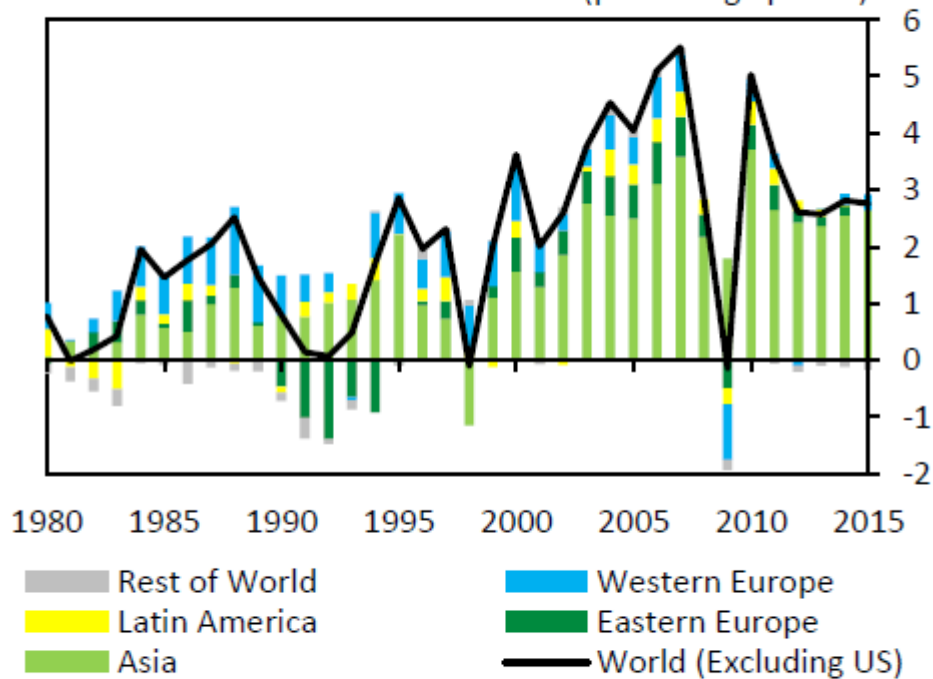
Per quello che riguarda invece il Medio Oriente e l'America Latina invece possiamo notare come ci siano state delle difficoltà nel catch-up. Ciò è dovuto ad una serie di fattori come lo shock del debito, crisi del petrolio ed una serie di crisi geopolitiche. Recentemente il boom delle commodity ha spinto questa regione verso un sostenuto catch-up.

Per quanto riguarda l'Europa dell'est invece possiamo notare come le sue performance non siano poi così brillanti visto il periodo di transizione (caduta dell'URSS) e quindi l'abbandono di un'economia pianificata e l'entrata in un'economia di mercato.

La storia dell'Europa dell'ovest è invece più particolare poiché sembra che l'ICT boom abbia avuto un effetto maggiore negli USA (crescita) piuttosto che in questa regione.

Il grafico sottostante mette in evidenza invece come sia l'Asia il maggior contribuente alla crescita globale di PIL pro capite, in particolar modo si può vedere come questo Paese contribuisca in maniera impressionante dal 2000.

Contributions to annual per capita income growth in the world outside the US (percentage points)



Sources: Conference Board TED (2013) and IMF WEO (April 2015)

Notes: Figures are PPP weighted and refer to real GDP expressed in constant 1990-US Dollars.

Figura 11

Secondo i maggiori economisti nel futuro il trend di crescita dovrebbe essere positivo e rispettare la media che questo trend ha avuto in questi ultimi 20 anni. Cioè il catch-up dovrebbe contribuire per 1pp di media all' anno alla crescita globale.

C) Crescita alla frontiera tecnologica

L' ultimo componente della crescita globale è la crescita alla frontiera tecnologica che può essere tranquillamente approssimata dalla crescita della produttività. Questa crescita potrebbe essere però rallentata da 4 fattori:

- Crescita delle disuguaglianze (al riguardo possiamo fare 2 considerazioni: da un lato l' accrescimento delle disuguaglianze può far crescere notevolmente la crescita poiché gli individui sono incentivati a prendere rischi e a lavorare di più e individui più ricchi tendono ad avere più alti tassi di risparmio e ciò vuol dire che questi potrebbero essere usati per investimenti produttivi e quindi essere un volano per la crescita; dall' altro lato invece l' ineguaglianza può nuocere alla crescita attraverso tre canali: politica fiscale endogena, sotto-investimenti in capitale umano e perdita di domanda in innovazione)
- Indebitamento pubblico
- Rallentamento o addirittura caduta nel percorso di istruzione (secondo Fernald and Jones 2014 la crescita negli USA di output per lavoratore tra il 1950 e il 1993 è stato guidato per circa il 20% dalla crescita del capitale umano; in altre parole questo vuol dire che l' istruzione ha contribuito per 0.4pp alla crescita dei ricavi per capita ogni anno)

D) Crescita globale e tassi reali di interesse

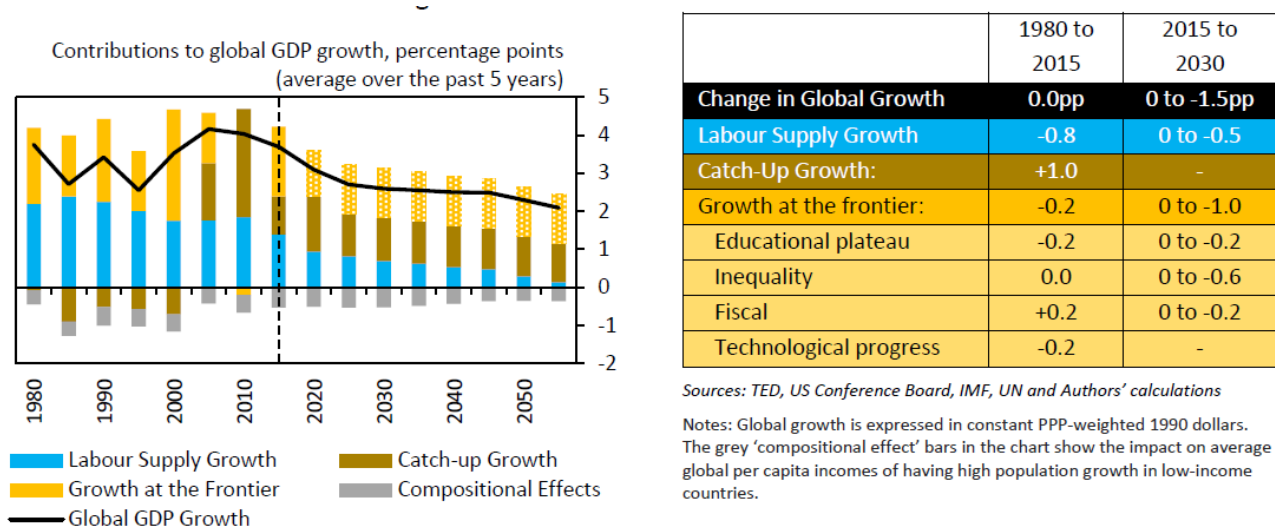
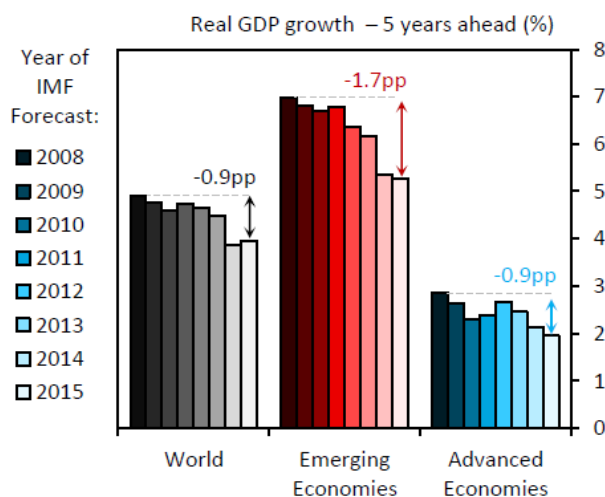


Figura 12

Come illustrato in questi 2 grafici messe tutte insieme le considerazioni fatte prima su crescita demografica (linea blu), catch-up (oro) e crescita alla frontiera (giallo) si può vedere

come la crescita non è cambiata notevolmente dal 1980 con una media che varia dal 3% al 4%.

Risulta quindi molto difficile contabilizzare la caduta dei tassi reali a cambiamenti passati nella crescita globale. Possiamo dire tuttavia che se la crescita non ha avuto una grossa ripercussione dalla crisi finanziaria, i prospetti futuri della crescita globale sono stati rivisti al ribasso. Ciò vuol dire che ci sarà un abbassamento dei tassi reali attraverso il canale delle aspettative.



Source: IMF World Economic Outlook (April 2008 to April 2015)

Notes: Figures are PPP weighted and refer to real GDP growth five years ahead.

Figura 13

Il Fondo Monetario Internazionale ha infatti visto al ribasso le previsioni future (prossimi 10 anni) della crescita globale, in particolar modo quei Paesi che ne risentiranno maggiormente saranno i PVS: avranno una crescita inferiore di 1.7pp.

Ciò sarà dovuto principalmente a:

- **Debole offerta di lavoro:** la riduzione della popolazione si rifletterà nei prossimi decenni in una contrazione dell' offerta di lavoro
- **Nessun cambiamento nella crescita di catch-up:** il catching-up continuerà negli stessi livelli degli anni precedenti, non così forte come nel 2000 ma nemmeno così lento come nel 1990, ciò vuol dire che teoricamente non avrà nessuna influenza sulla caduta dei tassi reali
- **Strutturali cambiamenti riporteranno la crescita alla frontiera tecnologica:** secondo la letteratura economica il tasso di crescita dell' innovazione continuerà secondo il suo andamento apatico che lo ha caratterizzato in questi ultimi 30 anni. Il

progresso alla frontiera tecnologica sarà rallentato come detto in precedenza da: crescita delle disuguaglianze, stabilizzazione dell'educazione e fiscal drag. Secondo Gordon questi venti contrari abbasseranno la crescita di circa 1pp sia influenzando direttamente l'offerta ma anche il lato della domanda portando all'isteresi.

Per concludere possiamo dire che la caduta nelle aspettative della crescita globale possa essere un driver dei bassi tassi di interesse reali post-crisi.

8. RISPARMI, INVESTIMENTI E TASSI REALI

Nella sezione precedente ho descritto la relazione che c'è tra trend della crescita globale e il tasso naturale di interesse. Tuttavia il cambiamento nei tassi di crescita globali può spiegare solamente una parte del declino secolare dei tassi reali globali in questi ultimi 30 anni.

Adesso andrò quindi ad analizzare come i diversi trend secolari hanno influenzato il tasso naturale a livello globale. Per fare ciò andrò a considerare il modello IS (Investimenti e Risparmi desiderati). Mi focalizzerò sui movimenti IS desiderati e non invece sui movimenti IS attuali perché per definizione questi saranno sempre uguali per identità. Prima mi concentrerò nella descrizione dei trend che hanno influenzato i risparmi (cambiamenti qualitativi della popolazione, crescita delle disuguaglianze, cambiamento delle preferenze dei mercati emergenti in direzione di maggiori risparmi). In secondo luogo mi concentrerò sui trend che condizionano gli investimenti.

Intuitivamente possiamo dire che i risparmi desiderati saranno correlati positivamente con i tassi reali (al crescere di una grandezza crescerà anche l'altra grandezza). Ciò avviene perché alti tassi reali comportano alti ritorni sui risparmi e alzano i consumi futuri. Per contrasto ovviamente gli investimenti desiderati tenderanno a cadere se i tassi reali dovessero aumentare. Questo perché il tasso reale è un componente chiave del costo d'uso del capitale quindi se i tassi reali aumentano allora diventa anche più costoso investire.

A) Trend secolari che influenzano i risparmi

Come scritto poco sopra andrò a considerare: demografia, disuguaglianze e spostamento delle preferenze da parte dei mercati emergenti verso alti risparmi.

- Demografia

Andando a considerare le ipotesi del ciclo di vita possiamo dire che la struttura anagrafica della popolazione globale influenza il comportamento verso i risparmi nel tempo. Come possiamo vedere dal grafico sottostante generalmente le persone in età lavorativa sono quelle che tendono a risparmiare di più. Quindi possiamo dire che più alta è la proporzione di persone in età lavorativa più alti saranno i livelli di risparmio aggregato. Detto da un altro punto di vista si può dire che più bassa è la proporzione di persone dipendenti (ovvero non in età lavorativa) più alta sarà la volontà di risparmiare.

Come si può vedere dai dati empirici della tabella c'è una relazione negativa tra il tasso nazionale di risparmio e il dependency ratio (proporzione della popolazione non in età lavorativa): ogni 1pp di caduta nel dependency ratio si trasforma in una crescita di 0.5pp nei tassi di risparmio nazionali.

Negli ultimi 30 anni c'è stato un forte calo dei dipendenti causato da una caduta nella proporzione dei giovani dipendenti (riflesso dal rallentamento nella crescita demografica detto prima). Utilizzando statistiche dell' ONU possiamo vedere come la caduta di 8pp del dependency ratio si tramuti in un aumento di 4pp nei risparmi.

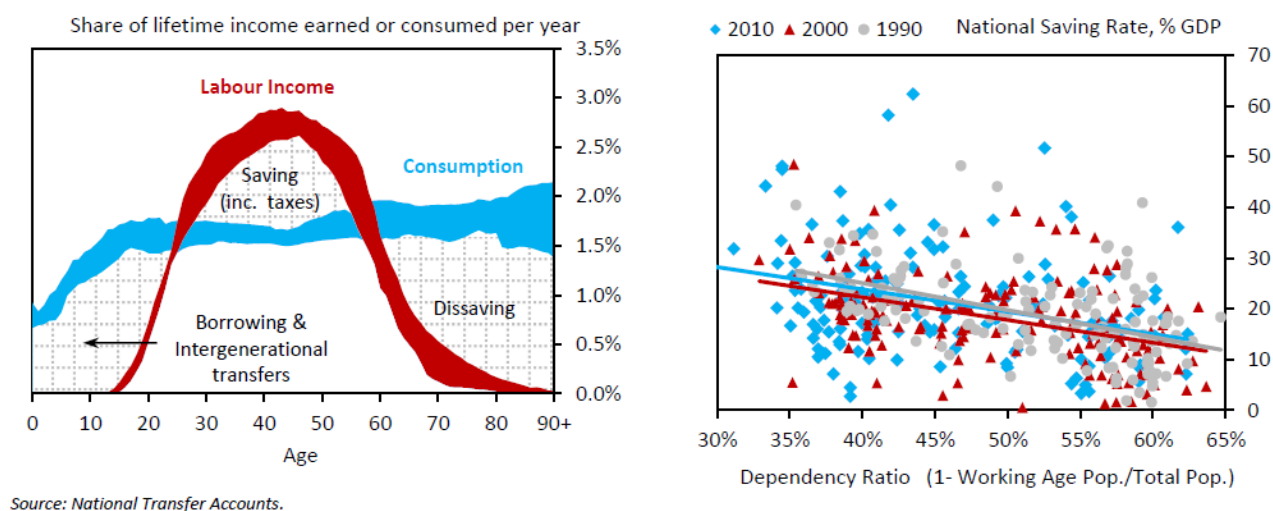
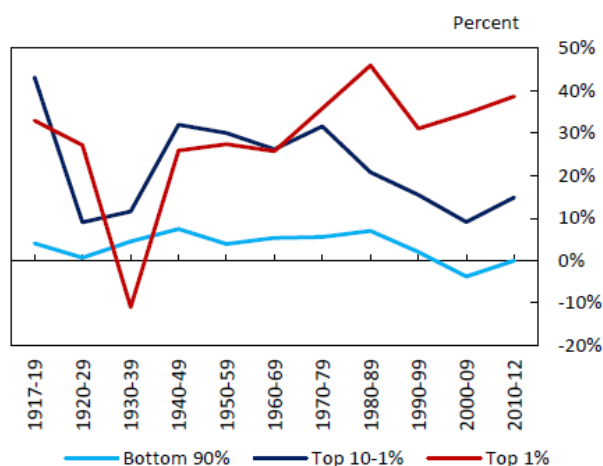


Figura 14

Possiamo quindi dire che i cambiamenti demografici che hanno ridotto il dependency ratio hanno spinto verso l'alto il tasso di risparmio avendo quindi un'influenza di 90bpsm nella caduta dei tassi reali che c'è stata in questi ultimi 30 anni.

- *Crescita delle disuguaglianze*

I cambiamenti nella distribuzione di reddito possono influenzare i risparmi poiché ricchi e poveri tenderanno a risparmiare differenti proporzioni del loro reddito. I ricchi infatti saranno propensi a risparmiare di più rispetto ai meno abbienti. Nel caso di crescita delle disuguaglianze porterà quindi ad un calo dei consumi, incremento dei risparmi e quindi un più basso tasso reale di equilibrio.



Source: [Saez and Zucman \(2014\)](#)
 Note: Estimates are for the US

Figura 15

Dagli anni 80 sono stati 2 i trend globali che si sono sviluppati: la disuguaglianza tra paesi è caduta poiché i PVS in particolare l'Asia ha praticamente raggiunto i competitors dell'Ovest; allo stesso tempo tuttavia la disuguaglianza all'interno dei paesi è aumentata.

La relazione tra il tasso di risparmio degli Stati e il livello di sviluppo di quel Paese non è per nulla chiaro: ad esempio alcuni paesi asiatici hanno elevati tassi di risparmio nonostante abbiano bassi livelli di reddito.

Ricerche empiriche (Dynan et al, 2004; Cynamon and Fazzari, 2014) hanno dimostrato che i tassi medi di risparmio e la propensione marginale al risparmio sono positivamente correlate con il livello di reddito.

Come viene evidenziato nel grafico sottostante infatti si può vedere come il 5% dei più ricchi risparmia molto più del resto.

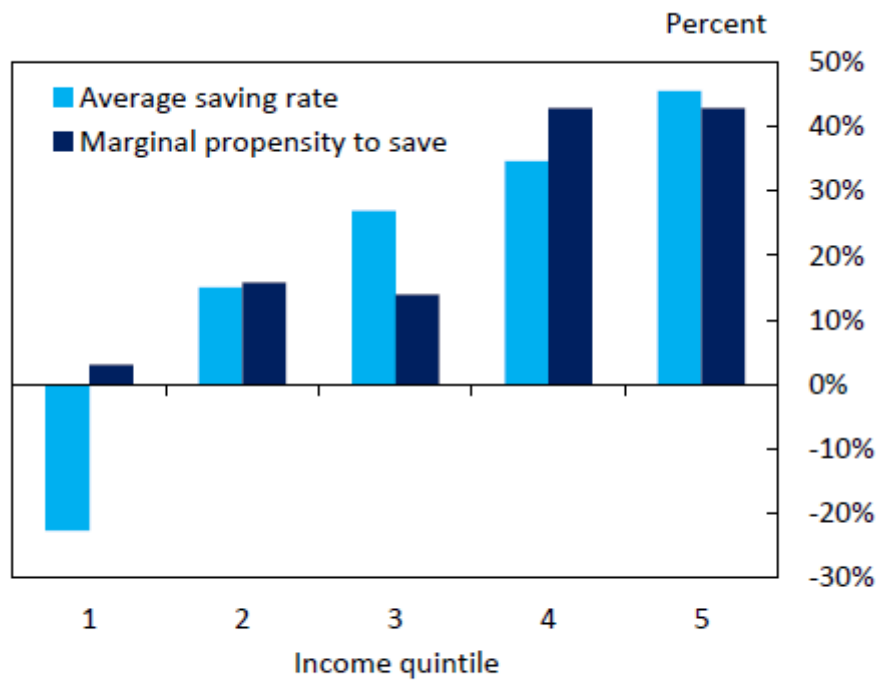
Le principali ragioni per cui la crescita della disuguaglianza può aver influenzato tanto i tassi reali possono essere:

- L'importanza crescente del reddito: la quota del reddito globale ottenuta dal possedere del capitale è cresciuta alla stessa maniera in cui la quota di lavoro è crollata.
- Differenze tra Stati: dati dell' FMI suggeriscono che i tassi di risparmio nazionale nelle economie avanzate e in quelle emergenti erano identiche fino al 2000. Dal 2000 in poi i tassi di risparmio nei mercati emergenti sono aumentati oltre a quelli delle economie avanzate. Questo vuol dire che una maggior crescita nei mercati emergenti può aver incrementato il desiderio globale di risparmio.

Riassumendo quindi: la crescita delle disuguaglianze all' interno dei Paesi sembra che abbia alzato i risparmi globali desiderati di circa 2pp e abbia anche influito sulla caduta dei tassi reali globali con 45pbs.

Per quello che riguarda i cambiamenti futuri delle disuguaglianze è interessante uno studio di Piketty e Saez (2014). In questo paper viene evidenziato come in realtà la disuguaglianza non segua un processo deterministico, ma sia il risultato di forze potenti che spingono alternativamente verso la direzione della crescita o dell' abbassamento della disuguaglianza. Secondo Piketty e Saez quale delle forze prevarrà dipenderà principalmente dalle istituzioni e dalle politiche che gli Stati adotteranno. Risulta quindi estremamente difficile poter fare delle previsioni affidabili.

Seguendo però la gran parte della letteratura economica: a meno che non ci siano dei grandi cambiamenti nelle strutture politiche ci sarà un costante incremento delle disuguaglianze



Source: [Dynan et al \(2004\)](#)

Note: Estimates are for the US.

Figura 16

- *Eccesso di risparmio dei mercati emergenti*

A seguito della crisi asiatica del 1998 gran parte dei mercati emergenti hanno incrementato significativamente le loro riserve di moneta estera per assicurarsi contro il rischio di eventuali uscite di denaro dai paesi che potessero destabilizzare i bilanci governativi.

Contemporaneamente il periodo di alti prezzi di petrolio (come evidenziato dal grafico sottostante) ha portato i produttori di petrolio ad incrementare i risparmi



Il problema di questa crescita nei risparmi non è tanto la crescita in sé ma piuttosto il fatto che questa crescita non è stata controbilanciata da un incremento negli investimenti desiderati che ha portato ad un innalzamento netto dei risparmi globali.

Secondo Bernanke (2015) questo sbilanciamento a favore dei risparmi è giunto alla fine a causa di:

- Gran parte dei Paesi in via di sviluppo stanno riorientando le loro economie verso la domanda domestica a scapito delle esportazioni
- L'accumulazione di riserve di moneta estera sta rallentando ed in alcuni casi addirittura stanno scendendo le riserve
- I prezzi del petrolio si sono abbassati e quindi potremmo aspettarci che l'eccesso di risparmio dei produttori di petrolio declinerà

Tuttavia Bernanke evidenzia come ci siano delle nuove potenziali fonti di "saving glut" come ad esempio il notevole surplus di partite correnti che la Germania sta accumulando.

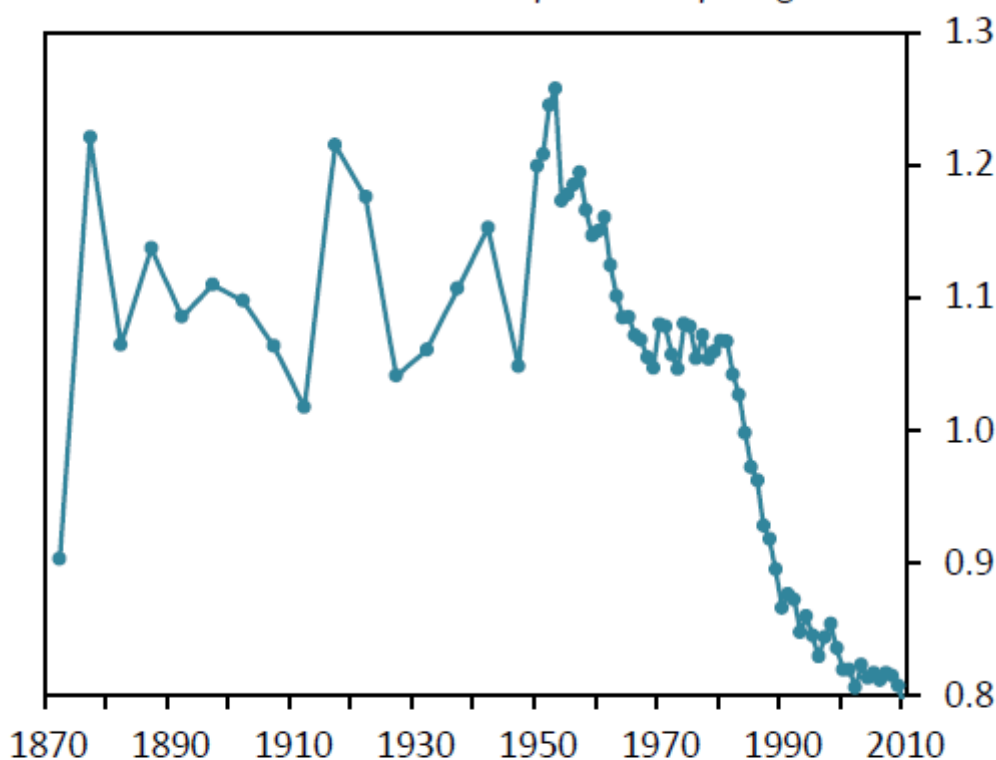
Secondo lo studio fatto dalla Bank of England (staff working paper n.571) la forte crescita di surplus di partite correnti ha spostato verso destra di 1pp la domanda di risparmi, come risultato ciò è portato ad un abbassamento del tasso globale reale di circa 25 punti base.

9. TREND CHE INFLUENZANO GLI INVESTIMENTI

Se ci fosse stato solamente uno spostamento dei risparmi desiderati allora ci sarebbe stato anche una crescita dei risparmi attuali globali, ma siccome il ratio globale di risparmi e investimenti è rimasto pressoché stabile nel corso del tempo allora questo vuol dire che si è spostata anche la curva degli investimenti.

Secondo uno studio della Bank of England (Staff working paper n. 571, 2016) la domanda di investimenti è stata influenzata da 3 trends: il secolare declino nel prezzo relativo dei beni capitali, spostamento nella curva delle preferenze degli investimenti pubblici e da un incremento nello spread tra il tasso risk free e il ritorno sul capitale.

A) Discesa del prezzo relativo dei beni capitali



Source: [Eichengreen \(2015\)](#).

Note: Data show the relative price of capital goods compared with consumption goods for 11 now advanced countries.

Figura 17

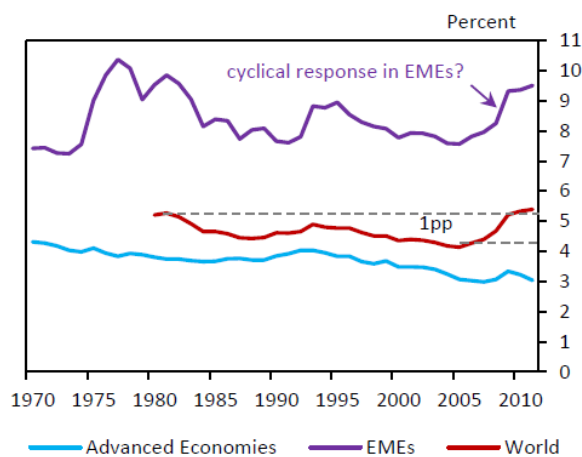
Come si può vedere da questo grafico dal 1980 circa c'è stata una forte caduta del prezzo relativo dei beni capitali. Ciò si traduce in un minor costo degli investimenti. Il segno che questo impatto ha sulle spese di capitali dipende dall'elasticità di sostituzione tra capitale e lavoro. Se sono facilmente sostituibili una caduta nel prezzo relativo del capitale indurrà ad un forte incremento negli investimenti futuri. Studi empirici fatti dal FMI dimostrano che in realtà l'elasticità è inferiore a 1. Ciò vuol dire che un abbassamento del prezzo relativo dei beni capitali tenderà ad essere associato con un cambio della domanda di investimenti verso sinistra: l'investimento desiderato è più basso dato un tasso di interesse.

La caduta nel prezzo relativo dei beni capitali ha anche un effetto addizionale ovvero quello di far diventare più ripida la domanda di investimento. Questo implica che l'opportunità e il costo finanziario dell'investimento sono fattori meno importanti nel processo decisionale dell'investimento.

In conclusione potremmo dire che un piccolo contributo nel declino dei prezzi relativi dei beni capitali è causato da bassi tassi reali sebbene con una forza minore rispetto al passato.

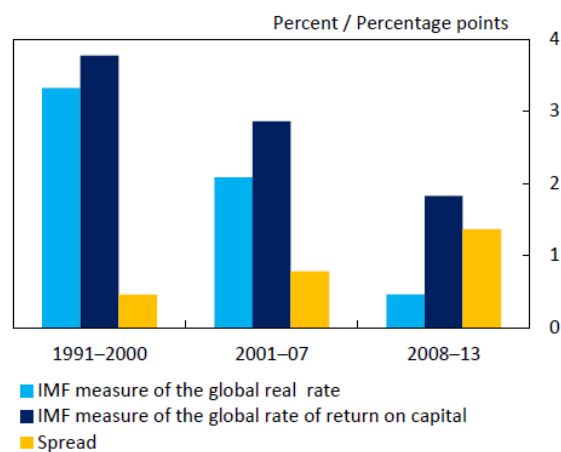
B) Investimento pubblico basso

Sin dal 1980 gli investimenti pubblici calcolati come quota del PIL hanno avuto un trend in costante declino. Questo tuttavia è accaduto solamente per i Paesi avanzati, infatti le economie emergenti hanno incontrato una rapida accelerata. Gli economisti ritengono tuttavia che questa crescita sia principalmente la risposta inevitabile nel caso di indebolimento della domanda durante la crisi finanziaria globale. La gran parte degli studiosi si aspettano quindi che questo trend si inverta. Secondo l'FMI l'abbassamento degli investimenti pubblici ha abbassato i tassi reali di circa 20pbs.



Source: [IMF \(2014b\)](#)

Figura 18



Sources: [IMF \(2014a\)](#) and Authors' calculations

C) Crescita nello spread tra risk free rate e rate of return on capital

Il tasso di ritorno del capitale è importante per lo studio della crescita economica di un Paese poiché “misura il contributo dell’ investimento nella crescita economica” (Solow, 1956). Questo indicatore è dato dal rapporto tra il reddito nazionale sul valore dello stock di capitale (consistente in: capitali fissi, scorte di magazzino e terreno) presente in quell’ istante.

Molti studi hanno evidenziato come generalmente lo spread tra risk free rate e rate of return on capital sia stato generalmente costante nel tempo. In questi ultimi 30 anni tuttavia lo spread è cresciuto gradualmente. Questo è stato causato da un abbassamento del risk-free rate il che a sua volta induce le persone a risparmiare meno. L’ FMI nello studiare questo spread ha considerato 3 diverse misure, poiché non esiste un indicatore specifico per questo spread.

Le misure contabilizzate sono:

- Bank credit spreads: differenza tra i depositi bancari e i tassi di prestito
- Fixed income spreads: differenza tra i rendimenti aziendali e governativi

- Equity market spreads: earning yields meno government bond yield

Seguendo la ricerca condotta dall' FMI è stato dimostrato come il tasso di ritorno sul capitale sia crollato sin dalla fine degli anni '80 ma non tanto quanto il risk free rate (lo spread è cresciuto di 100 bps dal 1980 facendo abbassare la curva degli investimenti desiderati e facendo così crollare il risk free rate di circa 70bps).

Parte Seconda

Nei capitoli precedenti ho visto come alcuni trend secolari abbiano influenzato il tasso globale naturale negli ultimi 30 anni come ad esempio: forze demografiche (influenza di 90bps nella caduta dei tassi reali), elevata disuguaglianza tra Paesi (45bps) ed un cambiamento nella curva delle preferenze dei Paesi emergenti che sono diventati più risparmiatori (25bps). Inoltre i tassi degli investimenti sembrano essere caduti come risultato del declino nel prezzo relativo dei beni capitali, un cambiamento nella curva di preferenza degli investimenti pubblici e con un incremento nello spread tra i risk free rate e il ritorno sul capitale. Tutti questi fattori hanno influenzato la caduta del tasso globale reale.

Ora mi concentrerò su come le politiche dei tassi negativi sono state implementate dalla BCE e quali sono state le conseguenze avute nell'Eurozona con un focus sui diversi effetti tra Germania e Italia.

10. Germania

Le strategie adottate nell'autunno del 2014 dalla BCE che prevedono, come detto in precedenza, l'espansione di bilancio e il taglio dei tassi hanno avuto un impatto sullo sviluppo economico attraverso differenti canali di trasmissione.

I più importanti fattori in gioco sono: portfolio rebalancing, aspettative degli operatori del mercato e del settore bancario, abbassamento di tassi di interesse di lungo periodo, deprezzamento della moneta, mutui a condizioni più vantaggiose e prezzi di asset più alti. Tutti questi fattori hanno stimolato la domanda aggregata.

A) Yield-Curve e tassi di cambio

Queste misure della BCE hanno alzato i prezzi dei bond governativi e forzato in zona negativa i ricavi attraverso la yield curve. E' infatti evidenziato dalla letteratura empirica come l'annuncio da parte della BCE di acquisto di titoli di Stato abbia fatto abbassare e poi appiattire la curva yield. I principali studi si devono ai paper di Altavilla et al. (2015) e Andrade et al. (2016): secondo queste ricerche infatti il solo annuncio di acquisti di titoli governativi ha fatto sì che si abbassassero di 40 punti base gli yields sui titoli decennali di stato nella zona euro. Il fatto che la BCE iniziasse ad acquistare titoli di stato di lungo termine su larga scala implicava che i tassi di lungo periodo hanno iniziato a diventare la variabile di controllo per la politica monetaria. Da febbraio 2016 per esempio la maturità media delle obbligazioni detenute dalla BCE è cresciuta da 7 anni a 7.9 anni in settembre per la Germania e da 8 a 8.4 anni in tutti gli altri paesi.

Ciò vuol dire che la BCE ha contribuito al continuo abbassamento e anche all' appiattimento della curva yield. In questo momento infatti gli stati membri con il rating più alto (AAA) e con una maturità di 10 anni sono sfociati in territorio negativo. Sicuramente altri fattori hanno influenzato questo abbassamento come ad esempio anche la Brexit che ha inficiato principalmente la crescita, l' inflazione e la politica monetaria contribuendo alla caduta dei tassi sul finire di giugno.

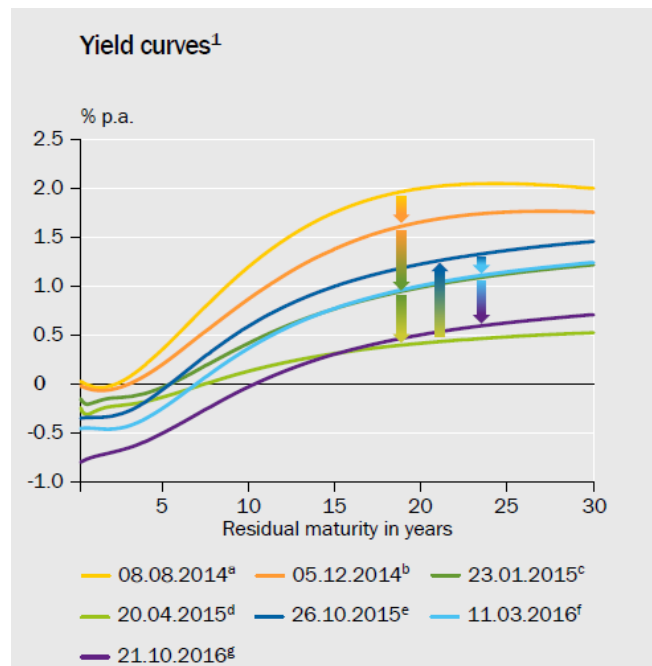


Figura 19

Le già sopracitate misure hanno comunque avuto un effetto sul mercato del credito attraverso i canali bancario e di segnalamento. I costi di emissione di nuovi prestiti hanno visto un continuo abbassamento dal 2014, questo declino è stato maggiore nei paesi dell' Europa meridionale che non in Germania e Francia. C'è stato anche un abbassamento degli standard di emissione del debito il che potrebbe portare dei rischi con se poiché ciò vuol dire che i mutui vengono emessi con minor attenzione.

Un altro effetto si potrà osservare sul tasso di cambio come dimostra uno studio (Coenen and Wieland, 2003, 2004): i ribilanciamenti di portafoglio e la caduta dei tassi di lungo termine hanno avuto un cosiddetto "effetto domino" (knock-on effect) sui mercati valutari. Infatti obbligazioni straniere dello stesso rating diventano più appetibili per gli investitori, i quali sono invogliati ad acquistare le obbligazioni di questi Paesi stranieri ovviamente denominati in un' altra divisa e quindi a vendere le obbligazioni in euro.

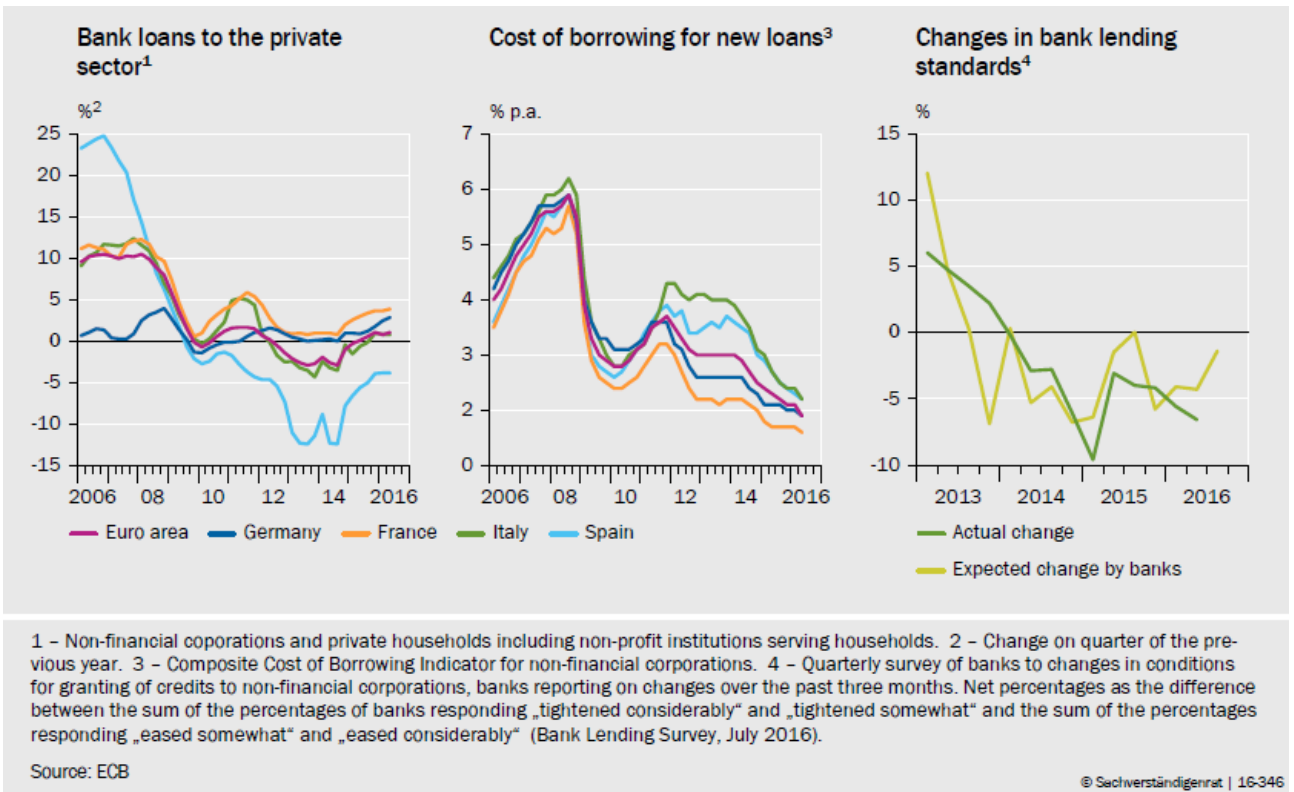


Figura 20

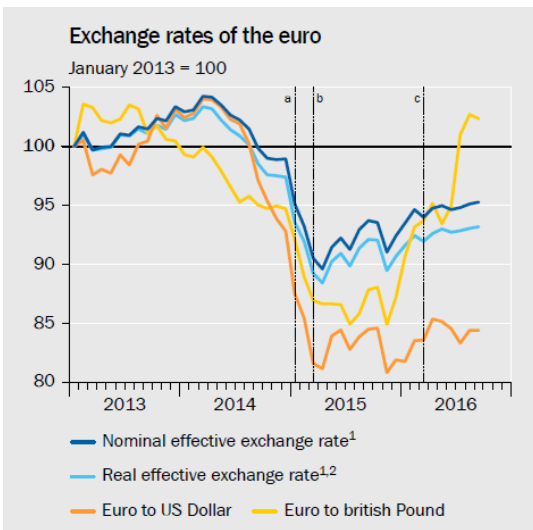


Figura 21

Come infatti si può vedere da questo grafico l' euro ha subito un notevole deprezzamento già a partire da metà 2014 cioè da quando è iniziato il QE della BCE. Chiaramente in questo grafico si tiene conto del tasso di cambio nei confronti del dollaro che risulta essere la moneta di riferimento. L' euro si è deprezzato anche nei confronti della sterlina inglese tuttavia immediatamente dopo l' esito del voto favorevole alla Brexit c'è stata una leggera rivalutazione della sterlina nei confronti del euro. Tuttavia in termini di potere d' acquisto

reale l' euro è sotto di ben il 10% del valore della sterlina rispetto al picco raggiunto nel 2014.

Per quanto riguarda invece i prestiti concessi dalle banche per l'acquisto di case, come si vede da questo grafico la Germania ha avuto sin dal 2010 una costante crescita a differenza degli altri Stati. C'è stato un leggero calo di questa crescita solo ad inizio 2014 salvo poi riprendere ad un ritmo leggermente più sostenuto sul finire del 2014. Secondo molti economisti ciò è dovuto ad un accrescimento della fiducia dei consumatori, abbassamento del livello generale dei prezzi e anche l'abbassamento dei tassi di interesse di concessione dei mutui.

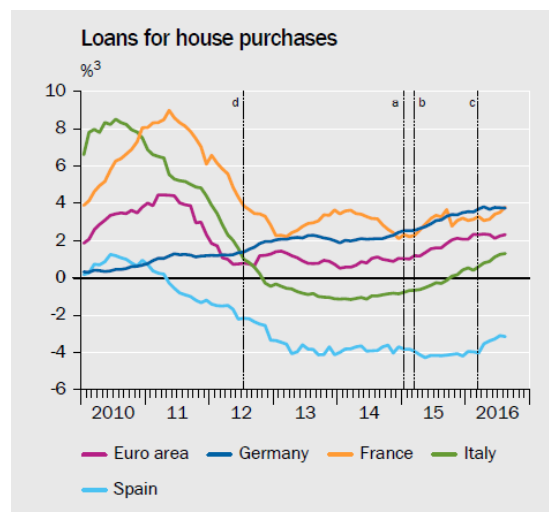


Figura 22

Per quello che riguarda invece i prezzi delle case si può vedere dal grafico sottostante come i prezzi siano in generale (eccetto che per la Germania) drasticamente abbassati con lo scoppio della bolla speculativa nel 2008 e sono quindi tornati ai loro livelli normali.

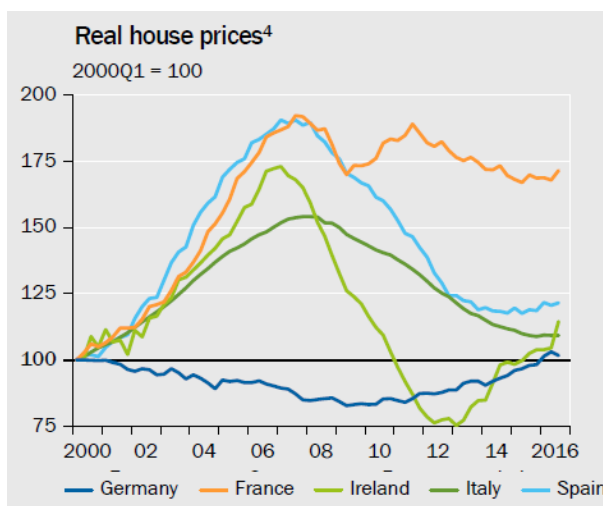


Figura 23

E' evidente dal grafico che praticamente le economie principali dell' Eurozona avevano sopravvalutato i propri immobili, la Germania invece dopo il leggero calo avvenuto nel 2008, in particolare dal 2010 risulta essere in un leggero ma costante sentiero di crescita dei prezzi delle case.

Un altro studio invece (FVS Research Institute, 2016) mette in risalto come sia da considerare un altro indice ovvero l' asset price index che va a rilevare gli asset finanziari detenuti dalle famiglie medio-piccole. Questo indicatore ha raggiunto il 6,6% nel 2015.

B) Domanda Aggregata

Come la teoria economica insegna i tassi di interesse a breve, a medio ed a lungo termine giocano un ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria. Le Banche Centrali inoltre assumono che il taglio dei tassi stimoli la domanda mentre un incremento dei

tassi porti ad un rallentamento di questa. C'è quindi una relazione causa effetto negativa. Nella realtà dei fatti questa relazione è molto più complessa poiché l'effetto diretto parziale dei tassi sui consumi, investimenti ed esportazioni nette viene controbilanciato da l'effetto indiretto attraverso le aspettative, tasso di cambio e reddito disponibile.

Recentemente si sono fatti diversi studi negli USA (Bandholz et al. 2006; Nastansky, 2007; ECB, 2009; Paiella, 2009)) che evidenziano come una politica monetaria accomodante abbia avuto un effetto positivo sul consumo privato grazie ad una miglioria nelle aspettative di reddito e l'incremento nei prezzi degli asset. Ciò si è verificato anche in Germania anche se non con la stessa enfasi avuta negli USA (Hamburg et al., 2008).

C) Impatto dei tassi di interesse negativi

Le conseguenze delle politiche monetarie sono particolarmente evidenti in Germania. Infatti questa economia è cresciuta molto più velocemente rispetto agli altri Paesi dell' Eurozona e sta mostrando di essere un' economia molto più dinamica.

Come già detto in precedenza gli yields sui bund decennali sono negativi mentre i prezzi dei beni immobiliari sono stanno mostrando un incremento molto marcato.

Per quanto riguarda il settore privato possiamo dire che possono esserci dei problemi per quello che riguarda i bassi rendimenti dei cosiddetti safe assets, i bassi rendimenti che hanno le compagnie pensionistiche (e quindi va ad incidere sulla stabilità di queste nell'erogazione di pensioni) oltre che i crescenti problemi per i business models del settore bancario e per le assicurazioni vita. Il settore bancario infatti proprio per questi motivi non sta passando un bel periodo con le dolorose ristrutturazioni delle 2 più grandi banche del Paese: Deutsche Bank e Commerzbank. Messe in crisi principalmente dalle enormi sofferenze che hanno le due principali banche regionali. Sofferenze causate da crollo del mercato navale, i cui prestiti andavano a riempire i loro libri contabili. A questo si devono aggiungere anche la forte vendita di titoli di Deutsche Bank per la paura che non riuscisse a pagare i suoi coupon (febbraio 2016), la richiesta (settembre 2016) da parte del Dipartimento di Giustizia USA di pagare una multa di 14 miliardi di dollari per le investigazioni sulla vendita di ABS che hanno contribuito, e non poco, a questa crisi finanziaria.

Tuttavia la situazione delle Banche di risparmio tedesche sembra essere meno drammatica. Le banche di risparmio dipendono fortemente dagli interessi che queste percepiscono da coloro cui offrono i prestiti. Nello specifico si chiama interessi netti e sono dati dalla differenza tra interessi che la banca paga ai suoi depositanti e gli interessi che questa riceve in cambio della concessione di prestiti. I tassi di interessi negativi della BCE hanno quindi ridotto notevolmente gli introiti di queste banche. Per ovviare a questa crisi alcune banche hanno deciso di iniziare a passare questi tassi di interesse negativi ai loro clienti ma solo se di grandi dimensioni come ad esempio le grandi compagnie private ma anche alle grandi istituzioni finanziarie come i fondi pensione. Le altre banche, anche se non stanno applicando tassi negativi stanno comunque alzando i prezzi delle commissioni oppure stanno facendo pagare alcuni servizi che prima erano gratuiti. Quelle banche che non hanno ancora applicato questi costi per rientrare con i bilanci stanno semplicemente espandendo le concessioni di credito (il che potrebbe portare ad un abbassamento degli standard e quindi ad un maggior rischio insolvenza). Secondo molti osservatori queste misure sono solamente un qualcosa di superficiale e consigliano quindi dei profondi cambiamenti come ad esempio delle riforme strutturali che cambino i paradigmi del sistema bancario teutonico.

D'altro canto lo Stato è il vero vincitore come anche le compagnie che vivono principalmente di export poiché, hanno ricevuto una bella spinta grazie ai tassi molto bassi che si riflettono quindi in un tasso di cambio favorevole.

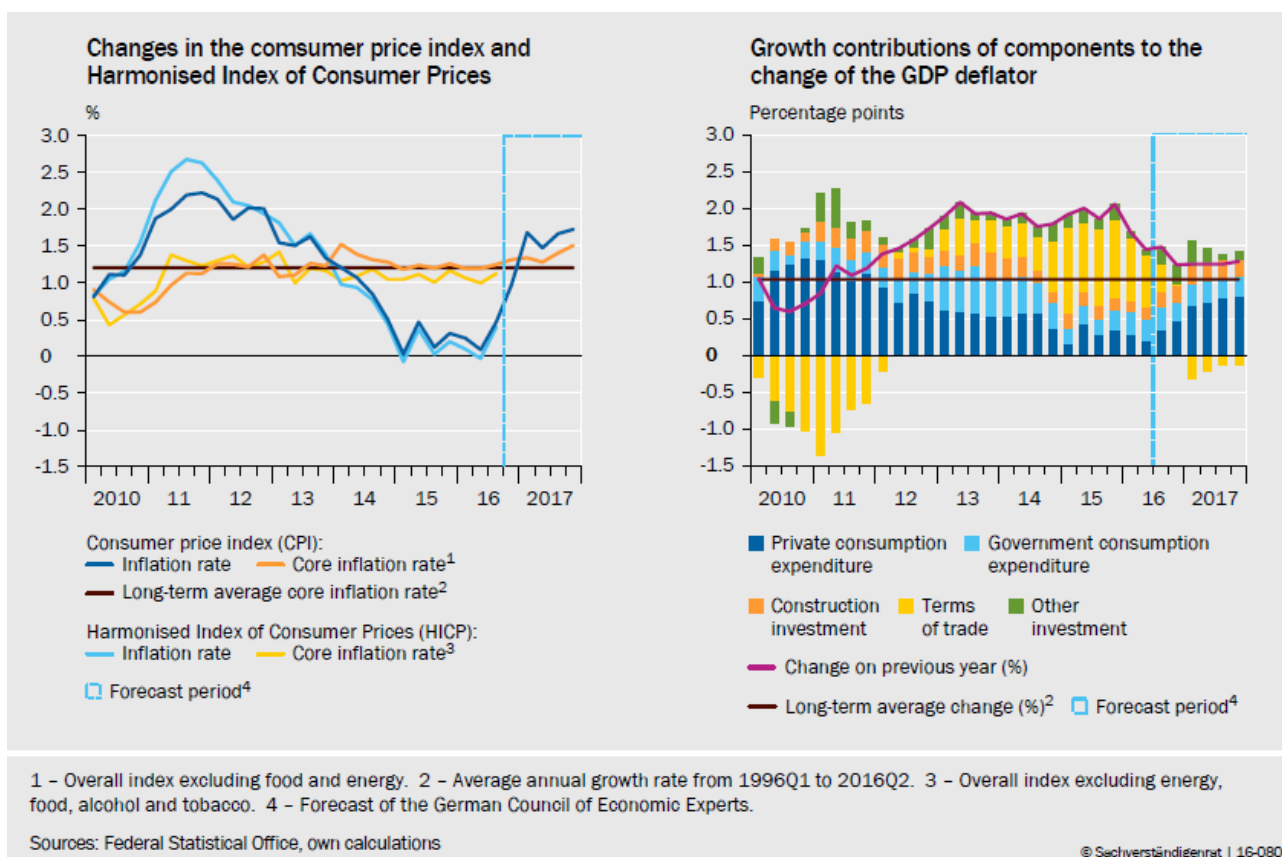


Figura 24

E' da notare come l' economia della Germania sia in un periodo di leggera sovrautilizzazione di capacità produttiva. Il PIL è stato in continua crescita ad un tasso più veloce rispetto al tasso di crescita del PIL potenziale, il che vuol dire che l' output gap è stato positivo sin dall' inizio del 2016. Questo vuol dire che ci sarà negli anni a venire un' ulteriore incremento dei prezzi.

La politica monetaria della BCE metterà un' ulteriore pressione verso l' alto sui prezzi e sulla produzione. Ciò vuol dire che la situazione attuale dei livelli dei tassi di interesse di breve e lungo termine non è appropriata data la situazione macroeconomica. Il caso di equilibrio stabile di lungo termine è raggiunto quando l' economia si sta espandendo al tasso di crescita potenziale e il tasso di inflazione corrisponde al suo trend di lungo periodo o target. In un scenario del genere l' equilibrio nominale del tasso di interesse sul mercato monetario è uguale alla somma tra tasso di interesse reale d' equilibrio e il tasso di inflazione. Una possibile stima del tasso di interesse reale d'equilibrio nel lungo periodo si può avere dal tasso di crescita di lungo periodo dell'output. Osservando quindi il tasso di interesse nominale d' equilibrio nel mercato monetario in Germania che è tra il 3% e il 4% si può giungere alla

conclusione che le politiche monetarie della BCE hanno tuttora un effetto espansivo in Germania.

Come già detto in precedenza queste politiche monetarie stanno avendo anche un effetto stimolativo sulle esportazioni attraverso il tasso di cambio. Infatti se la Germania non appartenesse alla zona euro il tasso di cambio molto probabilmente sarebbe decisamente molto più alto e ciò avrebbe portato ad un forte rallentamento alle esportazioni e contemporaneamente avrebbe fatto salire la domanda di importazioni dai paesi vicini.

Recentemente la BCE e anche altre istituzioni finanziarie e bancarie hanno criticato spesso la Germania per il suo alto surplus di conto corrente (9% del PIL) sarebbe in realtà poco più basso se la Germania non appartenesse all' euro zona. Secondo molti economisti ed anche giornalisti economici il surplus di parte corrente sarebbe più basso di un punto percentuale se il tasso di cambio fosse rimasto stabile dal 2014 e sarebbe ancora più basso di 2 punti percentuali se non ci fosse stato il calo del prezzo del petrolio.

Critiche sono state fatte invece da alcuni studiosi che hanno dimostrato (Hoffmann and Bogdanova, 2012) come gli attuali tassi di interesse di riferimento siano decisamente molto più bassi di quello che dovrebbero essere ovvero dovrebbero attestarsi tra il 1.5 % e il 4%. Quindi da questo punto di vista possiamo affermare che le politiche monetarie non sono appropriate.

Un altro degli indicatori da tenere in considerazione è il livello dei prestiti concessi dalle banche al settore privato.

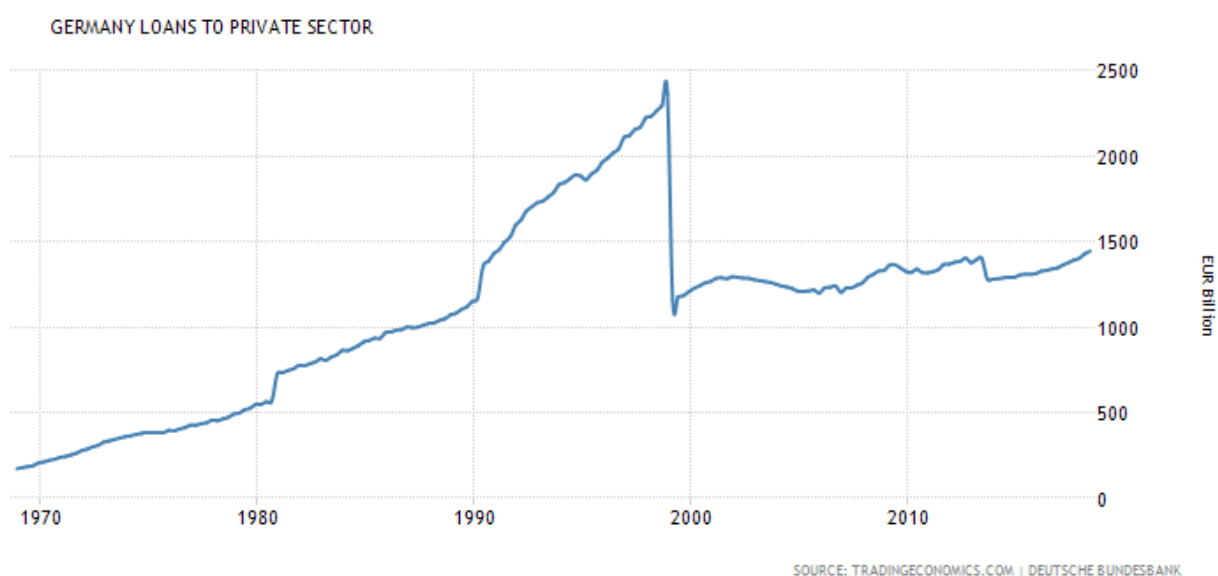


Figura 25

Anche se i dati non sono proprio aggiornati sembra abbastanza evidente che dal 2014 (inizio delle politiche dei tassi negativi) i mutui sono aumentati e il trend sembra essere sempre crescente anche osservando le previsioni di questo indicatore.



Figura 26

Ancora da osservare c'è il livello del credito al consumo. Il credito al consumo è quel tipo di credito che il consumatore ottiene per poter effettuare le cosiddette spese correnti (quelle spese che non sono degli investimenti e che sarebbero le spese di tutti i giorni). Un incremento del credito al consumo indica che c'è stato un calo del reddito disponibile dovuto magari a politiche fiscali restrittive (incremento della tassazione). In un contesto del genere dei tassi negativi non farebbero altro che bene all'economia poiché renderebbero più accessibili alla popolazione i crediti bancari. Dal grafico seguente possiamo osservare come il credito al consumo sia sempre aumentato sin dagli 1990 al primo decennio del 2000, è poi calato leggermente dopo il 2010 (molto probabilmente a seguito dalle misure di austerità) salvo poi crescere nuovamente proprio dopo le politiche monetarie di tassi negativi della BCE.

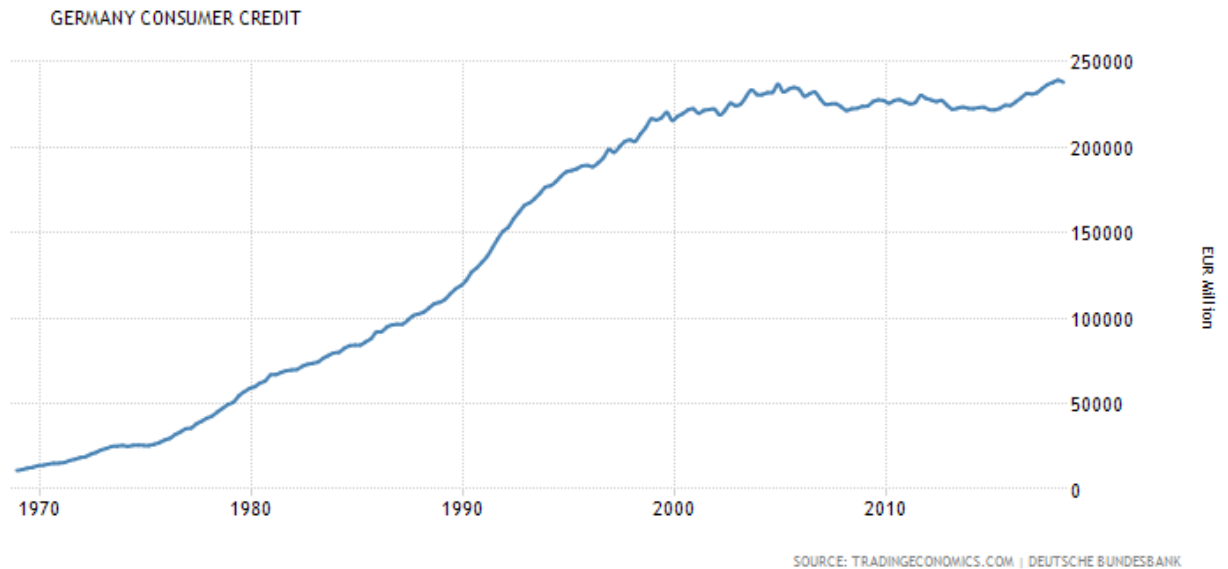


Figura 27

Un altro gruppo che ci rimette da queste politiche monetarie sono i risparmiatori tedeschi. La Germania sembra essere infatti tra i Paesi che vanta il maggior numero di risparmio privato (all'incirca 10 miliardi di dollari secondo le stime della Bundesbank come si vede nel grafico sottostante). Non tanto i risparmiatori che detengono la loro ricchezza nei conti correnti ma piuttosto quelle famiglie che hanno deciso di investire parte dei loro risparmi in attività finanziarie.

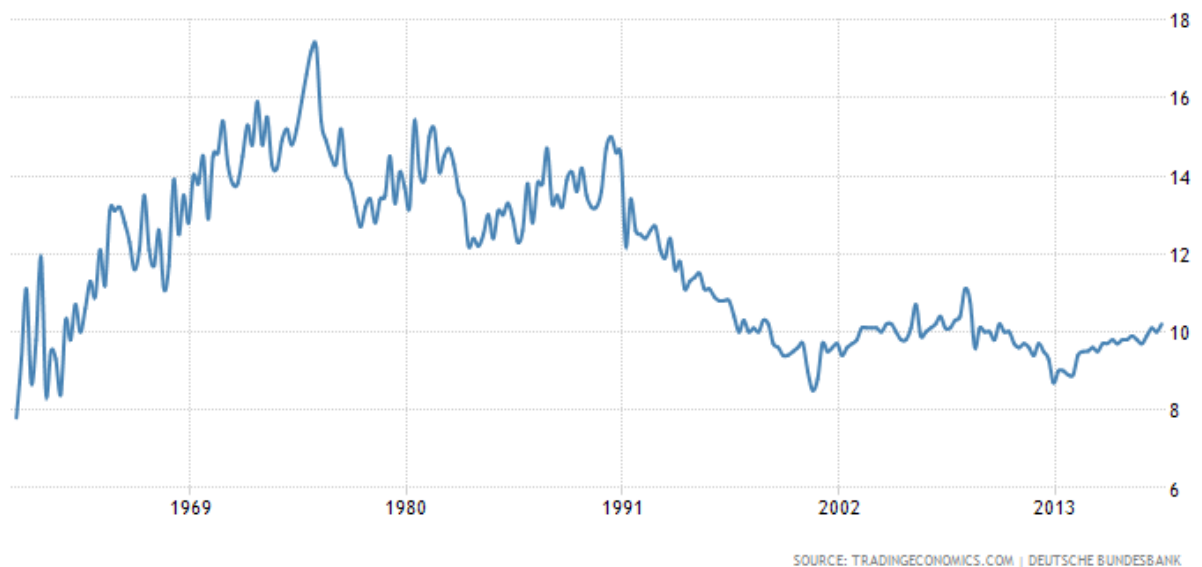


Figura 28

Infatti (secondo un articolo di Vito Lops “Perché i tassi (reali) negativi sono un problema serio della Germania” de “il sole 24 ore”) per gli investimenti con scadenza a 2 anni c’è stata una svalutazione di circa il 3%. Questo vuol dire che quei risparmiatori che hanno investito parte dei loro risparmi in asset finanziari si ritrovano con delle erosioni di ricchezza proprio a causa di questa repressione finanziaria. Questi tassi reali negativi favoriscono i debitori poiché riducono il costo reale di un debito (a tasso fisso come la gran parte dei titoli di Stato) mentre d’altro canto penalizzano le entrate effettive dei creditori. Questa situazione che va sotto il nome di repressione finanziaria si può pensare che porti ad una equilibrata distribuzione della ricchezza. Tuttavia a differenza di quanto successo negli anni ’70-’80 (gli anni in cui era la forte inflazione a creare ciò) sono state le politiche espansive delle Banche Centrali a generare questa situazione. Tutta questa massa monetaria in circolazione ha infatti gonfiato il valore delle azioni e delle obbligazioni favorendo la classe sociale più dotata della disponibilità economica per investire nei mercati finanziari. In poche parole quindi la maggiore conseguenza è quella di aver fatto arricchire la classe sociale benestante (quelle persone che dopo la crisi del 2008 aveva la liquidità per acquistare azioni).

11. ITALIA

Gli effetti dei tassi di interesse negativi sull’economia italiana sono invece differenti.

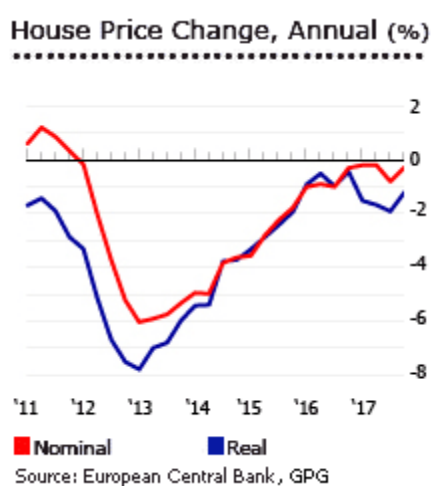


Figura 29

il 2011 e il 2014 c’è stato come si può vedere dal grafico sulla sinistra un vero e proprio

Per quello che riguarda il mercato degli immobili è evidente come il prezzo delle case sia in continua e costante discesa -17.5% (dal 2008 al 2017), come si vede da questo grafico infatti il prezzo delle case non sta più scendendo agli stessi tassi negativi di prima ma si sta attestando attorno a valori compresi tra lo 0% e il 2%. Per quello che riguarda invece il prezzo delle seconde case tra il 2017 e il primo quadrimestre del 2018 questo è sceso di circa il 3%. Questa è una situazione molto differente rispetto alle economie più frizzanti dell’Europa, le quali risultano avere recuperato già i valori degli immobili pre crisi. Tra

affossamento del valore delle case dovuto anche dall' imposizione della TASI (tassa sui servizi indivisibili) che ha sicuramente contribuito a ciò.

I tassi negativi attraverso un abbassamento dei tassi sui prestiti sembrano aver avuto un timido effetto positivo. Come si vede infatti dal grafico sulla destra proprio dal 2015 c'è stata una leggera crescita sulla concessione di mutui per acquisto di case in termini assoluti. Se consideriamo però l' emissione di prestiti per le case in

proporzione al PIL possiamo notare come questo sia notevolmente inferiore rispetto alla media dei Paesi Europei nonostante i tassi molto bassi. Infatti qui in Italia è il 22% (nel 2016) mentre la media dell'UE a 28 è di circa 47%. Se quindi il mercato dei mutui per la casa è molto piccolo ciò si deve piuttosto ad un fattore strutturale tipicamente italiano piuttosto che alla crisi imperante. Uno dei fattori è sicuramente la lentezza e il costo dei processi per il recupero di crediti (un processo in media dura dai 5 ai 7 anni) il che rende le banche molto restie ad accendere mutui per la casa.

Possiamo quindi concludere che il mercato immobiliare sembra farsi attraente per gli investitori in questi ultimi anni e ciò sembra dovuto principalmente proprio grazie all'abbassamento dei tassi.

Secondo poi il Presidente della Banca d'Italia Ignazio Visco in un discorso tenuto a Roma il 9 giugno 2016 ("Financial stability in a world of very low interest rates") questa politica dei tassi negativi sembra aver avuto un effetto maggiore in Italia alzando la crescita economica e l'inflazione di più di 0.5 punti percentuali (che è l'incremento avuto mediamente in UE).

Per quello che riguarda invece il settore bancario il discorso è un po' più complesso. E' difficile infatti dire quali siano le effettive conseguenze dei bassi tassi sul sistema bancario perché in questi ultimi anni le banche italiane sono state messe sotto forte pressione da diverse crisi che hanno minato in maniera notevole la credibilità (MPS, Banco popolare di Vicenza, Antonveneta).

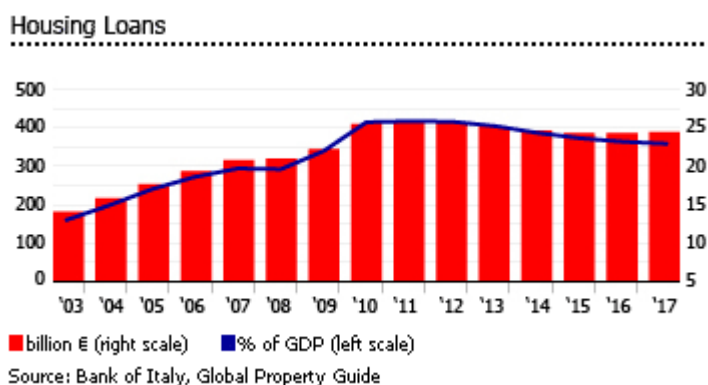


Figura 30

Nello stesso discorso inoltre il Presidente Visco ricorda come in gran parte dei Paesi dell'UE i bilanci delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione trovino dei mismatches tra asset e liability con scadenza a breve e a lungo termine. In Italia tuttavia questo problema non è così marcato poichè i bilanci sono strutturalmente ben equilibrati tra maturità a breve e maturità a lungo termine.

Un altro indice da tenere in considerazione è l'indice dei prestiti al settore privato. Questo potrebbe essere infatti un indicatore che ci potrebbe dire se queste politiche monetarie espansive hanno avuto gli effetti desiderati.

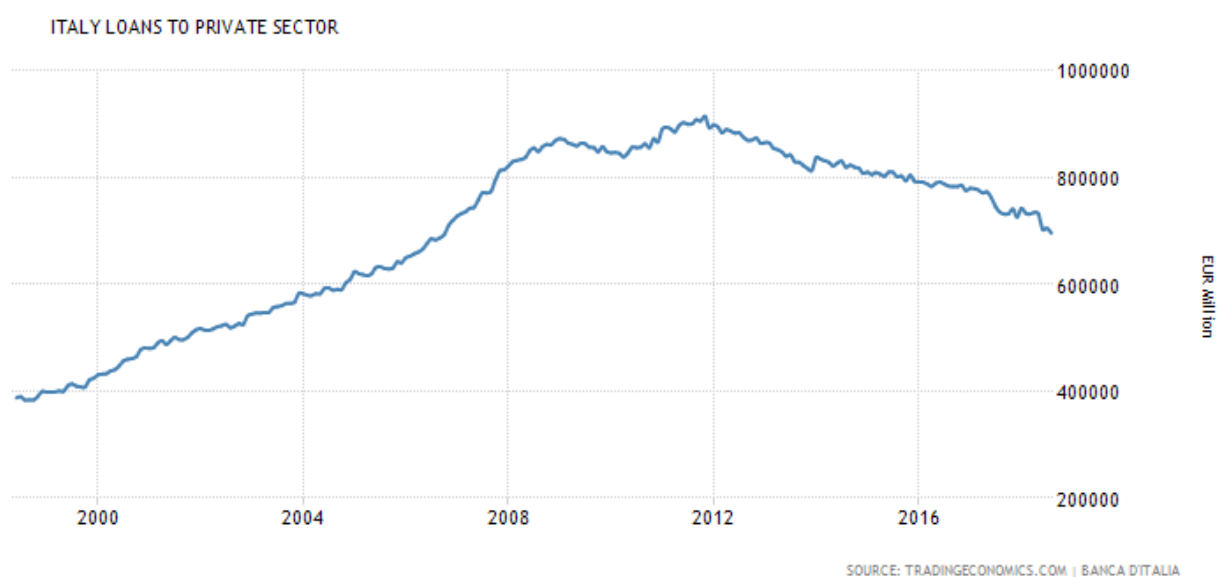


Figura 31

Come si può vedere dal grafico soprastante tuttavia i prestiti sembrano non essere aumentati nonostante gli interessi dei mutui siano veramente convenienti. Il grafico ci dice infatti che il picco di erogazione di prestiti è stato nel 2012, poi c'è stato un continuo e lento declino con una leggera punta di crescita proprio nel 2014 (inizio delle politiche di tassi negativi) salvo poi sgonfiarsi praticamente immediatamente e ritornare ai livelli pre-crisi 2008. Interessante è anche studiare le previsioni di questo indicatore.

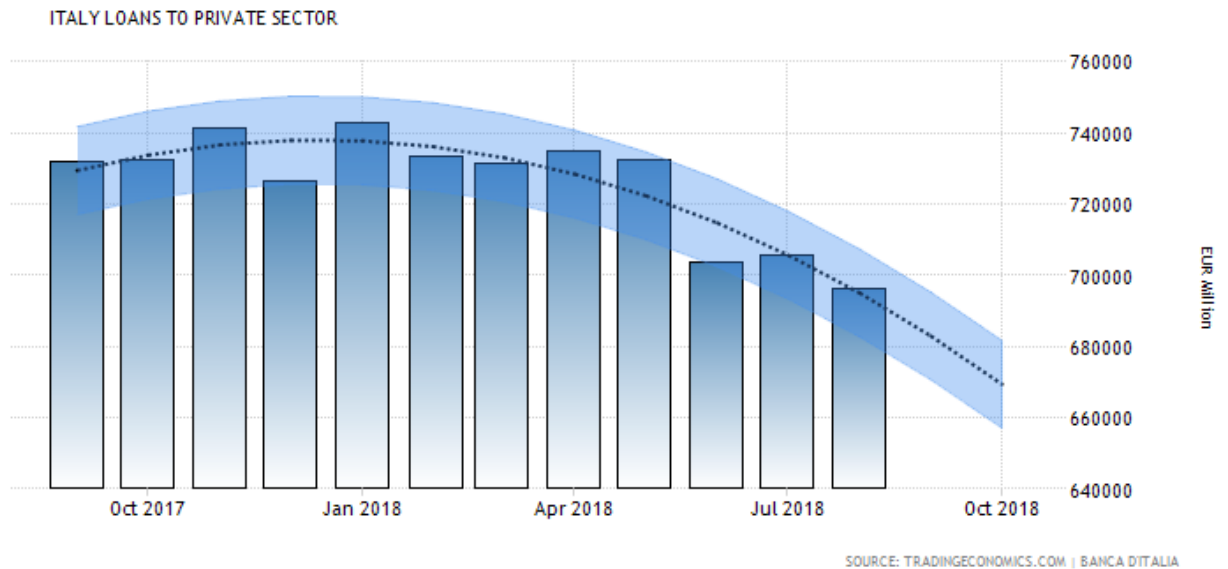


Figura 32

Anche le previsioni (anche se datate) risultano avere un trend in continuo calo. La mia interpretazione di questo fatto è che le persone nonostante la favorevole situazione dei tassi non voglia accendere altri prestiti perchè vi è molta incertezza del futuro e anche perchè ha avuto una contrazione del reddito disponibile.

Come analizzato prima per la Germania il credito al consumo farà lo stesso per l'Italia.

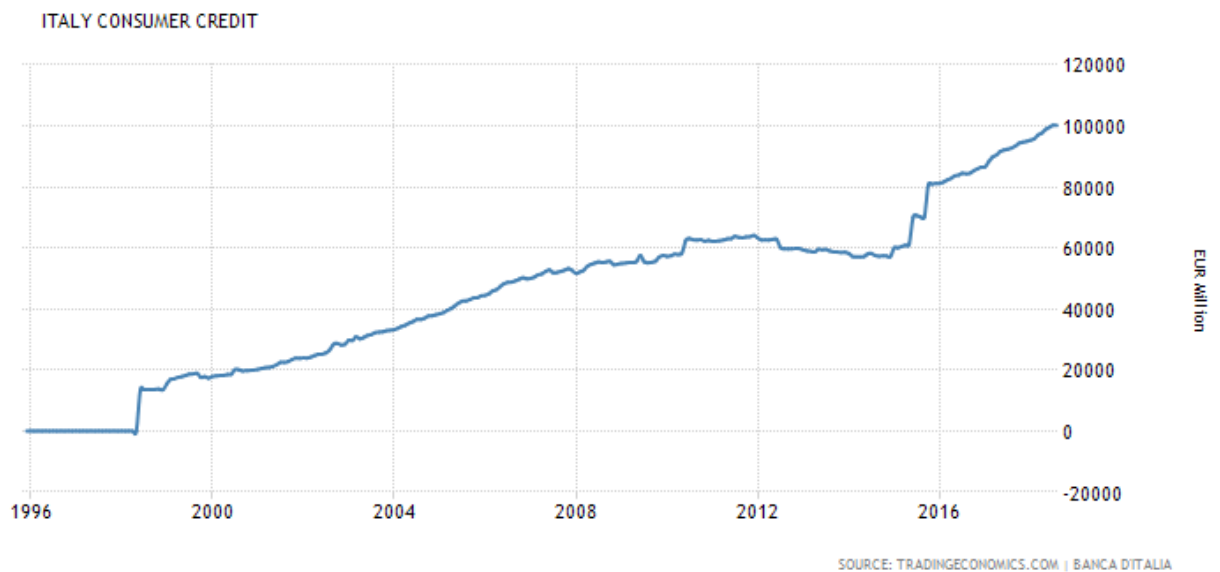


Figura 33

Come si può vedere dal grafico dal 2008 è all'incirca costante il livello di credito al consumo in Italia.

Chi sembra guadagnarci notevolmente da queste politiche di bassi tassi è sicuramente lo Stato Italiano poiché avendo un debito pubblico molto alto e riducendosi quindi i tassi di interesse l'Italia si trova così a pagare ai creditori cifre molto più basse rispetto a quello che dovrebbe "effettivamente" pagare. Infatti l'Italia risulta essere un Paese ad alto rischio di default visti i recenti declassamenti del rating sovrano dalle maggiori agenzie di rating internazionali il che vuol dire che se non ci fossero queste politiche espansive allora l'Italia dovrebbe pagare un costo del proprio debito molto più elevato visto che i tassi dei titoli si alzerebbero.

È per questo motivo che molti economisti (Schauble in primis) continuano a criticare queste politiche monetarie, perché "drogano" in un certo senso il mercato e non costringono i Paesi come l'Italia a fare le riforme strutturali necessarie per consolidare i propri fondamentali macroeconomici.

12. COCLUSIONI

Dopo aver analizzato le conseguenze che queste politiche di tassi negativi hanno avuto sui Paesi come Germania e Italia che rappresentano in realtà i due Paesi simbolo di due parti differenti (non solo geograficamente ma anche a livello economico) dell'Europa: Europa del Nord ed Europa Continentale, possiamo dire che gli effetti sono molteplici e dipende anche il punto di vista che si intende adottare.

Infatti come abbiamo visto in Germania chi effettivamente ci perde da queste politiche è il sistema bancario e i grandi fondi pensione. Le banche perché hanno i bilanci che hanno i ricavi che derivano principalmente dagli interessi e quindi una contrazione dei tassi di interesse di riferimento provoca una contrazione dei ricavi delle banche. I fondi pensioni e le assicurazioni invece hanno sempre visto peggiorare i loro conti ma per un fatto principalmente riconducibile al mismatch che c'è tra debiti e crediti a breve e a lungo termine.

Se andiamo invece a considerare la bilancia commerciale possiamo invece dire d'altro canto che la Germania sembra proprio guadagnarci da queste politiche monetarie attuate dalle BCE avendo incrementato notevolmente le sue partite correnti.

Per quello che riguarda invece l'Italia possiamo dire che la situazione è notevolmente differente. In Italia infatti è difficile fare un resoconto preciso, infatti nel Belpaese oltre alla crisi economica è da tenere presente anche la forte instabilità politica e anche la crisi di fiducia del sistema bancario in seguito agli scandali di alcune banche molto importanti (Monte dei Paschi di Siena, Antonveneta, Popolare di Vicenza).

Oltre a questo in Italia sembrano mancare le riforme strutturali (in particolare nel mercato del lavoro) che ne facciano crescere la produttività (minor quantità di input per unità di output) innalzando quindi la crescita economica e misure fiscali che permettano allo Stato ampi spazi di manovra.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Harriet, J. (2015), “The international experience with negative policy rates”, Bank of Canada staff discussion paper 2015-13

Mathias, K, (23 gennaio 2015), “Low interest rate environment amplifies negative effects of austerity policy”, DIW Berlin- German Institute of Economic Research

Visco, I. (9 giugno 2016), “Financial stability in world of very low interest rates”, 43rd General Assembly of the Geneva Association,

Panetta, F. (19 febbraio 2018) Italy day conference “Italian bank: where they stand and the challenges ahead”, Bank of America Merrill Lynch

Hay, D. (18 marzo 2018), “Change of Pace”, Evergreen Gavekal

Richey, C. (21 aprile 2015), “The charge of the monetary light brigade – Neosho capital on the European Central Bank and negative” in Advisor Perspectives, Neosho Capital

Demiralp S., Eisenschmidt J., Vlassopoulos T. (marzo 2017), “Negative interest rates, excess liquidity and bank business modes: banks’ reaction to unconventional monetary policy in the euro area”, Koc University – Tusiad Economic research forum working paper series

Saedi D. (2017), “Breaching the zero lower bound: are negative interest rates an effective monetary policy tool?”, University of California, Berkeley, Department of Economics

Bernanke and remarks by Ignazio Visco (24 giugno 2018), “The real effects of disrupted credit: evidence from the global financial crisis”, Bank of International Settlements,

“Commercial property price indicators: sources, methods and issues (2017 edition)”, Eurostat Statistical Report

Tansi Marlotti, M. e Martino, A. (2017) “Real Estate Market overview (Italy 2017)”, PWC, www.pwc.com

Gros D. (novembre 2016) , “How do low and negative interest rates affect banks’ activity and profitability in the euro area?” in Monetary dialogue, Directorate General for international policies (European Parliament)

German Council of economic experts, “Low interest rates not appropriate for either Euro area or Germany”

Sven Afhuppe and Regina Krieger (18 maggio 2016), “interview to Ignazio Visco”, Handelsblatt-global edition

Hendrix, V. (29 giugno 2017), “Three years of negative interest rates in Europe. Are hard times in the offing?”, Economic Studies Desjardins

Schneider S. (22 agosto 2016), “Growing doubts about negative interest rate policy” in Talking Point of Deutsche Bank Research (www.dbreserach.com)

Danielsen R. (13 ottobre 2017), “Country risk analysis of Italy”, SEB merchant banking, www.sebgroup.com

Andreas Jobst , Huidan L. (agosto 2016), “Negative Interest rate policy (NIRP): implications for monetary transmission and bank profitability in the euro area” in IMF working paper, International Monetary Fund

Lukasz Rachel and Thomas D Smith (Dicembre 2015) “Secular drivers of the global real interest rate” in staff working paper n.571, Bank of England,
www.bankofengland.co.uk/research/Pages/workingpapers/default.aspx

Piketty T. and Emmanuel Saez (23 maggio 2014) “Inequality in the long run”, Science, vol 344 issue 6186, pag 838-843

Florian Heider, Farzad Saidi and Glenn Schepens (22 settembre 2017), “Life below zero: bank lending under negative policy rates”

<https://www.investireoggi.it/economia/banche-tassi-negativi-aggravano-la-crisi-ne-parte-la-causa/>

<https://www.investireoggi.it/economia/tassi-negativi-inefficaci-perche-non-funzionano-arrivera-deficit-spending/>

<https://www.investireoggi.it/economia/tassi-negativi-inutili-boom-risparmi-prestiti-quasi-invariati-nelleurozona/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-26/perche--tassi-reali-negativi-sono-problema-serio-germania-171239.shtml?uuid=AEvFMpCF>

https://www.repubblica.it/economia/rubriche/eurobarometro/2016/04/16/news/germania_tassi_negativi-137713803/

<https://www.miglioverde.eu/bce-la-politica-monetaria-e-vantaggi-e-svantaggi-in-germania/>

<https://www.italiaoggi.it/news/grazie-all-euro-la-germania-puo-continuare-a-emettere-a-tassi-negativi-senza-avere-conseguenze-sul-2305942>

<http://intermarketandmore.finanza.com/quantitative-easing-e-rendimenti-negativi-la-germania-non-ha-solo-benefici-71694.html>

<http://goofynomics.blogspot.com/2016/05/keynes-draghi-gollum-e-i-tassi-negativi.html>