

Tim Phillips [00:00:00]:

Benvenuti a VoxTalks Economics registrato in diretta al PSE CEPR Policy Forum, la Paris School of Economics, il mio nome è Tim Phillips.

In questo episodio: Cosa ha causato l'inflazione del periodo del COVID negli Stati Uniti? E possiamo dire che è già alle spalle? L'inflazione negli Stati Uniti, e in molti altri luoghi, è decollata nel 2021 e nel 2022 e solo ora sta iniziando a tornare sotto controllo. Ma è stata causata dal surriscaldamento dei mercati del lavoro, che ha spinto al rialzo i salari, dall'aumento dei prezzi delle materie prime, dai cambiamenti della domanda, dalle interruzioni della catena di approvvigionamento? Le ragioni addotte sono molteplici. Alla conferenza, Olivier Blanchard del Peterson Institute ha appena tenuto un discorso di apertura dal titolo: The Inflation Burst: An Anticipatory Autopsy, basato in parte su un articolo di Ben Bernanke che valuta queste potenziali cause. Si unisce a me ora. Olivier, benvenuto.

Olivier Blanchard [00:01:07]:

Grazie per avermi invitato.

Tim Phillips [00:01:08]:

Olivier, molti economisti in quel periodo, 2021, pensavano che l'esplosione dell'inflazione sarebbe stata piccola e di breve durata. È stato un errore di valutazione. Quanto è stato dannoso questo errore di valutazione?

Olivier Blanchard [00:01:21]:

Credo che si debba distinguere tra un errore di valutazione sul piano fiscale e un errore di valutazione sul piano monetario. Penso che ci sia stato sicuramente un errore di valutazione sul lato fiscale. Non c'è dubbio che i vari programmi di spesa, sia dell'amministrazione Trump nel 2020 che dell'amministrazione Biden nel 21, siano stati eccessivi. Avevano buone intenzioni, cercavano di proteggere le persone, ma da un punto di vista macroeconomico erano troppo grandi. Credo che questo sia il peccato originale. Ora, alla luce di ciò, che dire della politica monetaria? Penso che prima di tutto avrebbe dovuto essere più chiaro quando questi programmi di spesa fiscale sono stati messi insieme su ciò che combattevano e che erano troppo grandi. Ma a parte questo, è chiaro che la reazione è stata un po' tardiva. Non hanno fatto nulla nel 20, hanno fatto poco nel 21. E questo è stato un errore. E questo è stato un errore. È un errore grave? Non ne sono sicuro. Non ne sono sicuro. Penso che abbia complicato un po' le cose, ma non avrebbe fatto una differenza gigantesca se, di nuovo, c'era troppa richiesta dal lato fiscale?

Tim Phillips [00:02:28]:

Lei ha distinto la reazione di due tipi di economisti all'epoca. Alcuni temevano che l'inflazione potesse arrivare perché i piani di salvataggio federali avrebbero surriscaldato l'economia. Come può accadere? In pratica, troppi soldi a caccia di pochi beni.

Olivier Blanchard [00:02:47]:

Sì.

Tim Phillips [00:02:47]:

Altri hanno pensato che questo non sarebbe stato un problema. La curva di Phillips è diventata più piatta. Si era spostata verso il basso nel decennio precedente, quindi lo stimolo COVID non sarebbe stato inflazionistico. Lo trovava credibile all'epoca?

Olivier Blanchard [00:03:02]:

No, e ne ho scritto all'epoca. Credo che la meta questione sia che l'ammontare della spesa implicita, potenzialmente implicata dai programmi fiscali era così grande che sarebbe apparsa da qualche parte. Ora, la discussione più specifica riguardava gli effetti sul mercato del lavoro. Ed è vero che se si prende la curva di Phillips, che era stata stimata negli ultimi 20 anni, si dice che sì, potrebbe esserci un surriscaldamento. Ma ancora una volta, la pendenza della curva di Phillips è piatta. O un altro modo per dire: questo non porterà a una grande inflazione salariale, quindi forse è un bene per l'economia e sì, avremo un po' più di inflazione, ma niente. Questa era l'opinione degli ottimisti e probabilmente rappresentava il 95% della popolazione economista rilevante. C'erano alcune persone che non erano d'accordo, tra cui io e Larry Summers. E abbiamo detto: no, qualcosa succederà. Non ci si può fidare di relazioni che sono state stimate in un ambiente molto tranquillo, ovvero i 20 anni precedenti, la cosiddetta grande moderazione. E la pendenza della curva di Phillips sarà molto più ripida quando arriveremo a una disoccupazione davvero bassa. Questo metterà sotto pressione l'inflazione e le aspettative saranno ancorate a persone che dicono che l'inflazione c'è ora e ci sarà in futuro, quindi non illudetevi, questo porterà a una maggiore inflazione. Questi erano i due punti di vista.

Tim Phillips [00:04:32]:

Vedremo cosa è successo a entrambi. Ma prima di tutto, la storia inizialmente dominata da queste enormi impennate dei prezzi delle auto usate è stata davvero sorprendente. I prezzi dell'energia, ovviamente. Perché è stato uno shock che questo sia emerso nei dati? Perché ci ha sorpreso?

Olivier Blanchard [00:04:53]:

Dobbiamo quindi tornare alla distinzione tra i due gruppi. Nella mia presentazione ho detto che entrambi i gruppi avevano ampiamente torto e Ben Bernanke, nella presentazione che terrà domani, ha detto che entrambi i gruppi avevano parzialmente ragione, il che è vero. Quindi è successo che i pessimisti, cioè Larry e io, tra gli altri, avevano ragione sull'inflazione, che era molto alta. Ma ci siamo sbagliati nel pensare che sarebbe avvenuta attraverso il mercato del lavoro. Pensavamo che ci sarebbe stata un'enorme pressione salariale e invece non c'è stata una grande pressione salariale. C'era surriscaldamento per qualsiasi variabile si possa considerare. Ma l'equazione dei salari, a voler essere pignoli, è rimasta molto stabile. E l'azione è venuta, come lei ha detto, dal resto, dai prezzi dati dai salari. E credo che non avessimo previsto, e qui uso un "noi" globale, quanto sarebbero saliti i prezzi delle materie prime e l'entità

dei picchi di prezzo che avrebbero portato a due carenze. Ecco da dove è nata l'azione. Ecco cosa ha portato all'inflazione. Penso che sia stata causata da una domanda troppo forte, ma per un canale diverso da quello che avevo previsto.

Tim Phillips [00:06:08]:

Ora, il suo modello, la sua analisi empirica sta cercando di capire cosa è successo, quali influenze, in quali momenti, non è l'unica autopsia che viene fatta su questo picco di inflazione al momento. In che modo il vostro approccio è diverso? Che cosa avete fatto qui?

Olivier Blanchard [00:06:28]:

Abbiamo un modello, a differenza delle discussioni informali che si trovano altrove. È difficile da dire e abbiamo pensato: qual è il tipo di modello che spiegherebbe i fatti, sarebbe comprensibile per i policy maker e ci permetterebbe di esaminare i dati in modo formalizzato. Direi che questo non è stato fatto, per quanto ne so, da nessun altro. Forse è stato fatto all'interno delle banche centrali, non lo so. Ma abbiamo fatto una serie di scelte che, a mio avviso, hanno reso il documento più efficace in termini di visibilità: abbiamo scritto una legge davvero semplice, in contrasto con la tendenza odierna a scrivere leggi basate su microfondamenta che i responsabili delle politiche non capiscono e di cui non si preoccupano molto. E poi si è scoperto che si trattava di un dispositivo descrittivo molto bello, se volete, ma credo che ci fosse lo spazio per farlo. L'abbiamo fatto e direi che ha funzionato.

Tim Phillips [00:07:24]:

E cosa ha descritto, cosa abbiamo scoperto su ciò che guidava l'inflazione e su ciò che sta guidando l'inflazione ora?

Olivier Blanchard [00:07:33]:

Quindi credo che abbiamo imparato una serie di cose. Abbiamo imparato che la maggior parte dell'azione, da un trimestre all'altro, è stata dovuta a grandi shock di prezzo. Abbiamo battuto i soliti, energia o cibo, ma anche il prezzo delle auto perché c'era una carenza e così via.

Voce fuori campo [00:07:51]:

La catena di approvvigionamento, i prezzi delle auto e dei camion in aumento...

Olivier Blanchard [00:07:56]:

Ciò che abbiamo appreso è che si trattava di eventi molto importanti, che hanno dominato le notizie quando sono stati pubblicati.

Voce fuori campo [00:07:59]:

I prezzi sono aumentati per molti alimenti.

Olivier Blanchard [00:08:02]:

Ma gli effetti non sono durati.

[Voce fuori campo] [00:08:04]:

Soprattutto nell'ultimo anno.

Olivier Blanchard [00:08:05]:

Quando simuliamo il nostro modello, scopriamo che hanno un effetto molto forte nel trimestre in cui si verificano. E poi si spegne in termini di inflazione, altri shock sono spariti, il che è terribilmente importante perché negli anni '70 si verificò il contrario, ovvero uno shock del prezzo dell'energia. Questo portò i lavoratori a dire che l'inflazione sarebbe stata alta. I sindacati furono portati ad avere muri di indicizzazione che dissero: "Vogliamo indietro i nostri soldi". E questo portò non solo a uno shock una tantum, ma a uno shock lungo e difficile da gestire che non si è verificato affatto, il che è una buona notizia, credo, ci dice che la credibilità della banca centrale è rimasta molto forte. Il fatto che non ci sia stato un recupero, o almeno non siamo stati in grado di rilevare il recupero, ovvero la capacità dei lavoratori di recuperare parte delle perdite salariali reali, è più sorprendente perché abbiamo mercati del lavoro piuttosto rigidi e pensiamo che i lavoratori potrebbero essere in grado di chiedere di più, ma non lo hanno fatto. Credo quindi che questa sia la lezione da trarre. L'altra lezione è che, sebbene ogni mese e ogni trimestre si parlasse di questi shock, dietro le quinte c'era un movimento a bassa frequenza molto meno visibile, ovvero il surriscaldamento del mercato del lavoro e la pressione sui salari, l'inflazione salariale. E ora che gli shock dei prezzi sono in gran parte scomparsi, almeno così possiamo sperare, le carenze stanno finendo, i prezzi dell'energia sono spesso diminuiti. Quello che si vede ora è che, guardando al futuro, si tratta di un tipo di inflazione piuttosto diverso. È l'inflazione del mercato del lavoro. Quello che avevo previsto all'inizio, e che purtroppo è stato molto utile durante la salita, ovvero che il riscaldamento non ha avuto un grande effetto sull'inflazione salariale, è estremamente negativo durante la discesa, perché è necessaria molta disoccupazione per rallentare effettivamente l'inflazione salariale. E questa è la situazione in cui credo si trovino molte banche centrali. Quindi il futuro è un po' difficile.

Tim Phillips [00:10:04]:

La loro attenzione è tornata a concentrarsi sull'osservazione di ciò che le banche centrali fanno e di come reagiscono, cosa che noi, che non siamo del settore, siamo abituati a non fare molto spesso. Non ci siamo preoccupati molto per alcuni anni. Quello che ha scoperto qui implica che finora le reazioni della Fed a ciò che sta accadendo con l'inflazione sono state appropriate?

Olivier Blanchard [00:10:24]:

Quindi, ancora una volta, penso che avrebbero dovuto muoversi probabilmente un anno prima e anche prima. Avrebbero dovuto dire alle amministrazioni che questo non era accettabile. Ma a parte questo, penso che quando si sono svegliati, hanno agito bene e continuano a agire bene. L'idea che si aumenti il tasso di interesse e che tre mesi dopo la disoccupazione sia

magicamente più alta dell'1% è una cosa che credono solo le persone abbastanza giovani da non aver vissuto l'inflazione precedente. È un processo molto casuale e tendiamo a pensare che se si aumenta il tasso d'interesse, il mercato finanziario inizia a subire degli effetti. Alcune persone prendono delle decisioni, ma magari hanno questi ampi cuscinetti di risparmi in eccesso e quindi non funziona. E poi ci sono i sistemi finanziari. Se esercito dello stress, è un bene, ma troppo stress è un male. La Fed si sta quindi muovendo in questa direzione. Se fossi nei panni di Jay Powell, farei probabilmente più o meno quello che sta facendo lui. La mia sensazione è che ci sia abbastanza da fare, anche se i tassi d'interesse reali non sono ancora incredibilmente alti, ancora una volta, la gente ha dimenticato gli anni '70 e '80. Quindi la mia sensazione è che debbano navigare più o meno come stanno facendo. La mia sensazione è che debbano navigare nelle acque più o meno come sono. In questa fase, quindi, non criticerei affatto la Fed.

[Voce fuori campo] [00:11:46]:

Nel dicembre 2022, Larry Ball e Daniel Leigh spiegarono cosa aveva causato la carenza di beni negli Stati Uniti. E hanno stimato l'effetto sui prezzi pagati dai consumatori. Ascolta il nostro episodio intitolato Capire gli Stati Uniti. Inflazione.

Tim Phillips [00:12:06]:

Rivoluzionare il modello e guardare al futuro e alle sue proiezioni. Cosa ci dice sul probabile percorso futuro dell'inflazione?

Olivier Blanchard [00:12:16]:

Non ho dubbi sull'impegno delle banche centrali a ridurre l'inflazione. Credo che questo possa essere considerato un dato di fatto. Il problema è quanto tempo ci vuole. Credo che ci sia una decisione da prendere: se si vuole fare in fretta perché si teme che le aspettative si deancorino, non è così, ma questo potrebbe costare molto caro in termini di disoccupazione. Se si è più rilassati e si decide di farlo e si osserva come un falco come si muovono le aspettative, ma se non si muovono e si dice beh, forse la fine del 24, 25 va bene, allora probabilmente c'è bisogno di più disoccupazione, non ho dubbi su questo negli Stati Uniti. Quanto, non lo sappiamo davvero, ma un po', senza dubbio. Quindi mi aspetto che i tassi di interesse continuino ad aumentare un po' e che la disoccupazione aumenti lentamente, è la mia ipotesi migliore. Ma è un'ipotesi un po' azzardata.

Tim Phillips [00:13:08]:

Sì. Stavo guardando i grafici che lei ha presentato e per tornare al 2% sembra che il rapporto tra posti di lavoro e disoccupazione è quello che richiede molto lavoro e il denominatore dovrebbe salire di molto.

Olivier Blanchard [00:13:22]:

Quindi c'è un aspetto nerd in questo punto: sì, il rapporto tra posti di lavoro e disoccupazione dovrebbe essere molto basso. Cosa questo implichi per la disoccupazione in sé non è ovvio,

ma sì, implicherebbe una disoccupazione sostanzialmente più alta. Penso che ora ci sia una via d'uscita: forse non abbiamo bisogno di correre l'ultimo kilometro. Possiamo percorrere l'ultimo kilometro o non possiamo percorrerlo affatto e possiamo decidere che forse un'inflazione target del 3% sarebbe davvero un buon numero. E continuo a pensare che questo, in assenza di storia, sia il numero giusto. Non c'è dubbio. Capisco i problemi di credibilità, quindi penso che dovremo arrivare al 3 prima che la discussione abbia luogo. Ma non mi dispiacerebbe se quando arriveremo a 3 le banche centrali fossero più rilassate. La questione tornerà di sicuro.

Tim Phillips [00:14:10]:

Secondo lei, c'è qualche possibilità che ciò accada? Perché lei ha portato avanti questa idea per alcuni anni e non ha avuto successo con la Banca Centrale Europea?

Olivier Blanchard [00:14:18]:

Mai disperare. No, ma credo che ci sia una differenza: quando eravamo al di sotto del 2% e io parlavo di tre o quattro, l'idea era che, beh, questo è un amante dell'inflazione che vuole solo che l'inflazione sia più alta. E si pensava che questo avrebbe distrutto la credibilità delle banche centrali. La cosa ironica è che hanno fatto cose 100 volte più esotiche, come il QE in tutte le dimensioni possibili, o i tassi negativi e così via, e non hanno perso credibilità. Quindi, retrospettivamente, si sarebbe potuto fare, ma ora è diverso perché è in discesa. Giusto? Quindi la domanda è: non sto chiedendo un aumento dell'inflazione, sto chiedendo di fermare la riduzione a un certo livello. Quindi, dal punto di vista politico, è un po' più facile che si verifichi o meno. Sono quasi certo che non accadrà, almeno non a breve, ma potrebbero anche rallentare il cammino. Potrebbero dire che abbiamo un doppio mandato e che in questa fase non vogliamo avere troppa disoccupazione. Non ci piace il 3%, ma lo accetteremo e passeremo lentamente al due. Penso che questa discussione non possa essere fatta ora, ma una volata che saranno lì, potrebbero farla.

Tim Phillips [00:15:27]:

Ho appena citato l'Europa. Questo paper riguardava specificamente l'economia statunitense. Ci dice qualcosa sull'economia europea e sul percorso dell'inflazione in Europa?

Olivier Blanchard [00:15:37]:

Sicuramente ha delle lezioni. Implica esattamente la stessa cosa? Probabilmente no. Ho un progetto con i team della Banca d'Inghilterra, della BCE e della Banca del Giappone per fare lo stesso esercizio e vedere se la decomposizione è simile. La mia ipotesi è che ho alcuni risultati, ma non posso ancora mostrare nulla di concreto. La mia ipotesi è che la storia generale sia simile. La questione principale sarà il grado di surriscaldamento. Il Regno Unito assomiglia molto agli Stati Uniti. Con shock peggiori ma con le stesse dinamiche. Nell'Eurozona, credo che il problema principale sia se il mercato del lavoro sia surriscaldato, perché la sfida della Fed è che il mercato del lavoro è sicuramente surriscaldato.

Ora, la BCE ha la stessa sfida o no? Non è ancora possibile dirlo.

Tim Phillips [00:16:26]:

È confortante sentire che il Regno Unito potrebbe avere le stesse dinamiche. Vivo lì e l'inflazione sembra estremamente bloccata, e al momento la preoccupazione è che le aspettative si spostino.

Olivier Blanchard [00:16:36]:

La mia impressione è che voi abbiate shock maggiori. Uno dei risultati del rapporto preliminare del team della Banca d'Inghilterra è che la misura della scarsità gioca un ruolo molto più importante che negli Stati Uniti. Ci si chiede se abbia qualcosa a che fare con la Brexit, ma non ho intenzione di...

Tim Phillips [00:16:56]:

Questo è un altro podcast.

Olivier Blanchard [00:16:58]:

Non ho intenzione di affrontare questo discorso. Ma è impressionante, quindi non so se sia un caso. È vero, dobbiamo guardare, ma se lo è, allora credo che buona parte di ciò che sta accadendo derivi da lì. Alla fine dovrebbe sparire. E sì, non credo che la situazione sia così disastrosa come alcuni la descrivono su questo fronte.

Tim Phillips [00:17:19]:

Olivier, grazie per aver parlato di quello che sembra essere un lavoro molto fruttuoso, in cui c'è un grande potenziale per scoprire molto di più, non solo su quello che è successo, ma su come l'inflazione sta lavorando nell'economia che abbiamo oggi. Grazie per averne parlato.

Olivier Blanchard [00:17:36]:

Lo spero. Vedremo.

Tim Phillips [00:17:47]:

L'articolo si intitola: Cosa ha causato l'inflazione negli Stati Uniti. Inflazione dell'era pandemica. Lo si può trovare ovunque, è molto breve, molto interessante da leggere e, come ho detto, giunge a conclusioni molto interessanti. Gli autori: Ben Bernanke e Olivier Blanchard.

[Voce fuori campo] [00:18:05]:

Questo è un VoxTalk registrato in occasione del Paris School of Economics CEPR Policy Forum, 2023. Se vi piace quello che ascoltate, iscrivetevi. Potete trovarci ovunque vi procuriate i podcast e potete ascoltare clip di episodi passati e futuri seguendo VoxTalks Economics su Instagram.