

153

REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION EUROPE
FINANCES RÉGULATIONS N° 153
1^{er} TRIMESTRE 2024

LES INFLATIONS

Histoires d'inflations

Inflations : des différences entre les pays et les catégories de revenus

Les approches explicatives des inflations

Quelles voies de retour vers la stabilité ?

• **Chronique d'histoire financière**

Compter les brevets au fil de la longue durée

• **Finance et littérature**

*Thomas Mann et les désillusions
du progrès*

• **Article divers**

*Dupuit, Colson et les débuts
de la SNCF : la voie vers le yield
management*

ASSOCIATION EUROPE-FINANCES-RÉGULATIONS

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 3 août 2023 (J.O. du 22 août 2023)

Siège social : 58 rue de Lisbonne, 75008 Paris

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Akeance Consulting, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France - ACPR, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, BlackRock France, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, CCR, Citadel asset management, Citigroup, CNP Assurances, Covéa, Crédit mutuel alliance fédérale, Crédit mutuel Arkea, Direction générale du Trésor, EDF, Engie, Euroclear, Euronext, Gide Loyrette Nouel, HSBC, KPMG, La Banque Postale, LCH SA, Linklaters LLP, Mazars, Moody's, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Onepoint, Paris Europlace, Promontory, PWC France, Scor, Société Générale, Sopra Steria Next, Viel & Cie.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Présidente : Pervenche Berès

Conseiller spécial de la Présidente : Édouard-François de Lencquesaing

Personnalités qualifiées : Benoît Coeuré et Didier Valet

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France - ACPR, Paris Europlace

Membres administrateurs : Amundi, Axa, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, Covéa, EDF, Engie, Euronext, Mazars, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Société Générale

En qualité de censeur : Direction générale du Trésor

Délégués généraux de l'Association : Michel Cojean et Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Sylvie Miet

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Marie-Anne Barbat-Layani, *Présidente, Autorité des marchés financiers*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Afif Chelbi, *Président, Comité des Risques, Banque internationale arabe de Tunisie*

Benoît Coeuré, *Président, Autorité de la concurrence*

Bertrand Dumont, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gannier, *Président, Finance Innovation*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-Commission européenne*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Elyès Jouini, *Professeur, Université Paris-Dauphine*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Leibniz Institute for Financial Research SAFE,*

Center for Financial Studies, Université de Harvard

Benoît de La Chapelle-Bizot, *Directeur des Affaires publiques, Groupe BPCE*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des normes comptables*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Odile Renaud-Basso, *Présidente, BERD*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

INFLATION ET POUVOIR DE MARCHÉ DES ENTREPRISES : LEÇONS DES CRISES RÉCENTES

BENOÎT CŒURÉ*

« **Q**uand les faits changent, je change d'avis, et vous Monsieur ? », aurait lancé John Maynard Keynes après la crise de 1929. À son tour, la crise inflationniste du début des années 2020 a forcé les économistes à revisiter leurs idées reçues sur les déterminants de l'inflation.

249

Dans les années 2010, l'inflation avait été faible ou très faible dans les économies développées, forçant les banques centrales à déployer des instruments nouveaux : achats massifs de titres publics et privés, prêts conditionnels, taux d'intérêt négatifs. Les économistes attribuaient cette faiblesse, pour l'essentiel¹, à des mécanismes macroéconomiques, comme la baisse tendancielle du taux d'intérêt naturel, la faiblesse des mécanismes de transmission de l'activité économique aux prix, ou encore des facteurs internationaux et, dans la zone euro, des crises à répétition.

Par contraste, l'envolée des prix après le double choc du confinement et de la guerre en Ukraine avait, de toute évidence, des causes microéconomiques : hausse des prix du pétrole et du gaz, offre de services limitée par les confinements, dislocation des chaînes de production mondiales. Habitué à regarder du côté de la demande, les macroéconomistes ont dû tourner les yeux du côté de l'offre. Pour rendre compte de la transmission des chocs de prix, il fallait une approche

* Président, Autorité de la concurrence. Contact : bureau.presidence@autoritedelaconcurrence.fr.

Cet article a pour origines l'intervention du 28 septembre 2023, à l'invitation du Breizh Macro Club, à la Faculté de sciences économiques de l'Université de Rennes, et la discussion du Comité de concurrence de l'OCDE le 30 novembre 2022. L'auteur remercie Agnès Bénassy-Quéré pour ses commentaires. Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que l'auteur.

sectorielle, rendant compte de l'intensité des contraintes d'offre et de la nature du mix énergétique dans chaque secteur d'activité, voire dans les entreprises. Et comme il ne faut jamais gâcher une bonne crise, les économistes ont fait progresser des programmes de recherche importants, visant à rendre plus granulaire la description théorique de l'économie en présence de frictions de tous genres (Baqaei et Farhi, 2021) ou à intégrer l'observation de l'économie en temps réel à l'analyse macroéconomique².

Un volet de cette réflexion a suscité un intérêt particulier de l'opinion publique et des décideurs économiques. Il met en jeu le comportement des entreprises pendant la double crise de la pandémie de Covid-19 et de l'énergie, et leur part de responsabilité dans l'envolée de l'inflation. En augmentant rapidement leurs prix de vente et en gonflant leurs profits pendant ces deux crises, les entreprises auraient contribué à la propagation, voire à l'amplification, du choc d'inflation. Né de l'observation de profits importants dans certains secteurs, ce débat s'est développé aux États-Unis sous le mot-valise de *greedflation* (« cupide-flation »), de *seller's inflation* (inflation des vendeurs) ou de *profitflation*, avant de gagner l'Europe, où l'on parle plutôt de « boucle prix-profits » par parallélisme avec la « boucle prix-salaires » des manuels d'économie.

250

Dans le reste de cet article, j'examinerai les arguments empiriques qui plaident en faveur de cette thèse en Europe et aux États-Unis, avant de la replacer dans le contexte plus général de la négociation entre salariés et détenteurs du capital, puis d'en tirer les conséquences pour la conception des politiques de lutte contre l'inflation, avec une attention particulière pour le rôle de la politique de concurrence.

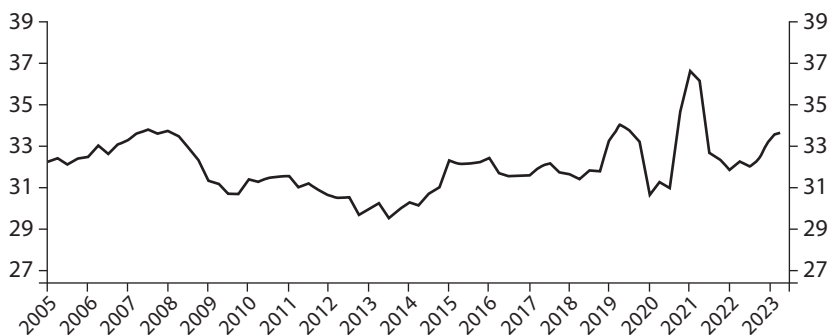
LA HAUSSE DU TAUX DE MARGE DES ENTREPRISES APRÈS LA PANDÉMIE ET LA CRISE ÉNERGÉTIQUE

Au niveau macroéconomique, le taux de marge rapporte l'excédent brut d'exploitation des entreprises à leur valeur ajoutée, et mesure donc la part de cette dernière qui rémunère le capital. Il est à distinguer de la définition microéconomique de la marge des entreprises, qui rapporte leur prix de vente à leur coût marginal sur un marché donné et correspond au *markup* des modèles théoriques. Selon l'Insee, le taux de marge des sociétés non financières françaises s'était replié vers 31 %, après les mesures de soutien face à la pandémie. Il a crû de près de deux points entre le début de 2021 et le milieu de 2023 pour dépasser 33 % (cf. graphique 1 *infra*).

Cette hausse appelle plusieurs commentaires. D'abord, elle est à relativiser fortement dans une perspective historique. Comme le montre le graphique 1 (*infra*), en dehors des chocs temporaires de la

pandémie en 2020-2021 et du remplacement, en 2019, du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi par un allègement de cotisations sociales à la charge des employeurs, le taux de marge des sociétés non financières françaises fluctue depuis vingt ans dans une bande assez étroite. Ensuite, la hausse a été très variable selon les secteurs d'activité. En particulier, les profits des industries agroalimentaires ont rebondi de 50 % en 2022, leur taux de marge revenant à son niveau de 2019, alors qu'il s'était replié de plus de 4 points en 2021 sous l'effet de la hausse du coût des intrants (Inspection générale des finances, 2023).

Graphique 1
Taux de marge des sociétés non financières (en % de la valeur ajoutée)



Source : Insee.

Les causes de cette hausse ont pu être multiples. Comme le montre la décomposition comptable ci-dessous (on reste pour le moment au niveau macroéconomique), une hausse du taux de marge peut être expliquée par une hausse de la productivité du travail, par une amélioration des termes de l'échange, par une baisse du coût réel du travail, ou encore par une baisse des impôts de production nets des subventions reçues :

$$TM = \frac{P_Y Y - wL - (T + S)}{P_Y Y} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{w}{P_C} \frac{P_C}{P_Y} - \frac{T + S}{P_Y Y}$$

Taux de marge = 1 - (1/productivité du travail) ×
(salaire réel) × (termes de l'échange) -
(impôts de production nets des subventions/valeur ajoutée)

où Y désigne la valeur ajoutée en volume, L l'emploi, w le salaire, T les impôts de production en valeur, S les subventions aux entreprises en valeur, P_c et P_Y les prix de la consommation et de la valeur ajoutée.

Sur la période considérée, les subventions aux entreprises étaient plutôt en repli au sortir des dispositifs de soutien face à la pandémie, et les termes de l'échange ont subi le choc négatif de la hausse de la facture

énergétique. Le fait que les entreprises aient pu, dans leur ensemble, accroître leur taux de marge dans un tel environnement montre que les salaires ne se sont ajustés qu'avec retard et qu'elles ont pu répercuter la hausse du coût des intrants, au moins temporairement, sur leurs prix de vente, voire les augmenter plus que leurs coûts. C'est ce comportement qui est au cœur de la « boucle prix-profits ».

POUVOIR DE MARCHÉ ET TRANSMISSION DES CHOCS DE COÛT : MÉCANISMES THÉORIQUES

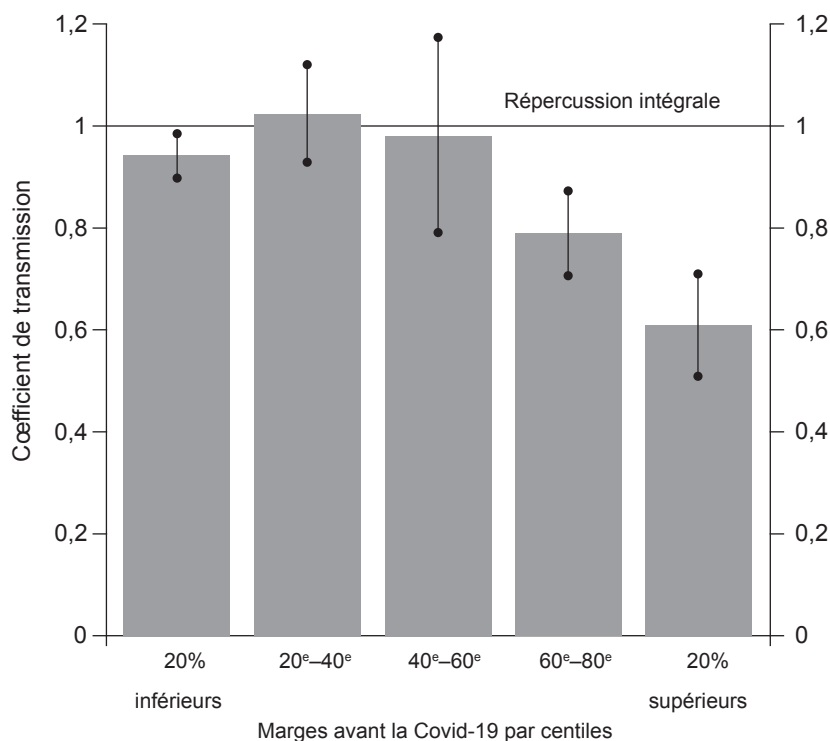
Une élasticité, plus forte qu'à l'habitude, des prix de vente des entreprises peut s'expliquer de diverses manières. Les consommateurs impatientes de rattraper la consommation perdue pendant la pandémie, et qui avaient constitué un coussin d'épargne pendant cette période, ont pu se montrer moins regardants sur les prix. De multiples contraintes ont limité la production de biens et de services : contraintes sanitaires, puis pénurie de matières premières, files d'attente dans les ports, etc. Dans ce contexte de pénurie, les entreprises restées présentes sur un marché ont pu augmenter leurs prix au-delà de la hausse des coûts. Dans les secteurs où la demande est servie par un nombre limité d'entreprises, celles-ci ont bénéficié d'un pouvoir de marché renforcé. Enfin, on ne peut exclure que l'inflation élevée ait facilité des comportements de collusion tacite, voire de collusion active sanctionnée par le droit de la concurrence – j'y reviendrai plus loin.

252

Le lien entre pouvoir de marché des entreprises et transmission des chocs de coût mérite que l'on s'y attarde. Que nous dit la théorie ? La concurrence parfaite est une référence utile, même si elle n'existe pas en réalité. En concurrence parfaite, les entreprises font des profits nuls, facturent leur coût marginal et transmettent donc intégralement tout choc de coût. En concurrence monopolistique, le prix de vente est plus élevé, car il intègre un taux de marge en fonction du pouvoir de marché de l'entreprise. Si la marge est constante, les chocs sont intégralement transmis – mais l'existence de cette marge peut permettre à l'entreprise de les absorber temporairement. Pour résumer, on s'attend à ce que des entreprises puissantes sur un marché facturent des prix en moyenne plus élevés, mais à ce qu'elles aient également une plus grande capacité à absorber des chocs temporaires comme celui de 2021-2022.

Une étude du FMI (Fonds monétaire international) sur données d'entreprises américaines confirme largement ce raisonnement (FMI, 2022). Les auteurs mettent en évidence une relation globalement décroissante entre taux de marge pré-Covid et intensité de la transmission du choc de coût de 2019-2021, à l'exception notable des entreprises du premier quintile de taux de marge, où le coefficient de transmission est un peu plus faible (cf. graphique 2 *infra*)³.

Graphique 2
Coefficient de répercussion des coûts de production
sur les prix en 2019-2021
 [en fonction du taux de marge des entreprises ; en %]



253

Source : FMI (2022).

Cependant, Bräuning *et al.* (2022) trouvent que la concentration accrue de l'économie américaine entre 2005 et 2018⁴ aurait conduit à une transmission plus forte des coûts aux prix. De même, dans le cas français, Arquíe et Thie (2023) ont trouvé que la hausse du prix de l'énergie en 2021 avait été répercutée plus fortement sur les prix de vente dans les industries, dont les marges étaient initialement les plus élevées. Dans l'industrie agroalimentaire, les entreprises auraient répercuté jusqu'à 117 % du choc initial⁵.

Ces résultats semblent incohérents, mais les économistes ont de bonnes excuses. Les taux de marge sont très hétérogènes entre secteurs et à l'intérieur des secteurs. L'étude d'Arquíe et Thie, par exemple, se limite à l'industrie manufacturière, où la hausse des profits a été plus importante en 2022. L'impact du pouvoir de marché sur le niveau des prix est, en principe, une relation de long terme, difficile à distinguer de son impact sur leurs variations. Il faut également noter la difficulté

conceptuelle et empirique que soulève la mesure du pouvoir de marché. À un niveau macroéconomique ou sectoriel, l'indicateur disponible est le rapport entre excédent brut d'exploitation et valeur ajoutée (cf. *supra*), mais sur des données individuelles d'entreprise, on cherche plutôt à observer directement la marge que l'entreprise applique à ses coûts⁶.

Ensuite, comme mentionné plus haut, une capacité de production contrainte localement (par exemple, pendant le confinement) ou au niveau international (par exemple, du fait du désordre dans le transport maritime) justifie des prix plus élevés, toutes choses égales par ailleurs. Comin *et al.* (2023) expliquent ainsi la moitié de la hausse de l'inflation, aux États-Unis en 2021-2022, par les ruptures de chaînes de production. D'autres mécanismes encore ont pu agir, comme des entreprises augmentant leurs prix pour constituer une épargne de précaution face à des perspectives plus incertaines.

Enfin, l'interaction des différents marchés est plus complexe que ne le suggère une approche purement macroéconomique. Imaginons, par exemple, une entreprise dont le pouvoir de négociation est élevé à l'achat sur le marché en amont, vis-à-vis de ses fournisseurs, mais faible à la vente sur le marché en aval, face à ses clients. Le premier facteur limite l'ampleur du choc de coût qu'elle subit, mais le second limite sa capacité à le répercuter. Autre exemple, une entreprise peut exploiter son pouvoir de marché sur certains produits pour maintenir des prix bas sur d'autres. Tout cela milite pour une compréhension la plus désagrégée possible des évolutions de 2021-2023, et pour ne pas généraliser l'observation, très médiatisée, des quelques entreprises des secteurs de l'énergie ou du transport maritime dont les profits se sont envolés.

254

LA « BOUCLE PRIX-PROFITS » : FANTASME OU RÉALITÉ ?

L'impact sur les prix d'une hausse du taux de marge des entreprises peut être mesuré de manière simple en inversant la définition du taux de marge, indiquée plus haut, et en identifiant les contributions relatives à l'évolution du prix de vente des profits mesurés en valeur, des coûts salariaux et des impôts en valeur nets des subventions, tous mesurés par unité de production :

$$P_Y = P_Y TM + \frac{wL}{Y} + \frac{T - S}{Y}$$

Prix de la valeur ajoutée = profit unitaire en valeur + coût salarial unitaire + impôts de production unitaires nets des subventions

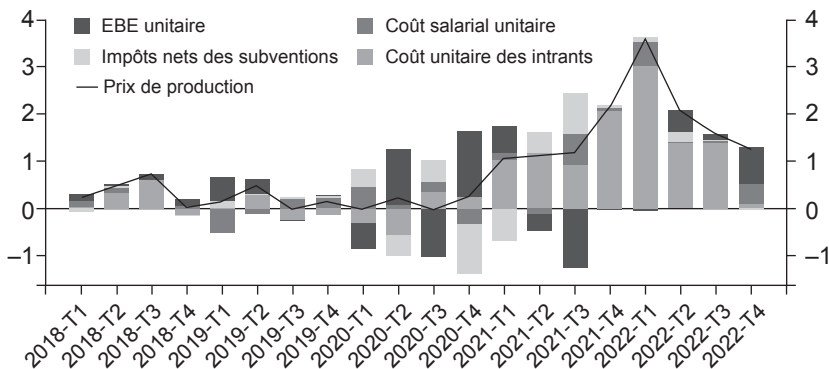
Qu'en a-t-il été dans les faits ? Aux États-Unis, le constat diffère selon les périodes, les champs d'activité et la méthodologie employée. Le redressement des profits unitaires aurait expliqué 40 % de la hausse du déflateur du PIB américain entre 2019 et 2021 selon le FMI (2022), mais seulement un quart entre 2021 et 2022 selon Gerinovics et Metelli (2023).

Dans la zone euro, une étude de la Banque centrale européenne (BCE) a eu un fort retentissement et a nourri le débat public sur la « boucle prix-profit ». Selon Arce *et al.* (2023), les profits unitaires auraient contribué, à hauteur des deux tiers, à la hausse du prix de la valeur ajoutée dans la zone euro entre la fin de 2021 et la fin de 2022, alors que cette contribution avait été d'un tiers seulement en moyenne historique. Avec la même méthodologie, la Commission européenne (2023) a constaté de forts écarts entre pays. La contribution des profits unitaires serait plus faible que la moyenne européenne en France, beaucoup plus forte en Espagne.

Au Royaume-Uni, les contributions du profit unitaire et du coût salarial unitaire semblent avoir été du même ordre (Haskel, 2023). En France, la contribution du profit unitaire à l'inflation aurait même été inférieure à celle du coût salarial unitaire au second semestre 2022, alors qu'elle était supérieure dans la zone euro (Bénassy-Quéré, 2023). De fait, en dehors de l'industrie agroalimentaire où le profit unitaire s'est fortement redressé en 2022 (cf. *supra*), le graphique 3 (*infra*) montre que l'EBE (excédent brut d'exploitation) unitaire des branches marchandes non agricoles françaises s'est certes redressé à partir du deuxième trimestre 2022, mais que sa contribution à la hausse du prix de production est restée limitée par rapport à la hausse du coût des intrants.

255

Graphique 3
Contributions au prix de production des branches marchandes non agricoles en France (variations trimestrielles en %)



Source : Insee.

Il n'a pas échappé au lecteur attentif que l'on s'est centré, jusqu'à présent, sur le prix de la valeur ajoutée et non sur le prix de la consommation, or celui-ci a été plus affecté en Europe qu'aux États-Unis par les importations d'énergie. D'autres critiques méthodologiques ont pu être faites à l'approche fondée sur la contribution des profits unitaires au prix de la valeur ajoutée⁷. D'abord, cette décomposition est comptable et ne dit rien de la dynamique de transmission des chocs. Ensuite, elle peut être affectée par un « effet cyclique » et un « effet de composition ». « Effet cyclique » : le taux de marge se redresse toujours en phase de reprise, du fait du délai de réaction de l'emploi et des salaires à l'activité. Il était donc normal qu'il se redresse au sortir de la pandémie et, de fait, et même s'il est trop tôt pour conclure, les chiffres pour 2023 et les prévisions ultérieures montrent un début de rééquilibrage des profits vers les salaires. « Effet de composition » : une reprise du marché du travail davantage tirée par les créations d'emplois que par la hausse des salaires, comme cela a été le cas en France en 2022, entraîne mécaniquement une contribution faible des salaires unitaires.

Au total, la « boucle prix-profits » semble donc avoir été un phénomène temporaire, européen plus qu'américain, et relativement moins marqué en France que dans d'autres économies européennes. Il est vrai que la situation macroéconomique initiale était fort différente aux États-Unis et en Europe : d'une part, le choc de termes de l'échange a été positif aux États-Unis, pays exportateur net d'énergie, et, d'autre part, le marché du travail y était beaucoup plus tendu et les salaires, par conséquent, plus dynamiques. En 2024 et au-delà, alors que les prix de l'énergie se normalisent, que les salaires accélèrent et que l'inflation revient progressivement vers son étirage de 2 %, il conviendra de suivre avec attention la normalisation des taux de marge des entreprises, et d'éviter d'éventuelles rigidités à la baisse qui contribueraient à entretenir une inflation élevée.

UN RAPPORT DE FORCE DE PLUS EN PLUS FAVORABLE AU CAPITAL ?

Le débat sur la « boucle prix-profits » peut être replacé dans le contexte plus large de la réflexion sur le rapport de force entre travail et capital, tendancielle et au cours du cycle macroéconomique. Sans contester l'origine macroéconomique de l'inflation (que cette origine soit ou non monétaire n'est pas le sujet de cet article), le conflit d'intérêts entre salariés et détenteurs du capital peut les conduire à chercher à protéger leurs revenus, les uns en augmentant les salaires et les autres en augmentant les prix, avec pour résultat d'entretenir, voire d'amplifier, l'inflation. En son temps, les économistes post-marxistes avaient analysé cette guerre

d'usure (Kalecki, 1954), de même – avec des prémisses théoriques fort différentes – que les nouveaux keynésiens. Le modèle WS-PS enseigné dans tous les cycles d'économie (Cahuc et Zylberberg, 1999) n'inscrit-il pas la détermination du chômage d'équilibre dans un marchandage de Nash entre syndicats et entreprises ?

La négociation entre travail et capital est apparue en filigrane des discussions récentes sur la « boucle prix-profits », comme en témoigne le titre de l'étude de la BCE déjà citée : « Comment un prêté pour un rendu en matière d'inflation peut appauvrir tout le monde ». Lorenzoni et Werning (2023) en ont proposé une modélisation théorique au goût du jour sous un titre plus brutal : « L'inflation est un conflit ».

On peut, dès lors, se demander si l'épisode récent d'inflation ne se distinguerait pas des précédents non seulement par la nature du choc, mais également parce que le pouvoir de négociation relatif des salariés et des détenteurs du capital a progressivement changé. Certaines évolutions tendancielle plaident en ce sens.

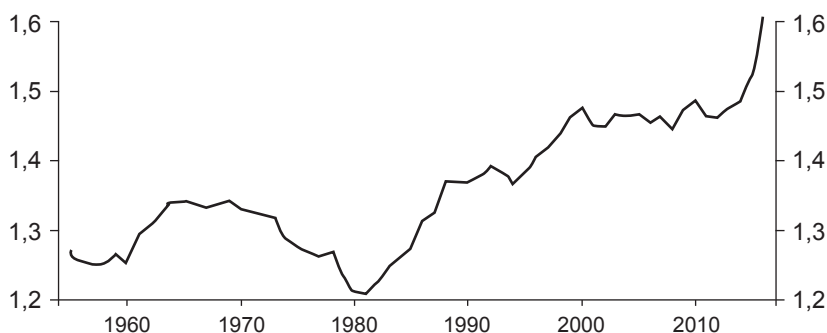
D'abord, pendant toute la décennie 2010, l'inflation basse a été attribuée en partie à la faiblesse des revendications salariales, en dépit d'un taux de chômage supérieur à son niveau d'équilibre. Aux États-Unis comme en Europe, la courbe de Philips, qui relie le taux de chômage (ou l'insuffisance de demande) aux variations des salaires, était trop plate. Les explications étaient variées : baisse tendancielle de la représentation syndicale ; désinflation importée des pays émergents à bas salaire ; substitution entre capital et travail peu qualifié sous la pression des nouvelles technologies ; dans la zone euro, excédent des transactions courantes, etc. Même si l'on ne peut pas exclure que la courbe de Philips soit non linéaire et que les revendications salariales accélèrent en deçà d'un certain niveau du taux de chômage, les causes structurelles de la faiblesse des revendications salariales sont amenées à durer, voire à s'amplifier – on peut penser au débat qui se développe sur l'impact de l'intelligence artificielle sur l'emploi. En outre, le lien entre hausse des salaires et hausse des prix, que macroéconomistes et banquiers centraux tiennent pour acquis, se révèle souvent étonnamment faible empiriquement (Eser *et al.*, 2020). L'ensemble de ces facteurs a pu renforcer le rôle des entreprises (par opposition à celui des salariés) dans la dynamique de l'inflation.

DU MACRO AU MICRO : UNE CONCENTRATION CROISSANTE DE LA PRODUCTION

La décennie 2010 a été marquée par une concentration croissante de l'activité dans les économies développées. Philippon (2022) en a fait la démonstration aux États-Unis et l'a attribuée à la faiblesse de la politique

de concurrence jusqu'au tournant de l'administration Biden. On sait aussi qu'à l'intérieur de chaque secteur, la réallocation des parts de marché vers les entreprises les plus productives (émergence d'entreprises « supers-tars ») a contribué à la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (Autor *et al.*, 2020). La hausse spectaculaire du taux de marge individuel (*markup*) des entreprises américaines (de 21 % à 61 % de leur coût marginal entre 1980 et 2014, selon De Loecker *et al.*, 2020, cf. graphique 4 *infra*) serait concentrée parmi les entreprises les plus puissantes au sein de chaque secteur, la marge médiane restant inchangée.

Graphique 4
Taux de marge moyen des entreprises américaines de 1955 à 2016
(exprimé en multiple du coût marginal)



Sources : De Loecker *et al.* (2020) ; calcul à partir de données individuelles d'entreprises.

En Europe, Koltay *et al.* (2023) ont observé le poids des quatre plus grandes entreprises de chaque secteur et de chaque pays. Cet indicateur de concentration aurait augmenté de 7 points en moyenne entre 1998 et 2019, de 36 % à 43 %. C'est en France et au Royaume-Uni que la concentration a le plus augmenté : respectivement +11 et +10 points, contre +5 points en Allemagne et en Italie. En fin de période, l'économie la plus concentrée est le Royaume-Uni, la moins concentrée est l'Italie. Les secteurs où la concentration est la plus forte sont la communication, les transports, l'énergie et la finance.

En France, Bauer et Boussard (2020) ont trouvé que le taux de marge individuel (*markup*) était stable entre 1984 et 2016, avec le même « effet de composition » qu'aux États-Unis, c'est-à-dire une redistribution de la production vers les grandes entreprises de chaque secteur, tempérée toutefois en France par une baisse générale du pouvoir de marché des entreprises, que ces auteurs attribuent à la concurrence internationale et à l'émergence des plateformes en ligne et des comparateurs de prix. Des estimations plus récentes ne semblent pas disponibles.

UNE BOÎTE À OUTILS PLUS DIVERSE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

Revenons à Keynes : « Quand les faits changent, je change d'avis, et vous Monsieur ? ». Le pilotage automatique, qui avait guidé la politique macroéconomique pendant la Grande Modération des années 2000, n'a pas survécu aux crises successives. La crise financière mondiale a rappelé le rôle nécessaire de l'État pour discipliner les incitations privées et apporter la liquidité en cas de crise. La crise de la zone euro a dissipé l'illusion d'une politique monétaire unique indifférente à la situation des économies participantes. La pandémie a montré la puissance d'une approche coordonnée des politiques budgétaire et monétaire quand leurs objectifs coïncident. Avec la guerre en Ukraine et la crise de l'énergie, elle a aussi mis en évidence les racines microéconomiques de certains épisodes inflationnistes.

Cette crise d'un genre nouveau a vu la mobilisation, face à l'inflation, d'une boîte à outils allant de la politique monétaire (qui reste centrale pour stabiliser les anticipations) à la politique budgétaire (pour stabiliser le revenu des ménages face aux confinements d'abord, au choc énergétique ensuite)⁸ et à des outils de nature plus microéconomique, comme la politique de concurrence ou les politiques réglementaires dans les secteurs énergétique, agricole et de la grande distribution. Certains ont même suggéré de revenir au contrôle administré des prix comme instrument de dernier ressort (Weber et Wasner, 2023).

Dans ce qui suit, on se centrera sur le rôle de la politique de concurrence⁹. Les analyses qui précèdent suggèrent de distinguer l'impact du pouvoir de marché des entreprises sur le niveau des prix, qui est un phénomène de long terme, de son impact sur leur variation.

À long terme, un renforcement du pouvoir de marché des entreprises conduit, toutes choses égales par ailleurs, à des marges et donc des prix plus élevés. La politique de concurrence, en favorisant la concurrence par les mérites et l'entrée de nouveaux acteurs, prend alors toute son utilité pour réduire les rentes de monopole ou d'oligopole. À court terme, on l'a vu plus haut, la relation entre concentration et hausse ou baisse des prix n'est pas univoque. D'un côté, des entreprises puissantes peuvent reporter la hausse de leurs coûts sur leurs clients et/ou faire pression sur leurs fournisseurs. D'un autre côté, des marges plus élevées peuvent leur permettre d'amortir, au moins temporairement, ces hausses de coût, freinant ainsi la propagation de l'inflation. Dès lors, la contribution de l'*antitrust* ne peut être que limitée, sauf à mettre en évidence d'éventuels comportements anticoncurrentiels qui amplifieraient la hausse des coûts. Certaines entreprises peuvent, par exemple, être tentées de profiter d'un effet d'aubaine pour augmenter leurs prix

de manière excessive, en s'abritant derrière la nécessité de répercuter la hausse des coûts. D'autres peuvent être tentées de s'entendre avec leurs concurrents au sein d'un « cartel de crise » pour reporter, de manière concertée, les hausses de prix sur leurs clients (Combe, 2022). Des comportements de collusion tacite peuvent aussi apparaître.

Dans un tel environnement, la transparence des prix joue un rôle ambigu. Elle aide le consommateur à choisir, mais peut aussi aggraver les risques concurrentiels. En effet, les entreprises peuvent être incitées à coordonner leurs hausses de prix, présentes ou futures, explicitement ou tacitement. Dans les marchés dont la structure est susceptible de favoriser une coordination anticoncurrentielle, les autorités de concurrence doivent renforcer leur vigilance sur les échanges d'informations entre entreprises¹⁰.

L'action des autorités de concurrence se déploie dans trois dimensions : la détection et la sanction des pratiques anticoncurrentielles (*anti-trust*), le contrôle des opérations de fusions-acquisitions, et la publication d'avis¹¹.

1— Un exemple de pratique anticoncurrentielle est le cartel, cette entente par laquelle des concurrents s'accordent sur les prix ou se répartissent les marchés. Par les surpris qu'ils occasionnent, les cartels affectent directement le pouvoir d'achat. Ainsi, la réparation par les tribunaux européens des préjudices subis à la suite des cartels fait apparaître un surpris moyen de 12 %, et qui peut aller jusqu'à 34 %, du prix des produits concernés (Laborde, 2021). En septembre 2023, l'Autorité de la concurrence a infligé 31,2 M€ de sanctions à six entreprises du secteur du démantèlement nucléaire pour s'être concertées lors des appels d'offres du Commissariat à l'énergie atomique. Des opérations de visite et de saisie (perquisitions) ont récemment été menées dans le secteur du lait, des produits de grande consommation alimentaires et non alimentaires, des cartes graphiques et du transport aérien, qui pourront donner lieu à des notifications de griefs et, le cas échéant, à des sanctions.

Une autre pratique anticoncurrentielle, l'abus de position dominante, peut conduire à l'exclusion, par une entreprise, de ses concurrents, ou à des prix excessifs que l'entreprise n'aurait pas pu pratiquer sur un marché concurrentiel. En décembre 2022, l'Autorité de la concurrence a sanctionné de telles pratiques sur le marché du contrôle technique des poids lourds en Guadeloupe.

2— Le contrôle des concentrations vise à préserver la structure concurrentielle des marchés, en prévoyant des remèdes, voire une interdiction, quand une opération de fusion ou d'acquisition présente trop de risques pour la concurrence, notamment – mais pas seulement,

car il peut aussi s'agir de diversité ou d'innovation – sous forme de hausses de prix. L'Autorité de la concurrence a rendu 266 décisions de concentration en 2023, dont quatre ont été subordonnées à des conditions. C'est l'instrument privilégié pour éviter, *ex ante*, la constitution d'un pouvoir de marché excessif.

3– Les autorités de concurrence sont fréquemment saisies pour se prononcer sur des projets de textes réglementaires ou législatifs, dont elles analysent l'impact sur la concurrence. Elles peuvent aussi enquêter de leur propre initiative sur le fonctionnement concurrentiel d'un secteur. Elles s'attachent alors à identifier des réformes qui libéreront des gains de pouvoir d'achat et pourront compenser, en partie, les pertes occasionnées par l'inflation. En 2022, les autorités de concurrence autrichienne, allemande et grecque ont enquêté sur la formation des prix des hydrocarbures. En 2023, l'Autorité de la concurrence française a publié des avis sur l'informatique en nuage, l'entremise immobilière, les titres-restaurants, ou encore le transport terrestre de personnes. En 2024, elle travaille notamment sur les bornes de recharge de véhicules électriques et sur l'intelligence artificielle.

CONCLUSION

Le temps de la concurrence n'est pas celui de la conjoncture et la politique de concurrence ne peut pas être la principale arme contre l'inflation. Elle peut cependant identifier des réformes permettant de dégager du pouvoir d'achat, prévenir une concentration excessive des marchés quand il est encore temps, et sanctionner certains comportements susceptibles d'amplifier les hausses de prix. Même si l'instruction de ces pratiques prend des années, la sanction des abus passés et les opérations de visite et de saisie de l'Autorité de la concurrence, qui préparent les sanctions futures, envoient un signal important aux acteurs économiques¹². Dans certains cas, la recherche de structures de marché plus concurrentielles peut nécessiter une intervention publique plus lourde, comme l'interdiction *ex ante* de certaines pratiques, comme le fait le nouveau règlement européen sur les marchés numériques, ou le renforcement de réglementations sectorielles.

La « boucle prix-profits » de 2022-2023 est probablement derrière nous, mais elle a permis d'alerter les responsables économiques sur les conséquences macroéconomiques de la concentration accrue de nos économies, ainsi que sur la nécessité d'un dialogue plus étroit entre macroéconomistes et spécialistes de l'organisation industrielle, et entre banquiers centraux et régulateurs.

NOTES

1. Déjà à l'époque, certaines analyses avaient été consacrées aux conséquences de la concentration croissante de l'économie pour la transmission de la politique monétaire ; voir, par exemple, Duval *et al.* (2021).
2. Voir, par exemple, Chetty *et al.* (2023) pour les États-Unis et, pour la France, les contributions rassemblées dans le numéro spécial de juillet 2020 de la *Revue de l'OFCE*.
3. Ce dernier résultat est difficile à comprendre, car les entreprises, dont le taux de marge est le plus faible, subissent en principe une concurrence plus intense et devraient répercuter intégralement les chocs de coût – sauf à invoquer de possibles biais de composition sectorielle.
4. Plus précisément, les auteurs constatent une augmentation de 0,095 à 0,14 de l'indice de Herfindahl-Hirschman dans l'économie américaine entre 2005 et 2018, hors services publics, industries de réseaux, stations-service, poste et services financiers.
5. Les industries où les entreprises ont augmenté leurs prix au-delà de la hausse de leur facture énergétique (coefficient de transmission supérieur à l'unité) sont l'industrie agroalimentaire, le textile, les produits métalliques, l'automobile et le bois.
6. Voir De Ridder *et al.* (2022) pour une discussion méthodologique, et les exemples donnés (*infra*).
7. Voir Bénassy-Quéré (2023) pour une discussion.
8. On objectera que ces subventions, en alimentant le revenu des ménages, peuvent être porteuses d'inflation future. Les économistes du FMI ont montré que ce n'est pas le cas et que l'effet net de ces mesures a bien été de modérer l'inflation (Gourinchas, 2023).
9. Pour une discussion plus approfondie, voir la note du secrétariat de l'OCDE (2022).
10. Dans son avis 23-A-06, l'Autorité de la concurrence a ainsi relevé les risques potentiels pour la concurrence d'un projet de suivi du coût des matériaux de construction, les marchés en amont concernés étant très concentrés.
11. Voir Cœuré (2023) pour une présentation plus détaillée.
12. Voir mon entretien avec *Le Parisien* (Vérier et Lernoud, 2023).

262

BIBLIOGRAPHIE

- ARCE O., HAHN E. et KOESTER G. (2023), « How Tit-For-Tat Inflation Can Make Everyone Poorer », Blog de la Banque centrale européenne, 20 mars.
- ARQUIÉ A. et THIE M. (2023), « Energy, Inflation and Market Power: Excess Pass-Through in France », CEPII, *Document de travail*, n° 2023-16.
- AUTOR D., DORN D., KATZ L., PATTERSON C. et VAN REENEN J. (2020), « The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, pp. 645-709.
- BAQAEI D. et FARHI E. (2021), « Networks, Barriers and Trade », NBER, *Working Paper*, n° 26108.
- BAUER A. et BOUSSARD J. (2020), « Pouvoir de marché et part du travail », *Économie et Statistique*, n° 520-521, pp. 125-146.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. (2023), « Marges au pas de course ? », Blog de la Banque de France, 23 juin.
- BRAUNING F., FILLAT J. et JOAQUIM G. (2022), « Cost-Price Relationships in a Concentrated Economy », Federal Reserve Bank of Boston, *Current Policy Perspectives*, 23 mai.
- CAHUC P. et ZYLBERBERG A. (1999), « Le modèle WS-PS », *Annales d'économie et de statistique*, n° 53, pp. 1-30.
- CHETTY R., FRIEDMAN J. et STEPNER M. (2023), « The Economic Impacts of Covid-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data », *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1-61.
- CŒURÉ B. (2023), « Inflation et concurrence », intervention à la Faculté des sciences économiques de l'Université de Rennes, 28 septembre.

- COMBE E. (2022), « Vous avez dit « cartels de crise » ? », *Les Échos*, 17 juin.
- COMIN D., JOHNSON R. et JONES C. (2023), « Supply Chain Constraints and Inflation », NBER, *Working Paper*, n° 31179.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2023), « Profit Margins and Their Role in Euro Area Inflation », in *European Economic Forecast*, Spring 2023, encadré I.2.3, pp. 29-31.
- DE LOECKER J., ECKHOUT J. et UNGER G. (2020), « The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, pp. 561-644.
- DE RIDDER M., GRASSI B. et MORZENTI G. (2022), « The Hitchhiker's Guide to Markup Estimation », CEPR, *Discussion Paper*, n° DP17532.
- DUVAL R., FURCERI D., LEE R. et TAVARES M. (2021), « Market Power and Monetary Policy Transmission », FMI, *Working Paper*, n° WP/21/184.
- ESER F., KARADI P., LANE P., MORETTI L. et OSBAT C. (2020), « The Phillips Curve at the ECB », BCE, *Working Paper Series*, n° 2400.
- FMI (Fonds monétaire international) (2022), « Pouvoir de marché et inflation pendant la pandémie de Covid-19 », in *Perspectives de l'économie mondiale*, encadrée 1.2, octobre, p. 28.
- GERINOVICS R. et METELLI L. (2023), « The Evolution of Firm Markups in the US and Implications for Headline and Core Inflation », *VoxEU*, 18 décembre.
- GOURINCHAS P.-O. (2023), « Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation », intervention au forum 2023 de la BCE consacré à l'activité des banques centrales, Sintra, 27 juin.
- HASKEL J. (2023), « What's Driving Inflation: Wages, Profits, or Energy Prices? », discours au Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 25 mai.
- INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES (2023), « Mise à jour des constats relatifs à la hausse des prix des produits alimentaires », 13 mars.
- KALECKI M. (1954), *Théorie de la dynamique économique. Essai sur les variations cycliques et à long terme de l'économie capitaliste*, traduit et préfacé par Lutfalla M., Gauthier-Villars.
- KOLTAY G., LORINCZ S. et VALLETTI T. (2023), « Concentration and Competition: Evidence from Europe and Implications for Policy », *Journal of Competition Law & Economics*, vol. 19, n° 3, pp. 466-501.
- LABORDE J.-F. (2021), « Cartel Damages Actions in Europe: How Courts Have Assessed Cartel Overcharges », *Concurrences*, n° 3, pp. 232-242.
- LORENZONI G. et WERNING I. (2023), « Inflation Is Conflict », NBER, *Working Paper*, n° 31099.
- OCDE (2022), « Concurrence et inflation », document rédigé par le Secrétariat de l'OCDE pour la 139^e réunion du Comité de la concurrence, 15 novembre.
- PHILIPPON T. (2022), *Les gagnants de la concurrence. Quand la France fait mieux que les États-Unis*, traduit par Matoussowsky C., Le Seuil.
- VÉRIER V. et LERNOUD F. (2023), « Inflation : l'Autorité de la concurrence met en garde les entreprises qui font des profits excessifs », *Le Parisien*, 16 juin.
- WEBER I. et WASNER E. (2023), « Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why Can Large Firms Hike Prices in an Emergency? », *Review of Keynesian Economics*, vol. 11, n° 2, pp. 183-213.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Sylvain de Forges, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Esther Jeffers, *Directrice de la Rédaction*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Kheira Benhami, *Directrice de la division études, stratégie et risques, AMF*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Directeur adjoint, Direction de la Stabilité financière, Banque de France*

Pierre Bollon, *Membre, Comité économique et social européen*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS et Institut Jacques Delors-Notre Europe*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Isabelle Laudier, *Responsable, Institut pour la recherche, Groupe Caisse des Dépôts*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Matherat, *Administratrice indépendante, Senior Global Adviser, Mazars*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Jean-Charles Simon, *Délégué général, Paris Europlace*

Philippe Trainor, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Doyenne, École du management et de l'innovation, Sciences-Po*

58 rue de Lisbonne – 75008 Paris

Site Internet : www.aefr.eu

Les inflations

Introduction

HANS-HELMUT KOTZ
JEAN-PAUL POLLIN

Histoires d'inflations

Origine et persistance de l'inflation :
quelques enseignements de l'histoire

MAXIME MENUET

L'hyperinflation : un bilan pour le centenaire
de l'expérience allemande des années 1920

MARC-ALEXANDRE SÉNÉGAS
PATRICK VILLIEU

La désinflation en Italie de 1980 à 1997

IGNAZIO VISCO

Inflations : des différences entre les pays et les catégories de revenus

La crise du coût de la vie dans la zone euro :
quels enseignements ?

HELENE SCHUBERTH

Le retour de l'inflation en France

MATHIEU PLANE
GASTON VERMERSCH

Plafonnement des prix de l'énergie et allègement
fiscal : la politique anti-inflationniste
de l'Allemagne à la suite des chocs des termes
de l'échange en 2022

SEBASTIAN DULLIEN
SILKE TOBER

Aux origines de l'envolée de l'inflation
aux États-Unis

HÉLÈNE BAUDCHON

Choc inflationniste dans les pays émergents
et en développement

PIERRE JACQUET

Les approches explicatives des inflations

La courbe de Phillips est-elle pertinente pour
comprendre le lien entre inflation et chômage ?

CHRISTOPHE BLOT

La croissance monétaire et la poussée
inflationniste post-pandémie

CLAUDIO BORIO
BORIS HOFMANN
EGON ZAKRAJŠEK

Les effets hétérogènes de l'inflation en France
et dans la zone euro

ERWAN GAUTIER
JÉRÉMI MONTORNES

Inflation, changement structurel et conflit
de répartition : enseignements pour la politique
économique

JEAN-LUC GAFFARD
MAURO NAPOLETANO
FRANCESCO SARACENO

Quelles voies de retour vers la stabilité ?

Le ciblage de l'inflation en univers incertain

PIERRE JAILLET
JEAN-PAUL POLLIN

Inflation et pouvoir de marché
des entreprises : leçons des crises récentes

BENOÎT CCEURÉ

Inflation et politique budgétaire : à la recherche
d'un nouveau paradigme

XAVIER RAGOT

Chronique d'histoire financière

Compter les brevets au fil de la longue durée

ROMAIN DIEBOLT
MAGALI JAOUL-GRAMMARE

Finance et littérature

Thomas Mann et les désillusions du progrès

ALAIN-GÉRARD SLAMA

Article divers

Dupuit, Colson et les débuts de la SNCF :
la voie vers le *yield management*

JOACHIM DE PAOLI



ISBN 978-2-37647-093-9

ISSN 0987-3368

Prix : 35 €

