



HAL
open science

Inflation, changement structurel et conflit de répartition. Enseignements pour la politique économique

Jean-Luc Gaffard, Mauro Napoletano, Francesco Saraceno

► To cite this version:

Jean-Luc Gaffard, Mauro Napoletano, Francesco Saraceno. Inflation, changement structurel et conflit de répartition. Enseignements pour la politique économique. 2024. hal-04576445

HAL Id: hal-04576445

<https://sciencespo.hal.science/hal-04576445>

Preprint submitted on 15 May 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - ShareAlike 4.0 International License

**INFLATION, CHANGEMENT STRUCTUREL
ET CONFLIT DE REPARTITION
ENSEIGNEMENTS POUR LA POLITIQUE
ECONOMIQUE**

Jean-Luc Gaffard

Mauro Napoletano

Francesco Saraceno

EDITORIAL BOARD

Chair: Xavier Ragot (Sciences Po, OFCE)

Members: Jérôme Creel (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Sarah Guillou** (Sciences Po, OFCE), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE).

CONTACT US

OFCE
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France
Tél. +33 1 44 18 54 24
www.ofce.fr

WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:
Jean-Luc Gaffard, Mauro Napoletano et Francesco Saraceno,
Inflation, changement structurel et conflit de répartition. Enseignements pour la politique économique
Sciences Po OFCE Working Paper, n° 08/2024.
Downloaded from URL: www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2024-08.pdf
DOI - ISSN

ABOUT THE AUTHORS

Jean-Luc Gaffard, Université Côte d'Azur et OFCE Sciences Po

Email Address: jean-luc.gaffard@sciencespo.fr

Mauro Napoletano, Université Côte d'Azur et OFCE Sciences Po

Email Address: mauro.napoletano@sciencespo.fr

Francesco Saraceno, OFCE Sciences Po

Email Address: francesco.saraceno@sciencespo.fr

RESUME

La théorie standard de l'inflation en fait un phénomène global qui ne peut durer et s'amplifier qu'en raison d'une boucle prix-salaires expression d'un conflit fondamental entre le capital et le travail. Sans vouloir nier cette dimension du problème nous entendons montrer que l'inflation a aussi une dimension structurelle qui rend le conflit de répartition plus complexe à analyser et qui requiert une politique de lutte contre l'inflation qui ne se réduit pas à la politique monétaire. L'enjeu est d'empêcher l'économie de basculer d'un régime de basse inflation à un régime de forte inflation, d'une inflation structurelle à une inflation globale qui serait hors de contrôle.

MOTS CLES

Changement structurel, inflation, monnaie, répartition.

ABSTRACT

The standard theory of inflation is that it is a global phenomenon that can only last and amplify because of a price-wage loop that is the expression of a fundamental conflict between capital and labour. Without seeking to deny this dimension of the problem, our intention is to show that inflation also has a structural dimension which makes the distributional conflict more complex to analyse and which requires an anti-inflation policy that goes beyond monetary policy. The challenge is to prevent the economy from switching from a low-inflation to a high-inflation regime, from a structural to a global inflation that would be out of hand.

KEYWORDS

Distribution, inflation, money, structural change.

JEL

E25, E31, E52, E64.

Inflation, changement structurel et conflit de répartition

Enseignements pour la politique économique

Jean-Luc Gaffard (Université Côte d'Azur et OFCE Sciences Po)

Mauro Napoletano (Université Côte d'Azur et OFCE Sciences Po)

Francesco Saraceno (OFCE Sciences Po)

Résumé :

La théorie standard de l'inflation en fait un phénomène global qui ne peut durer et s'amplifier qu'en raison d'une boucle prix-salaires expression d'un conflit fondamental entre le capital et le travail. Sans vouloir nier cette dimension du problème nous entendons montrer que l'inflation a aussi une dimension structurelle qui rend le conflit de répartition plus complexe à analyser et qui requiert une politique de lutte contre l'inflation qui ne se réduit pas à la politique monétaire. L'enjeu est d'empêcher l'économie de basculer d'un régime de basse inflation à un régime de forte inflation, d'une inflation structurelle à une inflation globale qui serait hors de contrôle.

JEL Codes : E 25, E31, E52, E64.

Mots clés : changement structurel, inflation, monnaie, répartition

Abstract:

Inflation, structural change, and distribution conflict. Lessons for economic policy.

The standard theory of inflation is that it is a global phenomenon that can only last and amplify because of a price-wage loop that is the expression of a fundamental conflict between capital and labour. Without seeking to deny this dimension of the problem, our intention is to show that inflation also has a structural dimension which makes the distributional conflict more complex to analyse and which requires an anti-inflation policy that goes beyond monetary policy. The challenge is to prevent the economy from switching from a low-inflation to a high-inflation regime, from a structural to a global inflation that would be out of hand.

Key words: distribution, inflation, money, structural change.

1. *Introduction*

L'inflation qui avait quasiment disparu depuis quarante ans resurgit. L'interprétation première a été de la considérer comme un phénomène transitoire, caractéristique d'une période de retour à l'équilibre après une perturbation jugée globale et exogène¹. Pourtant les crises successives, financière, sanitaire, écologique sont le symptôme et deviennent le moteur de changements structurels importants. L'inflation observée procède initialement de tensions sur les marchés de matières premières, de productions agricoles et de composants industriels qui ont un impact différencié sur les coûts de production et les prix dans de nombreux secteurs d'activité (Bernanke and Blanchard, 2023). Tout cela se déroule dans un contexte où les entreprises doivent faire face à des ruptures technologiques et à des changements de préférences qui appellent un renouvellement drastique des modes de production. Le secteur de l'automobile est particulièrement emblématique de la nouvelle situation créée (Bown, 2023).

Comment ne pas faire un parallèle avec la situation des années 1970 marquée par une hausse des prix de toutes les matières premières qui allait certes se généraliser, mais aussi entraîner entreprises et secteurs d'activité à changer leurs modes de production pour répondre aux nouvelles exigences ? Cette période est celle au cours de laquelle l'irruption du phénomène de stagflation a été l'évènement qui a justifié le remplacement de la théorie et de la politique keynésienne par le monétarisme, puis par la nouvelle économie classique. Il n'est pas certain, cependant, que l'explication fournie par une théorie macroéconomique devenue quasiment consensuelle ait été la bonne. La contestation dont elle a été l'objet à l'époque, faisant état de l'impact de changements structurels, quoique passée sous silence, pourrait aujourd'hui retrouver vigueur. Les tensions inflationnistes récentes pourraient conduire à une nouvelle révision de la théorie économique, mettant l'accent sur l'hétérogénéité des agrégats et les changements structurels et non sur des rigidités nominales ou réelles qui feraient obstacle à la convergence vers un équilibre prédéterminé. L'enjeu est de comprendre, non seulement, quelle est la vraie nature de ces tensions, mais aussi, de savoir à quelles conditions il est possible qu'un régime de basse inflation ne bascule dans un régime de forte inflation rendant inévitable un resserrement de l'activité économique

À la fin des années 2010, les taux d'intérêt étaient restés très bas. Pour autant, les prix et salaires n'ont pas augmenté significativement malgré une diminution du taux de chômage. La vieille explication issue du monétarisme n'a pas tenu. Ce n'est que lorsque les dépenses de soutien aux ménages ont augmenté pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire, engendrant un surcroît de demande face à une offre contrainte, et que la guerre en Ukraine a été déclenchée que les tensions inflationnistes se sont développées. Le resserrement de la politique monétaire s'est, alors, imposé. En fait, ce dont il est question c'est d'un enchaînement plus ou moins fort et rapide de déséquilibres sur les différents marchés au gré de changements intervenus dans la politique économique, qui appelle d'appréhender cette évolution dans toute sa complexité et de revenir sur la théorie de l'inflation.

Le propos dans ce qui suit est d'abord de rappeler les caractéristiques de la théorie qui fait de l'inflation un phénomène purement monétaire et d'en indiquer les impasses en se référant aux événements récents (section 2). Il est ensuite de reconnaître l'inflation comme un phénomène structurel dans la mesure où elle est associée à des changements de technologies et de préférences et où elle implique des modifications de prix relatifs susceptibles de conduire aussi bien à des régimes de basse que de forte inflation (section 3). Cette inflation est indissociable d'un conflit de répartition aux multiples aspects et qu'il serait inapproprié de ramener à la seule

¹ La résurgence de l'inflation en 2022 et la désinflation de 2023 est source d'un débat entre économistes que résume Krugman (2023).

spirale prix-salaires (section 4). La dimension structurelle de l'inflation exige de ne pas s'en tenir à la seule politique monétaire pour y faire face (section 5). L'existence d'un conflit de répartition conduit à s'interroger sur la façon de concevoir une politique des revenus (section 6). La conclusion est qu'il faut reconnaître la complexité d'un phénomène qui ne saurait être réduit à sa dimension globale et dont la maîtrise requiert la mobilisation de tous les instruments de la politique économique. Une telle perspective devrait nous éclairer sur la réforme nécessaire de la gouvernance européenne (section 7).

2. *L'impasse de la théorie « monétaire » de l'inflation*

La théorie dominante de l'inflation en fait un phénomène monétaire de court ou moyen terme, qu'elle explique par la tentative du gouvernement de maintenir le taux de chômage en deçà de son niveau naturel au moyen de la politique économique, un taux naturel qui traduit l'état des technologies et des préférences, mais aussi les imperfections sur les marchés de biens et du travail (Friedman 1968). Maintenir ce choix de politique économique ne peut avoir d'autre effet que de déclencher une spirale prix-salaires (Cagan 1956). Ce même effet joue en cas de concurrence monopolistique sur les marchés de biens et du travail et si les décisions de prix et de salaires sont échelonnées (Blanchard 1986). Cette théorie, qui conclut à la nécessité de stabiliser l'économie autour de ce taux de chômage naturel pour éviter toute spirale inflationniste (ou déflationniste), est aujourd'hui largement partagée, y compris par le courant dit « néo-keynésien ». Celui-ci reprend, d'ailleurs, à son compte d'autres piliers du monétarisme que sont les propositions que la Banque centrale doit être indépendante et doit appliquer une règle stricte visant à casser les anticipations inflationnistes (De Long 2000)².

Dans ce cadre analytique, le rôle attribué à la politique monétaire est paradoxal. D'un côté, à travers la fixation du taux d'intérêt, elle détermine les niveaux d'activité et d'inflation à court terme. D'un autre côté, elle n'exerce aucune influence à long terme pourvu que l'économie soit maintenue à l'équilibre caractérisé par le taux de chômage naturel. Le taux d'inflation pour ce niveau du taux de chômage n'affecte ni le taux de croissance réel (de régime régulier), ni le taux de rendement du capital. En outre à ce niveau du taux de chômage, n'importe quel taux d'inflation semble acceptable dans la mesure où il est conforme au taux anticipé. Pourtant, l'objectif assigné à la Banque centrale est bien la stabilité des prix. La raison invoquée en est que l'inflation a un coût qui n'est autre que le gaspillage de ressources mobilisées pour minimiser le montant des liquidités détenues, mesuré par le coût de se rendre souvent à la banque (*'shoe-leather cost'*). Le taux d'inflation réputé optimal doit être faible.

Cette théorie économique conduit à établir une dichotomie dans l'ordre de la politique économique qui va de pair avec la dichotomie entre un secteur monétaire et un secteur réel. L'inflation, étant perçue comme un phénomène de court et moyen terme, doit être traitée à l'aide de politiques macroéconomiques (conjoncturelles) affectant la demande agrégée, notamment par le moyen d'une politique monétaire de hausse des taux d'intérêt associée, si nécessaire à une politique de rigueur budgétaire. En revanche, les politiques structurelles affectant l'offre globale peuvent et doivent être utilisées pour influencer la productivité et le taux de croissance réel de l'économie. Cette dichotomie est au cœur des stratégies visant à maintenir ou rétablir la stabilité des prix tout en préservant la croissance.

Suivant cette approche, la répartition des revenus reste déterminée par le niveau et l'évolution de la productivité qui est elle-même de nature technique. Toute déviation est attribuée à la présence d'imperfections de marché (tels que le pouvoir des syndicats sur le marché du travail

² Certes, la règle de contrôle de la masse monétaire proposée par le monétarisme est écartée depuis longtemps, mais c'est pour fixer une autre règle contraignante, celle consistant à fixer un objectif de taux d'intérêt pour atteindre une cible d'inflation.

ou le pouvoir de marché des entreprises sur les marchés des biens). Les effets de la finance sur cette répartition ne sont guère explicités. Les réformes dites structurelles (associées à la règle monétaire) visant à la libéralisation des marchés de biens et de travail n'ont pas d'autre objet que de faire en sorte que chacun reçoive ce qui correspond à sa contribution productive.

La stabilité des prix observée pendant quelque quarante ans est ainsi attribuée par la théorie monétaire dominante à l'action des Banques centrales devenues indépendantes du pouvoir politique, crédibles dans la lutte contre l'inflation et capables d'ancrer les anticipations. Elle est surtout révélatrice de l'absence de déséquilibres marqués sur les marchés du travail et des biens qui explique que l'on ait pu parler de Grande Modération. La modération salariale a résulté des changements intervenus dans le fonctionnement des marchés de travail sans susciter de conflits véritables du fait de l'accès des salariés à des biens importés des pays émergents et produits à bas coût, limitant l'effet de la politique monétaire sur le pouvoir d'achat et donc sur l'instabilité sociale. La vigilance des autorités monétaires, qui ont agi sur des taux d'intérêt maintenus longtemps élevés, s'est accompagnée de la libéralisation des marchés financiers³ et de l'introduction d'innovations financières qui ont permis, sur les marchés de biens, notamment ceux liés aux nouvelles technologies, de répondre au besoin de financement des investissements et de mettre en œuvre les capacités de production requises en regard des nouvelles demandes.

Cette grande modération s'est achevée avec le déclenchement des crises financières et un creusement des inégalités qu'il devenait difficile d'expliquer en évoquant un biais du progrès technique et l'influence de la mondialisation (Saraceno 2023). L'expérience des quinze dernières années aux États-Unis comme en Europe ne pouvait que remettre en question le récit traditionnel sauf à évoquer, dans une perspective néo-keynésienne, la possibilité d'une stagnation séculaire qui serait due à une insuffisance de la demande globale (un excès d'épargne) dont la conséquence est qu'une inflation quasi-nulle va de pair avec un taux d'intérêt à son plancher (zéro) qui devient un obstacle à la réalisation du plein emploi.

Les politiques monétaires et budgétaires de soutien à la demande globale après la crise de 2008 ont assuré pour longtemps, et jusqu'à la pandémie de 2020, un faible taux de chômage aux États-Unis sans toutefois engendrer une véritable hausse des salaires nominaux et du taux d'inflation comme le supposait la référence à la courbe de Phillips (Stansbury and Summers, 2020). Certes, l'inflation a resurgi au début des années 2020 du fait de la combinaison de chocs négatifs d'offre, en l'occurrence la hausse des prix de l'énergie et la désorganisation des chaînes mondiales d'approvisionnement (Gaffard et Saraceno, 2022), et de chocs positifs de demande liés au redéploiement en consommation de l'épargne des ménages accumulée pendant le confinement (OFCE 2021, Carstens 2022). Mais il reste vrai que ces chocs n'ont pas engendré une véritable boucle prix-salaire comme ce fut le cas dans les années 1970. En revanche, l'augmentation du degré de concentration des marchés des biens et des services et la hausse des taux de marge des entreprises, ont joué sur le taux d'inflation. Des travaux empiriques récents révèlent, en effet, une augmentation généralisée de la concentration sur les marchés des biens et des services dans plusieurs pays (De Loecker, Eeckhout et Unger, 2020, Akcigit et al, 2021), ainsi que l'augmentation des taux de marge des entreprises, qui s'est traduite par une hausse des prix (Ander et Kovner, 2022, Konczal, 2022). Cette augmentation du pouvoir de marché des entreprises a affaibli la capacité de la politique monétaire d'influencer la demande agrégée et, par ce biais, le revenu global et l'inflation (Ferrando et al., 2021, Duval et al, 2021).

Le fait d'être au bord d'une nouvelle ère d'inflation, qui résulterait de facteurs désignés comme structurels s'agissant d'une pression à la hausse des salaires ou de comportements de marge,

³ Il est intéressant de noter que la libéralisation des marchés financiers n'était pas à l'agenda du monétarisme, du moins dans la conception de Friedman, qui au contraire proposait l'introduction d'un coefficient de réserve obligatoire de 100 % afin d'assurer la stabilité monétaire (Friedman, 1960 et De Long, 2000)

conduit à admettre qu'une politique de stimulation d'une croissance résiliente à long terme ne peut reposer sur des mesures de relance macroéconomique répétées, qu'elles soient monétaires ou budgétaires. La proposition alors retenue, conforme à la théorie dominante, est que cette stimulation ne peut être obtenue que par des politiques structurelles entendues comme des politiques de l'offre qui auraient été négligées au cours de la décennie précédente (Carstens 2023). Le cadre théorique est inchangé. Au regard de l'objectif de croissance, les Banques centrales sont censées avoir pris leur part du travail et il est temps que les politiques de l'offre prennent le relai (ibid. p. 14). En outre, la règle demeure que seule une politique monétaire restrictive peut juguler en comprimant la demande une inflation devenue forte du fait de la possible spirale prix-salaires. Le conflit de répartition réduit à cette spirale semble pouvoir ainsi être résolu.

Un tel enfermement fait litière de toute évaluation de ces politiques pourtant mises en œuvre dans les années 2000 et notamment de leurs effets sur la répartition des revenus. Il résulte de la méconnaissance de la nature structurelle des phénomènes macroéconomiques qui tient tout à la fois à l'hétérogénéité des marchés et aux comportements des acteurs de l'économie.

3. L'inflation, un phénomène structurel

À l'encontre d'une approche exclusivement globale de l'inflation, l'analyse des données de prix (ESCB-PRISMA 2023) la fait apparaître comme le résultat de décisions microéconomiques qui se traduisent par des variations de prix différentes d'un secteur à l'autre, plus ou moins fréquentes, en réaction à des chocs spécifiques. Cette forte hétérogénéité tient à la non-linéarité des comportements des entreprises. En particulier, les chocs agrégés affectent le taux d'inflation en modifiant le rapport entre le nombre de firmes agissant rapidement et fortement et le nombre de celles agissant lentement et faiblement. Une forte inflation serait alors la conséquence d'une fréquence accrue des changements de prix. Ce constat empirique est révélateur de la vraie nature du phénomène inflationniste qui n'est pas réductible à un indice de prix à la consommation à la fois parce que les prix relatifs sont modifiés et parce qu'il existe autant de perceptions de l'inflation qu'il existe de tranches de revenus et de paniers de biens distincts (Harford 2022).

L'inflation prend place dans des économies de marché avant tout caractérisées par l'irruption de nouveautés qui remettent en cause systématiquement les structures de l'offre comme de la demande de biens. Ces nouveautés sont d'ordre économique et concernent les technologies et les préférences. Elles sont aussi d'ordre géopolitique ou liées à des contraintes écologiques devenues plus prégnantes et liées à l'accès aux ressources primaires ou à l'évolution du climat. Dans tous les cas, elles induisent des destructions et créations de capital, ainsi que la formation de déséquilibres sur les marchés de biens et sur les marchés de travail, jamais immédiatement résorbés. Les adaptations effectuées affectent le taux d'inflation et le taux de chômage.

À court terme, en réaction aux déséquilibres de marché, prix et salaires sont plus flexibles à la hausse qu'à la baisse (Archibald 1970, Fitoussi 1973, Tobin 1972). Sur les marchés de biens, en présence d'un excès de demande, les entreprises augmentent plutôt les prix que les quantités (et l'emploi) ne serait-ce que parce que les capacités de production disponibles sont limitées. En présence d'un excès d'offre, elles diminuent les quantités, en fait le taux d'utilisation des capacités de production, plutôt que les prix ne serait-ce que pour préserver leur outil de production au cas où l'insuffisance de la demande s'avérerait transitoire. Sur les marchés du travail, en présence d'un excès de demande elles augmentent les salaires faute d'une offre disponible. En présence d'un excès d'offre, elles ne diminueront pas les salaires pour éviter des démissions qui pourraient être dommageables ultérieurement. Cette rigidité des salaires nominaux à la baisse n'est pas une question d'illusion monétaire, c'est une question de continuité (Hicks 1975/1988 p. 108). De ces comportements, il résulte qu'une dispersion accrue

des demandes excédentaires nettes se traduit par une hausse conjointe du taux d'inflation et du taux de chômage. Le NAIRU (le taux de chômage pour lequel le taux d'inflation n'augmente pas) est plus élevé (Fitoussi 1973, Tobin 1972, 1995).

À moyen et long terme, une autre variable est déterminante, l'investissement en capital fixe et en capital humain qui doit permettre une réallocation sectorielle des ressources productives. Une autre source d'inflation apparaît alors qui tient à la durée de gestation des investissements laquelle implique que des paiements de salaires et une hausse de la demande de biens salariaux intervient avant que l'offre de nouveaux biens ne soit disponible. Les tensions sur les prix sont ici temporaires. Il est d'autant moins nécessaire de les combattre qu'elles sont la condition de leur propre extinction puisque les déséquilibres de marché seront progressivement réduits, ce que nous enseigne l'analyse des tensions inflationnistes pendant la période de reconstruction après deuxième guerre mondiale (Hicks 1947).

L'inflation ainsi considérée va de pair avec un changement des prix relatifs. Ce changement nécessaire est facilité sinon même rendu possible par une inflation modérée. En fait, il existe deux régimes d'inflation qui y sont associés (Borio et alii 2023). En régime de basse inflation, il y a peu d'effets de report entre secteurs. En revanche, en régime de haute inflation, la composante commune aux différents secteurs est très élevée et les reports sont très importants. Dans la première situation, le changement structurel se déroule sans heurt global et la politique monétaire doit être accommodante et accepter une inflation modérée. Dans la deuxième situation, un dérapage se produit qui peut justifier une politique monétaire restrictive dont nous verrons qu'elle est dangereuse dès lors qu'elle fait basculer l'économie dans la récession. Le problème est d'identifier des signaux de changement de régime⁴. Cette identification ne peut que conduire à plaider en faveur de la flexibilité dans la définition de la cible d'inflation, mais aussi à s'interroger sur les moyens de lutter contre un possible changement de régime autrement que par le durcissement de la politique monétaire.

4. Inflation et conflit de répartition

Le conflit de répartition n'est pas absent de l'analyse de l'inflation que nous avons qualifiée de monétaire. Il est au cœur de la course prix-salaires qui peut être considérée comme l'expression du conflit entre le capital et le travail. La nature de ce conflit transparaît dans le débat engagé à propos du caractère transitoire ou durable de l'inflation. Le jugement porté sur les attermoissements récents des banques centrales en est une illustration (Blanchard et Bernanke 2023). Les banques centrales auraient eu raison de ne pas augmenter les taux d'intérêt quand l'inflation était due à la hausse des prix de matières premières, celle-ci ne pouvant être que transitoire⁵. Elles ont également eu raison de les augmenter quand s'est enclenchée la boucle prix-salaires qui fait que l'inflation pouvait persister et s'amplifier.

Certains ont pu concevoir un modèle dans lequel l'inflation – en fait la course prix-salaires indiquant un désaccord sur les prix relatifs – naîtrait du jeu des agents exerçant leurs pouvoirs de marché sans qu'il soit besoin de monnaie, d'épargne ou de crédit. S'il n'est, certes, pas besoin de se référer à l'existence de monnaie pour identifier la source du conflit, il n'en demeure

⁴ Si l'on entend identifier le régime d'inflation et un éventuel changement de ce régime, il importe de caractériser les mécanismes de formation des anticipations étape après étape et d'envisager certes les mouvements de prix, mais aussi les mouvements des différents stocks à commencer par les biens capitaux durables. Ces points ont été soulignés par Hahn (1982) dans une lecture sévèrement critique du monétarisme.

⁵ Ce n'est que si l'on s'attend à ce que la hausse des prix des matières premières soit temporaire que cette hausse ne sera pas transmise aux prix des produits finis car ces produits sont vendus sur des marchés à prix fixe au sens où les prix dépendent des coûts normaux et non des coûts du moment. Certains produits comme les produits alimentaires peuvent cependant être affectés assez rapidement jusqu'à entraîner des revendications salariales (Hicks 1975/1988 p. 128).

pas moins que, dans un second temps, la course prix-salaires ne peut être contenue que par une politique monétaire restrictive (Lorenzoni et Werning 2023). Si cette issue fait partie du domaine du possible comme l'a montré l'expérience de la fin des années 1970, elle ne se confond pas avec le rétablissement d'un équilibre « réel » de longue période. Elle ne signifie pas davantage que la nature du conflit de répartition est bien circonscrite.

La réalité est que les conflits de répartition sont multiples et intrinsèquement liés à la dimension structurelle de l'inflation. Un premier conflit réside dans le fait que tout changement dans la structure de l'offre de biens en réponse à des changements technologiques ou à des changements de préférences est à l'origine de changements dans la structure de la demande de travail qui n'est plus en harmonie avec celle de l'offre de travail. Il s'ensuit un changement dans la structure des salaires, une polarisation accrue des emplois et une inégalité accrue des salaires qui tient à la persistance des excédents d'offre de travail pour les basses qualifications et des excédents de demande de travail pour les hautes qualifications. Cette persistance est liée à des inerties de l'offre de travail par qualifications laquelle ne répond pas immédiatement aux variations de salaires, mais dépend du temps nécessaire et des moyens financiers requis pour s'adapter. De même que le taux de chômage, les inégalités salariales augmentent avec le taux d'inflation. Ce sont des effets conjoints de la réaction aux mutations en cours.

Un deuxième conflit réside dans le pouvoir des entreprises de répercuter sur les prix les hausses de coût, voire d'augmenter leurs taux de marge (Lerner 1972, Philippon 2019, Konczal 2022, Weber et Wasmer 2023, Ciambezi et alii 2023), là où il existe une forte concentration de l'offre, où la demande de biens reste forte tout en étant peu sensible au prix, qu'il s'agisse d'une demande de biens de luxe ou de biens de première nécessité, et en l'absence d'une augmentation significative de l'offre (en l'absence d'investissement). Ainsi sur une année sans que cela ne révèle nécessairement une tendance longue, en Europe, 45 % de la hausse des prix des biens de consommation est due à la hausse des taux de marge, 40 % à la hausse des prix des importations, 15 % seulement à la hausse des salaires (Hansen et alii 2023). Le poids de la hausse des taux de marge est moindre aux États-Unis, de l'ordre de 34 % (Saraceno 2023 p. 142).

Le pouvoir d'achat est surtout altéré en bas de l'échelle des salaires, ce qui vient renforcer le conflit précédent. Ce qu'il adviendra à moyen terme dépend de l'usage qui sera fait des profits ainsi augmentés, selon qu'ils constituent des rentes alimentant des achats d'actifs ou de biens de luxe ou qu'ils servent à financer des investissements productifs dans les secteurs en expansion.

Les conflits de répartition sont au cœur de la question de savoir si les tensions inflationnistes sont temporaires ou persistantes. Une transition viable requiert de réaliser des investissements en capital physique comme en capital humain qui créent des tensions sur les prix et les salaires pour la simple raison que du temps est nécessaire pour réaliser les nouvelles capacités de production. Ces tensions affectent la répartition possiblement au détriment des salariés et plus particulièrement des salariés qui ne détiennent pas les qualifications requises. Le paradoxe apparent est que de leur acceptation dépend le succès de la transition et la possibilité *in fine* d'augmenter les salaires en relation avec l'accroissement des gains de productivité. Le déplacement et la requalification de la main-d'œuvre, s'il a lieu, se traduit par une réduction des inégalités qui va de pair avec un régime de basse inflation.

En revanche, en l'absence de ces investissements, les tensions inflationnistes dans certains secteurs pourraient persister. Elles seraient une taxe sur les pauvres. Il y a plusieurs raisons à cela : la lenteur de l'ajustement des salaires, la liquidité de l'épargne, le rationnement des crédits, le délai de révision des prestations sociales, qui affectent les plus modestes. Ce que ne peut que renforcer, comme c'est le cas aujourd'hui, le fait que la hausse des prix affecte

d'avantage les biens alimentaires et l'énergie qui sont une part importante dans le budget des ménages modestes (Saraceno 2023 p. 58-61).

Ces mêmes tensions inflationnistes sont susceptibles de se généraliser et s'amplifier au point de devenir hors de contrôle dès lors que serait enclenchée une spirale prix-salaires. Un tel régime de forte inflation possiblement durable, associé à la lenteur des mutations structurelles, affecterait profondément la répartition au détriment des salaires. Elle aurait pour effet, en opérant un transfert de revenus et de richesses, de changer la structure de la demande au détriment de la demande de biens salariaux et au bénéfice de celle des biens de luxe (ou des actifs financiers). Les investissements à long terme (exigeant un long délai de construction), l'emploi et la croissance seraient pénalisés en même temps que les prix des biens de luxe et des actifs immobiliers ou financiers augmenteraient comme l'ont montré des exemples de situations survenues dans les pays d'Amérique latine (Georgescu-Roegen 1968)⁶.

Aussi, avant même que l'inflation ne dérape, la solution pourrait prévaloir de durcir la contrainte monétaire et la contrainte budgétaire. Mais, dans ce cas de figure, les conflits de répartition prendraient une autre forme du fait de la récession et de la déflation, mais toujours au détriment des plus modestes.

5. Dépasser la politique monétaire

La reprise de l'inflation après quelque quatre décennies de stabilité des prix suscite une interrogation sur la politique à mettre en œuvre. La position traditionnelle consistant à confier la tâche à la seule politique monétaire n'est guère crédible.

Si l'inflation est un phénomène structurel, son analyse ne relève pas de la seule courte période et la politique à mettre en œuvre n'est pas réduite à une politique conjoncturelle. En maîtriser les causes et les conséquences requiert des politiques multiples avec pour objectif de rendre viables les changements structurels. Loin de dédier un instrument à un objectif, il convient de mobiliser plusieurs instruments pour un même objectif (Saraceno 2023 p. 155). Il sera question de politique monétaire, de politique budgétaire, de politique financière (bancaire), mais aussi de politique des revenus, de politique de la main-d'œuvre, voire de gouvernance d'entreprise. Sur le terrain de la monnaie et du crédit, l'enjeu est de ne pas s'en tenir à la politique monétaire dans sa définition habituelle pour porter l'attention sur l'intermédiation et les mécanismes du crédit.

Une politique monétaire fortement et rapidement restrictive fait courir le risque d'une crise du crédit, d'un effondrement des cours sur les marchés financiers et d'un alourdissement du coût des dettes publiques différencié suivant les pays, créant une difficulté particulière au sein de la zone euro. Cela comprimerait la demande globale, nuirait à la croissance, sans réduire les déséquilibres sectoriels et les goulets d'étranglement qui pourraient même être exacerbés (Saraceno 2023 p.146-154). De plus, une politique budgétaire restrictive que pourraient rendre nécessaire des taux d'intérêt durablement élevés risque de conduire à une diminution des transferts au bénéfice des ménages initialement les plus touchés par l'inflation et d'alimenter plutôt qu'apaiser le conflit de répartition. Les tensions inflationnistes seraient éliminées, mais au prix d'une pénalisation des investissements productifs, d'une hausse du taux de chômage et

⁶ Les biens salariaux sont produits à grande échelle pour une large demande, alors que les biens de luxe sont produits à petite échelle pour une demande limitée en volume. Les biens de luxe sont destinés à devenir des biens salariaux si la croissance se poursuit et si les inégalités sont relativement faibles. Sont assimilés aux biens de luxe les actifs immobiliers et financiers pour lesquels une demande accrue a peu d'effet sur l'emploi et beaucoup sur leurs prix.

d'un retard pris dans les mutations structurelles⁷. Pour autant, revenir à de bas taux d'intérêt risque de n'avoir d'autre effet que d'inciter à la spéculation financière et immobilière, ce qui contribuerait à un nouveau creusement des inégalités sans résoudre le problème de l'inflation.

Favoriser les mutations structurelles et réduire les conflits de répartition requiert, certes, une politique monétaire, mais celle-ci devrait avoir un caractère sélectif. La fonction régulatrice du taux d'intérêt est complexe (Hicks 1947). Dans la mesure où un taux d'intérêt très élevé diminue le volume des investissements, il fait obstacle à la transition écologique. Mais, dans la mesure où il détourne les entreprises des investissements longs vers les investissements courts qui rendent disponibles plus rapidement les biens de consommation, il atténue les difficultés de la transition. En fait, il importe que le volume de financement puisse être contrôlé autrement que par le seul taux d'intérêt, autrement dit que des formes de rationnement du crédit puissent être mis en œuvre.

Certes, il est toujours possible que la banque centrale mette en place des procédures qui lui permettent d'agir sur la structure des taux. Ce serait déroger au principe de séparation entre régulation globale et allocation des ressources que justifie le manque d'information de l'autorité monétaire pour décider du type d'investissement à réaliser. Ce serait surtout ignorer que ce qui importe ce sont les relations qu'entretient le système financier avec le système productif. L'organisation du système financier affecte le comportement des entreprises et conditionne les ajustements de production, de capacité, de prix et de salaire.

La théorie monétaire dont il est question est une théorie de l'intermédiation financière dès lors qu'à la fonction de création de monnaie vient s'ajouter celle de mettre en relation les prêteurs et les emprunteurs. Cela conduit à mettre l'accent sur la complémentarité entre l'activité bancaire et l'activité industrielle plutôt que sur la structure des patrimoines financiers individuels (De Cecco 1987, Gaffard et Pollin 2008). Il est bien davantage question de politique du crédit que de politique monétaire au sens strict.

Le système financier doit être régulé et organisé de telle manière à ce que les détenteurs de capitaux s'engagent sur des volumes importants pour des durées longues permettant de sécuriser les investissements innovants des entreprises⁸. En effet, si l'offre de financement ne suffit pas à créer une incitation à investir, le type d'investissement effectué dépend de la structure de cette offre de financement, autrement dit du degré de patience des détenteurs de capitaux, actionnaires ou banquiers. Ce qui, à n'en pas douter, pose le problème du positionnement et du rôle des banques comme de la place des marchés financiers (Gaffard et Pollin 1988). Une telle approche du problème de financement requiert de s'interroger sur la gouvernance des entreprises, c'est-à-dire sur leur dépendance vis-à-vis des actionnaires et des banques.

6. Reconsidérer la politique des revenus

Le conflit de répartition n'est pas réductible à la spirale prix-salaires qui résulterait du maintien du taux de chômage en deçà d'un niveau naturel dicté par les changements intervenus dans les « fondamentaux » de l'économie, et serait résolu par la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive. Il a une dimension beaucoup plus large, celle d'un conflit entre le capital

⁷ Hansen (1949) soulignait déjà que « la dépendance exclusive à la politique monétaire (...) est une arme dangereuse et unilatérale » (p.157).

⁸ La notion d'engagement des détenteurs de capitaux se substitue ici à celle de contrôle des managers exécutifs (Mayer 2013).

et le travail, entre profits et salaires comme l'ont souligné Kalecki (1943) et Lerner (1972). Encore convient-il de préciser la nature de ce conflit.

Si l'on peut douter de l'existence d'un taux de chômage naturel qui reflèterait « fondamentaux » et degrés d'imperfection des marchés, il convient, comme souligné plus haut, de reconnaître l'existence d'un taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation et reflète la structure sectorielle des déséquilibres entre offre et demande (Tobin 1995). Les investissements effectués dans les différents secteurs en relation avec les demandes anticipées sont déterminants de l'évolution de cette structure, du taux de chômage et du niveau de produit global qui lui correspondent. Le conflit de répartition prend ici une autre dimension. Il oppose moins profits et salaires que profits et salaires, d'une part, et rentes d'autre part dès lors que les profits ne sont pas investis. Tout dépend, en l'occurrence, de la destination des profits. Soit ils financent des investissements productifs, soit ils donnent lieu à des dépenses improductives (sous forme de dépenses de luxe ou d'achats d'actifs financiers et immobiliers) et ont le statut de rentes. Dans le premier cas, l'hypothèse peut être faite d'une augmentation des gains de productivité et d'une hausse des salaires réels qui accompagne celle des profits. Dans le second cas, la hausse des profits en forme de rentes va de pair avec une stagnation sinon une diminution des salaires réels. Dans le premier cas, l'inflation sera effectivement temporaire. Dans le second cas, elle se traduira par des modifications substantielles des prix relatifs à raison des pouvoirs de marché exercés et affaiblira le pouvoir d'achat des ménages les moins aisés sauf à ce que se déclenche la spirale prix-salaires.

Le problème n'est pas d'ajuster la demande globale à l'offre globale, mais de résorber les écarts sectoriels et éviter ainsi l'exacerbation du conflit entre salaires et profits entendus au sens large (incluant des rentes). Une politique de redistribution secondaire des revenus par le canal de l'impôt ou de la dépense publique ne peut pas plus y pourvoir que la politique monétaire dans la mesure où elle n'a pas d'influence clairement établie sur les anticipations de demande et la structure de l'offre. Les politiques requises sont, entre autres, celles qui contrarient les comportements de rente, ce qui renvoie certes à leur taxation, mais aussi à la gouvernance des entreprises et au rôle des détenteurs de capitaux.

Dans ce contexte, une politique des revenus et de la main d'œuvre est susceptible d'aider aux restructurations nécessaires, d'éteindre les tensions inflationnistes et de réduire les inégalités. Il est important de puissent être créés des emplois pour les chômeurs et les travailleurs découragés qui n'ont ni le temps ni les moyens par eux-mêmes d'acquérir les qualifications requises. Leur chômage ne contribue guère à discipliner les augmentations de salaires et ne fait que pérenniser le manque de capital humain. Il pourrait, toutefois, être opportun de subventionner la formation professionnelle plutôt que les bas salaires. Le souci de favoriser la transition nécessaire serait ainsi mis en balance avec l'exigence d'éviter à bref délai le chômage ou le creusement des inégalités. La solution proposée pour surmonter cette contradiction est de verser aux entreprises une somme forfaitaire quel que soit le type d'emploi, ce qui devrait écarter le risque de voir se créer une trappe à bas revenus et basses qualifications (Fitoussi 1994). L'objectif à moyen terme reste, cependant, que l'enrichissement des tâches favorise l'obtention de gains de productivité et le versement de salaires élevés permettant de réduire les inégalités salariales et l'écart entre salaires et profits.

7. Conclusion : éloge de la complexité

Gérer efficacement la poussée inflationniste c'est-à-dire éviter qu'elle ne s'emballer au point de rendre inévitable la récession, requiert, d'un point de vue de théorie économique d'échapper aux dichotomies entre inflation par la demande et inflation par l'offre, entre inflation temporaire et inflation durable dont le défaut est de faire fi des transformations structurelles et des déséquilibres sectoriels dans la genèse et le développement des tensions inflationnistes. Prendre

ainsi le contrepied d'une analyse trop exclusivement macroéconomique conduit à se garder de politiques globales restrictives, notamment monétaires, et à accepter la complexité d'un phénomène auquel il importe de répondre en mobilisant plusieurs instruments tant au niveau macro que microéconomique : *one size does not fit all*. L'objectif est de résorber les déséquilibres sectoriels et de maintenir l'économie dans un corridor de stabilité en donnant aux entreprises les moyens de s'adapter aux nouvelles données. Gouvernance des entreprises, organisation et réglementation du système financier, politique industrielle et politique de la concurrence, gestion budgétaire entrent en jeu en vue de soutenir les investissements à long terme porteurs de mutations technologiques (Gaffard, Amendola et Saraceno 2020). À défaut d'une transition réussie, qui réduirait la dispersion des déséquilibres de marché et maintiendrait l'inflation à un niveau modéré, le risque est réel de voir l'économie osciller entre une envolée du taux d'inflation et une forte récession induite par des politiques restrictives, et l'Union européenne osciller entre divergence et convergence de performances nationales indexées sur les capacités d'adaptation aux changements structurels.

La principale leçon à tirer des dernières crises devrait être l'abandon de l'idée qu'avec un seul instrument, la politique monétaire, il est possible d'atteindre l'objectif d'inflation. Le propos n'est pas de remettre en cause le principe de Tinbergen qui veut que l'on dispose d'autant d'instruments que l'on se fixe d'objectifs. Il est de défendre l'idée que plusieurs instruments sont requis pour atteindre un même objectif, mais aussi qu'il est impossible de hiérarchiser les objectifs et d'établir des relations univoques entre chaque objectif et chaque instrument. Cela remet sur le devant de la scène l'articulation entre politique monétaire et politique budgétaire, entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles qui sont toutes des politiques actives.

L'histoire économique autant que la situation actuelle nous éclaire quant à la complexité du sujet. À l'appui de la théorie devenue dominante à partir des années 1980, est invoquée l'expérience de politique monétaire restrictive, dite politique Volcker, conduite aux États-Unis. Si l'inflation a bel et bien été éradiquée, ce serait une erreur d'oublier qu'une politique budgétaire expansionniste est venue compléter le dispositif. La hausse des taux d'intérêt réels, qui s'en est suivie, a entraîné les entreprises américaines à baisser leurs marges en réaction à l'appréciation du dollar pour maintenir leur compétitivité et parce qu'elles pouvaient bénéficier de subventions à l'investissement. Alors que les entreprises européennes augmentaient leurs marges en réponse à une hausse du coût d'opportunité d'investir (y compris du coût d'opportunité d'embaucher et de former des employés) et en présence d'une réduction de la demande globale aggravée par une politique budgétaire restrictive (Fitoussi et Phelps 1986, 1988). D'un côté les inégalités se sont creusées, de l'autre le chômage a augmenté. D'un côté les mutations structurelles liées aux nouvelles technologies ont été maîtrisées, de l'autre elles ont été ralenties.

L'histoire pourrait se répéter. Aujourd'hui, la politique américaine de lutte contre l'inflation se base sur une politique de taux d'intérêt élevés et une politique de soutien aux entreprises engagées dans la transition digitale et dans la transition écologique définie dans l'*Inflation Reduction Act*. Cette politique contraste avec une politique européenne principalement fondée sur une politique de taux d'intérêt élevés avec comme perspective de possibles restrictions budgétaires. Les investissements, encouragés d'un côté et beaucoup moins de l'autre, constituent un enjeu essentiel en ce qu'ils doivent permettre de contenir les déséquilibres de marché et avec eux les tensions inflationnistes tout en rendant possible de réduire les inégalités salariales.

C'est à une refondation drastique de la gouvernance européenne qu'il conviendrait de s'atteler et dont la nécessité a été révélée par les difficultés rencontrées depuis une quinzaine d'années et les accommodements acceptés. Elle ne devrait plus être fondée sur des règles monétaires et budgétaires communes visant à limiter les choix discrétionnaires et sur des réformes

structurelles nationales visant la flexibilité des marchés. D'un côté, il serait opportun de créer l'espace budgétaire, au niveau de l'Union et à celui des pays membres, à même d'aider à la stabilité macroéconomique, incluant une inflation modérée, de soutenir des investissements notamment en matière d'infrastructures et de mettre en œuvre une politique industrielle. D'un autre côté, il serait tout aussi opportun que voie le jour une charte sociale incluant des objectifs en matière de gouvernance des entreprises destinés à favoriser un engagement à long terme des différents acteurs.

Références

Andler M., and Kovner A. (2022): "Do Corporate Profits Increase When Inflation Increases?" Federal Reserve Bank of New York.

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/07/do-corporate-profits-increase-when-inflation-increases/>

Akcigit, U., Chen, W., Diez, F. J., Duval, R. A., Engler, P., Fan, J., Maggi, C., Mendes Tavares, M., Schwarz, D., Shibata, I. and Carolina Villegas-Sánchez, C. (2021): 'Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues: Emerging Policy Issues', IMF Staff Discussion Notes, 2021/001.

<https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2021/03/10/Rising-Corporate-Market-Power-Emerging-Policy-Issues-48619>

Archibald G.C. (1970): 'The Structure of Excess Demand for Labor', in E.S. Phelps et alii (1970): *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, New York: Norton & Cie.

Blanchard O.J. (1986): 'The wage price spiral', *The Quarterly Journal of Economics* 101.3: 543-565.

Blanchard O.J. and B.S. Bernanke (2023): 'What Caused the US Pandemic-Era Inflation?', NBER Working Paper 31417.

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31417/w31417.pdf

Borio C., Lombardi M., Yetman F. and E. Zakrajsek (2023): 'The Two-Regime view of Inflation' BIS papers 133. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.pdf>

Bown, C. P. (2023). Industrial policy for electric vehicle supply chains and the US-EU fight over the Inflation Reduction Act. Peterson Institute for International Economics Working Paper, (23-1).

Cagan P. (1956): 'The monetary Dynamics of Hyper Inflation', in M. Friedman ed., *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press.

Carstens A. (2022): 'The Return of Inflation', Speech at the International Center of Monetary and Banking Studies, Geneva, 5 April. <https://www.bis.org/speeches/sp220405.pdf>

Ciambezi L., Guerini M., Napoletano M. and A. Roventini (2023): 'Rethinking Inflation in an Agent-Based Macroeconomic Model', GREDEG Working Paper 2023-14.

De Cecco M. (1987): 'Financial Innovations and Monetary Theory' in M. De Cecco ed., *Changing Money: Financial Innovations in Developed Countries*, Oxford, Blackwell.

De Loecker, J., Eeckhout, J., & Unger, G. (2020). 'The rise of market power and the macroeconomic implications', *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 561-644.

- De Long, J. B. (2000). The triumph of monetarism? *Journal of Economic Perspectives*, 14(1), 83-94.
- Duval R., Furceri, D., Lee R., Mendes Tavares M. (2021): 'Market Power and Monetary Policy Transmission'. IMF Working Paper No. 2021/184.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4026383#
- ESCB-PRISMA (2023): 'Summary of the key findings of the Price-setting Microdata Analysis (PRISMA) Research Network', https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_prisma.en.html
- Ferrando, A., McAdam, P., Petroulakis, F. and Vives X. (2021): 'Product Market Structure and Monetary Policy: Evidence from the Euro Area', ECB Working Paper No. 2021/2632.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2632~d05437c47c.en.pdf>
- Fitoussi J-P (1973) : *Inflation, équilibre et chômage*, Paris, Cujas.
- Fitoussi J-P and E.S. Phelps (1986): 'Causes of the 1980's Slump in Europe', *Brookings Paper on Economic Activity* 2: 487-520.
- Fitoussi J-P and E.S. Phelps (1988): *The Slump in Europe: Reconstructing Open Economy*, Oxford.
- Fitoussi J-P (1994): 'Wage Distribution and Unemployment: The French Experience', AEA Papers and Proceedings, *American Economic Review* 84 (2) : 59-64.
- Friedman, M. (1960): *A program for monetary stability*, Fordham University Press.
- Friedman M. (1968): 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review* 58: 1-17.
- Gaffard, J.-L. (2022) 'L'inflation phénomène durable ou transitoire ? Un aperçu historique pour comprendre le temps présent', OFCE Document de travail 05/2022. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWP2022-05.pdf>
- Gaffard J-L, Amendola M. et F. Saraceno (2020) : *Le temps retrouvé de l'économie*, Paris, Odile Jacob.
- Gaffard J-L et J-P. Pollin (1988) : 'Réflexions sur l'instabilité des économies monétaires', *Revue d'Économie Politique* 98 (5) : 599-614.
- Gaffard, J.-L. et F. Saraceno (2022). 'Faire face à l'inflation : un défi structurel', OFCE, Le Blog, 1 Avril. <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/faire-face-a-linflation-un-defi-structurel/>
- Georgescu-Roegen N. (1968): 'Structural Inflation – Lock and Balanced Growth'. Reprint in Georgescu-Roegen N. (1976): *Energy and Economic Myths*, New York: Pergamon Press.
- Hahn F. (1982): *Money and Inflation*, Oxford, Basil Blackwell.
- Hansen A. (1949): *Monetary Theory and Fiscal Policy*, New York: McGraw-Hill.
- Hansen N-J, Toscani F.G. and J. Zhou (2023): 'Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages, International Monetary Fund Working Papers 23-131. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/06/23/Euro-Area-Inflation-after-the-Pandemic-and-Energy-Shock-Import-Prices-Profits-and-Wages-534837>
- Harford T. (2022): 'Why real inflation is so hard to measure?', *Financial Times*, February 4.
- Hicks J.R (1947): 'World Recovery After War' in *Essays in World Economics*, Oxford, Clarendon Press. Reprint in Hicks J.R. (1982): *Money, Interest and Wages, Collected Essays on Economic Theory II*, Oxford, Blackwell.

- Hicks J.R. (1975): *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Blackwell. Traduction française (1988): *La crise de la pensée keynésienne*, Paris: Fayard.
- Kalecki, M. (1943) ‘Political Aspects of Full Employment’, *The Political Quarterly* 14(4): 322–30.
- Konczal, M. (2022) ‘Why Market Power Matters for Inflation’, *Testimony before the House Committee on Oversight and Reform Subcommittee on Economic and Consumer Policy* on September 22, 2022.
- Krugman, P. (2023), ‘Why Did so Many Economists Get Disinflation Wrong?’, *New York Times*, 7 November 2023.
- Lerner A. (1972): *Flation, Not Inflation of Price, Not Deflation of Jobs: What you always wanted to know about, inflation, depression and the dollar*, New York, Quadrangle Books.
- Lorenzoni G. and I. Werning (2023): ‘Inflation is Conflict’, *NBER Working Paper* 31099.
- Mayer C. (2013): *Firm Commitment, Why the Corporation Is Failing Us and How to Restore Trust in It*, Oxford: Oxford University Press.
- OFCE (2021) : « La vague espérée de la reprise. Perspectives 2021-2022 pour l'économie française », *Policy Brief*, no 95, 13 octobre.
- Pacitti A. (2015): ‘Bargaining Power, Labor Market Institutions, and the Great Moderation’, *Easter Economic Journal* 41 (2): 160-182.
- Philippon T. (2019): *The Great Reversal, How America Gave-Up on Free Markets*, Cambridge Mass., Harvard University Press.
- Saraceno F. (2023): *Oltre le banche centrali. Inflazione, Disuguaglianza e politiche economiche*, Roma: LUISS University Press.
- Stansbury, A., and Summers, L. H. (2020): ‘Declining worker power and American economic Performance’, *Brookings Papers on Economic Activity*, 156.
- Tobin J. (1972): ‘Inflation and Unemployment’, *American Economic Review* 62: 1-18.
- Tobin J. (1995): ‘The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics’, in R. Cross, *The Natural Rate of Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Weber, I.M. and E. Wasmer (2023): ‘Sellers’ inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?’, *Review of Keynesian Economics* 11(2): 183-213.



ABOUT OFCE

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

ABOUT SCIENCES PO

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po's key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po's mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

PARTNERSHIP
