



Une inflation qui tombe du ciel et disparaît comme par miracle ?

L'explication de Cochrane

par
Philippe d'Arvisenet



Philippe d'Arvisenet est ancien enseignant chercheur au polytechnicum de Lille, rapporteur au Conseil National du Crédit et au Commissariat au Plan. Il est directeur des études économiques d'un groupe bancaire international et professeur associé à Paris 2 et conseiller économique



Introduction

Pourquoi l'inflation est-elle soudainement apparue en 2021 alors que, depuis des années, les banques centrales, soucieuses d'écartier un risque de déflation, luttent péniblement contre ce qu'elles considéraient comme une insuffisance d'inflation ?

Pourquoi l'inflation a-t-elle ensuite reculé, alors même que les politiques monétaires demeuraient extrêmement accommodantes, avec des taux réels profondément ancrés en territoire négatif ?

Il est difficile d'attribuer cet épisode d'inflation en « U inversé » à la seule politique monétaire. Une piste nous est fournie par la *Fiscal Theory of the Price Level* (ci-après FTPL), développée notamment par John Cochrane qui fut professeur à l'Université de Chicago et qui est désormais *Senior Fellow* à la Hoover Institution. Nous exposerons ici les grandes lignes de cette théorie, tout en précisant son contexte et ses limites.

Dans la décennie précédant le covid, l'inflation est restée contenue et même suffisamment faible pour faire craindre l'apparition d'une spirale déflationniste. Les politiques monétaires étaient ultra accommodantes : taux zéro, *forward guidance*, *Quantitative easing* (d'Arvisenet 2014). Dans la zone euro, la BCE s'évertuait à faire remonter l'inflation vers son objectif de 2 %. Selon Jacques de Larosière (2022) l'inflation d'équilibre qui évite la surchauffe aussi bien que la déflation, s'établissait plutôt vers 1 % : « les banques centrales ont cru devoir forcer l'inflation à atteindre 2 %, chiffre artificiel et contestable (...) en adoptant une politique d'extrême stimulation ».

En décembre 2019, à la veille du covid, l'inflation s'établissait à 1,3 % dans la zone euro et à 2,3 % aux États-Unis. Elle s'est envolée fin 2021 jusqu'à atteindre un pic en octobre 2022 à 10,6 % en zone euro et 6,6 % en septembre 2022 aux États-Unis. La décrue s'est ensuite amorcée, en dépit de taux de politique monétaire qui restaient proches d'un niveau historiquement bas, et de taux réels en territoire franchement négatif, une configuration aux antipodes des expériences passées (la politique Volker par exemple).



La théorie budgétaire du niveau des prix (FTPL), à laquelle John Cochrane a consacré un magistral ouvrage (2023), propose une réponse à cette question du comportement inhabituel de l'inflation dans la période covidienne. Le stock de dette est considéré comme un actif – au même titre que, par exemple, une action ou une obligation – dont la valeur dépend des flux futurs actualisés (intérêts ou dividendes), et dans le cas présent des soldes budgétaires anticipés.

Ainsi que nous le verrons en détail, une hausse de l'endettement, suscitant un manque de confiance lié à l'anticipation d'une absence de volonté ou de capacité à assurer la soutenabilité future des comptes, provoque un déséquilibre dans la contrainte budgétaire intertemporelle de l'état, la valeur actualisée des soldes budgétaires anticipés devenant inférieure au niveau de la dette. Un tel déséquilibre peut se trouver éliminé par un réveil de l'inflation propre à ramener la valeur réelle de la dette en ligne avec les excédents réels anticipés.

L'intérêt de cette approche a récemment trouvé une confirmation économétrique (Barro *et al.* 2025). Elle présente cependant certaines limites (Duarte *et al.* 2025).

1. Choc d'offre, prix relatifs et inflation

Dans les dernières décennies, le monde a connu plusieurs chocs d'offre, des chocs pétroliers des années 1980 au récent choc covid, marqué par la désorganisation des chaînes de valeurs, les confinements... De tels chocs génèrent initialement un mouvement de prix relatifs. Dans les années 1980, il s'agissait d'une hausse des prix de l'énergie, dans le cas du covid, il s'agissait du prix des biens dont l'acheminement ou la fabrication était affecté par les confinements. La hausse d'un prix relativement aux autres (y compris les salaires) ne se traduit pas obligatoirement par de l'inflation. Ainsi, dans le cas d'un produit dont le prix augmente mais dont la demande reste stable (dû à une faible élasticité prix), on assistera à une baisse de la demande pour les autres biens et *in fine* de leur prix. L'inflation ne doit pas s'analyser comme la somme des évolutions de prix particuliers, mais comme l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie. En d'autres termes, elle ne



se manifeste, à la suite d'un choc conduisant à la hausse d'un prix particulier, que lorsque la politique monétaire s'efforce d'éviter les baisses des autres prix, autrement dit, la politique monétaire « accomode » le choc. Quelques épisodes contemporains sont éloquentes à cet égard.

Les chocs pétroliers

A la suite du premier choc pétrolier, commun à la France et à l'Allemagne, la hausse des prix en 1973-1974 a été en moyenne de 11,5 % en France, 4,5 % de plus qu'en Allemagne, tandis que dans le même temps, la hausse de la masse monétaire (agrégat M3) s'élevait à 15,3 % en moyenne 1973-1974 en France contre 9,2 % en Allemagne. En termes réels, les taux de la banque de France (taux d'escompte) sont passés en territoire positif avec un an de retard sur ceux de l'Allemagne.

La politique monétaire de la Fed menée sous le mandat de A. Burns dans les années 1970, avec des taux d'intérêt qui suivaient à peine l'inflation, échouait clairement eu égard à son mandat de stabilité. Nommé au moment de l'éclatement du deuxième choc pétrolier, P. Volker a adopté une politique de freinage massif de la croissance de la masse monétaire. Il en est résulté une hausse considérable du taux des Fed Funds passé de 9 % à 19 %. Avec une inflation qui a culminé à 13,5 % en 1981, les taux réels étaient clairement en territoire positif. Un recul du PIB a suivi (- 2 points en 1982), mais l'inflation a été éradiquée ; elle est revenue à 3,2 % en 1983. Stimulée par les réformes mises en œuvre par l'administration Reagan – déréglementation, baisse massive des taux marginaux d'imposition de 70 % à 28 % – la croissance est rapidement revenue et le déficit public, de 5 points de PIB en 1985, s'est replié à 2,2 points dix ans plus tard. Il a laissé place à un excédent de 2,3 points en 2000, tandis que le ratio de dette s'établissait à 55 % en 2000 contre 64 % cinq ans plus tôt. La question de la soutenabilité de l'endettement ne faisait clairement pas l'objet de fortes craintes.



La crise des subprime

Au tournant des années 2000-2010 un tournant s'opéra. Avec l'éclatement de la crise des *subprime* et la débâcle financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, puis avec la crise dite de la dette souveraine en Europe, les États ont affiché la volonté d'endiguer les risques de dérive budgétaire. Aux États-Unis, le déficit public qui avait atteint 8,7 points en 2010 était revenu à 2,5 points cinq ans plus tard.

Dans la zone euro, les réformes du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) avec le *six-pack*, le *two-pack*, le semestre européen, les sanctions pour déficit excessif, les GOPE, la *Macro Economic Imbalance Procedure*... affichaient la volonté de remettre les comptes publics des pays membres en ligne avec les dispositifs du PSC (Cahen, 2025, Cochrane *et al.* 2025).

L'épisode du covid et les politiques budgétaires

Aux États-Unis, le ratio des dépenses publiques au PIB est passé de 35 à 44,7 points entre 2019 et 2020, et le déficit budgétaire de 4,6 à 14,7 points de PIB avec 5 Tr d'endettement supplémentaires dont 3 Tr monétisés (Cochrane 2023). Trois ans après la sortie du covid, le déficit ressortait à 6,3 points, le taux d'endettement demeurait élevé malgré l'érosion permise par la vague d'inflation des années 2022-2023 (*cf. infra*).

Dans la zone euro, pour la même période 2019-2020, le déficit public est passé de 0,5 à 7 points, et le taux d'endettement de 83,6 % à 96,5 %.

Après des années de politique monétaire ultra-accommodante sans inflation, cette dernière est apparue soudainement de façon non anticipée. L'épargne accumulée pendant le confinement s'est déversée, traduisant un rattrapage de la dépense. Cette épargne a été largement constituée à partir des chèques distribués par les États, donc par une politique budgétaire faisant peu de cas de l'endettement (« quoi qu'il en coûte »), facilitée par la politique monétaire (achat des titres publics, taux d'intérêt nuls ou négatifs).



Ainsi, la distribution de chèques a relancé l'inflation, venue par surprise après une période où les anticipations inflationnistes étaient ancrées au niveau de l'objectif de la BCE ou même en deçà.

L'inflation, inexistante en 2020 (- 0,3 % en glissement annuel en décembre) s'est réveillée en 2021 et a touché un pic à 10,6 % en octobre 2022. Elle a ensuite amorcé une décrue, alors même que les taux d'intérêt réels étaient franchement négatifs, avec le principal taux directeur de la BCE à 2 % en septembre 2022.

Aux États-Unis, l'inflation limitée à 1,8 % en 2019 et 1,2 % en 2020, s'est accélérée en 2021, et a atteint 9 % mi 2022. Elle s'est ensuite repliée, alors même que la politique monétaire demeurait ultra accommodante avec un taux des Fed Funds à - 8 % en termes réels ! Ce n'est qu'au printemps 2023 que les taux réels sont entrés en territoire positif, alors que l'inflation avait baissé de moitié.

Ainsi, aux États-Unis comme dans la zone euro, il ne s'agissait pas d'*helicopter money* (les banques centrales ne créditaient pas directement les comptes des particuliers), mais de politique budgétaire expansionniste (chèques et autres aides) appuyée par la politique monétaire¹. Le bilan de la Fed a augmenté nettement plus avec la covid (+ 18,3 %) qu'avec la grande crise financière (+ 6,7 %). Celui de la BCE a augmenté de 26,6 % avec le covid, contre 11,2 % de 2008 à 2012. Les achats de dette par la BCE ont représenté l'équivalent de 84,9 % des émissions souveraines des pays de la zone en 2020, 143,8 % en 2021 et 114,2 % en 2022 (Cahen 2025).

¹ On parle alors de *fiscal dominance*, situation caractérisée par la conjonction d'une politique budgétaire active et d'une politique monétaire passive qui met au second rang son objectif de stabilité (Sargent *et al.* (1981), Leepers (1991)).



2. La Fiscal Theory of the Price Level (FTPL), de quoi s'agit-il ?

Les mécanismes de base

Un doute sur la santé d'une entreprise, sur la capacité à dégager des bénéfices (et distribuer des dividendes dans le futur) va conduire à des ventes d'actions, dont la valeur va chuter. De même, le cours d'une obligation va baisser dès lors que la capacité d'un débiteur à assurer le service des intérêts et le remboursement d'une obligation qu'il a émise apparaît douteuse. Il en va de même pour la valeur réelle de la dette qui diminue lorsqu'apparaît un manque de confiance quant à la volonté/capacité de l'État à assurer ses engagements (les excédents budgétaires anticipés étant insuffisants). Les détenteurs de dette – titre ou monnaie – s'orientent alors vers l'achat de biens, ce qui déclenche une hausse des prix qui érode la valeur réelle de la dette et rétablit ainsi le respect de la contrainte budgétaire de l'État. Dans son expression la plus simple (qui ne se veut en rien réaliste), Cochrane (2023) considère un scénario se déroulant sur une journée (tout s'arrête ensuite) : la journée débute avec une dette d'un montant B_{t-1} ; cette dette donne lieu à une distribution de monnaie (une autre forme de dette) ; le soir l'État doit rembourser ses créiteurs et pour cela dégager un excédent budgétaire $P \times S$ avec P le niveau des prix et S l'excédent réel, on a donc la contrainte budgétaire : $B_{t-1} = P_t \times S_t$. Si le public doute de la possibilité/capacité de l'État à dégager le niveau requis d'excédent via de futurs impôts ou économies, il dépense sa monnaie en échange de biens et services, ce qui débouche sur une hausse du niveau des prix P (seule variable endogène). La valeur réelle de la dette B_{t-1}/P_t diminue et se retrouve en ligne avec l'excédent réel S_t ². Les limites évidentes de cet exercice sont tour à tour levées ! L'État n'élimine pas son endettement en un jour. En cas de doute sur le niveau des excédents futurs, la contrainte sera respectée comme ci-dessus avec un saut du niveau des

² Il convient de tenir compte de la valeur actualisée des excédents futurs, la contrainte budgétaire devient alors $\frac{B_{t-1}}{P_t} = E_t(\sum_j \beta^j S_{t+j})$ où E_t désigne les anticipations, β un facteur d'actualisation.



prix P .

Cela n'est toujours pas très réaliste : les prix ne sont pas parfaitement flexibles, la banque centrale peut en outre en lisser l'évolution. Le « saut » du niveau des prix (P) prend la forme d'une poussée d'inflation pour une certaine durée. La politique monétaire joue un rôle de premier plan dans la FTPL. La banque centrale détermine l'inflation anticipée. Elle suit une règle de Taylor : le taux directeur est fixé en fonction de l'écart de l'inflation à sa cible et de l'output gap, lequel réagit au taux d'intérêt réel.

L'inflation non anticipée (surprise) provient de la politique budgétaire : elle est provoquée comme nous l'avons vu par l'anticipation d'une évolution défavorable des excédents budgétaires futurs. Enfin, l'ajustement de la valeur réelle de la dette à la suite d'un changement de la valeur présente des excédents budgétaires anticipés peut venir comme on l'a vu d'une vague d'inflation non anticipée, mais aussi – via l'évolution des taux d'intérêt – d'une baisse de la valeur de marché des titres.

Le pessimisme quant à la capacité/volonté des gouvernements à tenir leurs engagements

Tout a changé depuis le covid :

- Aux États-Unis, le déficit atteint 14,7 points de PIB en 2020, 11,8 points en 2021, conséquence notamment de *l'American Rescue Plan* de 1900 Md \$ de 2021. Suivra *l'Inflation Reduction Act* de 370 Md \$ en 2022 (curieux de combattre l'inflation par la dépense !). Le déficit reste proche de 8 points cinq ans après la pandémie.
- En Europe, le programme *Next Generation EU* est pour l'essentiel une facilité de 723 Md € (335 destinés à des dons et 385 à des prêts) financée notamment par des émissions mutualisées réalisées entre 2021 et 2026, avec un remboursement total à horizon 2058. Auquel vont inévitablement s'ajouter les charges d'intérêt, naturellement sensibles à l'évolution des taux (une estimation du Parlement européen aboutit à une fourchette de 200-250 Md €). Le



remboursement est censé provenir de ressources propres : une taxe sur le plastique, nouveaux impôts fédéraux, des contributions accrues des états membres et éventuellement un prolongement des échéances et de nouvelles émissions ? L'avenir le dira.

La récente réforme du PSC affiche un objectif de simplification, elle est surtout marquée par un assouplissement : l'exclusion de la hausse de la charge d'intérêts pour le calcul de l'effort d'ajustement réduit la portée du dispositif. De même, les pays en procédure pour déficit excessif (déficit budgétaire au-dessus de 3 points de PIB) se voient exemptés d'un objectif de baisse de leur ratio de dette de 1 point l'an. Comme le souligne D. Cahen (2025), ce n'est pas la meilleure façon d'encourager les pays les moins performants à réduire leur ratio de dette.

- En Allemagne, la limite de déficit structurel de 0,35 point de PIB, inscrite dans la constitution allemande en 2009, a été levée par un vote en catastrophe avant l'arrivée d'une nouvelle coalition au parlement. Par ailleurs, les dépenses de défense au-delà de 1 point de PIB sont exclues du calcul du déficit pris en compte pour le PSC, s'y ajoutent la création d'un fonds d'investissement de 500 Md €, et l'autorisation pour les Länder de s'endetter jusqu'à 0,35 points de leur PIB.
- S'agissant de la France, le conseil de l'UE a suspendu en janvier 2025 la procédure pour déficit excessif. Le rapport d'avancement d'avril 2025 a ajouté que les engagements pris par la France justifiaient l'allongement de la période d'ajustement à moyen terme de 5 à 7 ans. En novembre, la commission a jugé que la France respectait le chemin défini par sa procédure de déficit excessif (elle a annoncé notamment une hausse de la dépense de 1,2 % en 2026 après 0,8 % en 2025, on est loin des économies).

Aucun de ces dispositifs, ni aucune de ces annonces ne sont pour rassurer quant aux perspectives budgétaires.



3. Une simulation rapide

On a vu – selon la FTPL – qu'à partir du moment où la valeur réelle de la dette dépasse la valeur actualisée des excédents budgétaires anticipés, le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle est assuré par une hausse de l'inflation. On a simulé les évolutions du PIB en valeur et du ratio dette/PIB de 2020 à 2023 dans l'hypothèse où l'inflation de 2022 et 2023 – mesurée ici par le déflateur du PIB – aurait conservé la tendance des 5 années antérieures à la pandémie. Les résultats de ces simulations sont les suivantes :

- S'agissant des États-Unis, le ratio dette/PIB observé est passé de 108,8 % en 2019 à 132,5 % en 2020. Il s'est contracté au cours des années suivantes pour revenir à 119,8 % en 2023. En rapportant la dette au PIB simulé sur la base d'une hausse du déflateur tendanciel de 1,6 % l'an (contre 5,1 % en moyenne 2021- 2023), le ratio dette /PIB aurait atteint 131,8 % en 2023³. La poussée d'inflation post covid a donc contribué à réduire ce ratio de plus de 10 points de PIB au cours de la période considérée.
- Dans la zone euro, le ratio de dette s'est envolé de 86 % à 99,2 % de 2019 à 2020, puis est retombé à 88,9 % en 2023. Sur la base de l'évolution du PIB qui aurait été observée sans la poussée d'inflation de 2022-2023, avec un calcul identique à celui mentionné plus haut, le taux d'endettement aurait atteint 98 % en 2023, là aussi un écart d'une dizaine de points.

4. Une vérification empirique

Barro *et al.* (2025) ont testé économétriquement la validité de la FTPL à partir d'un échantillon de 37 pays de l'OCDE dans lequel le ratio moyen de la dépense au PIB est passé de 36 % en 2019 à 47,1 % en 2020, 39,1 % en 2021, 36,4 % en 2022. L'inflation, de 1,9 % en moyenne en 2010-

³ L'inflation a également pour effet de gonfler l'assiette des recettes fiscales, mais cela n'a eu, alors, qu'un effet très limité par rapport à celui de la dépense (Barro *et al.* 2025)



2019 a atteint 4,8 % en 2020-2023.

L'effet inflationniste de l'augmentation du ratio de la dépense publique au PIB entre les années covid et pré-covid est étudié à partir d'un indicateur qui rapporte cette augmentation au taux d'endettement pré-covid pondéré par la durée de la dette (durée moyenne de récupération des flux futurs).

Entre 2020 et 2023, le ratio de la dette au PIB est revenu de 132 % à 122 % aux États-Unis et de 121 % à 109 % dans la zone euro, sous l'effet de la hausse du niveau des prix et des taux d'intérêt sur la valeur de marché des obligations souveraines.

En conclusion, les auteurs estiment que 80 % de la hausse de la dépense ont été financés par l'inflation, seulement 20 %, par des mesures traditionnelles : augmentation des prélèvements et réduction postérieures des dépenses.

5. Les limites

La FTPL est centrée, on l'a vu, sur le fait que la valeur de la dette est égale à la somme des soldes budgétaires anticipés. Si un déséquilibre apparaît soudain par suite d'un choc sur la confiance quant à la conduite future de la politique budgétaire, une vague d'inflation non anticipée rétablit l'équilibre, c'est-à-dire le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle via une baisse de la valeur réelle de la dette.

Certaines circonstances non prises en compte par la FTPL peuvent être de nature à stimuler l'inflation indépendamment de la conduite de la politique budgétaire, d'où le risque souligné par Duarte *et al.* (2025) d'attribuer à cette dernière des conséquences qui ne lui sont pas imputables. Il en va ainsi en cas de boom du crédit privé, comme l'ont montré des exemples récents : les années qui ont précédé la crise des *subprime* aux États-Unis avec une politique monétaire qui se refusait à considérer les prix d'actifs, ou encore en Espagne dans les années antérieures à l'éclatement de la crise dite de la dette souveraine : le boom immobilier nourrissait alors les recettes fiscales, permettait de dégager un excédent des comptes publics, et masquait la fragilité de



l'économie.

Lorsque les agents économiques se mettent à dépenser à la suite d'un déséquilibre de la contrainte budgétaire intertemporelle, dans la logique exposée plus haut, il ne s'agit pas forcément d'alimenter une demande pour des biens et services propre à réveiller directement l'inflation. La dépense peut s'orienter vers des actifs financiers ou immobiliers et déboucher sur une inflation des actifs, donc un effet de richesse, favorisant lui-même l'endettement (via la valorisation des collatéraux) et éventuellement une poussée inflationniste généralisée.

Il faut compter, enfin, avec la possibilité de répression financière, si par exemple un gouvernement « invite » la banque centrale à maintenir ses taux d'intérêt en dessous du taux de croissance nominale afin de maintenir la soutenabilité de la dette⁴ ou encore s'il procède à des emprunts forcés, soit directement auprès du public, soit à travers des exigences inscrites dans les réglementations financières.

En conclusion, il apparaît que dans certaines circonstances

⁴ On sait que $\Delta d = d(r - g) + s$, avec d , le ratio de dette, r , le taux d'intérêt réel, g le taux de croissance du PIB et s le solde budgétaire primaire (hors intérêts). Stabiliser le ratio de dette au PIB suppose que l'on dégage un solde budgétaire primaire (hors intérêts) égal à $d(r - g)$: plus le ratio de dette est élevé et plus l'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance seront élevés, plus l'effort requis pour y parvenir sera important. (d'Arvisenet, 2025). La politique de la Fed dans les années qui ont précédé la crise des *subprime* était excessivement accommodante, la règle de Taylor était totalement ignorée (d'Arvisenet 2014). Prévalait alors la conception de Bernanke et Gertler selon laquelle il n'est pas possible de connaître la vraie valeur d'un actif et qu'il convient, en conséquence, de s'abstenir de contrer les évolutions de prix d'actifs et se contenter d'intervenir en cas de *crash*. La crainte était de provoquer un ralentissement de l'économie, si la hausse des prix d'actifs reflétait les fondamentaux et pas une bulle. Cette conception était aux antipodes de celle, de nature préventive, alors défendue par la BRI (*leaning against the wind*).



caractérisées par la conjonction d'une politique monétaire active, nettement expansionniste, et d'une politique monétaire passive, laissant passer à l'arrière-plan son objectif de stabilité (la *fiscal dominance* de Sargent mentionnée ci-dessus), la perte de confiance du public quant à l'orientation de la politique budgétaire future peut se traduire par une poussée d'inflation propre à assurer le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État. Éviter cela suppose le maintien de la soutenabilité de la dette, et ce de façon crédible. La maîtrise de la dépense, notamment dans sa composante dépenses courantes, est un élément incontournable. La croissance est plus importante encore, elle passe par une imposition et des réglementations qui ne soient pas désincitatives pour l'épargne, le travail et l'investissement en capital productif comme en capital humain (d'Arvisenet, 2025 c).

Références

d'Arvisenet P. (2014) *Les banques centrales dans la tempête*, Ed Economica.

d'Arvisenet P. (2025a) « Retour sur l'inflation post-covidienne et politique monétaire », *Revue Banque*, mars.

d'Arvisenet P. (2025b) « La BCE fabriquerait-elle de l'inflation au lieu de la juguler ? » *Revue Banque*, avril.

d'Arvisenet P. (2025c) « La détérioration de nos finances publiques », *Journal des Libertés*, printemps.

Barro R. et F. Bianchi (2025) "Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2023," NBER Working Paper 31838, July.

Cahen D. (2025) *L'euro en danger*, Odile Jacob.

Cochrane J. (2023) *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press.

Cochrane J., Garicano L. et K. Masuch (2025) *Crisis Cycle, Challenges, Evolution and the Future of the Euro*, Princeton University Press.



Duarte P. et T. Mayer (2025) "A constructive critique of the « FTPL »", Flossbach Von Storch Research Institute, Février.

de Larosière J. (2022) En finir avec le règne de l'illusion financière, Odile Jacob.

Leepers E. (1991) Equilibria Under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies, Journal of Monetary Economics, n° 127-1.

Sargent T. et N. Wallace (1981) « An Unpleasant Monetarist Arithmetic », Federal Reserve Bank of Minneapolis.