

Quel impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation ?

Thomas Renault et Baptiste Savatier⁽¹⁾

L'objectif de ce *Focus* est d'estimer l'impact d'un transfert direct aux ménages – du type monnaie hélicoptère – sur l'inflation en zone euro. La monnaie hélicoptère n'ayant jamais été mise en place par une Banque centrale, nous réalisons tout d'abord une revue de la littérature sur les effets des politiques budgétaires sur l'inflation. Nous proposons ensuite deux approches pour apprécier l'impact d'un choc de ce type sur l'inflation à partir de données macroéconomiques existantes. Premièrement, nous cherchons dans la littérature des estimations des élasticités transfert/consommation et consommation/inflation. Cela nous permet de proposer une estimation de l'impact sur l'inflation d'un choc positif sur la consommation causé par un transfert monétaire. Deuxièmement, nous réalisons une étude empirique sur les données allemandes en analysant l'impact d'un choc budgétaire exogène sur l'inflation.

Introduction

L'inflation en zone euro est basse et en dessous de la cible depuis 2015. Les mesures non conventionnelles mises en place depuis maintenant presque une dizaine d'années n'ont pas permis à la Banque centrale européenne (BCE) d'atteindre son objectif d'une inflation « proche mais inférieure à 2 % ». Les prévisions d'inflation restent inférieures à l'objectif de la BCE. Pour reprendre les propos de Philip Lane, membre du directoire de la BCE : « La réduction de l'écart par rapport à notre objectif d'inflation sera à l'ordre du jour du Conseil des gouverneurs dans les années à venir ».

Différentes solutions sont proposées dans la *Note du CAE* « Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? » (Martin, Monnet et Ragot, 2021) pour augmenter l'inflation. L'une d'entre elles est la monnaie hélicoptère. Dans ce *Focus*, notre objectif n'est pas de débattre des différentes solutions, mais d'estimer – si cette mesure était mise en œuvre en zone euro – quels en seraient les effets sur l'inflation. Cela n'est pas un exercice facile. Premièrement, il n'y a pas eu dans l'histoire d'expérience d'une monnaie

Ce Focus est publié sous la responsabilité de ses auteurs et n'engage que ceux-ci.

Nous remercions Paul Hubert, Christophe Blot et Giovanni Ricco pour leurs conseils, ainsi que Bernd Hayo, Matthias Uhl et Sascha Mierzwa pour le partage des données pour l'Allemagne et leurs conseils pour l'analyse de la base de données.

(1) Respectivement Université Paris 1-Panthéon-Sorbonne et CAE ; CAE.

hélicoptère. Cela implique donc que nous allons devoir nous inspirer de chocs exogènes différents mais qui peuvent s'apparenter sur certains aspects à la monnaie hélicoptère : les transferts budgétaires et les baisses d'impôts au bénéfice des ménages⁽²⁾. Un transfert de monnaie hélicoptère est en effet équivalent à un transfert budgétaire dans un contexte de politique monétaire accommodante. Deuxièmement, il est difficile d'estimer le pourcentage de monnaie distribuée qui serait effectivement dépensée – même si nous pouvons avoir quelques ordres de grandeur – et comment cette monnaie serait dépensée (biens durables, biens importés, services...). Troisièmement, l'impact d'une distribution aux ménages sur l'inflation pourrait dépendre du cycle économique. Dans la période actuelle, avec des contraintes sur l'offre du fait des mesures sanitaires, des taux d'intérêt très bas, et d'un excès d'épargne agrégée accumulé durant la crise Covid-19, les effets que pourrait avoir la monnaie hélicoptère pourraient être bien différents que ceux que l'on pourrait attendre dans une conjoncture moins chahutée. Quatrièmement, l'impact sur l'inflation peut dépendre des attentes et de la surprise de la mise en place de cette mesure. Enfin, on ne peut écarter des effets différenciés selon les pays, avec, au final, un impact sur l'inflation zone euro difficile à mesurer.

Malgré toutes ces limites, nous avons tenté d'estimer – même avec un intervalle d'erreur important – comment pourrait évoluer l'inflation en zone euro en cas de mise en place d'une monnaie hélicoptère. Selon les différentes approches, nous estimons que la mise en place d'une distribution de 2 % du PIB de la zone euro – soit 240 milliards d'euros au total ; ou environ 770 euros par adulte de plus de 15 ans – entraînerait une hausse de l'inflation d'environ 1 %.

Dans le cadre de ce *Focus*, nous avons recours à trois approches pour estimer cet effet sur l'inflation d'un transfert direct aux ménages :

- l'utilisation des élasticité transferts/consommation et consommation/inflation ;
- une revue de littérature sur l'impact d'un choc exogène sur l'inflation ;
- la modélisation d'un choc budgétaire exogène.

1. Quelles méthodes pour mesurer l'effet d'un choc sur l'inflation ?

1.1. Élasticité et élasticités croisées

En l'absence de données historiques sur une monnaie hélicoptère, la première méthode consiste à prendre en compte les élasticités croisées transferts-consommation et consommation-inflation. Concernant la première élasticité, la littérature estime qu'un choc budgétaire a un impact sur la propension marginale à consommer (PMC) entre 0,3 et 0,7 (voir tableau). Sa valeur est très hétérogène selon le pays et le patrimoine. Par exemple, Drescher, Fessler et Lindner (2020) s'appuient sur l'enquête *Eurosystem Household Finance and Consumption Survey* (HFCS)⁽³⁾ qui couvre un échantillon représentatif de 17 pays européens. Ils trouvent une PMC moyenne de 0,47, mais variant de 0,33 aux Pays-Bas à plus de 0,55 en Lituanie, en passant par 0,42 en France, 0,51 en Allemagne, et 0,48 en Italie. Leurs résultats de cette étude sont alignés avec ceux de la littérature existante (voir par exemple Jappelli et Pistaferri (2014) pour l'Italie, et van Rooij et de Haan (2019) pour les Pays-Bas). van Rooij et de Haan (2019) ajoutent que la source de ce transfert, Trésor ou Banque centrale, n'affecte en rien la manière de le dépenser.

(2) Idéalement, on souhaiterait mesurer l'impact d'un transfert sous forme de prestations sociales plutôt que l'impact d'une baisse d'impôt. Le premier est en effet plus proche de la forme que pourrait prendre la monnaie hélicoptère. Mais les montants des transferts sociaux sont dans la grande majorité des cas indexés à l'inflation. Autrement dit, ils sont augmentés pour répondre à l'inflation. Ce problème d'exogénéité est tellement important et omniprésent que la littérature ne propose pas d'estimation causale des prestations sociales sur l'inflation (Romer et Romer, 2016).

(3) Cette analyse est permise par l'ajout de la question suivante dans l'HFCS réalisée en 2017 : « Imaginez que vous receviez inopinément de l'argent d'une loterie, égal au montant des revenus de votre ménage en un mois. Quel pourcentage dépenseriez-vous au cours des 12 prochains mois en biens et services, par opposition à tout montant que vous épargneriez pour plus tard ou que vous utiliseriez pour rembourser des prêts ? ».

Tableau. Impact d'un choc budgétaire sur la propension marginale à consommer

Source	Méthodologie	Estimation de la PMC
Drescher, Fessler et Lindner (2020)	Sondage européen en 2017 dans 17 pays européens	Moyenne : 46,9 %, Mode : 50 % (41,8 % France ; 51,3 % Allemagne ; 48,1 % Italie ; 32,9 % Pays-Bas)
Jappelli et Pistaferri (2014)	Sondage italien en 2010	Moyenne = 48 % (hétérogénéité selon le <i>cash-on-hand</i>)
Rooij et de Haan (2019)	Sondage néerlandais en 2016 (2 montants : 500 et 2 000 euros)	En moyenne : 30 % (Pays-Bas), 34 % si 500 euros, 28 % si 2 000, grande hétérogénéité entre individus, aucune entre versement via la BCE ou via le gouvernement
Kim et Lee (2020)	Sondage sur comment a été dépensé le chèque petit-commerce-local sud-coréen à dépenser entre mai et août 2020	70 % dépensés (mais pas une PMC, contraints de le dépenser sinon perdus)
Carroll, Slacalek, Tokuoka et White (2017)	Modèles théoriques avec hétérogénéité (Krussel-Smith et Friedman-Buffer Shock)	PMC en termes annuels : 0,09 moyenne, top 1 %/bottom 20 % revenu ou richesse : 0,04/0,19, au chômage : 0,18
Gross, Notowidigdo et Wang (2020)	Estimation à partir de données de crédits aux États-Unis suite à un retrait du <i>bankruptcy flag</i> (donc sous-population spécifique : <i>subprime borrowers</i>) à différentes périodes dans le cycle économique. NB : En réalité est mesurée la propension marginale à emprunter	PMC : 0,37 en moyenne/0,34 en 2004 vs 0,46 en 2008/corrélé avec le taux de chômage

Source : Auteurs.

Cependant, la valeur de la PMC dépend du type de transfert et de son caractère temporaire ou permanent ; de telle sorte qu'il est difficile de comparer ces résultats à ce que l'on pourrait avoir en cas de mise en place de la monnaie hélicoptère. Un cas de transfert limité dans le temps est analysé par Kim and Lee (2020), sur un coupon du Trésor coréen offert à tous les ménages en mai 2020, mais ne pouvant être dépensé que dans de petits commerces de proximité et avant août 2020, et dont le montant variait selon la composition et lieu de résidence du ménage. En moyenne, un ménage de trois personnes a reçu l'équivalent de 799 dollars (soit 1,7 % du revenu annuel d'un ménage en 2019). Les auteurs étudient l'effet *via* un sondage représentatif auprès de 2 000 participants afin de connaître le montant qui a effectivement été dépensé et comment. Il en ressort que les ménages ont dépensé plus de 70 % du transfert, en dépenses de consommation courante principalement. La PMC sans contrainte de dépense en Corée se situerait d'ordinaire plutôt autour de 28 % (Song, 2020).

Ces études reposent sur des questionnaires plutôt que sur l'observation directe de la consommation. Cependant, cela ne met pas en péril l'inférence de ces résultats à une situation réelle. Parker et Souleles (2019) ont en effet montré que la méthode d'effets rapportés (*reported effects*), *via* sondage, produit en moyenne des estimations proches de la méthode des préférences révélées (*revealed preferences*) – *via* des expériences et quasi-expériences –, voire elle les sous-estimerait même pour les ménages modestes.

Afin d'estimer l'impact de la hausse de la consommation sur l'inflation, nous analysons l'effet un choc exogène standard de politique monétaire (i.e. sur le taux d'intérêt) sur ces deux variables. Sous hypothèse que l'inflation répond à la politique monétaire suite à l'effet de cette dernière sur la demande agrégée (consommation), nous pouvons en déduire l'impact qu'aurait un choc exogène de consommation sur l'inflation. Nous utilisons pour cela la série de choc monétaire en zone euro proposé par Kerssenfischer (2019). À partir de ces différentes estimations, nous trouvons qu'un transfert monétaire a un impact de même ampleur sur la consommation et l'inflation à un horizon d'un an (voir graphique A6 en Annexe).

En retenant l'effet d'un transfert aux ménages (prestations sociales, etc.) sur la consommation estimée dans différents travaux académiques (c'est-à-dire la propension marginale à consommer), nous estimons donc qu'un transfert monétaire de 1 point de PIB entraînerait une hausse de la consommation de 0,5 % et une hausse de l'inflation de 0,5 point.

1.2. Littérature sur les approches narratives

Une méthode plus directe consiste à modéliser – *via* un modèle VAR ou *Local Projection* – l’impact d’un choc sur l’inflation sans passer par les élasticités croisées. Il est important dans ces approches de se concentrer sur des mesures budgétaires (transferts directs ou baisses d’impôts) qui soient exogènes, à savoir dont la mise en place n’est pas liée au cycle économique. Cette approche dite narrative – ayant pour objectif de construire dans un premier temps une série exogène de choc avant d’analyser l’impact de ce choc dans un modèle – a été utilisée par de nombreux auteurs (pour une revue de cette littérature voir Ramey, 2016). Romer et Romer (2016) recensent les transferts sociaux aux États-Unis sur la période 1952-1991, et sélectionnent manuellement ceux non liés au cycle. Malheureusement, leurs données sont restreintes à ce pays, et aucun équivalent n’existe à notre connaissance en France ou dans un autre pays européen. De plus, ils montrent également que chaque transfert social est contrecarré explicitement par la politique monétaire afin d’empêcher une montée de l’inflation, ainsi empêchant l’évaluation de ses effets sur cette dernière.

À défaut de données sur les transferts sociaux, nous nous concentrons sur les chocs de mesures fiscales, dont les données sont plus nombreuses, et qui sont moins susceptibles d’être contrecarrés par la politique monétaire. L’analyse narrative a été réalisée aussi de ce côté de l’Atlantique. Entre autres, Cloyne (2013) évalue l’effet au Royaume-Uni, Hayo et Uhl (2014) en l’Allemagne, Gil *et al.* (2018) en Espagne, Pereira et Wemans (2015) au Portugal, et enfin van der Wielen (2020) fournit une estimation pour l’ensemble de la zone euro. Beaucoup de ces études intègrent l’inflation comme variable de contrôle mais ne reportent pas ce résultat, se concentrant sur l’effet sur le PIB. Cependant, van der Wielen (2020) estime qu’une expansion budgétaire d’un point de pourcentage augmente l’inflation de 0,43 % à l’horizon d’un an ; et Cloyne (2013) *op. cit.* trouve un effet d’environ 0,6 pourcent au 5^e trimestre après le choc.

2. Une estimation empirique

2.1. Modèle linéaire

Vu l’absence⁽⁴⁾ de telles données narratives françaises⁽⁴⁾ et que les effets sur l’inflation sont rarement étudiés dans celles sur les pays voisins, nous analysons dans cette seconde partie cet effet sur des données allemandes.

Nos chocs budgétaires étant exogènes, nous n’avons pas besoin de réaliser une identification structurelle dans le VAR, et privilégions donc une *Local Projection* à la Jordá (2005). En effet, à condition d’être correctement spécifiés, les deux modèles ont la même fonction de réponse (Plagborg-Møller et Wolf, 2021).

Nous étudions donc un tel choc sur l’Allemagne, d’après les données exploitées dans Hayo et Uhl (2014), mais où l’effet sur l’inflation n’est pas reporté. Ces données recensent les chocs budgétaires de 1965 à 2013⁽⁵⁾. Les auteurs codifient chaque choc en pourcentage du PIB au trimestre correspondant à la publication de la loi instituant ce choc. Ils excluent les transferts sociaux, et classent le reste en 5 catégories, dont 3 sont endogènes (*spending driven*, *countercyclical policies*, et *driven by a macroeconomic shock*) et 2 exogènes (*structural* et *consolidation*). À partir de cette liste, nous avons conservé ces derniers. Les chocs temporaires prennent leur valeur négative lorsqu’elles viennent à terme. Puisque notre intérêt porte sur l’inflation, il est nécessaire de vérifier que notre résultat n’est pas uniquement le résultat de mesures de TVA qui ont un effet direct sur le niveau des prix. C’est pourquoi nous testons également une estimation sans les mesures TVA.

Nous complétons avec les données de Monnet et Puy (2021), une série longue (trimestrielle) compilant des données du FMI de 1950 à 2019, pour le taux d’inflation et le taux de croissance, et le taux de chômage du FRED (St. Louis Fed). De manière cohérente avec les données de chocs budgétaires, les séries concernent uniquement la République fédérale d’Allemagne (RFA) avant la réunification et sont chaînées aux données postérieures en utilisant les taux de croissance. Le taux d’intérêt est le taux directeur de la Bundesbank avant 2000 puis celui de la BCE ensuite.

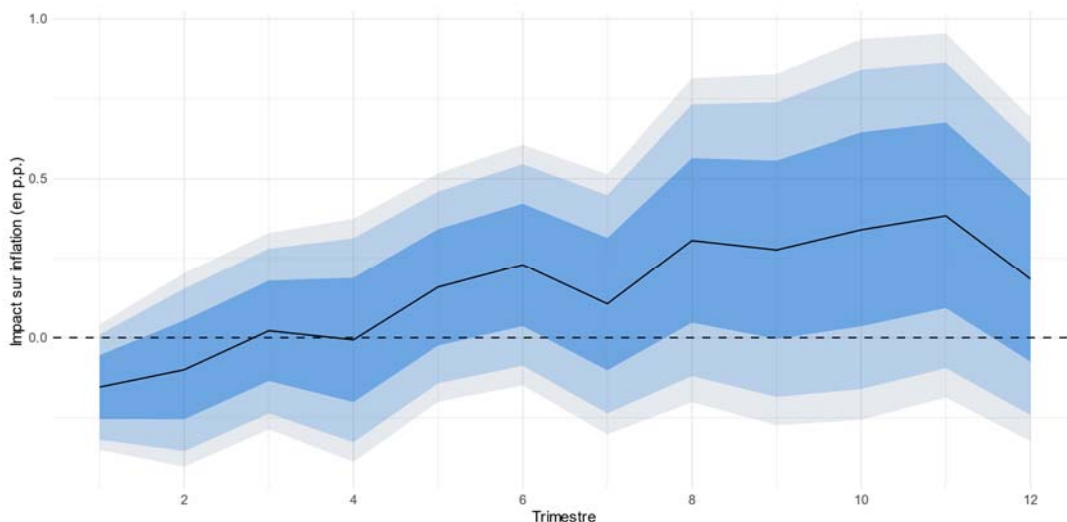
(4) Les données utilisées par van der Wielen (2020) *op. cit.*, françaises comme étrangères, sont confidentielles.

(5) Les données concernent la République fédérale d’Allemagne avant 1991, puis l’Allemagne réunifiée ensuite.

Ainsi nous estimons l'effet d'un choc budgétaire exogène sur l'inflation en contrôlant pour la croissance réelle, le chômage et le taux directeur de la Banque centrale.

Le graphique 1 présente les résultats linéaires pour l'Allemagne. Nous reportons les intervalles de confiance à 95, 90 et 68 %. D'après nos estimations, en moyenne, nous observons l'effet d'une diminution exogène des impôts d'un point de pourcentage du PIB au trimestre 0 sur l'inflation à partir du 6^e trimestre, où elle augmente de 0,22 point de pourcentage et jusque 0,36 au 11^e trimestre.

Graphique 1. Effet d'une diminution exogène de l'impôt de 1 point de PIB sur l'inflation à l'horizon de 12 trimestres en Allemagne



Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

2.2. Modèle différencié selon le cycle

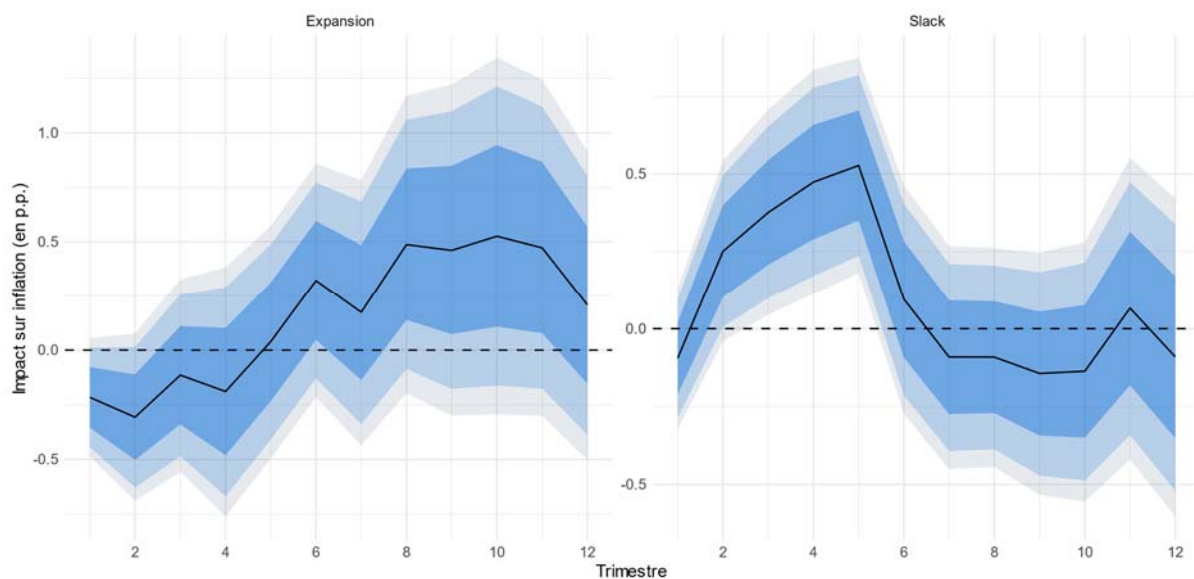
Les résultats des papiers cités précédemment et utilisant des chocs narratifs ne sont pas nécessairement extrapolables à la situation actuelle. Premièrement, les données utilisées sont souvent anciennes, et certains auteurs ont montré que les résultats reposaient en grande partie sur les chocs des années 1970 et 1980⁽⁶⁾. Deuxièmement, on peut se demander quel serait l'effet dans une période comme celle que nous connaissons, caractérisée par des taux d'intérêt très bas. Dans la conjoncture actuelle, un choc inattendu – par exemple un transfert *via* monnaie hélicoptère – pourrait avoir un impact très différent en fonction du cycle économique et de l'épargne des agents. De plus, en bas de cycle, il est possible que la politique monétaire vienne moins contrecarrer le choc budgétaire (tout comme pour la monnaie hélicoptère).

Nous testons donc ce modèle dans deux états différents de l'économie. En effet, la théorie (néokeynésienne) montre que l'effet inflationniste d'une expansion budgétaire est nul si l'économie est en état stationnaire, c'est-à-dire si la croissance potentielle est nulle. La croissance potentielle étant non observable, nous suivons Auerbach et Gorodnichenko (2012) en prenant l'hypothèse que l'économie croît 80 % à son potentiel, et 20 % en deçà. Nous prenons les valeurs historiques de croissance allemande et qualifions le quintile le plus bas de période de ralentissement (soit une croissance inférieure au potentiel) et, le reste, une période d'expansion. Sur cette définition du cycle, nous différencions l'effet du choc budgétaire sur l'inflation.

Le graphique 2 présente les résultats pour l'Allemagne dans ces deux états du cycle.

(6) Nous analysons aussi en annexe l'effet du choc sur l'inflation en restreignant la période à partir de 1975, ce qui a pour effet de tempérer l'effet inflationniste de l'expansion budgétaire.

Graphique 2. Effet d'une diminution exogène des impôts sur l'inflation en Allemagne, selon l'état de l'économie, à l'horizon de 12 trimestres



Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Nous identifions un effet initial bien plus fort d'un choc en période de ralentissement. Une diminution exogène des impôts d'un point de pourcentage entraînerait une hausse de l'inflation de 0,5 point à un horizon de six mois. Cependant, elle retombe autour de zéro après le 6^e trimestre. L'estimation en période d'expansion a aussi un effet inflationniste similaire au modèle linéaire, jusque 0,5 au 10^e trimestre. Cette estimation se rapproche des résultats de la littérature (Cloyne, 2013 ; van der Wielen, 2020) sur les chocs fiscaux en Angleterre et en zone euro. Comparée à une monnaie hélicoptère, cette estimation peut être considérée comme une borne basse, puisque l'effet inflationniste d'un tel choc budgétaire peut être en partie absorbé par des importations. Or, une monnaie hélicoptère est équivalente à un tel choc budgétaire, mais coordonné entre tous les pays de la zone, donc avec peu d'effet de fuite à l'import.

Conclusion

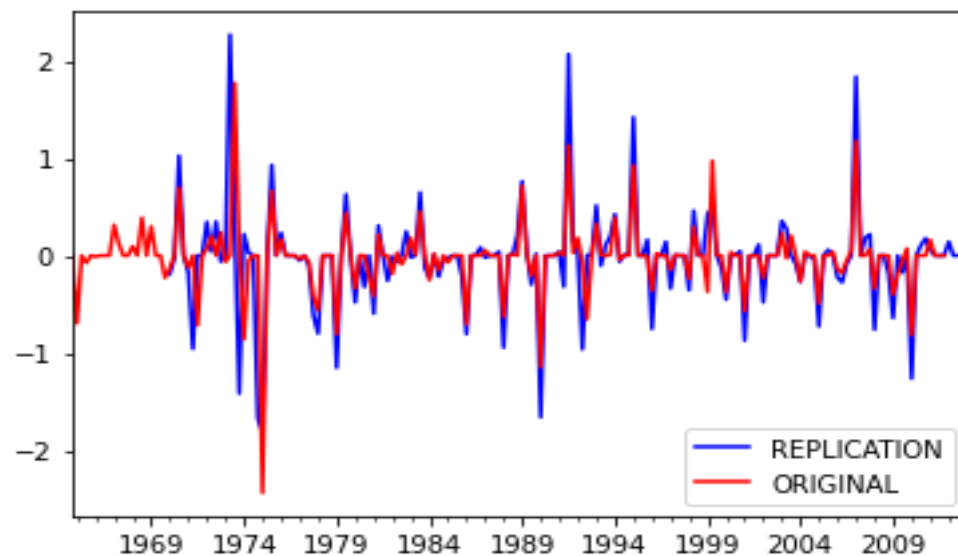
Bien que ce travail ait de nombreuses limites, l'ensemble de nos approches (élasticités, analyse de la littérature et modélisation) nous permettent d'estimer qu'un transfert budgétaire de 2 points de PIB *via* la monnaie hélicoptère permettrait à la BCE d'atteindre sa cible en augmentant l'inflation en zone euro d'environ 1 point. L'impact sur l'inflation serait naturellement très dépendant de la crédibilité de la BCE et de la coordination avec la politique budgétaire des pays membres de la zone, ce qui est souligné et développé dans Martin, Monnet et Ragot (2021) *op. cit.* Un scénario d'impact sur le taux de change plutôt que sur le taux d'inflation n'est pas totalement à écarter, bien que cela ne soit pas celui que nous privilégions.

Si « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », et même sans croire totalement à la théorie quantitative de la monnaie, il nous semble qu'il existe nécessairement un niveau de transfert permettant à la BCE d'atteindre sa cible. Nous proposons ainsi une estimation que nous pensons conservatrice ; le montant de transfert pouvant être augmenté par la suite. Il s'agirait de mener une expérimentation, dont la durée et le montant varierait afin de déterminer comment au mieux et au plus rapidement remonter l'inflation à un niveau proche de 2 %.

De par son caractère inédit, l'impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation est difficile à estimer avec précision. Cependant, notre analyse de la littérature, la prise en compte des élasticités transfert/consommation, ainsi que notre analyse empirique tendent à confirmer un effet positif, bien que limité, d'un choc sur l'inflation. Dans les trois cas, les ordres de grandeur sont proches : un transfert de 1 point de PIB entraîne une hausse de l'inflation d'environ 0,5 point. Dans cette relation, les anticipations joueront un rôle clef, d'où l'importance de la crédibilité de la BCE dans sa mise en œuvre de cette politique. Néanmoins, le scénario d'hyperinflation – souvent présenté par les détracteurs de la monnaie hélicoptère – n'est pas conforté par les différents travaux existants.

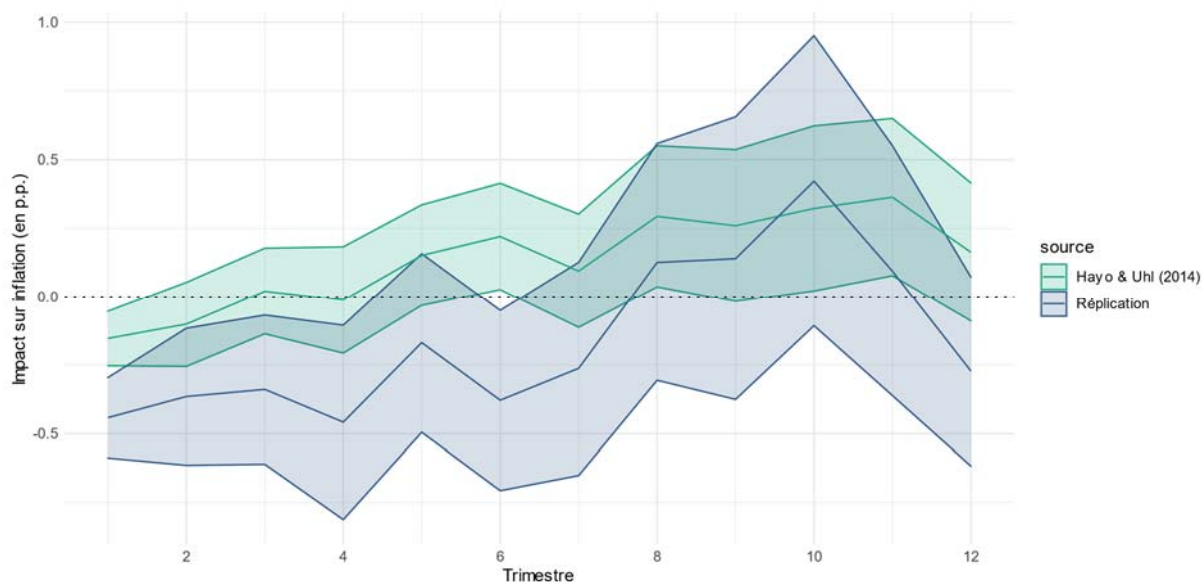
Annexe

Graphique A1. Choc identifié dans Hayo et Uhl et choc reconstruit à partir du fichier de référence en supprimant les chocs de TVA et en gardant uniquement les mesures C et S



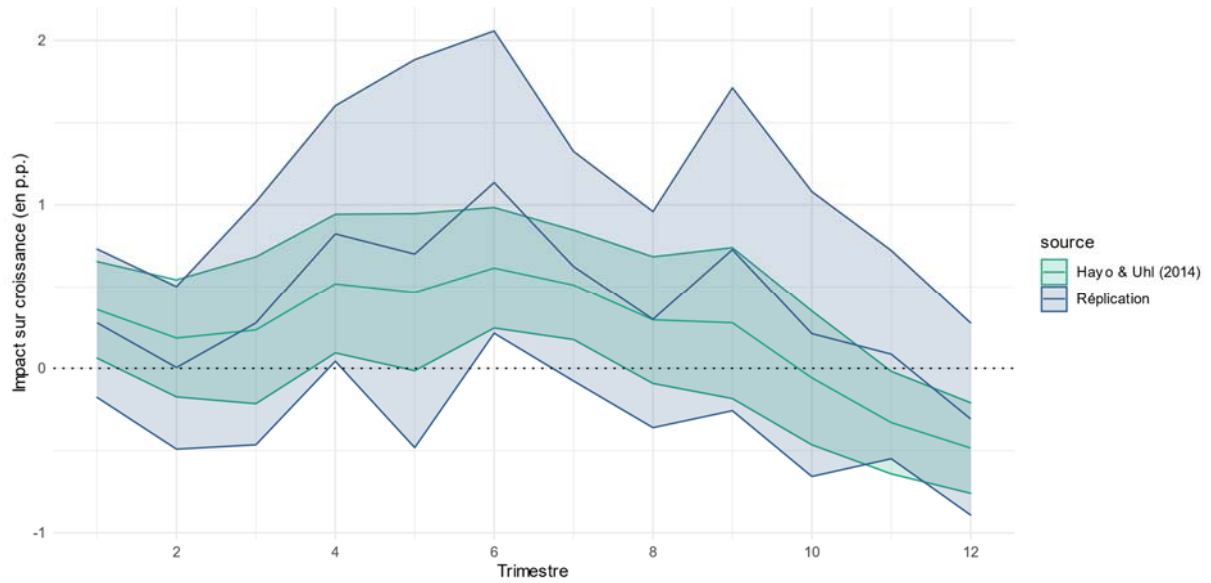
Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Graphique A2. Comparaison de l'effet d'une diminution exogène d'impôt de 1 point de PIB sur l'inflation



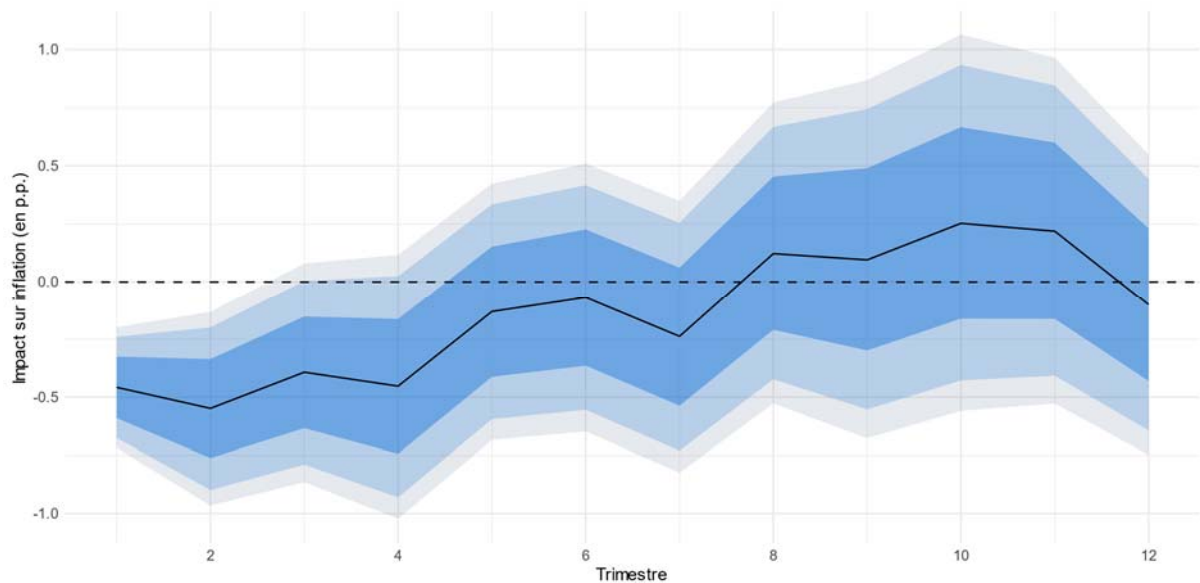
Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Graphique A3. Comparaison de l'effet d'une diminution exogène d'impôt de 1 point de PIB sur la croissance



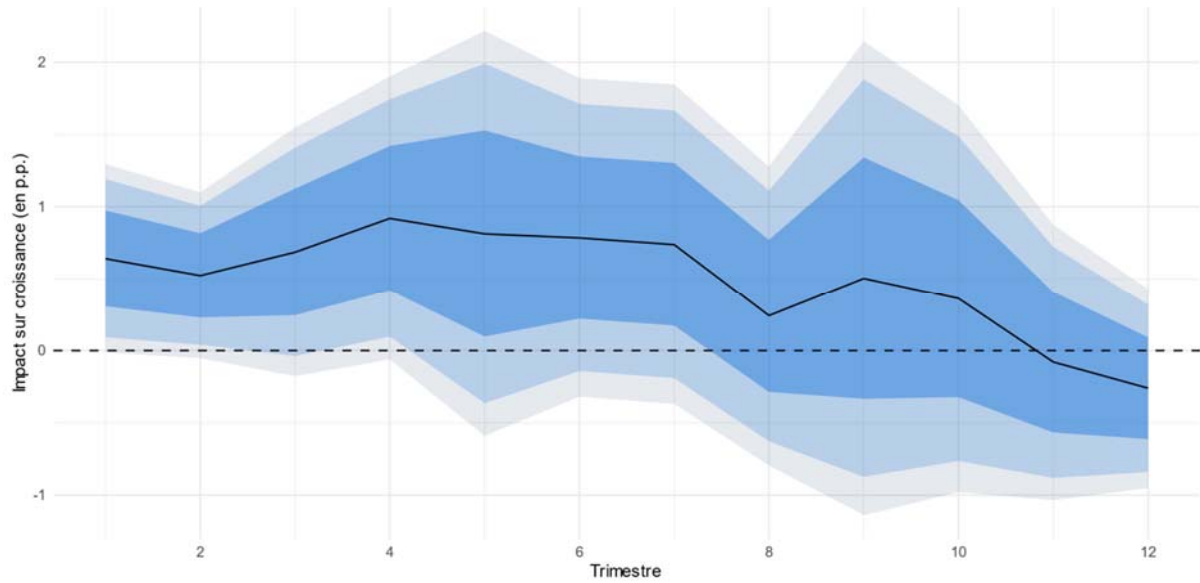
Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Graphique A4. Effet d'une augmentation exogène d'impôt de 1 point de PIB sur l'inflation, période restreinte à 1975-2013



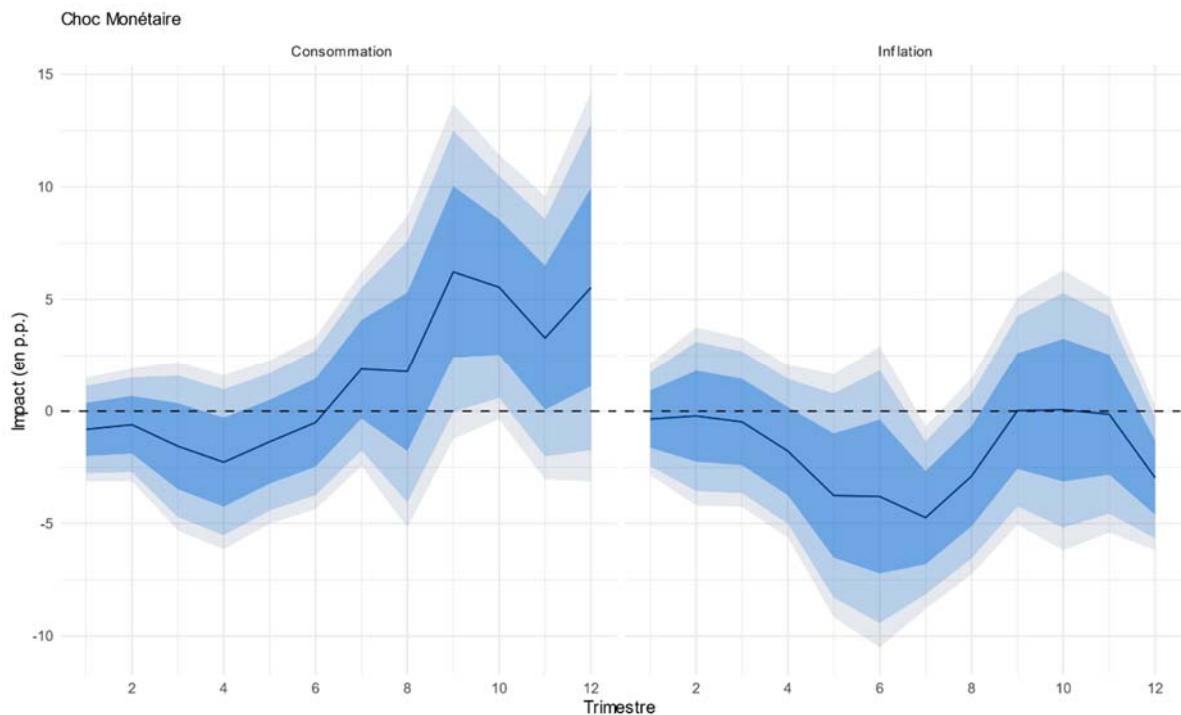
Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Graphique A5. Effet d'une augmentation exogène d'impôt de 1 point de PIB sur la croissance, période restreinte à 1975-2013



Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

Graphique A6. Effet d'une augmentation exogène du taux de la BCE sur la consommation et l'inflation



Source : Auteurs à partir des données de Kerssenfischer (2019).

Références bibliographiques

Auerbach A.J. et Y. Gorodnichenko (2012) : « Measuring the Output Responses to Fiscal Policy », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n° 2.

Carroll C., J. Slacalek, K. Tokuda et M.N. White (2017) : « The Distribution of Wealth and the Marginal Propensity to Consume », *Quantitative Economics*, vol. 8, n° 3.

Cloyne J. (2013) : « Discretionary Tax Changes and the Macroeconomy: New Narrative Evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4.

de Castro Fernández F. et P. Hernández de Cos (2006) : « The Economic Effects of Exogenous Fiscal Shocks in Spain: A SVAR Approach », *ECB Working Paper*, n° 647.

Djuric B.U. et M. Neugart (2021) : « Helicopter Money: Survey Evidence on Expectation Formation and Consumption Behaviour », *Oxford Economic Papers*, vol. 73, n° 1.

Drescher K., P. Fessler et P. Lindner (2020) : « Helicopter Money in Europe: New Evidence on the Marginal Propensity to Consume Across European Households », *Economics Letters*, n° 195.

Gil P., F. Martí, R. Morris, J.J. Pérez et R. Ramos (2019) : « The Output Effects of Tax Changes: Narrative Evidence from Spain », *Springer Link SERIES*, vol. 10, n° 1-23.

Gross T., M.J. Notowidigdo et J. Wang (2020) : « The Marginal Propensity to Consume over the Business Cycle », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n° 2.

Hayo B. et M. Uhl (2014) : « The Macroeconomic Effects of Legislated Tax Changes in Germany » *Oxford Economic Papers*, vol. 66.

Jappelli T. et L. Pistaferri (2014) : « Fiscal Policy and MPC Heterogeneity », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4.

Jordá O. (2005) : « Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1.

Kerssenfischer M. (2019) : « Information Effects of Euro Area Monetary Policy: New Evidence from High-Frequency Futures Data », *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n° 07/2019.

Kim M.J. et S. Lee (2020) : « Can Stimulus Checks Boost an Economy under COVID-19? Evidence from South Korea », *IZA Discussion Paper*, n° 13567.

Martin P., E. Monnet et X. Ragot (2021) : « Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? », *Note du CAE*, n° 65, juin.

Monnet E. et D. Puy (2021) : « One Ring to Rule Them All? New Evidence on World Cycles ». *CEPR Discussion Paper*, n° DP15958.

- Parker J., N. Souleles, N. Johnson et R. McClelland (2019) : « Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008 », *American Economic Review*, vol. 103, n° 6.
- Pereira M.C. et L. Wemans (2015) : « Output Effects of a Measure of Tax Shocks Based on Changes in Legislation for Portugal », *Hacienda Pública Española*, vol. 215, n° 4, janvier.
- Plagborg-Møller M. et C.K. Wolf (2021) : « Local Projections and VARs Estimate the Same Impulse Responses », *Econometrica*, vol. 89, n° 2.
- Ramey V. (2016) : « Macroeconomic Shocks and their Propagation. », *Handbook of Macroeconomics*, n° 2.
- Ramey V.A. (2011) : « Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1.
- Romer C.D. et D.H. Romer (2016) : « Transfer Payments and the Macroeconomy: The Effects of Social Security Benefit Increases, 1952-1991 », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n° 4.
- Rooij M.V. et J. de Haan (2019) : « Would Helicopter Money Be Spent? New Evidence for the Netherlands », *Applied Economics*, vol. 51, n° 58.
- Song Sy (2020) : « Leverage, Hand-to-Mouth Households, and Heterogeneity of the Marginal Propensity to Consume: Evidence from South Korea », *Review of Economics of the Household*, vol. 18, n° 4.
- van der Wielen W. (2020) : « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Evidence Using Real-Time Data for the European Union », *Economic Modelling*, vol. 90.