

2
Introduction

3
«Debt deflation» :
de la théorie à la
réalité européenne

5
Vingt ans de
stagnation au Japon,
comment en
est-on arrivé là ?

8
Quels risques pour
l'économie française
et ses entreprises ?

PANORAMA

Décembre 2014

Que doit-on craindre de la «low-flation» ?

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du groupe Coface



L Le mot « déflation » semble être sur toutes les lèvres en Europe aujourd'hui, et pas seulement sur celles des économistes. Un tel intérêt n'est pas surprenant, l'inflation étant en baisse depuis trois ans en zone euro. La France ne fait pas figure d'exception : les prix à la consommation y ont augmenté de seulement 0,5% sur un an en octobre 2014. Or la déflation, lorsqu'elle survient, a des conséquences importantes sur l'activité. Dans un premier temps elle bénéficie aux consommateurs puisqu'elle augmente leur pouvoir d'achat. Mais plus le recul des prix se prolonge dans le temps, plus il est susceptible de faire entrer l'économie dans une récession durable : à partir du moment où les ménages anticipent que les prix continueront de baisser demain, ils n'ont aucun

intérêt à consommer aujourd'hui. Dit autrement, la baisse des prix engendre celle de la consommation qui, elle-même, provoque de nouvelles baisses de prix. Le risque de tomber dans ce cercle vicieux conduit à se poser plusieurs questions : de quelle déflation est-on le plus proche aujourd'hui en France, une période prolongée de « low-flation » à la japonaise ou une dépression profonde comme dans les années 1930 ? Et quel serait l'effet d'une éventuelle période de déflation sur les entreprises françaises ? Certains secteurs d'activité sont-ils plus exposés que d'autres à ce risque ? La politique proactive de la BCE ou encore les structures actuelles de l'économie française permettent de relativiser le risque de « déflation profonde ». Mais la probabilité de connaître une période prolongée de « low-flation » et de croissance faible semble plus forte,

même si la situation française actuelle paraît sous plusieurs aspects (secteur bancaire, marché immobilier) meilleure que celle du Japon de l'époque. Un tel scénario implique une croissance de l'activité en berne pour l'économie française. Mais une période prolongée de stagnation n'a pas que des effets négatifs : la baisse des coûts de production (notamment des matières premières) qu'elle induit profite aux entreprises, comme celle des taux d'intérêt. Au final, la « low-flation » est le signe d'un changement de régime de croissance : moins de croissance, moins d'inflation, mais aussi des conditions de financement plus favorables et des coûts de production plus faibles pour certains secteurs. L'année 2014 le confirme : le nombre de défaillances d'entreprises s'est stabilisé en France malgré une croissance de seulement 0,4%.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE

<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

DÉCEMBRE 2014

QUE DOIT-ON CRAINDRE DE LA “LOW-FLATION” ?

PAROLES D'ÉCONOMISTES



Paul CHOLLET
Economiste



Victor LEQUILLIER
Economiste



Julien MARCILLY
Responsable
du risque pays



Yves ZLOTOWSKI
Économiste
en chef

INTRODUCTION

Le moteur de recherche Google mesure l'intérêt des internautes pour un thème à travers la fonctionnalité Google tendances. En octobre et novembre 2014, le nombre de recherches du mot « déflation » est ainsi au plus haut depuis 2010 d'après celle-ci. Cette fonctionnalité permet aussi de connaître l'origine géographique de ces recherches. Sans surprise, celles sur la déflation proviennent principalement d'internautes européens. Les villes européennes représentent 90% de celles qui ont le plus fréquemment cherché les mots « déflation » et « inflation ».

La déflation définit une tendance persistante à la baisse du niveau moyen des prix des biens et services d'un pays. Ce mot semble donc être sur toutes les lèvres en Europe aujourd'hui, et pas seulement sur celles des économistes. Un tel intérêt n'est pas surprenant. La déflation, lorsqu'elle survient, a en effet des conséquences importantes sur les consommateurs. Dans un premier temps la baisse de l'inflation leur bénéficie puisqu'elle augmente leur pouvoir d'achat. Mais plus le recul des prix est marqué et se prolonge dans le temps, plus il est susceptible de faire entrer l'économie dans une récession durable : à partir du moment où les ménages anticipent que les prix continueront de baisser demain, ils n'ont aucun intérêt à consommer aujourd'hui. Dit autrement, la baisse des prix engendre celle de la consommation qui, elle-même, provoque de nouvelles baisses de prix. Ce cercle vicieux explique la dépression profonde des années 1930 aux Etats-Unis et dans plusieurs économies européennes. Sans aller jusqu'à ce cas extrême, la situation japonaise des années 1990 et 2000 met

aussi en exergue les problèmes liés à une stagnation prolongée des prix et de l'activité.

Or l'inflation est sur une tendance baissière en zone euro depuis trois ans, et la France ne fait pas figure d'exception : les prix à la consommation y ont augmenté de seulement 0,5% sur un an en octobre 2014 (contre 2,3% en moyenne en 2011). Cette inflation ralentie coïncide d'ailleurs avec une croissance atone : 0,4% seulement en 2012, 2013 et probablement 2014. Dans ce contexte d'inflation et de croissance faibles, plusieurs questions se posent. De quelle déflation est-on le plus proche aujourd'hui en France : une période prolongée de « low-flaton » à la japonaise ou une dépression profonde comme dans les années 1930 ? Et quel serait l'effet d'une éventuelle période de déflation sur les entreprises françaises ? Certains secteurs d'activité sont-ils plus exposés que d'autres à ce risque ?

Pour y répondre, nous expliquons tout d'abord les mécanismes de la déflation tels qu'ils sont expliqués par la théorie économique et insistons sur les éclairages que celle-ci nous donne sur les dangers qui menacent les économies européennes aujourd'hui (*partie 1*). Nous nous penchons ensuite sur le cas du Japon qui a connu une période prolongée de stagnation des prix et de la croissance (*partie 2*). Nous examinons enfin les similitudes de cette stagnation japonaise avec la situation française actuelle, avant de déterminer les effets de cette baisse marquée de l'inflation et de la croissance sur l'économie française dans son ensemble ainsi que sur chacun de ses principaux secteurs d'activité.

1

«DEBT DEFLATION»: DE LA THÉORIE À LA RÉALITÉ EUROPÉENNE

La déflation se définit comme une contraction généralisée du niveau des prix. Mais si de facto, une baisse des prix du pétrole participe aux pressions déflationnistes, la véritable (et dangereuse) déflation relève d'une autre dynamique. Que dit la théorie économique et celle-ci nous éclaire-t-elle sur les dangers actuels qui menacent nos économies européennes ?

Le plus célèbre théoricien de la déflation est Irving Fisher. Cet économiste est longtemps resté dans l'ombre de Keynes, notamment parce qu'en octobre 1929, Fisher faisait une malheureuse déclaration sur le niveau de prix du marché boursier qui avait atteint, selon lui, « un haut plateau permanent ». Piètre prévisionniste, Irving Fisher est pourtant un important théoricien des crises financières, notamment grâce à la « déflation par la dette des grandes dépressions » qui a été élaborée dans les années 1930. La thèse d'Irving Fisher part du stock de dette et arrive, en plusieurs étapes, à la dépression économique. Les agents surendettés liquident brutalement leur dette (vendent massivement des actifs pour rembourser la dette) ce qui provoque une baisse de la vitesse de circulation ⁽¹⁾ (une hausse de la demande de monnaie), et entraîne une baisse des prix ⁽²⁾. Le choc de prix a pour effet une augmentation des faillites d'entreprises. Les tensions sur les entreprises entraînent une contraction de la production et de l'emploi ce qui brise la confiance qui à nouveau provoque une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie qui entraîne une baisse des prix...

Un des éléments majeurs de la théorie d'Irving Fisher est que le cycle infernal s'enclenche dans la relation entre dette et prix

« Nous avons le grand paradoxe qui est le secret de la plupart des grandes dépressions : plus le débiteur rembourse, plus il est endetté » (...) (We have the great paradox which, I submit, is the chief secret of most (...) great depressions : the more the debtor pays, the more they owe ». En effet, la liquidation de la dette entraîne une baisse des prix qui implique une hausse de la valeur réelle du stock de dette.

On semble bien loin de la problématique européenne actuelle. Le vieux continent est menacé par une longue période d'inflation et de croissance faibles. Toutefois, la théorie de Fisher est une alerte sur les risques extrêmes de dynamique déflationniste et est intéressante à deux égards pour ce qui nous occupe aujourd'hui, en Europe :

Ne pas oublier le caractère nocif d'un stock de dette élevé

Irving Fisher part du surendettement des agents qui, en liquidant leur dette, précipitent la crise. La question du désendettement est fondamentale dans la dynamique européenne. Certains pays sont marqués par des stocks de dettes toujours élevés, de nature privée et/ou publique, comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Le désendettement ralentit la reprise et participe à la faiblesse de l'inflation : en consacrant une part toujours importante de leurs revenus aux remboursements de la dette, les agents économiques contraignent leurs dépenses. L'offre s'ajuste par les prix et ce d'autant plus que dans une économie mondialisée, la concurrence est forte et la pression baissière sur les prix élevée. La faible inflation complique le désendettement puis que le stock de dette (en termes réels) baisse de plus en plus lentement.

Irving Fisher décrivait une situation de crise, alors que la situation européenne s'apparente plutôt à une stagnation. Mais le mécanisme auto-entretenu entre dette et prix est le même. Dans un article sur la répression financière ⁽³⁾, Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart faisaient remarquer que les dettes européennes héritées de la deuxième guerre mondiale avaient été progressivement éliminées par l'inflation et la forte croissance (et la répression financière). Les deux premières solutions du tableau sont absentes en Europe aujourd'hui. Or dans une étude consacrée à l'Espagne ⁽⁴⁾, le Fonds monétaire international (FMI) alerte sur ce thème. L'Espagne se relève aujourd'hui d'une crise dramatique, mais la reprise est entravée par un stock de dette privée (des entreprises notamment) toujours élevé. Le FMI rappelle que le deleveraging est rendu plus difficile par la baisse des prix (qui est de -0,2% en octobre 2014). Dès lors, il appelle de ses vœux une stratégie globale, pilotée par l'Etat, de restructurations des dettes d'entreprise. Quand on n'a ni inflation, ni croissance pour réduire le stock de dette, des mesures « hors-marché » (c'est-à-dire relevant d'une stratégie volontariste des autorités publiques), et drastique peuvent s'avérer être la seule solution.

Influencer les anticipations pour limiter le risque de crise financière

Le deuxième intérêt majeur de la thèse de Fisher est lié justement à la notion de crise. Il est à noter que le théoricien n'explique pas la cause qui provoque la liquidation de la dette par les agents économiques, point de départ du processus. Le deleveraging européen actuel n'est heureusement pas la liquidation catastrophique décrite par Irving Fisher, mais quel est le risque de passer de l'un à l'autre ? La théorie de Fisher peut être reliée au fait que les anticipations

(1) Fisher I. (1933), the debt-deflation theory of Great Depressions, *Econometrica*, October.

(2) Dans la fameuse équation $MV = PY$, M est la quantité de monnaie en circulation et V est la vitesse de circulation de la monnaie. Les prix (P) et la production (Y) sont influencés par la quantité de monnaie en circulation (M) mais aussi par la vitesse de circulation de la monnaie (V), c'est-à-dire la vitesse avec laquelle la monnaie fait le tour du circuit (« change de main »). La vitesse de circulation est l'inverse de la demande de monnaie. En hyperinflation, la vitesse de circulation explose (la demande de monnaie s'écroule : personne ne veut garder de la monnaie). C'est l'inverse en période de déflation.

(3) Reinhart C. et Rogoff K. (2011), a Decade of Debt, NBER Working paper n° 16827, February. La répression financière est l'ensemble de dispositions par lesquelles des institutions financières (banques notamment) sont incitées (voire obligées) à détenir et conserver des titres de dette.

(4) International Monetary Fund (2014), Spain- 2014 Article IV consultation, Staff Report, July, Country Report n° 14/192.

changent brutalement car dans une situation de généralisation de comportements de liquidation, chaque débiteur croit se sauver mais jette les bases d'une crise collective. De nombreuses approches théoriques des crises financières mettent en avant ce caractère dévastateur des changements d'anticipation. Individuellement rationnels, des comportements deviennent des catastrophes collectives via des mécanismes auto-entretenus. Si Irving Fischer est un économiste d'inspiration néo-classique, sa thèse de la déflation par la dette semble plutôt relever d'un cadre keynésien. Les monétaristes font l'hypothèse qu'à long terme, les comportements de demande de monnaie sont stables. A contrario, les keynésiens estiment que la demande est instable. Ceci ouvre la voie à la possibilité de rupture dans les comportements individuels des agents à l'égard de la monnaie, eux-mêmes provoqués par des changements d'anticipation.

Le rôle crucial des banques centrales

Le rôle des banques centrales est alors crucial pour éviter de telles ruptures. Bien des observateurs critiquent l'inefficacité des mesures innovantes de la Banque centrale européenne (BCE). Celle-ci a mis en place de nombreux apports de liquidités et baissé les divers taux d'intérêt. Elle élabore un quantitative easing et bien sûr multiplie les effets d'annonce. Malgré ces initiatives, le marché du crédit en Europe ne semble pas répondre favorablement. La liquidité est généreusement apportée par l'institution de Francfort mais ne « passe pas » dans le circuit de l'économie réelle. Cependant, les mesures de la BCE ont un objectif peut être différent et moins visible. Empêcher une rupture brutale des anticipations, enrayer tout risque de basculement dans la « déflation par la dette ». En déclarant que la BCE sera présente pour éviter toute crise⁽⁵⁾, en offrant une liquidité abondante et peu chère, elle peut éviter que les agents soient tentés par les comportements de « liquidation » dévastateurs à la Fisher. Elle assure de ce fait que le lien collectif est solide pour empêcher des comportements individuels typiques des crises financières.

La difficulté pour la BCE est que la déflation n'est pas un refus de la monnaie mais, au contraire, une préférence absolue pour la liquidité. C'est cette préférence qui est source de déflation. On rejoint ici la notion keynésienne de « trappe à liquidité », c'est-à-dire cette situation particulière dans laquelle la politique monétaire est inefficace. Keynes raisonne dans le cadre d'un arbitrage entre monnaie et obligations à l'aide de la notion de taux d'intérêt naturel : en dessous d'un certain taux, les agents économiques estiment que le taux ne peut que remonter (la valeur des obligations va baisser). Il faut donc placer l'ensemble de son épargne en monnaie. Il est alors impossible d'influencer le comportement de demande de monnaie par une baisse des taux d'intérêt qui sont

d'ailleurs proches de zéro. C'est ce qui définit la trappe à liquidité. Indirectement, cependant, la confirmation de la présence de la banque centrale pour prévenir toute crise et assurer la création monétaire est la seule manière (certes indirecte) de soutenir la confiance en l'économie réelle.

En observant les courbes de confiance du secteur manufacturier dans les économies ouest-européennes depuis 2005, indicateur avancés des décisions d'investissement, le diagnostic est sans appel. Le niveau de défiance moyen dans la période post-récession est beaucoup plus fort qu'avant la crise. La relance du crédit - et donc de l'investissement - restent très incertaine à court terme. Néanmoins, divers facteurs laissent penser que l'Europe a les moyens d'éviter une grave crise déflationniste. Rappelons notamment que les salaires montrent une certaine rigidité en zone euro, contrairement au cas des années 1930, ce qui constitue un facteur fondamental de soutien de la demande et des anticipations. C'est notamment le cas de la France où le salaire par tête continue à augmenter (le rythme actuel est de 1,6% par an). Les économistes du Crédit Agricole font d'ailleurs remarquer que les entreprises françaises pratiquent relativement peu l'indexation automatique des salaires à l'inflation, condition favorable à l'enclenchement d'une dynamique déflationniste. L'existence du SMIC est également un facteur qui limite les pressions à la baisse sur le prix⁽⁶⁾. Une boucle prix-salaire (via un ajustement systématique des salaires à la baisse en réaction à la faible inflation, ajustement qui entraîne lui-même une baisse des prix) paraît donc peu probable en France qui, en l'état, semble plutôt bien positionnée pour éviter une véritable déflation. La hausse des prix en France était de 0,5% en octobre 2014 selon Eurostat. Coface attend en 2014 et 2015 une inflation en moyenne annuelle de 0,6 et 0,7% en France. Rappelons néanmoins que les prix se contractent d'ores et déjà, s'agissant de la zone euro, dans des économies voisines. Pour l'ensemble de l'UEM, en octobre, la hausse des prix était de 0,4%. Mais deux pays ont enregistré une contraction des prix, soit l'Espagne (-0,2%) et la Grèce (-1,8). Le ralentissement tendanciel de la hausse des prix en zone euro est préoccupant, sachant que le taux d'inflation était de 0,7% en octobre 2013. D'où l'importance de la politique de la BCE et ce dans ses dimensions concrètes mais également en matière de communication, ce dernier vecteur étant devenu un instrument essentiel de la politique monétaire des banques centrales. Une liquidité abondante et peu chère, une banque centrale innovante, qui réitère inlassablement sa présence pour garantir la stabilité financière. Voilà ce qui a cruellement manqué dans les années 1930. Voilà ce qui devrait permettre d'éviter « la liquidation destructrice » et donc le véritable piège déflationniste pour la zone euro.

Si un scénario catastrophique du type années 1930 semble pouvoir être évité, une longue période de « low-flation », à l'instar de ce que le Japon a connu entre 1990 et 2010, est-il envisageable ?

(5) Mario Draghi multiplie les annonces afin d'assurer de la flexibilité de la BCE et de sa capacité à explorer des instruments de politique à la fois amples et divers pour lutter contre le risque de déflation. Celui-ci déclarait encore le 21 novembre 2014 à Francfort « Nous sommes prêts à recalibrer l'ampleur, le rythme et la composition de nos achats (d'actifs) si nécessaire pour remplir notre mandat » et ce « sans délai indu » (...), il est « essentiel de rapprocher l'inflation en zone euro de son objectif, ce sans délai ».

(6) Lacan A. et François L. (2014), France : peu de risques de spirale déflationniste, Groupe crédit agricole, perspectives France, Trimestriel, n°41, Octobre.

2 VINGT ANS DE STAGNATION AU JAPON, COMMENT EN EST-ON ARRIVÉ LÀ ?

Entre 1990 et 2010, la croissance a été en moyenne de 1% et l'inflation annuelle de 0,3% au Japon. Le pays n'a donc pas connu 20 ans de déflation mais une période prolongée de « low-flation ».

1980-1990, des déséquilibres créent une bulle

Au début des années 1980, le Japon connaissait le plein emploi grâce à une solidarité forte entre les banques, les entreprises et l'Etat. Les entreprises, particulièrement sur le plan domestique, étaient protégées par l'Etat japonais afin que le niveau d'emploi demeure élevé. Ce soutien leur permettait également de garantir aux ménages une progression régulière de leurs revenus. L'ouverture financière

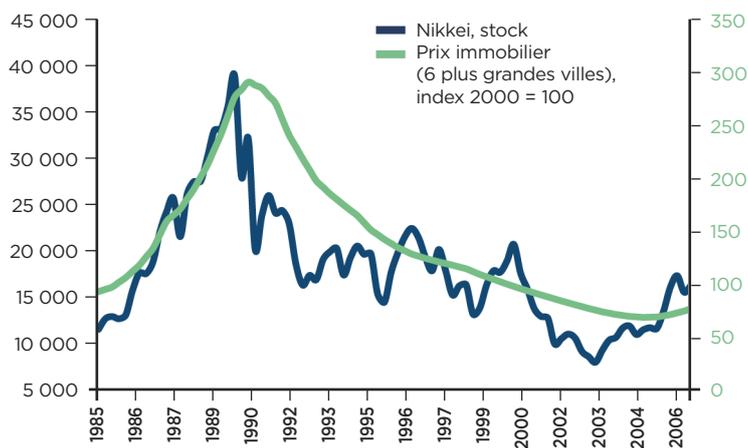
progressive des pays de l'OCDE a mis fin à ce cycle de coopération. Un ajustement était inéluctable. En effet, les prix domestiques comparés aux prix pratiqués par les économies partenaires du Japon étaient 3 à 4 fois plus élevés⁽⁷⁾. En comparaison, les économies européennes et américaines affichaient un écart de 1 à 1,5. Les prix japonais étaient bien supérieurs aux prix des autres économies avancées. En outre, la rentabilité du système bancaire a été fortement détériorée par les chocs pétroliers et la vague de désendettement des entreprises qui s'en est suivi. Afin de retrouver une rentabilité plus élevée, les banques se sont mises à prêter d'avantage et à des taux moins élevés.

En 1986, le cours du pétrole a brutalement baissé. En outre, le dollar a continué sa dépréciation entamée en 1985 suite aux accords du Plaza (260 yens pour 1 dollar en février 1985, 123 en novembre 1988). Il s'en est suivi un cycle vertueux de hausses des prêts et des prix des actifs (immobiliers et financiers). Les anticipations étaient favorablement orientées et entretenaient la dynamique de l'activité. Les banques japonaises détenaient également des volumes importants d'actifs immobiliers et financiers, accroissant artificiellement leur solvabilité et leur capacité à prêter. Les taux d'intérêt réels japonais étaient les plus bas des pays de l'OCDE. En 1987, les taux à 10 ans de la Banque du Japon (BoJ) étaient de 4,9% contre 8,25% aux Etats-Unis, 9,6% en France et 9,9% au Royaume-Uni. Entre 1987 et 1990, l'économie japonaise a crû de 15%. Près de la moitié (43%) de la croissance s'explique par l'investissement en capital fixe (machines et biens d'équipement), contre 9% entre 1985 et 1987, signe de la confiance des entreprises et de leur volonté de croître grâce à un accès facile au crédit. Néanmoins, comme lors des 3 années précédant cette période (1985-87), la consommation des ménages expliquait 50% de la croissance.

1990-1997, les banques souffrent, l'inflation devient rampante

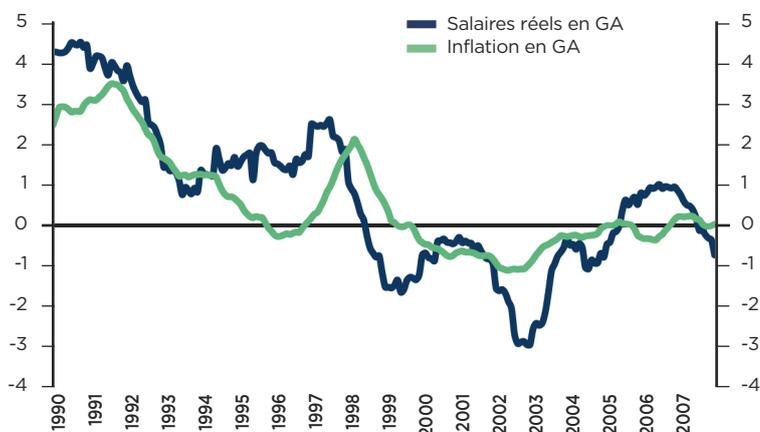
Un rythme de consommation quasiment inchangé et des investissements massifs ont alors fragilisé les entreprises japonaises peu rentables et dorénavant endettées avec des stocks importants à écouler. Au début de l'année 1990, comme pour les autres économies de l'OCDE, les taux à long terme ont augmenté et contraint l'accès au crédit générant l'éclatement d'une bulle boursière et immobilière. Le principal indice boursier japonais, l'indice Nikkei, a perdu 62% de sa valeur entre janvier 1990 et août 1992. Il s'en est suivi une première vague de défaillances d'entreprises au Japon. 6 342 défaillances sur un an étaient recensées en juin 1989, elles seront 14 167 fin 1991.

Graphique n°1
Prix immobilier et indices boursiers au Japon



Sources : Coface, Nikkei, JREI

Graphique n°2
Salaires et inflation au Japon



Sources : Coface, BoJ

(7) K. Nishizaki, T. Sekine, Y. Ueno, Y. Kawai (2012): « Chronic deflation in Japan », Banque des règlements internationaux.

Contrairement aux autres économies, le Japon n'a pas trouvé de réponse efficace face à la crise. Certes, entre 1991 et 1995, les croissances européennes et japonaises étaient en moyenne quasiment identiques (+1,15% et +1,3%), mais le bilan des banques européennes s'était assaini dans le même temps. Une surcapacité des entreprises, des stocks abondants et un fort ralentissement de la demande interne (5% de croissance entre 1991 et 1995, contre 35% lors des 5 années précédentes) ont entraîné un ralentissement de la hausse des prix (désinflation) et un premier épisode de déflation en 1996. La progression des salaires réels s'est mise à ralentir à partir de 1990 (4% en 1990, 1,5% en 1996) orientant à la baisse la confiance des ménages. En outre, le yen a continué de s'apprécier face au dollar jusqu'en 1995. Les résultats des entreprises aux intrants produits au Japon se sont alors détériorés, faute de demande l'ajustement s'étant fait sur les marges.

Des mesures de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire (baisse des taux et mise en place de mesures non conventionnelles) ont pourtant été prises dès 1991 afin que l'Etat prenne le relai de la demande privée et que les banques puissent financer à moindre coût leurs prêts. Par ailleurs, les banques étaient fragilisées par une baisse de leurs fonds propres et par une hausse des créances douteuses. En conséquence, elles ont vendu des actifs financiers et immobiliers pour se recapitaliser. Elles participaient alors à accroître l'offre d'actifs dans un contexte de faible demande. Ainsi, elles ont contribué à l'orientation à la baisse des prix et fragilisé les détenteurs d'actifs financiers et immobiliers endettés. Ces derniers ont en effet vu le poids de leur dette augmenter face à la valeur de leur bien. En outre, afin de réduire leurs risques, les banques ont resserré leurs conditions de crédit. Enfin, afin de masquer des créances douteuses ou des risques d'impayés, elles ont octroyé des extensions de prêts à des créanciers fragiles. En 1994, la faillite de 7 organismes de crédits immobiliers a menacé d'entraîner les plus grandes banques du Japon. En 1997, trois importantes banques japonaises ont également fait faillite (Yamaichi, Sanyo et Hokkaido Takushoku). Une nouvelle forte contraction de l'offre de crédit condamne alors à la faillite de nombreuses entreprises incapables de se financer (+30% entre 1997 et 1998).

1998-2007, une seule année d'inflation en 10 ans !

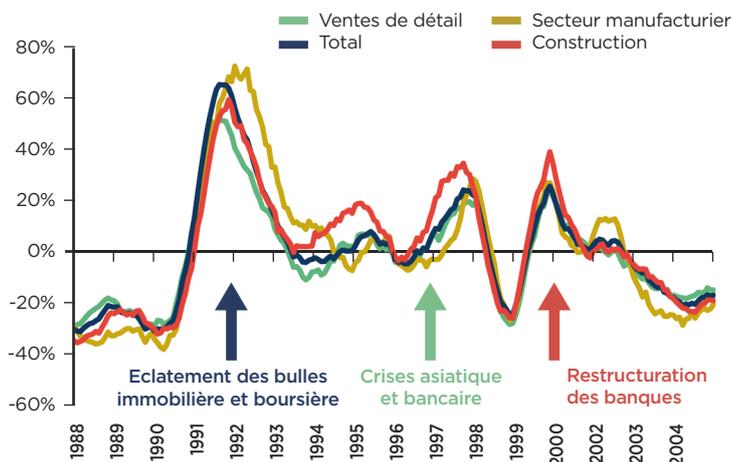
Après un sursaut lié à une hausse du taux de la taxe sur la valeur ajoutée de 3 à 5% en 1997, l'évolution des prix s'est à nouveau inscrite en territoire négatif en 1998. Les salaires réels et les prix n'ont alors quasiment jamais cessé de diminuer jusqu'en 2010. Les salaires ont baissé en moyenne de 0,9% chaque année et les prix de 0,3%.

L'Etat japonais est intervenu directement en 1998 en nationalisant 2 grandes banques d'affaires japonaises en faillite, Long Term Credit Bank et Nippon Credit Bank. L'Etat y investit 495 milliards de dollars (12% du PIB), mais malgré cela, le niveau de créances douteuses a continué d'augmenter et a atteint 8,4% de l'encours de prêts en 2002. En 1999, la BoJ s'était pourtant mise à prêter aux banques à taux nul et en quantité illimitée. Mais les faillites des entreprises ont engendré une augmentation du niveau de créances douteuses des banques qui se sont alors restructurées et ont fragilisé de nouveaux secteurs, si bien que les faillites ont de nouveau augmenté. A l'exception de 1999, celles-ci n'ont cessé de croître entre 1997 et 2001.

Tous les secteurs sont affectés dans des proportions similaires (voir graphique 3). Parmi ces défaillances, celles de groupes de grande taille avaient retenu l'attention : JDC Corporation (constructeur immobilier) ou encore Okura Corporation (maison de commerce) avaient notamment déposé le bilan. Le fabricant de photocopieurs Mita Industrial Co., avec un passif de 206 milliards de yens, avait alors été enregistré comme la plus importante faillite de l'industrie manufacturière.

Graphique n° 3

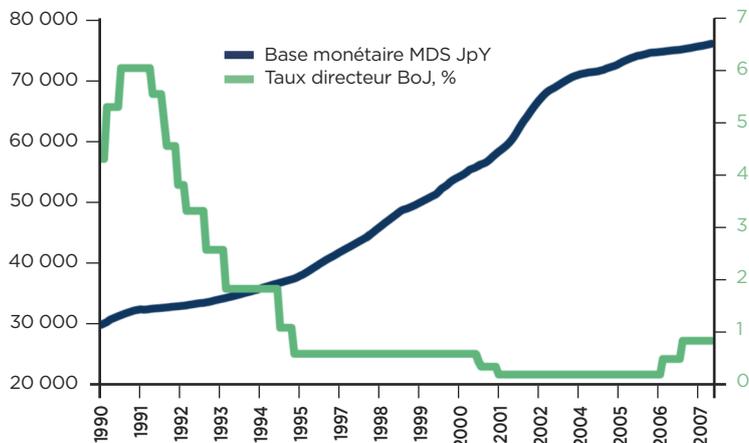
Evolution des défaillances



Sources : Coface, Teikoku

Graphique n° 4

Taux directeur de la BoJ et base monétaire au Japon



Sources : Coface, BoJ

La base monétaire n'a pourtant jamais augmenté aussi vite qu'entre 1996 et 2003. Toutefois, les banques n'ont pas utilisé la liquidité fournie par la Banque centrale pour augmenter leur encours de prêts. Le Japon s'est ainsi retrouvé dans une situation de « trappe à liquidité » où l'abondance de monnaie « a pas d'effet sur l'économie réelle. En effet, l'encours de prêts bancaires octroyés au secteur privé n'a cessé de se contracter sur la même période. La dette publique japonaise a dépassé en 2001 150% du PIB (60% en 1990). L'Etat a dépensé près de 1 600 milliards de yens en 10 ans sans pour autant obtenir une reprise de l'investissement privé. C'est finalement entre 2002 et 2006 que le Japon retrouve une croissance (2% en moyenne) capable de tirer l'inflation. La baisse des indices boursiers prend fin en 2003. Ils sont alors au niveau de 1982. Le nombre de faillites baisse à partir de septembre 2002 (voir graphique 3). L'encours des crédits bancaires octroyés au secteur privé repart à la hausse en 2004.

Comment en est-on arrivé là ?

Plusieurs facteurs semblent expliquer que le Japon se soit retrouvé dans une situation d'inflation faible, puis de déflation. Tout d'abord, les autorités ont trop attendu pour consolider leur système bancaire. En effet, les autres pays avancés, à l'exemple de la Suède, ont nationalisé immédiatement les banques fragiles et les ont restructurées. Les banques japonaises n'ont pas

réussi à consolider leur bilan et ont amplifié la baisse des actifs en vendant une partie des leurs.

Ensuite, les anticipations faites par les principaux instituts ont également pu avoir un impact négatif sur l'activité. En effet, durant toute la période, le consensus a anticipé une diminution de l'inflation à long terme. Ces anticipations à la baisse soulignent que les prix devaient s'ajuster mécaniquement et que la Banque centrale n'apportait pas de réponses (tant en termes d'outils que de communication) capables de les inverser.

Au-delà des aspects conjoncturels, Krugman (1998) souligne que le taux d'intérêt naturel⁽⁸⁾ est tombé en territoire négatif après 1990. Par conséquent la politique de taux zéro de la BoJ était insuffisante pour stimuler l'activité (Watabe, 2012). Ce résultat explique l'existence d'une trappe à liquidité à la fin de la décennie. Enfin, de 1993 à 2005, la croissance japonaise a été inférieure à la croissance potentielle du pays selon la BoJ. La production non utilisée pour répondre à la croissance potentielle a alors tiré les prix vers le bas.

Les 20 années de cycle déflationniste sont donc la conséquence d'un choc conjoncturel, sur une économie dont la structure était devenue fragile dans les années 1980. En effet, l'ouverture de l'économie japonaise a exercé une pression naturelle sur les prix trop élevés d'une société aux entreprises peu ouvertes jusqu'alors à la concurrence.

Interview

Atsushi NAKAJIMA,

président de l'Institut de recherche sur l'économie, le commerce et l'industrie (RIETI)

Le RIETI est un institut gouvernemental de recherche renommé au Japon. Créé en 2001, sa mission est de réaliser des études économiques théoriques et empiriques pour soutenir les politiques économiques du pays.

Selon vous, quel a été le point de départ de la déflation au Japon ?

L'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990 est à l'origine de la crise japonaise, dont les effets se sont fait ressentir pendant près de deux décennies. A l'époque, la Banque du Japon (BoJ) a augmenté son taux directeur pour contenir la hausse des prix immobiliers sans pour autant songer au risque de déflation. La hausse de la TVA au mois d'avril 1997 suivi de la crise asiatique est à l'origine de la réduction des salaires et de la perte de pouvoir d'achat des ménages. La déflation est alors devenue « structurelle » et l'économie japonaise est alors entrée dans un cercle « vicieux ». Les entreprises japonaises, devenues plus soucieuses des risques, ont alors accumulé un stock d'épargne important sans pour autant investir, au détriment donc de l'activité économique, qui a stagné pendant quinze ans.

Quel a été l'impact de l'éclatement de la bulle immobilière pour les entreprises japonaises ?

Ce sont les entreprises, plus que les ménages, qui ont été affectées par la crise immobilière du début des années 1990. Elles détenaient une part importante d'actifs financiers immobiliers dans leurs portefeuilles d'actions, qui ont perdu énormément de valeur suite à l'explosion de la bulle. Pour maintenir leurs marges, les entreprises ont donc baissé les salaires tout en reconstituant leur trésorerie afin de pouvoir gérer leur endettement excessif (d'où la forte accumulation d'épargne). Le secteur bancaire a également souffert de son exposition sur les entreprises excessivement endettées et de la hausse significative du taux de créances douteuses. Jusqu'en 2005 où le traitement des créances douteuses s'est enfin achevé, la contraction du bilan des entreprises et des banques a conforté la stagnation de l'économie ainsi que la déflation persistante.

Après ce long épisode déflationniste, quelles sont les perspectives de l'économie japonaise en 2015 ?

Le Japon ne retombera pas dans la déflation malgré le ralentissement de la hausse des prix enregistrée au second semestre 2014. En effet, plusieurs facteurs semblent favorables à un rebond de l'activité en 2015. Tout d'abord, la politique monétaire sera plus accommodante comme annoncé fin octobre 2014. La banque centrale va en effet racheter 30 TR yens de titres de dettes publiques supplémentaires et porter l'accroissement de la masse monétaire annuelle à 80 TR yens (575 milliards d'euros, 17% PIB). Le gouvernement a par ailleurs annoncé un budget de relance. Enfin, le report à avril 2017 de la seconde hausse de la TVA prévue initialement en octobre 2015 (de 8% à 10%) favorisera la consommation des ménages.

(8) C'est le taux d'intérêt réel d'une économie qui est au plein emploi sans déséquilibres faisant pression sur les prix.

Encadré 2

Hong Kong et la Chine, les autres épisodes de déflation moins connus de l'histoire économique récente

En dehors du Japon, d'autres pays ont connu des périodes de déflation au cours des deux dernières décennies.

Hong Kong : les effets d'une double crise

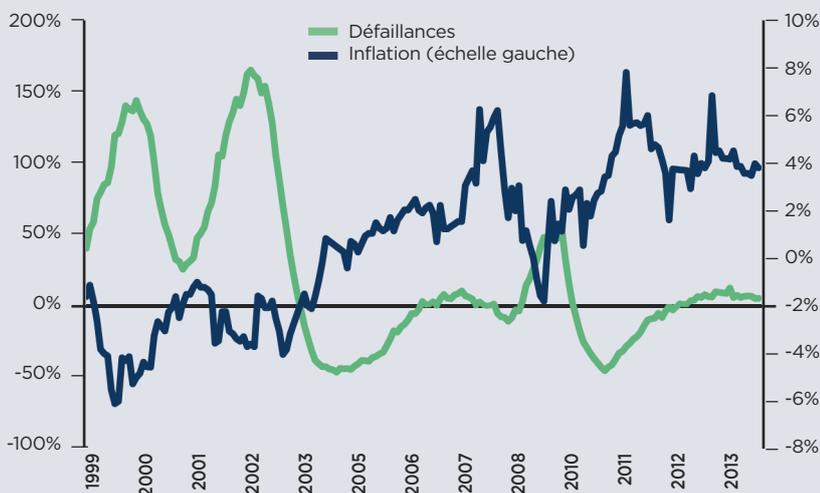
L'inflation négative observée à Hong Kong au début des années 2000 (voir graphique 5) est le résultat des chocs de croissance liés à la crise asiatique de 1997-1998 puis à l'éclatement de la bulle internet en 2001-2002. Ce double choc a d'abord occasionné un recul de la demande et ainsi une baisse des prix,

à la fois des biens et des actifs (notamment immobiliers). Son ampleur a ensuite été accentuée par la fixité du taux de change du dollar hongkongais par rapport au dollar américain, qui empêchait toute dépréciation. Notons enfin que cette période de déflation coïncide avec une forte croissance des défaillances d'entreprises (voir graphique 5).

La situation de Hong Kong au début des années 2000 et celle de la zone euro aujourd'hui ont donc plusieurs similitudes. Les deux régions ont en effet subi une double crise (celle de Lehman Brothers en 2008-2009 puis celle des dettes souveraines en 2011-2012 dans le cas européen) et ont dû y faire face sans bénéficier de dépréciation de leur devise (jusqu'à l'été 2014 dans le cas de la zone euro).

Graphique n°5

Inflation et défaillances d'entreprises à Hong Kong (sources nationales)



Sources : Coface, BoJ, Teikoku

Chine : quand déflation rime avec choc de productivité

Les prix à la consommation ont baissé de 0,4% par an en moyenne entre 1998 et 2002 en Chine. Mais contrairement aux autres exemples de déflation cités dans cette étude, cet épisode de baisse des prix ne coïncide pas avec une période de croissance en berne. Loin de là puisque la croissance a été en moyenne de +8,2% durant ces cinq années. Cette « déflation positive » correspond à un choc de productivité : la forte croissance tirée par les exportations et l'investissement des entreprises a permis des gains de productivité et donc des pressions à la baisse sur les prix. L'excès d'offre de travail dans le secteur industriel lié notamment à l'urbanisation croissante y a également contribué.

3

QUELS RISQUES POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE ET SES ENTREPRISES ?

Cet exemple du Japon des années 1990 et 2000 est de plus en plus mis en exergue pour expliquer les faiblesses actuelles de l'économie française. Nous examinons dans cette partie les risques pour l'économie française en général et ses entreprises en particulier d'une période prolongée de stagnation de l'activité et des prix « à la japonaise ».

Croissance en berne et faible inflation depuis 2012 reflètent en partie les surcapacités de l'industrie en France

Comme au Japon dans les années 1990, croissance et inflation suivent toutes deux une tendance baissière depuis 2011. Nous estimons que la croissance du PIB ne devrait en effet pas dépasser 0,4% en 2014 et 0,8% en 2015, soit un niveau nettement inférieur à celui de 2011 (2,1%). De la même manière, les prix à la consommation, qui ont augmenté de seulement 0,5% sur un an en octobre 2014, ne croîtraient, selon nous, que de 0,7% en moyenne en 2015 (contre 2,3% en 2011).

Cette baisse conjuguée de la croissance et de l'inflation est le résultat des mécanismes d'ajustement classiques des économies de marché. Le prix résultant de l'ajustement entre l'offre et la demande, son augmentation reflète une hausse relative de la demande par rapport à l'offre. A l'inverse, un recul des prix traduit celui de la demande relativement à l'offre. Une moindre inflation est donc principalement le reflet d'une faible demande. C'est notamment le cas après une ou plusieurs crises. La crise mondiale récente a engendré un recul du PIB mondial puis une croissance plus faible qu'avant 2008, notamment en zone euro et au Japon (voir graphique 6). Ainsi, le stock du capital accumulé avant 2008 se révèle désormais trop grande. Dit autrement, les capacités de production sont sous-utilisées et l'investissement reste atone. Le niveau du taux d'utilisation des capacités le confirme : il reste inférieur à sa moyenne d'avant crise en France

(80,9% au 3^{ème} trimestre 2014 contre 85,2% en moyenne entre 2000 et 2008) et dans la zone euro prise dans son ensemble. Le constat est identique au Japon, mais pas au Royaume-Uni, et encore moins aux Etats-Unis. Cet excès relatif de l'offre par rapport à la demande conduit à un ralentissement marqué de l'inflation.

Ces surcapacités ne touchent pas uniformément tous les secteurs d'activités en France. Le graphique 7 mesure la différence en points de pourcentage entre le taux d'utilisation des capacités (TUC) moyen entre 2000 et mi-2008 et celui d'octobre 2014 pour chaque secteur d'activité. Le TUC est égal au ratio entre les capacités de production (machines et équipements) effectivement mobilisées pour la production et l'ensemble des capacités de production potentiellement disponibles à une date donnée. Il ressort de ce calcul qu'il existe des surcapacités dans tous les secteurs industriels⁽⁹⁾, tous les scores étant négatifs. Les secteurs agro-alimentaire et pharmaceutique apparaissent proches de l'équilibre, tandis que le secteur automobile souffre toujours de surcapacités importantes. Ces taux d'utilisation des capacités de production sont seulement disponibles pour les secteurs industriels. La comparaison entre le niveau de la valeur ajoutée au 3^{ème} trimestre 2014 et celui atteint lors du pic d'avant crise en 2008 indique que les secteurs des services souffrent peu ou pas de ces problèmes de surcapacité. Contrairement à la plupart des secteurs industriels, la valeur ajoutée de ces secteurs a retrouvé son niveau d'avant-crise, ou en est très proche.

L'existence de telles surcapacités rend un secteur d'activité particulièrement vulnérable au risque relatif à une déflation. Si la demande reste atone et pousse les prix vers le bas, les secteurs qui souffrent au préalable de surcapacités sont les plus susceptibles d'être contraints de décider des baisses de leurs prix de vente.

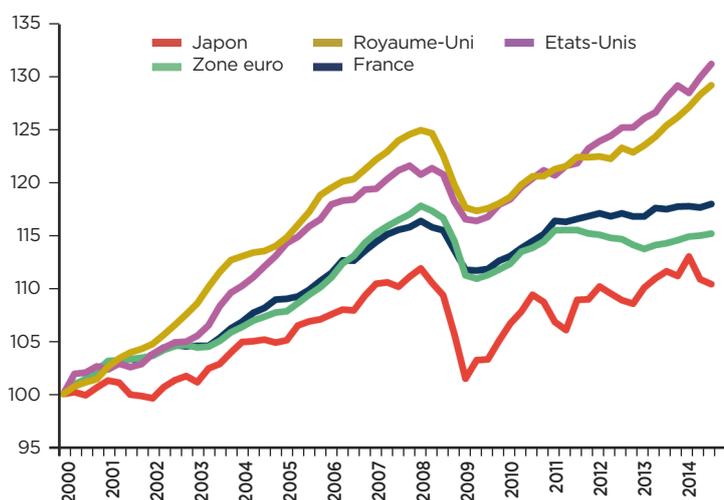
En période de stagnation, les entreprises préfèrent accumuler des liquidités et se désendetter plutôt qu'investir

Ces surcapacités ont une autre conséquence : elles rendent inutiles de nouveaux investissements si la demande repart, dans la mesure où des capacités de production jusqu'ici inutilisées peuvent alors être mises à contribution. Dans ce contexte de stagnation de l'activité, de pressions baissières sur les prix et de surcapacités de production, les entreprises préfèrent donc augmenter leur trésorerie plutôt que réaliser des investissements productifs.

Les chiffres récents tendent à confirmer ce scénario en France. Au premier semestre 2014, le volume de trésorerie des 80 principales entreprises françaises a progressé de 9,4% pour atteindre 146 milliards de dollars, soit le montant le plus élevé depuis 6 ans à cette période de l'année, sous l'impulsion des résultats des secteurs de l'industrie manufacturière et de l'énergie. Cette hausse de la trésorerie se traduit par un surplus de liquidité pour ces entreprises.

Graphique n°6

PIB en volume (base 100 = T1 2000)

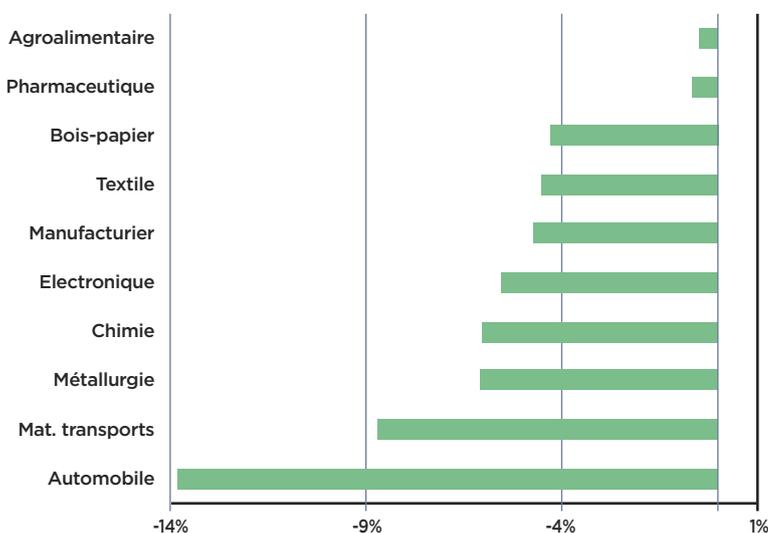


Sources : sources nationales

Graphique n°7

taux d'utilisation des capacités par secteur

(octobre 2014, écart par rapport à la moyenne 2000-2008)

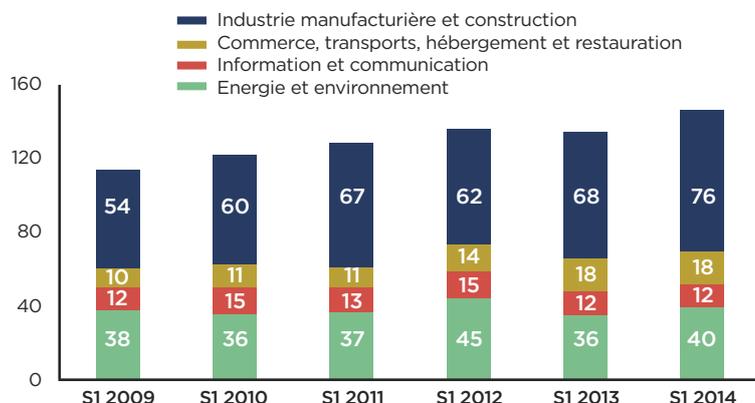


Source : Banque de France

(9) Les taux d'utilisation des capacités de production ne sont généralement pas calculés pour les secteurs non-industriels et notamment les services.

Graphique n°8

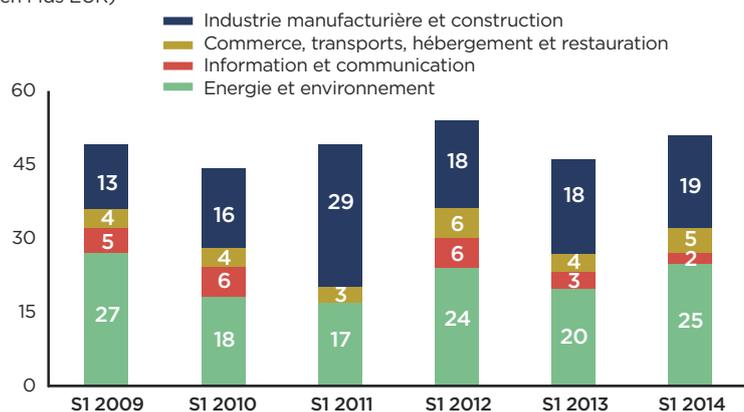
Evolution de la trésorerie des 80 principaux groupes français par secteur
(en Mds EUR)



Source : Banque de France

Graphique n°9

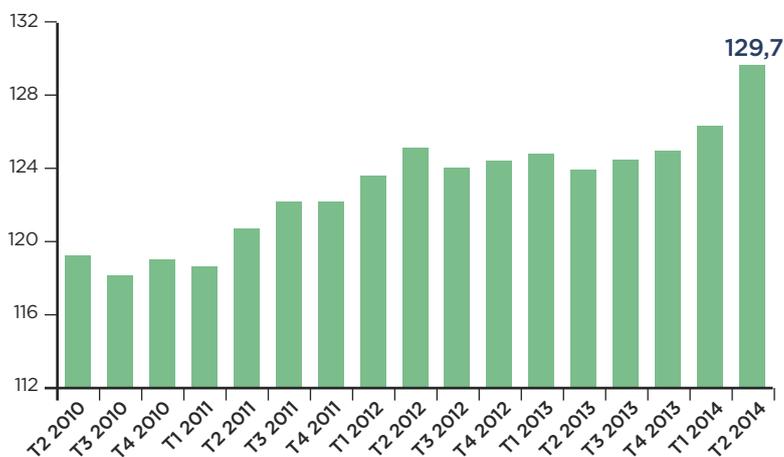
Flux d'investissement des 80 principaux groupes français par secteur
(en Mds EUR)



Source : Banque de France

Graphique n°10

Taux d'endettement des sociétés non financières
(% VA)



Source : Banque de France

L'analyse des flux de trésorerie permet de comprendre comment est utilisé ce surplus de liquidités. Il existe trois types de flux de trésorerie : ceux provenant d'activités opérationnelles, d'opérations de financement ou d'opérations d'investissement. La première catégorie de flux (capacité d'autofinancement amputée de la variation en besoin de fonds de roulement d'exploitation (BFRE)⁽¹⁰⁾ et donc directement liée à l'activité principale de l'entreprise), est en baisse constante depuis 2010. Les flux de trésorerie pour opération de financement concernent la distribution de dividendes (30,7 milliards d'euros versés au premier semestre 2014, principal usage de la trésorerie depuis le début d'année), les remboursements d'emprunts (ni remboursement ni emprunt massif depuis le 1^{er} semestre 2013) et l'émission d'actions (augmentations de capital via l'accroissement de fonds propres). Une légère amélioration des flux d'investissement, la dernière catégorie, est constatée, notamment dans le secteur de l'énergie et de l'environnement, mais cette hausse provient davantage du fait que les grands groupes investissent dans d'autres sociétés (achats d'actifs financiers en hausse de 10 milliards de dollars sur un an) que de l'acquisition d'immobilisations corporelles, en repli depuis 2012, alors même que ce type d'acquisitions permet d'augmenter les capacités de production des entreprises.

Comme expliqué dans la partie 2, une stratégie similaire, consistant en des achats importants d'actifs financiers au détriment d'investissements productifs, avait été mise en place par les entreprises japonaises au début des années 2000, ce qui a pu contribuer à maintenir les pressions déflationnistes et à alimenter le climat ambiant de stagnation économique dans le pays.

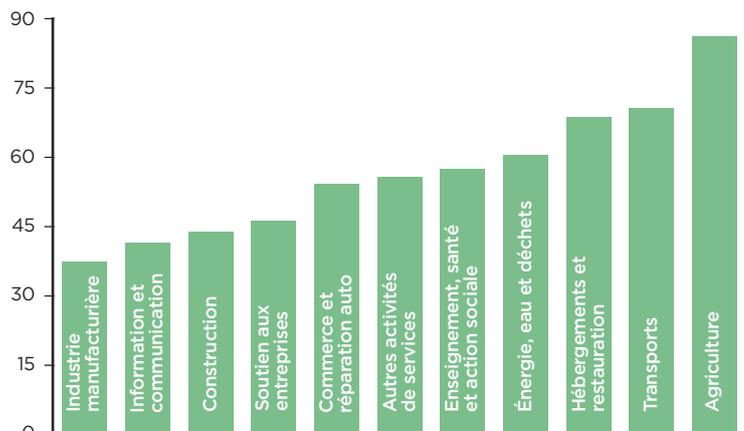
Outre l'accumulation de trésorerie, un contexte de faibles perspectives de croissance et d'inflation désincitant l'investissement productif peut aussi conduire les entreprises à se désendetter, notamment pour celles dont l'endettement est initialement élevé. Ici encore, l'exemple du Japon le confirme (voir partie 2). Or, même si l'endettement des entreprises en France n'est pas aussi élevé qu'au Japon dans les années 1990, la dynamique actuelle est à la hausse. Le taux d'endettement des sociétés non financières a atteint 129,7% de la valeur ajoutée au second trimestre 2014 (voir graphique 10). Toutefois, si l'on rapporte l'encours de la dette des entreprises à leurs capitaux propres (calcul plus adapté en temps de stagnation économique, car la valeur ajoutée ayant tendance à ne pas progresser voir à diminuer augmente mécaniquement le ratio), ce nouveau ratio de dette s'est stabilisé à un niveau proche de 80% en 2013 et 2014.

Cette propension à se désendetter plutôt qu'à investir afin d'améliorer sa solvabilité et ainsi pouvoir prétendre à l'avenir à de meilleures conditions de financement est d'autant plus forte que le niveau initial d'endettement est élevé (voir graphique 11 page 11).

(10) Le BFRE est calculé comme la somme des comptes de stocks et des créances clients et fournisseurs, diminuée des dettes clients/fournisseurs et dettes fiscales et sociales. Toutefois, l'indice des prix à la production permet seulement d'avoir une vision incomplète de l'évolution des coûts de production et donc des marges des entreprises, puisqu'il tient seulement compte des coûts des matières premières et des matériaux. Le coût du travail, qui représente une part importante des coûts de production des entreprises (notamment dans le cas d'une économie très tertiaisée comme la France) n'est donc pas inclus.

Graphique n°11

Endettement bancaire en 2012 (en % de la valeur ajoutée)



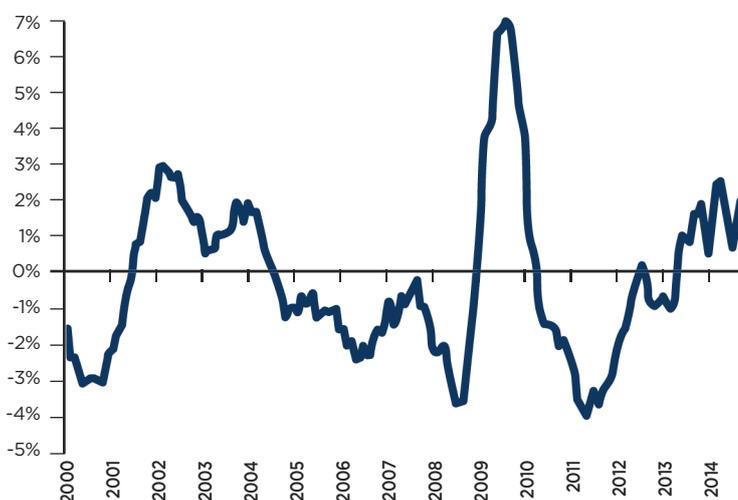
Source : INSEE

Ce n'est pas nécessairement le cas dans l'industrie manufacturière ou dans le secteur de l'énergie, mais cette tendance à se désendetter touche déjà des secteurs d'activité comme l'agriculture, les services ou encore la construction.

Par ailleurs, les entreprises qui ne se désendettent pas bénéficient de possibilités de refinancement plus favorables dans un tel environnement d'inflation et de croissance faibles. En effet, d'après la théorie économique, le taux de croissance potentiel a un effet sur le taux d'intérêt naturel, c'est-à-dire le taux d'intérêt de court terme permettant à l'économie d'être en plein emploi, à travers deux canaux différents. D'abord, une croissance moins élevée se traduit par des revenus plus faibles pour les entreprises et les ménages, ce qui les conduirait à moins investir et consommer. Ensuite, une croissance en berne déprime l'investissement en réduisant son rendement anticipé. Au final, cette demande accrue d'épargne et l'investissement en berne ont pour effet un taux d'intérêt plus faible. Ce taux d'intérêt naturel est certes un concept théorique. Mais dans les faits, sa baisse se traduit

Graphique n°12

Écart entre le taux de croissance annuel des prix à la consommation et celui des prix à la production en France (en points de pourcentage)



Sources : INSEE, Coface

par une politique monétaire très accommodante. Les exemples actuels de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne le confirment. L'évolution récente du taux d'intérêt sur les prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages en France ou encore du taux de rendement des obligations d'entreprises semblent aussi confirmer la théorie.

Ces taux d'intérêt bas ont des conséquences sur les entreprises. Ils facilitent en effet leur refinancement : un prêt arrivant à maturité peut d'autant plus facilement être remboursé grâce à l'octroi d'un autre prêt si le taux d'intérêt du second est bas. C'est un facteur susceptible de limiter l'ampleur de la progression des défaillances d'entreprises liée à la stagnation économique. Toutefois, le maintien en vie d'entreprises qui parviennent à se refinancer grâce à des conditions de financement très favorables n'est pas forcément favorable pour les perspectives d'investissement à long terme. Les entreprises en mauvaise santé peuvent subsister à court terme sans être restructurées, mais elles n'ont pas pour autant les capacités suffisantes pour investir davantage, ce qui pénalise la croissance à moyen terme.

Au final, la stagnation économique peut conduire les entreprises françaises à accumuler des liquidités, se désendetter ou encore profiter de taux d'intérêt plus bas pour se refinancer plus facilement. Mais cette stratégie favorise leur survie à court terme au détriment d'investissements productifs indispensables pour leurs perspectives de croissance à moyen terme.

La baisse des prix du pétrole profite aux entreprises, notamment dans les secteurs de l'industrie et des transports

Outre ces conditions de financement plus favorables, une inflation atone peut profiter aux entreprises si elle se traduit par des coûts de production plus faibles. Plus précisément, une entreprise bénéficie d'une augmentation de ses marges si la baisse de ses coûts de production est plus forte que celle de ses prix de vente, c'est-à-dire si elle ne répercute pas totalement la baisse du prix de ses intrants sur ses prix de vente. Dans ce contexte, l'écart entre le taux de croissance annuel de l'indice des prix à la consommation et celui de l'indice des prix à la production peut être considéré comme un indicateur avancé des marges des entreprises⁽¹¹⁾.

Or en France, la baisse des prix à la production est plus marquée que celle des prix à la consommation. Dit autrement, les entreprises ne semblent pas retranscrire complètement la baisse de leurs coûts de production dans les prix de consommation, l'écart entre l'inflation à la consommation et celle des prix à la production étant positif et en augmentation depuis 2013 (voir graphique 12). Au regard de cet indicateur, la baisse actuelle des prix à la production semble donc profiter aux marges des entreprises, même si celles-ci continuent par ailleurs d'être pénalisées par d'autres facteurs comme la conjoncture difficile.

(11) Toutefois, l'indice des prix à la production permet seulement d'avoir une vision incomplète de l'évolution des coûts de production et donc des marges des entreprises, puisqu'il tient seulement compte des coûts des matières premières et des matériaux. Le coût du travail, qui représente une part importante des coûts de production des entreprises (notamment dans le cas d'une économie très tertiaisée comme la France) n'est donc pas inclus.

Cet effet varie toutefois sensiblement d'un secteur d'activité à l'autre. La mesure de l'écart entre la croissance annuelle des prix à la consommation et celle des prix à la production pour chaque secteur disponible indique en effet des écarts significatifs. Sans surprise, les secteurs dont l'énergie en général et le pétrole en particulier représentent une part significative des intrants semblent particulièrement profiter de la baisse des cours mondiaux de l'or noir : les secteurs de l'énergie et des transports sont en territoire positif dans le graphique 13, signifiant que la baisse des prix à la production dont ils ont bénéficié ces derniers mois n'a pas été totalement répercutée sur les prix de vente à ce stade ⁽¹²⁾.

chimie qui est la grande gagnante. En dehors de l'industrie, le secteur des transports profite aussi à plein de cette baisse des prix du pétrole (EBE augmenté de 11,8%). Ce qui est moins le cas, des secteurs des services marchands, du commerce ou encore de la construction.

Ces effets sont seulement avérés dans le cas où aucune baisse de prix de vente n'est décidée. Or les pressions baissières actuelles sur les prix autres que l'énergie laissent penser que ce recul des prix à la production sera au moins en partie répercuté sur les prix de ventes, réduisant ainsi d'autant les gains de marges pour les entreprises et augmentant en même temps les pressions déflationnistes.

L'exemple récent de la crise de 2008-2009 l'illustre : l'écart entre la croissance des prix à la consommation et celle des prix à la production avait été temporaire, à la fois pour l'ensemble de l'économie dans son ensemble (*graphique 12 page 11*) et pour les secteurs industriels (*graphique 13*). Les entreprises ont donc d'autant plus tendance à retranscrire le recul de leurs coûts de productions sur leurs prix de vente dans un contexte de demande en berne comme en 2009.

La capacité d'une entreprise à ne pas répercuter ces fluctuations de ses coûts de production dépend aussi du degré de concurrence de son secteur d'activité. En 2008, une étude du ministère des finances français ⁽¹³⁾ a évalué le niveau de concurrence par secteur d'activité en France. Pour y parvenir, l'auteur a d'abord tenu compte de l'écart moyen sur longue période entre prix de vente et coût marginal de production (c'est-à-dire le coût de production de la dernière unité produite). En effet, moins un secteur est concurrentiel, plus le prix de vente peut s'éloigner durablement du coût de production marginal. Le degré de concentration des secteurs a aussi été pris en compte, ainsi que des indicateurs de réglementation mesurant l'ouverture d'un secteur à la concurrence ou encore la participation de l'Etat dans le capital des entreprises du secteur. Il ressort de cette analyse que les secteurs des transports, du commerce de détail, de l'hôtellerie et bancaire sont relativement peu concurrentiels en France.

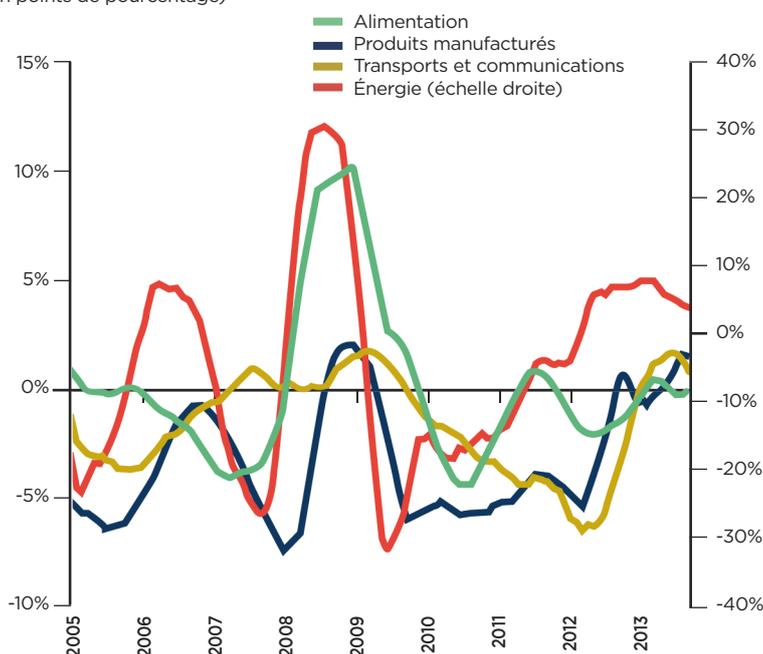
Au final, le secteur des transports semble donc être le mieux placé pour profiter de la baisse des prix du pétrole à court terme : cette matière première représente en effet une part importante de ses intrants et le degré de concurrence relativement faible du secteur devrait lui permettre de ne pas répercuter totalement cette baisse de ses coûts de production dans ses prix de vente.

L'exportation, une échappatoire possible pour l'industrie ?

Enfin, les entreprises les plus orientées à l'exportation sont susceptibles de moins souffrir de la stagnation sur le marché domestique grâce à deux effets. D'abord, la croissance plus faible sur le marché intérieur peut être compensée au moins

Graphique n°13

Écart entre le taux de croissance annuel des prix à la consommation et celui des prix à la production par secteur d'activité en France (en points de pourcentage)



Sources : INSEE et Coface

La baisse récente des cours mondiaux du pétrole constitue l'une des principales raisons de cette correction des prix à la production. D'après COE Rexecode, le repli de 16% du cours du pétrole (Brent) en euros entre septembre 2013 et octobre 2014 a engendré un recul de 0,2% des prix à la production pour l'économie française dans son ensemble. Les marges des entreprises (mesurées par l'excédent brut d'exploitation) augmentent de 1,2% sous cet effet.

Mais les effets varient significativement d'un secteur d'activité à l'autre. Sans surprise, les secteurs dont la part du pétrole dans les consommations intermédiaires est la plus élevée sont les principaux bénéficiaires de cette correction des cours mondiaux. Il s'agit notamment de l'industrie (hausse des marges de 2,9%), et plus particulièrement de la

(12) Il n'est pas possible d'effectuer cette comparaison des indices de prix à la production et à la consommation pour de nombreux secteurs (notamment ceux de services) faute de données disponibles.

(13) Bouis R. (2008) : « Niveau et évolution de la concurrence sectorielle en France », Trésor Eco No 27, janvier.

en partie par davantage de ventes sur des marchés à l'export où la croissance est plus dynamique. Ensuite, cet accroissement des ventes à l'export est d'autant plus probable que la stagnation des prix induit une baisse relative des prix du pays en question et donc des gains de compétitivité-prix pour ses entreprises exportatrices.

Si le montant des exportations représente 16,2% du chiffre d'affaires de l'ensemble des entreprises et 28,3% de celui des entreprises exportatrices en 2012 d'après l'INSEE ⁽¹⁴⁾ en France, il varie beaucoup d'un secteur à l'autre. Ici encore, l'industrie semble être davantage en mesure de tirer son épingle du jeu que les autres secteurs : 19,1% des entreprises du secteur ont déclaré un chiffre d'affaires à l'exportation en 2012, soit plus de deux fois plus que la moyenne nationale (9,1%) et davantage que n'importe quel autre secteur. Parmi ces entreprises industrielles exportatrices, le taux d'export moyen (c'est-à-dire la part des exportations dans leur chiffre d'affaires total) est supérieur à 37%, contre 28,3% en moyenne pour les autres secteurs. Seul celui des transports fait mieux en la matière (38%). En bas du classement, les secteurs du commerce et des services aux entreprises sont moins orientés à l'exportation, tant au regard de la part des entreprises exportatrices (respectivement 14,7% et 8,8%) que du taux d'export moyen (18,4% et 28,9%).

La portée de cette bouffée d'oxygène pour l'industrie française est cependant à relativiser, les principaux partenaires commerciaux de la France (à savoir les autres Etats membres de la zone euro) connaissant eux aussi une période de croissance quasi-nulle des prix et de faible croissance du PIB.

Quel impact de la « low-flation » sur les défaillances d'entreprises ?

Le repli de l'inflation depuis 2011 a des effets positifs sur l'économie française et ses entreprises à court terme. Il est par exemple l'un des facteurs ayant soutenu le pouvoir d'achat des ménages et donc la croissance de leur consommation au cours des derniers trimestres. D'ailleurs, cette consommation des ménages résiliente reste le principal moteur de la croissance française, et donc une des principales raisons de la stabilisation en 2014 du nombre de défaillances d'entreprises en France. Les entreprises profitent aussi de la baisse des prix du pétrole, notamment le secteur industriel (la chimie en particulier) et celui des transports grâce à une baisse de leurs coûts de production qui n'est pas entièrement répercutée sur leurs prix de vente. Mais cet effet positif de court terme s'estompera lorsque le recul des prix mondiaux du pétrole s'achèvera.

Au-delà de ces effets temporaires, le ralentissement marqué de l'inflation met aussi en évidence le risque de déflation durable en France.

La politique proactive de la BCE, la disponibilité de liquidités abondantes ou encore les structures actuelles de l'économie française (notamment la relative résilience des salaires même en période de chômage élevé ou encore le faible degré de concurrence sur certains marchés) permettent de relativiser le risque de « déflation profonde » comme dans les années 1930. En revanche, la probabilité de connaître une période prolongée de « low-flation » et de croissance faible à l'image de celle observée au Japon à partir des années 1990 semble plus forte. Plusieurs raisons incitent toutefois à relativiser ce risque : la situation du secteur bancaire français aujourd'hui semble meilleure que celle des banques japonaises dans les années 1990. Et l'ampleur des excès du secteur immobilier français semble moindre que celui du Japon de l'époque.

Mais un tel scénario aurait des conséquences négatives, la stagnation s'accompagnant d'une croissance de l'activité en berne pour l'économie française dans son ensemble et plus particulièrement pour les entreprises des secteurs d'activité connaissant des surcapacités. L'industrie et notamment sa branche automobile sont en première ligne dans ce domaine. Néanmoins, les secteurs industriels, les plus orientés à l'exportation, sont les plus à même de compenser ces moindres débouchés internes par davantage de ventes à l'étranger, même si la tendance baissière de l'inflation est aujourd'hui commune à la plupart de ses principaux partenaires commerciaux (notamment les autres pays de la zone euro).

La stagnation a également des effets secondaires. En l'anticipant, les entreprises tendent à reporter leurs investissements productifs pour accumuler des liquidités ou se désendetter. La baisse des taux d'intérêt induite par la baisse conjuguée de la croissance et de l'inflation facilite par ailleurs le refinancement de ces entreprises endettées. Des entreprises en manque de débouchés parviennent ainsi à survivre sans être restructurées, mais elles n'ont pas pour autant les capacités suffisantes pour investir davantage.

Pour résumer, une période prolongée de stagnation n'a pas seulement des effets négatifs sur les entreprises. Elle est surtout le signe d'un changement de régime de croissance : moins de croissance, moins d'inflation, mais aussi des conditions de financement plus favorables et des coûts de production plus faibles pour certains secteurs. L'année 2014 le confirme : alors qu'une croissance du PIB supérieure à 1,6% était historiquement nécessaire afin que le nombre de défaillances d'entreprises recule en France, celles-ci se sont stabilisées malgré une croissance de seulement 0,4%.

(14) INSEE (2014) : « Les entreprises en France, édition 2014, fiches thématiques - Mondialisation, Compétitivité, Innovation ».

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Photo : © Corbis - Maquette : Les éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.fr

