

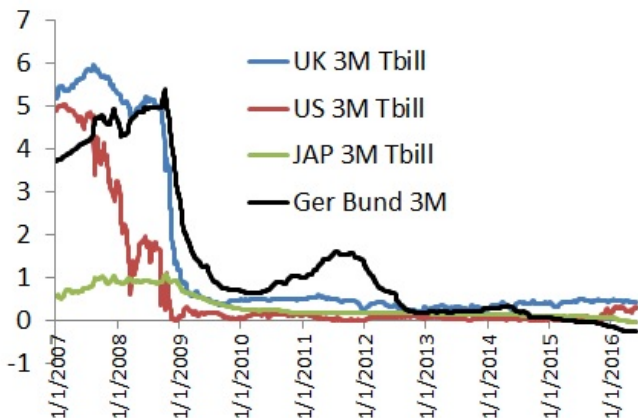
La grande caduta dei tassi d'interesse

Roberto Piazza

nFA Workshop

11 giugno 2016

La grande caduta dei tassi nominali



- Ma e' chiaro! I tassi sono bassi perche' le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia...

- Ma e' chiaro! I tassi sono bassi perche' le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia...
- ...o forse no?
«After the U.S. experience during the Great Depression, and after inflation and rising interest rates in the '70s and disinflation and falling interest rates in the '80s, I thought the fallacy of identifying tight money with high interest rates and easy money with low interest rates was dead. Apparently, old fallacies never die.» (M. Friedman, 1997)

- Ma e' chiaro! I tassi sono bassi perche' le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia...
- ...o forse no?
«After the U.S. experience during the Great Depression, and after inflation and rising interest rates in the '70s and disinflation and falling interest rates in the '80s, I thought the fallacy of identifying tight money with high interest rates and easy money with low interest rates was dead. Apparently, old fallacies never die.» (M. Friedman, 1997)
- Forse le cose sono un po' piu' complesse di un singolo grafico. Vale la pena pensarci meglio.

Il mio obiettivo:

- Crearvi un po' di confusione.

Il mio obiettivo:

- Crearvi un po' di confusione.
- Guardare alla domanda da un insieme piu' completo di punti di vista, anche a rischio di non dare un risposta definitiva.

Il mio obiettivo:

- Crearvi un po' di confusione.
- Guardare alla domanda da un insieme piu' completo di punti di vista, anche a rischio di non dare un risposta definitiva.

La mia strategia: invece di parlarvi direttamente di tassi nominali, vi parlero' di:

- ① tassi reali d'interesse

Il mio obiettivo:

- Crearvi un po' di confusione.
- Guardare alla domanda da un insieme piu' completo di punti di vista, anche a rischio di non dare un risposta definitiva.

La mia strategia: invece di parlarvi direttamente di tassi nominali, vi parlero' di:

- ① tassi reali d'interesse
- ② tasso d'inflazione

Il mio obiettivo:

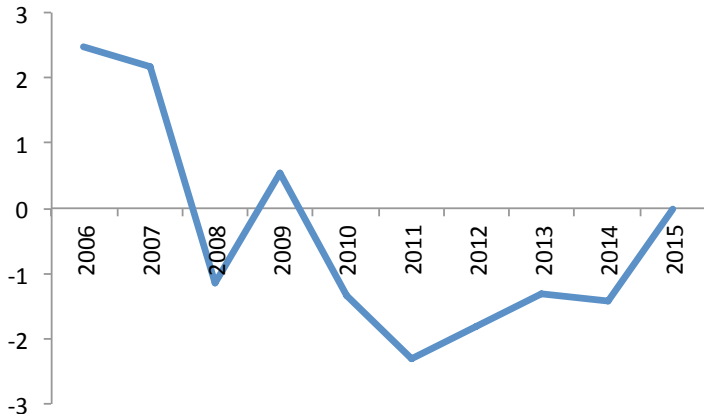
- Crearvi un po' di confusione.
- Guardare alla domanda da un insieme piu' completo di punti di vista, anche a rischio di non dare un risposta definitiva.

La mia strategia: invece di parlarvi direttamente di tassi nominali, vi parlero' di:

- ① tassi reali d'interesse
- ② tasso d'inflazione

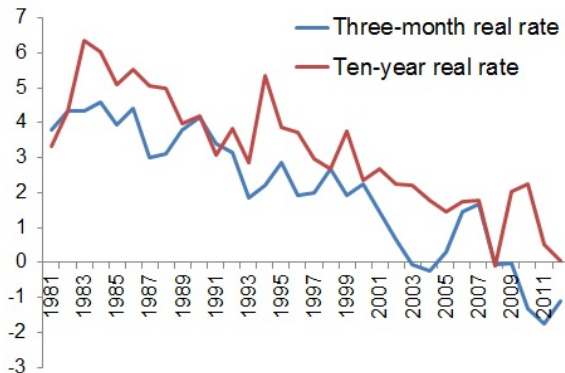
[NB: sommando (1) e (2) si ottiene un corrispondente tasso nominale]

US 1-year real rate



La caduta dei tassi reali: una manipolazione delle banche centrali?

Global real interest rate



Source: calculations on WEO, April 2014

Le ipotesi abbondano, alcune di breve altre di lungo periodo:

- Disinflazione degli anni '80

Le ipotesi abbondano, alcune di breve altre di lungo periodo:

- Disinflazione degli anni '80
- Il grande risparmio dei paesi emergenti negli anni '90-'00

Le ipotesi abbondano, alcune di breve altre di lungo periodo:

- Disinflazione degli anni '80
- Il grande risparmio dei paesi emergenti negli anni '90-'00
- L'aumento del risparmio precauzionale, il malfunzionamento del sistema bancario-finanziario (credit crunch), e la corsa alla riduzione del debito (deleveraging) dopo lo scoppio della Grande Recessione

Le ipotesi abbondano, alcune di breve altre di lungo periodo:

- Disinflazione degli anni '80
- Il grande risparmio dei paesi emergenti negli anni '90-'00
- L'aumento del risparmio precauzionale, il malfunzionamento del sistema bancario-finanziario (credit crunch), e la corsa alla riduzione del debito (deleveraging) dopo lo scoppio della Grande Recessione
- La caduta degli investimenti di imprese: pessimismo sul futuro; stagnazione della dinamica della produttività

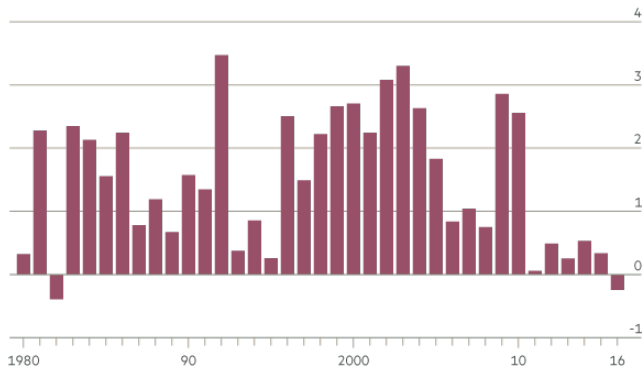
Le ipotesi abbondano, alcune di breve altre di lungo periodo:

- Disinflazione degli anni '80
- Il grande risparmio dei paesi emergenti negli anni '90-'00
- L'aumento del risparmio precauzionale, il malfunzionamento del sistema bancario-finanziario (credit crunch), e la corsa alla riduzione del debito (deleveraging) dopo lo scoppio della Grande Recessione
- La caduta degli investimenti di imprese: pessimismo sul futuro; stagnazione della dinamica della produttività
- (Tassi reali? Ma *quale tipo* di tassi reali?)

Caduta dei tassi reali d'interesse: la stagnazione

US productivity growth

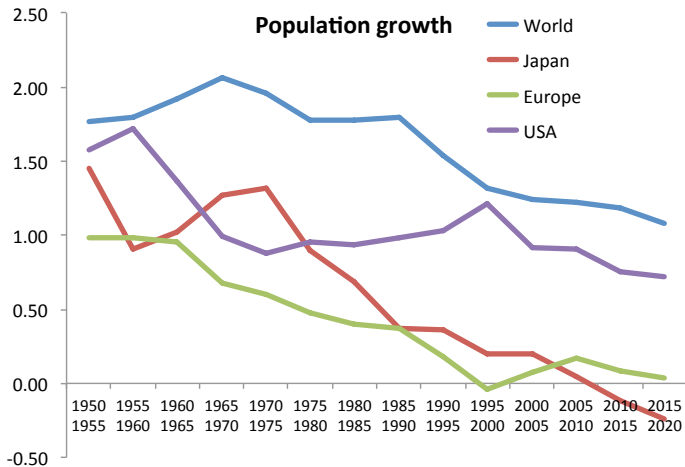
Annual % change in GDP per hour worked



Source: The Conference Board

FT

Caduta dei tassi reali d'interesse: la stagnazione (continued)



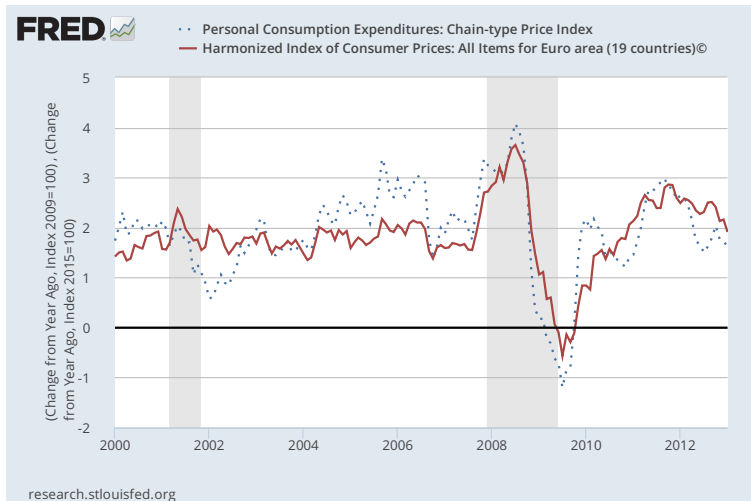
- La stabilità dei prezzi ed il caro vecchio 2%

- La stabilità dei prezzi ed il caro vecchio 2%
- Piaccia o non piaccia (a me piace) le banche centrali moderne sono strutturate (chi più chi meno...) per conseguire un target nominale (d'inflazione).

- La stabilità dei prezzi ed il caro vecchio 2%
- Piaccia o non piaccia (a me piace) le banche centrali moderne sono strutturate (chi più chi meno...) per conseguire un target nominale (d'inflazione).
- Spesso si fa confusione, e polemica spiccica, perché si confonde obiettivo di crescita con obiettivo di inflazione (trade-off? Non credo, almeno non ora).

- La stabilità dei prezzi ed il caro vecchio 2% ...ops... “close but below”
- Piaccia o non piaccia (a me piace) le banche centrali moderne sono strutturate (chi più chi meno...) per conseguire un target nominale (d'inflazione).
- Spesso si fa confusione, e polemica spiccica, perché si confonde obiettivo di crescita con obiettivo di inflazione (trade-off? Non credo, almeno non ora).

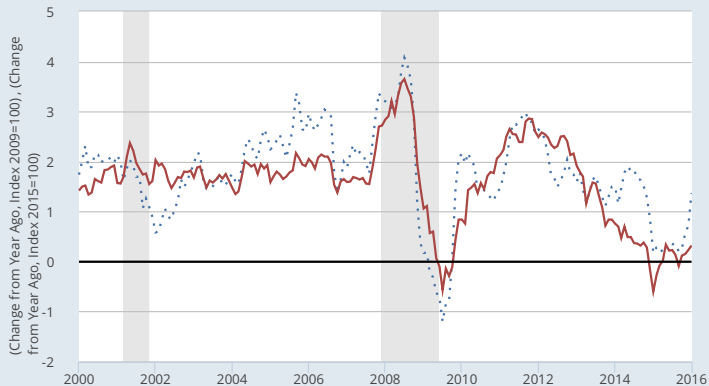
L'inflazione prima



L'inflazione dopo

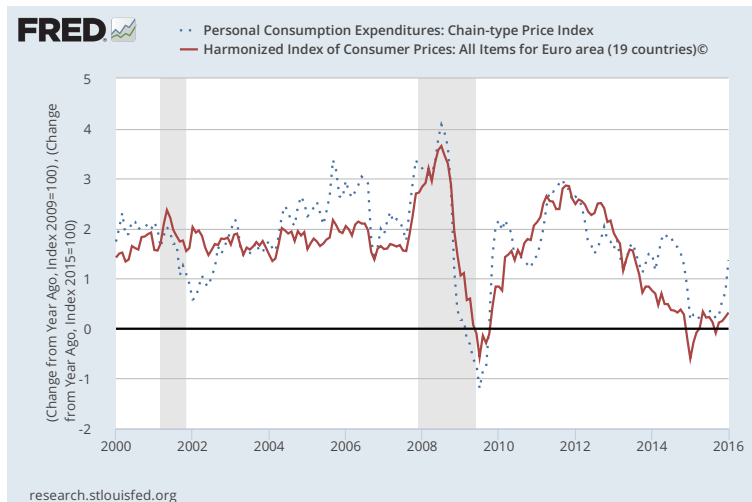
FRED 

- Personal Consumption Expenditures: Chain-type Price Index
- Harmonized Index of Consumer Prices: All Items for Euro area (19 countries)©



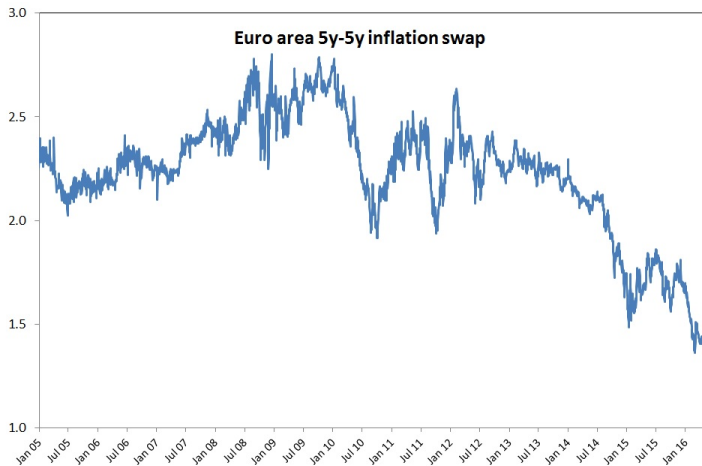
research.stlouisfed.org

L'inflazione dopo

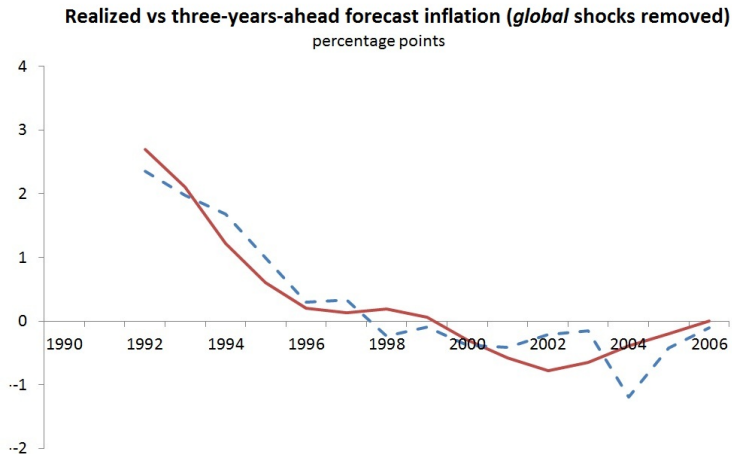


...non e' solo petrolio

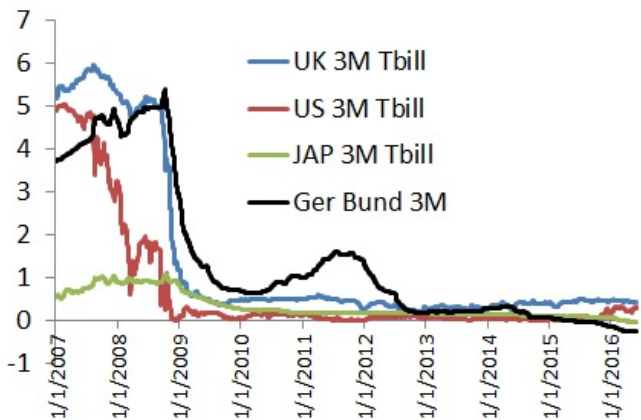
E le aspettative?



Aspettative d'inflazione in Giappone



Chiudiamo il cerchio (con meno terrore di esplosioni d'inflazione...)



Le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia?

- 1 Ci sono ragioni molto “naturali” per i tassi nominali bassi: pluridecennale riduzione tassi reali + caduta dell'inflazione.

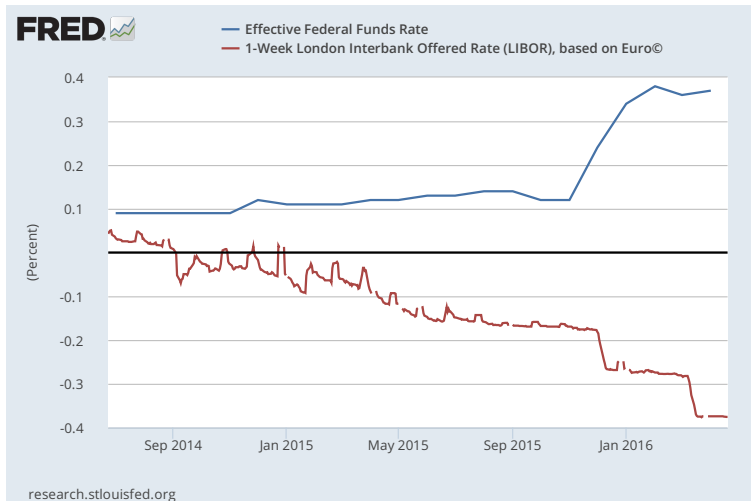
Le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia?

- ❶ Ci sono ragioni molto “naturali” per i tassi nominali bassi: pluridecennale riduzione tassi reali + caduta dell'inflazione.
- ❷ E la stagnazione? E' davvero diffusa? C'e' un ruolo per la politica monetaria?

Le banche centrali stanno artificialmente drogando l'economia?

« I think the stability of monetary aggregates and nominal spending in the postwar United States is a major reason for the stability of aggregate production and consumption during these years [...]. This stability must be seen in part as an achievement of the economists, Keynesian and monetarist, who guided economic policy over these years. The question I have addressed is whether stabilization policies that go beyond the general stabilization of spending that characterizes the last 50 years promise important increases in welfare. The answer to this question is "No": The potential gains from improved stabilization policies are on the order of hundredths of a percent of consumption [...] than the potential benefits of available "supply-side" fiscal reforms. » (R. Lucas, AER 2003)

Static Partial Equilibrium effect



Static Partial Equilibrium effect

Federal funds futures

