

Preferenza per la Liquidità, insicurezza e declino del Tasso Naturale di Interesse

Biagio Bossone - 06/06/2026 [papers]

Abstract

Quando le banche centrali guarderanno retrospettivamente al primo quarto del XXI secolo, una caratteristica potrebbe emergere più chiaramente di ogni altra: la persistente debolezza del tasso reale di interesse ritenuto compatibile con la piena occupazione e la stabilità dei prezzi - il cosiddetto tasso naturale, o r^* . Dopo la crisi finanziaria globale, questo tasso è diminuito, ha faticato a risalire durante la successiva espansione ed è rimasto sorprendentemente contenuto anche dopo uno dei cicli di restrizione monetaria più aggressivi degli ultimi decenni.

Quando le banche centrali guarderanno retrospettivamente al primo quarto del XXI secolo, una caratteristica potrebbe emergere più chiaramente di ogni altra: la persistente debolezza del tasso reale di interesse ritenuto compatibile con la piena occupazione e la stabilità dei prezzi - il cosiddetto tasso naturale, o r^* . Dopo la crisi finanziaria globale, questo tasso è diminuito, ha faticato a risalire durante la successiva espansione ed è rimasto sorprendentemente contenuto anche dopo uno dei cicli di restrizione monetaria più aggressivi degli ultimi decenni.

Nelle interpretazioni convenzionali, l'evoluzione di r^* è attribuita a fattori strutturali come l'invecchiamento demografico, il rallentamento della produttività o l'eccesso globale di risparmio. Tuttavia, questa prospettiva trascura un elemento fondamentale: il ruolo delle aspettative, del sentiment e delle scelte patrimoniali che ne derivano. In un'economia monetaria, il tasso di interesse non emerge da un equilibrio puramente reale, ma riflette il premio richiesto dagli operatori per rinunciare alla liquidità in un futuro percepito come incerto. Di conseguenza, esso dipende dal grado di fiducia collettiva nella stabilità dell'ambiente economico, come evidenziato da approcci recenti che integrano esplicitamente il ruolo del sentiment nella formazione degli equilibri macroeconomici ([Bossone 2026](#)).

Negli ultimi quindici anni, una successione ravvicinata di crisi ha profondamente modificato tale percezione, rafforzando la domanda di sicurezza e comprimendo i rendimenti reali di lungo periodo. Gli sviluppi più recenti del 2025–2026 - dalla guerra commerciale innescata dall'amministrazione Trump all'escalation in Medio Oriente, fino all'incertezza sull'indipendenza della Fed - non hanno fatto che approfondire questo solco.

Un quindicennio che ha trasformato le aspettative

Ciò che distingue l'epoca recente è l'accumulo di shock profondi e ravvicinati. La crisi finanziaria globale ha incrinato la fiducia nella stabilità del sistema bancario. La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha messo in discussione la coesione istituzionale dell'unione monetaria. Le tensioni geopolitiche e commerciali hanno iniziato a invertire decenni di integrazione economica. La pandemia ha provocato la paralisi improvvisa dell'attività economica, seguita da inflazione inattesa e da un rapido ciclo restrittivo. A questi eventi si sono aggiunti nuovi conflitti armati, una crescente frammentazione politica globale e, nel corso del 2025, il nuovo e potente fattore destabilizzante legato alla politica commerciale degli Stati Uniti, con l'annuncio da parte dell'amministrazione Trump di dazi generalizzati su quasi tutti i partner commerciali.

L'[OCSE ha rivisto al ribasso](#) le stime di crescita mondiale per il biennio 2025–2026, avvertendo che un'ulteriore escalation tariffaria avrebbe potuto dar luogo a un repricing dirompente nei mercati finanziari. Il commercio mondiale, secondo [il Centro Studi della Confindustria](#), è atteso in sostanziale stagnazione nel biennio 2025–2026.

Questi episodi non hanno semplicemente aumentato l'incertezza nel breve periodo. Hanno modificato in modo duraturo il modo in cui famiglie, imprese e investitori valutano il futuro. Eventi un tempo considerati estremamente improbabili sono entrati nell'esperienza vissuta. L'incertezza è diventata una condizione percepita come persistente, influenzando direttamente le scelte patrimoniali e, quando il futuro è percepito come fragile, gli operatori modificano la composizione dei propri bilanci, privilegiando sicurezza e liquidità.

Il ritorno della preferenza per la liquidità

La teoria keynesiana della preferenza per la liquidità fornisce la chiave per comprendere questo processo. Come Keynes sottolineava, il tasso di interesse non è semplicemente il prezzo che equilibra risparmio e investimento, ma il premio richiesto per rinunciare alla liquidità in un mondo incerto.

Quando la fiducia nel futuro diminuisce, famiglie, imprese e intermediari finanziari cercano protezione aumentando la quota di attività liquide nei loro portafogli. Questo comportamento non rappresenta una semplice risposta ai differenziali di rendimento, ma una ristrutturazione patrimoniale più profonda.

Negli ultimi anni, le imprese hanno accumulato riserve di liquidità, le famiglie hanno rafforzato il risparmio precauzionale, le banche hanno ridotto l'esposizione ai rischi e gli investitori globali hanno aumentato la domanda di attività sicure, in particolare titoli pubblici. Queste scelte riflettono la necessità di proteggersi da un futuro percepito come meno stabile.

Un segnale eloquente proviene dall'oro, tradizionale bene rifugio. L'oro ha chiuso il 2025 [con un rialzo di circa il 63%](#) — il miglior risultato annuale dal 1979 — spinto, come sottolinea il [BlackRock Investment Institute](#), dalla frammentazione geopolitica globale e dalla ricerca strutturale di asset capaci di diversificare il rischio. Il quadro si è però complicato nel 2026: tra marzo e aprile, nelle settimane di maggiore tensione geopolitica, il metallo giallo [ha mostrato improvvise correzioni](#), venduto in modo aggressivo proprio nel pieno delle tensioni.

Questo comportamento, apparentemente paradossale, non contraddice la tesi sulla preferenza per la liquidità: segnala semmai che, nelle fasi di stress acuto, gli investitori liquidano anche l'oro anticipando possibili esigenze di cassa straordinarie e immediate, rivelando quanto la domanda di liquidità pura possa prevalere persino sul bene rifugio per eccellenza. Di conseguenza, la preferenza per la liquidità diventa una forza macroeconomica persistente. Gli operatori accettano rendimenti inferiori in cambio della sicurezza offerta dalla liquidità, comprimendo i tassi reali di lungo periodo.

L'aumento dei tassi ufficiali non elimina automaticamente questa dinamica. Se la liquidità è detenuta come forma di protezione contro l'incertezza sistemica, gli incentivi offerti da rendimenti più elevati possono non essere sufficienti a indurre una significativa riallocazione dei portafogli. La domanda di liquidità rimane elevata e i tassi reali di equilibrio restano contenuti.

Le stime di r^* : un dibattito ancora aperto

Il quadro che emerge dalle stime empiriche di r^* secondo i principali modelli all'uopo utilizzati è, nel complesso, coerente con la tesi qui sostenuta — sebbene con sfumature importanti. Nel secondo trimestre del 2025, il [modello HLW](#) aggiornato dalla Federal Reserve di New York stimava r^* per gli Stati Uniti a circa 0,84% in termini reali — un livello ancora contenuto, che sommato all'obiettivo di inflazione del 2% implicava un tasso nominale neutro di poco inferiore al 3%. Il modello continua ancor oggi a non mostrare evidenza convincente che l'era dei tassi naturali storicamente bassi si sia conclusa. La [Federal Reserve di Richmond](#) riporta una stima mediana del tasso naturale pari all'1,68% nel quarto trimestre del 2025, anch'essa ben al di sotto dei livelli pre-crisi finanziaria globale.

Una divergenza significativa emerge confrontando le stime basate su modelli macroeconomici con quelle ricavate dai mercati finanziari. Nel 2025, i rendimenti reali impliciti nei [TIPS](#) (Treasury Inflation-Protected Securities — titoli del Tesoro americano indicizzati all'inflazione) [si collocavano tra il 2,25% e il 2,50%](#), suggerendo che r^* potrebbe essere in qualche misura risalito. Tuttavia, la [Fed di New York](#) ha mostrato che queste misure di mercato incorporano premi al rischio variabili e hanno scarso potere predittivo sui tassi reali futuri, a differenza del modello HLW.

Questa divergenza riflette esattamente il meccanismo qui descritto: il mercato prezza un premio per il rischio — non necessariamente una risalita strutturale di r^* . La preferenza per la liquidità si manifesta anche nel fatto che gli investitori richiedono rendimenti più elevati per detenere attività rischiose, senza che questo implichi una normalizzazione del tasso naturale.

Quando il tasso naturale diventa dipendente dalle credenze

Poiché la preferenza per la liquidità riflette il grado di fiducia degli operatori nella stabilità del futuro, il tasso naturale diventa inevitabilmente dipendente dal regime di credenze prevalente. Quando il contesto economico appare stabile e prevedibile, la preferenza per la liquidità si riduce, la propensione al rischio aumenta e i tassi tendono a salire. Quando invece prevale un senso diffuso di vulnerabilità, gli operatori privilegiano la sicurezza, comprimendo i rendimenti.

Il tasso naturale non appare quindi come un [parametro determinato esclusivamente](#) da fattori demografici o tecnologici, ma come un esito emergente delle scelte patrimoniali collettive e del contesto istituzionale. Questo aiuta a spiegare perché il forte aumento dei tassi ufficiali negli anni 2022–2024 non abbia prodotto un aumento corrispondente delle stime strutturali di r^* . Se la preferenza per la liquidità rimane elevata, i tassi reali di equilibrio restano compressi.

Un ulteriore elemento di fragilità istituzionale, emerso con forza nel 2026, riguarda l'indipendenza della Federal Reserve. Le pressioni esercitate dall'amministrazione Trump su Jerome Powell — il cui mandato è scaduto il 15 maggio 2026 — la nomina di Kevin Warsh alla guida della Fed e l'incertezza sulla composizione futura del FOMC hanno aggiunto un nuovo fattore di rischio nelle aspettative degli operatori. Come evidenziano [le analisi di Wellington Management](#), la potenziale riduzione dell'indipendenza della banca centrale rischia di consolidare l'inflazione e di erodere la cooperazione tra i decisori politici a livello globale — esattamente il tipo di incertezza istituzionale che alimenta la preferenza per la liquidità.

Uno spazio di manovra monetaria più ristretto e più incerto

Un tasso naturale depresso dalla preferenza per la liquidità restringe lo spazio operativo delle banche centrali. Gli sviluppi recenti rendono questa diagnosi, se possibile, ancora più pertinente.

La Banca Centrale Europea ha completato tra il 2024 e il giugno 2025 un ciclo di otto tagli consecutivi, portando il tasso sui depositi dal 4,00% al 2,00%. Da allora, la BCE è entrata in una fase di pausa prolungata. Al 19 marzo 2026, il tasso sui depositi restava invariato al 2,00%. L'incertezza geopolitica - in particolare l'escalation in Medio Oriente e i conseguenti rischi energetici - ha complicato il quadro, con l'inflazione nell'area euro rivista al rialzo verso il 2,6% per il 2026 rispetto alle previsioni precedenti.

Il fatto che la BCE abbia ritenuto necessario portare i tassi al 2% - un livello ritenuto da molti analisti compatibile con la neutralità - prima di fermarsi, conferma implicitamente che lo spazio di manovra verso il basso rimane limitato. Il consenso tra gli economisti è che i tassi resteranno stabili per la maggior parte del 2026, con uno scenario di potenziali rialzi se le pressioni energetiche dovessero persistere.

La Federal Reserve si trova in una posizione particolarmente delicata. Con i [fed funds](#) nel range 3,50%–3,75%, dopo tre tagli nel 2025, la distanza dal tasso neutro implicito nelle proiezioni FOMC (circa il 3%) è diventata modesta. Al meeting di marzo 2026, Powell ha mantenuto i tassi invariati, sottolineando l'incertezza elevata e i rischi bidirezionali: inflazione persistente da un lato, indebolimento del mercato del lavoro dall'altro.

Questa posizione illustra esattamente la trappola sopra richiamata: quando la preferenza per la liquidità mantiene r^* basso, i tassi ufficiali devono scendere molto per stimolare la domanda, ma tagli eccessivi rischiano di riaccendere l'inflazione in un contesto di shock dal lato dell'offerta (dazi, energia). La trasmissione della politica monetaria diventa meno prevedibile e più asimmetrica.

Ciò accresce l'importanza della stabilità istituzionale e della credibilità delle politiche economiche. Un contesto percepito come stabile può ridurre il bisogno di protezione patrimoniale e contribuire a normalizzare i tassi di interesse. Tuttavia, molte delle fonti di insicurezza contemporanee — geopolitiche, commerciali, tecnologiche e ambientali — sfuggono al controllo diretto delle autorità monetarie.

Un futuro ancora plasmato dal passato e da nuovi shock

Le cicatrici delle crisi recenti si attenueranno solo gradualmente. Le forze che comprimono r^* non si sono attenuate. Si sono semmai intensificate.

La guerra commerciale ha aggiunto incertezza strutturale alle catene del valore globali. I conflitti armati in corso mantengono elevata la volatilità energetica. L'incertezza sulla successione alla guida della Fed solleva interrogativi sulla credibilità futura della politica monetaria americana. L'intelligenza artificiale, pur rappresentando un potenziale driver di produttività, introduce incertezza tanto sulla distribuzione dei guadagni e sui suoi effetti sul mercato del lavoro, quanto sulle dinamiche inflattive e sulla [gestione stessa della politica monetaria](#).

Se il futuro è percepito come fragile, è naturale che famiglie, imprese e investitori cerchino protezione nella liquidità. E se la liquidità diventa una forma privilegiata di sicurezza, i tassi di interesse reali rimangono contenuti. Il tasso naturale riflette quindi non un equilibrio indipendente dalla moneta, ma il grado di fiducia collettiva nella stabilità del futuro economico. Finché l'insicurezza resterà elevata, le forze che comprimono i tassi continueranno a operare, indipendentemente dall'orientamento immediato della politica monetaria.