

Les circonstances changeantes de l'inflation

Par Denis FERRAND

Directeur général de Rexecode

Après des années à en déplorer la disparition, les banques centrales n'ont pu que constater le retour en force de l'inflation au sortir des périodes de confinement de la population et d'arrêt brutal de l'économie en 2020. La question du caractère durable ou transitoire de cette résurgence de l'inflation a alimenté dans un premier temps les débats. Perçue initialement comme transitoire, en particulier en Europe, ce qui a retardé les réactions de politiques monétaires pour la juguler, cette inflation issue de chocs initiaux de nature exogène a progressivement déclenché des boucles de réaction de l'économie qui en ont renforcé le caractère durable. Au-delà des circonstances de court terme qui ont modelé l'évolution des prix, nous examinons dans ce papier dans quelle mesure le référentiel d'inflation peut être plus durablement bouleversé par les cicatrices que cet épisode pourrait laisser.

Apporter des éléments de réponse à cette question invite à décomposer le processus inflationniste en différentes phases qui le caractérisent. La résurgence d'inflation au lendemain des déconfinements a été la conséquence des profonds déséquilibres entre offre et demande qui se sont manifestés alors à l'échelle mondiale. Cette première phase est close ou presque. Elle a été suffisamment prolongée pour que l'inflation procède désormais également d'effets de second tour liés à l'accélération des revenus nominaux. Plusieurs trimestres de taux d'intérêt réels positifs et de croissance inférieure à sa tendance seraient probablement nécessaires pour que ces tensions inflationnistes s'apaisent. La première de ces conditions n'étant pas atteinte et des déterminants plus structurels s'affirmant, l'inflation serait durablement plus élevée que lors de la période antérieure à la pandémie.

Le retour de l'inflation au lendemain de la pandémie est une conséquence immédiate des déséquilibres qui se sont manifestés en sortie des confinements de la population et des dispositifs budgétaires et monétaires mis en place, surtout dans les économies occidentales, pour en atténuer les impacts économiques.

Les déterminants initiaux de l'inflation...

Un écart entre une offre de biens contrainte et une demande soutenue s'est formé et a enflé⁽¹⁾. Cet écart a débouché sur l'apparition de pénuries locales matérialisées par l'allongement des délais de livraison de biens⁽²⁾. Ces pénuries ont été amplifiées par l'impact du conflit en Ukraine sur certains approvisionnements critiques : gaz, engrais, céréales, métaux⁽³⁾. L'exemple paroxystique de ces déséquilibres a été apporté par les taux de fret maritime dont l'explosion en période de déconfinement et de rétablissement progressif des chaînes de valeur procédait notamment de défauts de localisation géographiques des containers. Ces défauts conjoncturels se sont greffés sur les répercussions d'un sous-investissement antérieur dans une industrie marquée par le ralentissement des échanges mondiaux

observable depuis la crise financière de 2008-2009 pour aboutir à une explosion des prix aussi soudainement explosive que temporaire.

Notons que les effets de rationnement de l'offre associés à ces pénuries n'ont pas conduit à un moindre investissement de la part des entreprises en France, ce qui aurait pu en retour encore accentuer à terme un déficit d'offre. À l'inverse, la présence de pénuries semble avoir exercé un effet d'accélération de l'investissement quand celui-ci n'était pas physiquement contraint. Cette accélération procède moins d'un objectif d'accroissement de l'offre mais plus d'une optimisation des ressources dans la création de celle-ci : des investissements d'économie d'énergie certes mais aussi dans des procédés par exemple économes en eau. Ce choix d'investissement pour l'optimisation peut d'ailleurs contribuer à expliquer (avec l'absence jusque récemment de contraintes sur la trésorerie des entreprises) la progression remarquable de l'investissement productif observée jusqu'au premier semestre 2023 sans que celui-ci soit toutefois accompagné par une forte progression du niveau de production en volume : l'investissement productif excède ainsi de 5 % son niveau atteint préalablement à la pandémie quand le PIB ne le dépasse que de 1 % environ.

Cette contrainte d'offre n'aurait pas débouché sur une accélération aussi franche de l'inflation s'il n'y avait eu une sur-stimulation de la demande par

⁽¹⁾ Ball *et al.*, 2021 ; Shapiro, 2022.

⁽²⁾ Martin *et al.*, 2021.

⁽³⁾ Garicano *et al.*, 2022 ; Alessandri *et al.*, 2023.

l'intermédiaire d'une politique budgétaire effrénée⁽⁴⁾ ni par une politique monétaire d'une souplesse extrême⁽⁵⁾, deux leviers actionnés à plein dans les économies occidentales face à l'inquiétude de voir l'économie ne pas être en mesure de redémarrer une fois les contraintes d'offre évacuées. Alors que la progression de la masse monétaire mondiale peinait à s'extraire d'une bande étroite comprise entre + 6 et + 8 % par an en termes nominaux sur la période 2010-2019 malgré l'expansion massive des bilans des banques centrales occidentales intervenu durant la période, elle a soudainement bondi à + 14 % courant 2021 ce qui a drainé une liquidité massive vers le marché des biens et des services.

Ces pénuries ont débordé sur des marchés du travail déjà très tendus avant l'irruption de la pandémie⁽⁶⁾. Les pénuries de main-d'œuvre se sont généralisées en Europe comme aux États-Unis. Dans le cas de ces derniers, elles ont été doublées d'une dimension frictionnelle : le mode de gestion de la main-d'œuvre pendant la pandémie (rupture de la relation contractuelle entre l'employeur et le salarié compensée par un système public d'aides) ayant distendu des liens entre les parties prenantes de la relation salariale. Ces liens avaient en revanche été préservés en comparaison en Europe à la faveur du déploiement des dispositifs d'activité partielle. Ces pénuries de main-d'œuvre sont également élevées dans plusieurs pays d'Asie.

Sous l'effet combiné des trois circonstances précédentes d'importance décroissante, l'inflation mondiale mesurée au niveau des prix à la consommation s'est ainsi accrue au point de ressortir à près de 16 % sur un an à la fin de l'année 2022 déclenchant des réponses sous forme de hausses de taux directeurs, initialement dans les économies émergentes puis, à partir du printemps 2022, dans les économies les plus développées.

... se sont atténués

Ces circonstances initiales propices à l'accélération des prix s'effacent progressivement en répercussion de la perte d'altitude de la croissance mondiale. Celle-ci est elle-même attribuable au prélèvement de pouvoir d'achat subi par les acteurs économiques à faible *pricing power* immédiat. Les cours mondiaux de la plupart des matières premières, y compris alimentaires, ont corrigé leur envolée du premier semestre 2022 et, dans le cas plus spécifique de l'Europe, les tensions majeures sur les prix de l'électricité et du gaz se sont atténuées début 2023 même si ses effets sur les comptes d'exploitation des entreprises ne se verront pas avant l'exercice 2023 voire 2024. Sur un autre plan, la masse monétaire mondiale a nettement ralenti, atténuant ainsi l'impulsion préalable sur les prix qu'elle avait exercée. La mobilité de la main-d'œuvre, propice à l'accélération des salaires, a ralenti pour sa part, notamment aux États-Unis où le taux de

démissions dans le secteur privé s'effrite depuis un pic atteint fin 2022 à mesure que se propagent les impacts du ralentissement subi par l'économie américaine.

La première phase de l'inflation est ainsi close comme le suggère la détente des prix à la production ainsi que des prix des biens à la consommation aux États-Unis. Ce ralentissement s'observe également en Europe mais de manière moins marquée, le choc de prix de l'énergie ayant été beaucoup plus accusé et se diffusant avec des délais dans l'ensemble du système productif.

Notons toutefois que parmi les déterminants initiaux de la bouffée récente d'inflation, la sur-stimulation de la demande par l'intermédiaire d'une politique budgétaire très active perdure en particulier aux États-Unis. Elle a pris la forme de subventions massives d'investissements industriels dans une véritable démarche de réarmement productif conduite dans le cadre du très trompeusement nommé Inflation Reduction act. La relance de programmes d'armement dans le contexte géopolitique que nous connaissons contribue également à soutenir un niveau de demande au-delà des limites de production des économies.

L'inflation est dans une deuxième phase

Une deuxième phase lui succède. Elle s'observe notamment par l'accélération progressive des prix à la consommation des services. Aux États-Unis, leur hausse est supérieure à 7 % sur un an quand celle des prix des biens (hors énergie et alimentation) est désormais inférieure à 1 %. En zone euro, la contribution des prix des services consommés par les ménages à l'inflation d'ensemble s'accroît encore et explique désormais plus de 2 points de la hausse des prix. Cette rotation dans les véhicules de l'inflation d'ensemble peut se voir en première analyse comme l'illustration du déplacement des déterminants de l'inflation hors des coûts d'approvisionnements extérieurs vers des déterminants plus internes.

Une inflation des prix à la consommation par la hausse des revenus nominaux s'est en effet progressivement opérée. Elle s'explique par une accélération des coûts salariaux unitaires⁽⁷⁾ dans les économies occidentales qui résulte à la fois de l'orientation à la hausse des salaires et de la modération voire du recul de la productivité par tête, d'une part. Elle tient également à l'accélération des marges unitaires observable là encore aux États-Unis comme en zone euro⁽⁸⁾, à mesure que les hausses antérieures de coûts sont répercutées dans les prix de vente, d'autre part.

L'incomplète boucle prix / revenus

L'inflation des prix de la production est ainsi progressivement davantage nichée dans les évolutions des revenus nominaux. Elle procède plus dans une seconde phase d'une boucle prix-revenus que d'un

⁽⁴⁾ Blanchard, 2021 ; Summers, 2021.

⁽⁵⁾ Schnabel, 2023.

⁽⁶⁾ Furman *et al.*, 2021.

⁽⁷⁾ Checherita-Westphal *et al.*, 2023.

⁽⁸⁾ Hahn, 2023.

choc exogène initial lié à une détérioration des termes de l'échange. Cette dernière consiste en l'écart entre l'évolution des prix des exportations et des importations. Une détérioration des termes de l'échange intervient quand les seconds progressent plus que les premiers, la direction générale du Trésor a estimé que ce mouvement de prix relatifs a coûté à l'économie jusqu'à 1,5 point de PIB. Cette perte subie par l'économie se répartit entre agents économiques et aboutit à ce que la boucle prix / revenus soit incomplète. Malgré un redressement observé courant 2022 et une contribution accrue des marges à la hausse des prix à partir du second semestre 2022, le poids des marges dans la valeur de la production marchande (18,6 % fin 2022) est ainsi moindre que celui relevé sur longue période (19,5 % de 2010 à 2019).

La boucle prix / revenus est incomplète également en ce qui concerne le revenu réel des ménages américains et européens, ce qui a déjà débouché sur un fort ralentissement de leurs dépenses de consommation. De même, la progression des marges d'exploitation se révèle inférieure au prix de l'investissement en Europe (mais pas aux États-Unis). Le prix relatif de l'investissement par rapport aux marges unitaires augmente de ce fait. Dans de telles circonstances, la simple stabilisation du volume d'investissement effectué par les entreprises ne peut se faire que par un recours accru à des ressources extérieures, notamment de l'endettement, dont le coût va lui-même croissant avec la remontée des taux. Cette double incomplétude de la boucle prix / revenus aboutit à un ralentissement de croissance telle qu'elle serait désormais inférieure à son rythme tendanciel. Cette configuration est, en retour, une condition pour une détente des prix dont le carburant principal qu'est la progression du revenu réel vient à manquer.

En outre, en présence d'une inflation non accompagnée d'une hausse de même ampleur de la rémunération de l'épargne, les ménages soucieux de préserver la valeur réelle de leur patrimoine réel érodé par la hausse des prix, sont incités à renforcer leur effort d'épargne. Ils le font au moyen d'une modération de leur niveau de dépense et contribuent ainsi à une modération de la demande. Ce comportement d'encaisses réelles, dit « pigouvien », de la part des ménages n'est pas autre chose qu'une tentative de préservation du pouvoir d'achat futur qu'est leur patrimoine réel au moyen d'une réduction des achats d'aujourd'hui.

Par ailleurs, une distinction doit être effectuée quant au comportement des marges d'exploitation aux États-Unis d'une part et en France, d'autre part. Dans le cas des États-Unis, les entreprises semblent avoir anticipé les hausses de coût dans leur comportement de marges : les marges unitaires (soit l'excédent brut d'exploitation dégagé par unité de production) y ont contribué dès le début de 2021 à la hausse des prix de production. Dans un second temps, cette contribution s'est atténuée régulièrement au point de devenir négative début 2023 sous l'effet probable de la perte d'altitude de la demande interne qui ne permettait plus de hausses de prix visant à préserver sinon renforcer les marges. À l'inverse en France, le comportement

de marges procède plus d'un effet de rattrapage. La contribution des marges unitaires à la hausse des prix n'est intervenue qu'une fois que la hausse des coûts avait été installée. Une hypothèse est que les entreprises en France ont essayé de prendre le choc de coût initial dans leurs marges dans l'objectif d'essayer de gagner des parts de marché. Elles ont d'autant pu le faire qu'elles exerçaient dans un contexte d'absence de contrainte financière forte (trésorerie abondante grâce notamment aux PGE et autres dispositifs de soutien, accès au crédit non restreint). Les entreprises américaines, jouissant peut-être d'un pouvoir de marché plus fort d'emblée, n'ont pas hésité à anticiper les hausses de coût à venir en recourant à d'importantes hausses de prix qui sont venues renforcer leurs marges dans un premier temps. Cette hypothèse fait écho à la thèse de Thomas Philippon sur les pouvoirs de marché respectifs aux États-Unis et en Europe, dans le sens où les pouvoirs de monopole seraient désormais beaucoup plus l'apanage des États-Unis là où l'économie européenne en général connaîtrait un niveau de concurrence sur ses différents marchés bien plus élevé comparativement⁽⁹⁾.

Les circonstances d'évolution des salaires ne sont plus, de jure, celles qui prévalaient *post* choc pétrolier de 1973

Deux inconnues majeures demeurent : celle du délai de la répercussion de la hausse des prix dans les évolutions de salaire et celle de l'ampleur de cette répercussion. Connue jusqu'au terme du premier semestre 2023, l'évolution du salaire moyen par tête en France en particulier a pris du retard sur l'évolution des prix. Cette situation fait une claire différence par rapport à la période de la précédente phase de forte inflation subie par l'économie en France à partir du choc pétrolier de 1973. À cette période, la règle d'indexation des salaires sur les prix prévalait et avait abouti au maintien durable d'une spirale inflationniste du fait de l'ajustement automatique des salaires.

Cette règle d'indexation des salaires sur les prix à disparu au début des années 1980 et ne concerne désormais plus, de jure, que le SMIC. L'accélération des prix conduit ce faisant à une compression de l'échelle des salaires si la hausse du SMIC ne se répercute pas à due proportion à chacun des niveaux de salaires. L'observation du passé tend toutefois à montrer que la répercussion des hausses du SMIC dans l'échelle des salaires s'opère rapidement et de manière quasi intégrale y compris à un niveau élevé de rémunération. Les salaires fonctionneraient alors selon le registre de l'accordéon en présence d'une indexation du salaire minimum sur les prix : en comprimant l'échelle des salaires dans un premier temps avant que celle-ci ne se redilate et ne retrouve sa forme originale à quelques ordres de grandeur près. La condition permissive de la formation d'une boucle prix-salaires

⁽⁹⁾ T. Philippon, 2022.

se serait ainsi atténuée de jure mais pourrait perdurer *de facto*. Seuls des travaux statistiques pourront dire prochainement dans quelle mesure ce mécanisme s'opère dans la période actuelle. Une indication relevée par la Banque de France suggère que la réaction des salaires aux prix demeure forte : l'examen des accords de négociations des minimas menées au niveau des branches suggère que les hausses de salaires négociées pour 2023 seraient de 5 %⁽¹⁰⁾, soit le rythme de l'inflation anticipée ce qui signifie une répercussion intégrale qui devient problématique en présence de recul du niveau de productivité⁽¹¹⁾.

Une lente désinflation à venir

Prélèvement de pouvoir d'achat des agents économiques, renforcement de l'effort d'épargne, moindre contribution des marges unitaires à venir, remontée des taux sont autant de circonstances propices à la décrue de l'inflation. Celle-ci risque toutefois de ne se manifester que lentement pour deux raisons principales.

Tout d'abord, s'il est encore difficile d'en avoir une mesure un tant soit peu précise en raison des profondes perturbations introduites durant la période de la pandémie, l'écart de production est probablement désormais positif. Même en ralentissement, le niveau du PIB dépasserait ainsi celui du PIB potentiel aux États-Unis comme en Europe. L'économie fonctionnerait ainsi au-delà de ses capacités, ce qu'exprime d'ailleurs la persistance d'importantes difficultés de recrutement. La Commission européenne a d'ailleurs été l'une des premières à réviser à la hausse son estimation de l'écart de production (soit la distance entre le niveau d'activité et le niveau potentiellement atteignable sans manifestation de tensions inflationnistes). Elle a considéré dès ses prévisions du printemps 2023 que l'écart de production est *a minima* fermé. Cette situation est favorable au maintien d'une haute pression durable sur l'ensemble du système de prix.

Ensuite, si les hausses de taux directeurs ont déjà été fortes, elles laissent encore des taux d'intérêt réels négatifs. De plus, le retour de l'instabilité financière avec la fragilisation du pan régional du système bancaire américain a d'ores et déjà conduit à interrompre la réduction de la taille du bilan de la Fed, en attendant qu'il en aille de même pour la BCE. La contraction de la liquidité en monnaie banque centrale est interrompue. Dans ces circonstances, l'inflation refluerait mais de manière modérée. Elle dépasserait encore 3 % en moyenne annuelle en 2024. Notons toutefois que la traduction de la nouvelle expansion de la base monétaire en masse monétaire additionnelle ne se détecte pas, dans un contexte où les conditions d'octroi du crédit à destination des ménages comme des entreprises se durcissent plutôt.

L'affirmation de déterminants plus structurels de l'inflation

Au-delà des mouvements même amortis du cycle économique, des déterminants plus structurels de l'inflation s'affirment.

Première transformation structurelle, l'impact du vieillissement des populations sur l'inflation demeure ambigu. L'argument principal plaçant pour un caractère inflationniste de celui-ci tient à la transformation de la structure de la demande d'une population vieillissante⁽¹²⁾. Celle-ci se déporterait vers une demande accrue de services incorporant beaucoup de main-d'œuvre (économie du *care*) au moment où cette dernière tend précisément à diminuer du fait de la différence de taille des cohortes entrant et sortant du marché du travail. Une inflation par les coûts pourrait en dériver comme le retient notamment Charles Goodhart et Manoj Pradhan⁽¹³⁾. Une position adverse peut toutefois être tenue. Plusieurs travaux ont montré que les ménages, quel que soit leur niveau de richesse, ont un comportement qui devient « dynastique » (motif d'héritage, de transmission aux générations futures) à mesure qu'ils vieillissent⁽¹⁴⁾, avec une désaccumulation de capital très limitée. L'hypothèse du cycle de vie qui veut que le taux d'épargne diminue à mesure de l'avancement en âge pour des ménages n'ayant plus de revenus d'activité serait ainsi invalidée par l'observation que les transferts intergénérationnels sont le déterminant principal de l'épargne chez les personnes âgées. Les ménages retraités ne contribueraient donc pas à stimuler la demande mais à l'inverse l'inhiberaient du fait de leur consommation moins importante que les autres cohortes de la population en moyenne. La littérature économique reste partagée quant à l'impact désinflationniste ou inflationniste du vieillissement. Les travaux économétriques penchent toutefois plutôt en faveur de l'hypothèse désinflationniste⁽¹⁵⁾.

Si le rôle du vieillissement de la population sur l'inflation est ambigu, en revanche celui des profondes transformations des systèmes de production pour faire face au changement climatique l'est moins. L'introduction d'un prix du carbone est en soi un facteur d'inflation par les coûts. Plus fondamentalement, à la fois l'investissement dans la transition et dans l'atténuation des conséquences du changement climatique peuvent s'appréhender comme un choc d'offre négatif en ce qu'il vient diminuer le niveau de productivité de l'économie et en accroît le coût marginal de production. Le niveau de la demande agrégée s'en trouverait alors affecté. Une simulation de l'impact sur l'inflation de la politique climatique de l'Union européenne a estimé qu'elle occasionnerait au total une hausse annuelle moyenne de l'indice d'ensemble des prix à la consommation de 0,45 point sur la prochaine décennie⁽¹⁶⁾.

⁽¹²⁾ Juselius et Takats, 2015, 2018.

⁽¹³⁾ In *The great demographic reversal: ageing societies, waning inequalities, and an inflation revival*, Palgrave MacMillan, 2020.

⁽¹⁴⁾ Kotlikoff et Summers, 1981.

⁽¹⁵⁾ Anderson *et al.*, 2014 ; Bobeica *et al.*, 2017 ; Aksoy *et al.*, 2019.

⁽¹⁶⁾ J. Breckenfelder *et al.*, 2023.

⁽¹⁰⁾ Gautier, 2023.

⁽¹¹⁾ Redoulès, 2023.

Le mouvement d'ensemble des prix à la consommation masque d'importants mouvements potentiels de prix relatifs. S'il est probable que les prix des matériaux nécessaires à la transition énergétique (lithium, cuivre...) connaîtront une progression forte, en revanche une baisse du prix des énergies fossiles pourrait intervenir à mesure de leur substitution croissante par l'énergie électrique. Une telle baisse du prix des énergies fossiles est toutefois aléatoire. Les investissements dans leur exploitation comme dans l'exploration ont chuté depuis plusieurs années. De plus, l'inconnue est forte quant aux prochains rendements des pétrole et gaz de schiste⁽¹⁷⁾ mais aussi la vitesse de déploiement de la sortie des énergies fossiles très variable d'une économie à l'autre crée des conditions propices au maintien de prix élevés sinon à une accélération de ceux-ci. De fait, la trajectoire du prix des énergies fossiles sera déterminée à l'avenir par la vitesse relative de repli de la demande et de l'offre si tant est que la première se replierait bel et bien alors que celui de la seconde apparaît bien plus probable. De nouvelles pénuries pourraient ainsi de se former en même temps que perdureraient les anciennes du fait d'un déficit d'investissement.

L'approfondissement des échanges mondiaux s'est arrêté au lendemain du déclenchement de la crise financière de 2008-2009. La croissance des échanges mondiaux a été moindre en tendance que celle du PIB mondial depuis lors. Elle avait été deux fois plus forte durant les vingt années précédentes. C'est l'un des principaux moteurs de la désinflation passée dans les économies occidentales qui s'est affaibli. Les mesures de restriction des importations se sont en outre fortement développées au point de concerner 9 % des échanges mondiaux de biens selon l'OCDE en 2022, contre moins de 2 % dix ans plus tôt. Plus largement, le thème de l'efficacité et de la réduction des coûts qui guidait la réorganisation passée de la division internationale du travail se voit remplacé par celui de la résilience des systèmes productifs et de la sécurisation de leurs approvisionnements, au risque d'occasionner des hausses durablement plus fortes des prix à la consommation. Une déglobalisation n'est probablement pas à l'œuvre pas plus que les phénomènes de relocalisation ne relèvent d'un mouvement d'ampleur, mais les tensions accrues dans les échanges mondiaux aboutiraient à atténuer une force désinflationniste qui s'est exercée jusqu'il y a peu.

Face à ces vecteurs d'une inflation structurellement plus forte que par le passé, le principal facteur désinflationniste est à rechercher dans la digitalisation des économies, le déploiement de l'intelligence artificielle et plus largement dans les progrès technologiques d'applications diverses. Toutefois, l'affaiblissement tendanciel et généralisé des gains de productivité vient interroger à la fois la mesure de leur impact et plus largement leur véritable potentiel désinflationniste.

⁽¹⁷⁾ Voir l'article de Michel Lepetit dans le numéro de juillet 2023 des *Annales des Mines – Responsabilité & Environnement*.

Le référentiel d'inflation se déplace vers le haut

Au total, après l'inflation initiale née des pénuries, prolongée ensuite par la formation d'une boucle prix-revenus même incomplète, l'inflation pourrait désormais procéder de déterminants plus structurels. S'il est difficile d'en donner une quantification précise, il est à tout le moins très probable que les référentiels d'inflation des vingt dernières années soient caducs et doivent être révisés à la hausse au-delà de la borne de 2 %.

Bibliographie

- AKSOY, BASSO, SMITH & GRASL (2019), "demographic structure and macroeconomic trends", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11 : pp. 193-222.
- ALESSANDRI & GAZZANI (2023), "The impact of gas supply shocks in Europe" CEPR, VOXEU COLUMN, 25 juillet 2023.
- ANDERSON, BOTMAN & HUNT (2014), "Is Japan's population aging deflationary?" IMF Working Paper 14/139, August.
- BALL, LEIGH, MISHRA & SPILIMBERGO (2021), "Measuring U.S. core inflation: The stress test of Covid-19", IMF Working Paper.
- BLANCHARD (2021), "In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan", Real Time Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- BOBEICA, LIS, NICKEL & SUN (2017), "Demographics and inflation", ECB Working Paper Series 2006, European Central Bank.
- BRECKENFELDER *et al.* (2023), "The climate and the economy", Working Paper Series, ECB, n°2793.
- CHECHERITA-WESTPHAL & VLAD (2023), "Inflation and the response of public wages in the euro area", Focus, ECB Economic Bulletin, Issue 4/2023.
- FURMAN & POWELL (2021), "What is the best measure of labor market tightness?", Peterson Institute for International Economics.
- GARICANO & ROHNER (2022), "Global economic consequences of the war in Ukraine: Sanctions, supply chains and sustainability", CEPR Press, Paris & London.
- GAUTIER (2023), « Les négociations de salaire dans le contexte de l'inflation », Bulletin de la Banque de France 245/6.
- GOODHART & PRADHAN (2020), *The great demographic reversal: ageing societies, waning inequalities, and an inflation revival*, Palgrave MacMillan.
- HAHN (2023), "How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures?", Focus, ECB Economic Bulletin, Issue 4/2023.
- JUSELIUS & TAKÁTS (2015), "Can demography affect inflation and monetary policy?", BIS Working Paper 485.
- JUSELIUS & TAKÁTS (2018), "The enduring link between demography and inflation", BIS Working Paper 722.
- KOTLIKOFF & SUMMERS (1981), "The Role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation", *Journal of Political Economy*, 89, 4, pp. 706-732
- MARTIN, LAFROGNE-JOUSSIER & MEJEAN (2021), "DP16813 Supply shocks in supply chains: Evidence from the early lockdown in China", CEPR Discussion Paper No. 16813. CEPR Press, Paris & London.
- PHILIPPON (2022), *Les gagnants de la concurrence*, Seuil.
- REDOULÈS (2023), « Stimuler les salaires grâce aux gains de productivité », Repères n°8, Rexecode.
- SCHNABEL (2023), "Money and inflation", Speech, Thünen Lecture at the annual conference of the Verein für Socialpolitik.
- SHAPIRO (2022), "Decomposing supply and demand driven inflation", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18
- SUMMERS (2021), "Opinion: The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too", Washington Post.