

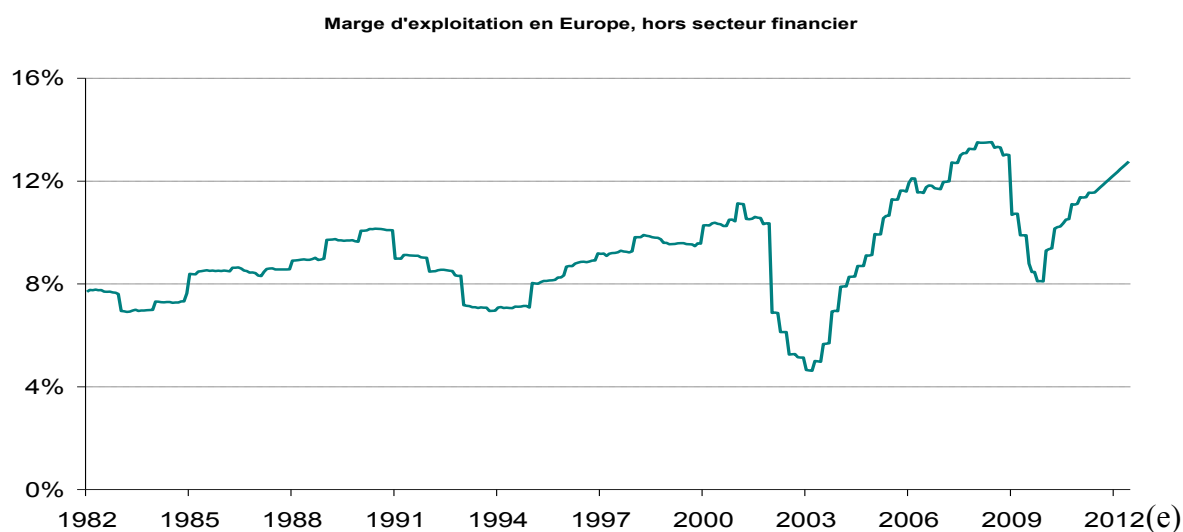
LES CONTRASTES, LES CHOCS, LES MENACES ET LES OPPORTUNITES

PAR PASCAL QUIRY ET YANN LE FUR, PROFESSEURS A HEC PARIS ET AUTEURS DE L'ÉDITION 2012 DU VERNIMMEN (FINANCE D'ENTREPRISE, DALLOZ)

Il y a bien longtemps que l'on n'avait pas vu un tel contraste entre d'un côté l'environnement macroéconomique et de l'autre les performances des entreprises.

Passons rapidement sur l'environnement macroéconomique pour ne pas propager ou entretenir un sentiment de découragement qui nous est étranger : déficits budgétaires qui restent élevés à plus de 7 % du PIB dans beaucoup de pays (et 10 % aux Etats-Unis), inflation qui semble vouloir repartir à la hausse, chômage élevé, dépression économique dans les pays dits périphériques (Grèce, Irlande, Portugal), interrogation sur la viabilité de la zone euro, persistance des déséquilibres monétaires et commerciaux, etc.

A côté de cela, et malgré cela, une santé des entreprises qui a rarement été aussi bonne. Celles cotées en Bourse, de ce fait les bons élèves de l'économie, pourraient dégager en 2011 des marges d'exploitation proches du plus haut historique à plus de 11% :



Source: Exane BNP Paribas

Elles ont poursuivi leur désendettement. Avec un ratio moyen dettes/EBE de 1,2 fois¹ on ne peut pas dire que la situation soit malsaine, d'autant que le gros de l'endettement est concentré sur les LBO, les groupes diversifiés du BTP espagnol et dans les sociétés foncières où l'on prête en fonction de la valeur des actifs et non en fonction de l'EBE.

¹ Voir page XXX.

Un rapport récent de l'Observatoire du financement des entreprises ² a montré que la situation des PME-PMI françaises ayant plus de 20 salariés n'est pas très différente : la part des capitaux propres dans le total du bilan tangente les 40% alors que celle des dettes est de 10% (elles étaient de 30% au début des années 2000).

Autre contraste tout aussi saisissant mais d'un autre ordre, celui des jeunes français : à 83% satisfaits de leur vie personnelle, à 53% pensant que l'avenir est prometteur mais seulement 17% à penser que l'avenir de la France est prometteur :

	Mon avenir est prometteur	L'avenir de mon pays est prometteur
Inde	90%	83%
Brésil	87%	72%
Russie	81%	59%
Etats-Unis	81%	37%
Finlande	75%	61%
Royaume-Uni	74%	34%
Chine	73%	82%
Allemagne	56%	25%
France	53%	17%
Grèce	43%	17%
Japon	43%	24%

Source : Sondage de la Fondation pour l'innovation politique. 18 janvier 2011.

En même temps, jamais autant de bébés ne sont nés en France depuis 1980 (828.000 pour être précis), ce qui est un meilleur indicateur qu'une réponse à un sondage et rend optimiste pour l'avenir ³.

Les nouveaux lecteurs du Vernimmen pourraient s'étonner de trouver dans l'introduction à un manuel de finance des développements sur le bonheur et la natalité ! Outre d'être des natalistes convaincus⁴, nous pensons aussi que la finance doit contribuer à rendre les gens heureux, sinon elle ne sert à rien, et pensons qu'elle y contribue.

Dernier contraste sur lequel nous passerons plus rapidement : les banquiers demeurent collectivement peu appréciés, mais les mêmes interviewés apprécient leur banquier personnel. Il est vrai que les traders ont rarement affaire au grand public...

* * *

L'un des apports les plus importants de Benoît Mandelbrot, créateur des fractales ⁵ et décédé le 14 octobre 2010, est d'avoir montré qu'il y a de la discontinuité dans les variations de prix s'opposant ainsi à la notion de continuité, de régularité que symbolise bien la loi normale / la courbe de Gauss. Si les prix suivaient une loi normale, l'indice Dow Jones ne devrait varier de plus de 7% par jour qu'une fois tous les 300.000 ans. Au 20^{ème} siècle on a enregistré 48 variations supérieures à 7% et 2 depuis 2000. Autrement dit, les modèles qui reposent sur cette hypothèse (modèle de Black Scholes, VAR...) sous-estiment le risque de krach boursier ⁽²⁾. Ce ne doit pas être une nouveauté pour notre lecteur, puisqu'elle est entrée dans l'édition 1996 du Vernimmen.

² Voir la Lettre Vernimmen.net n° 98 du juin 2011.

³ Et pas uniquement pour les ventes du Vernimmen dans 20 ans !

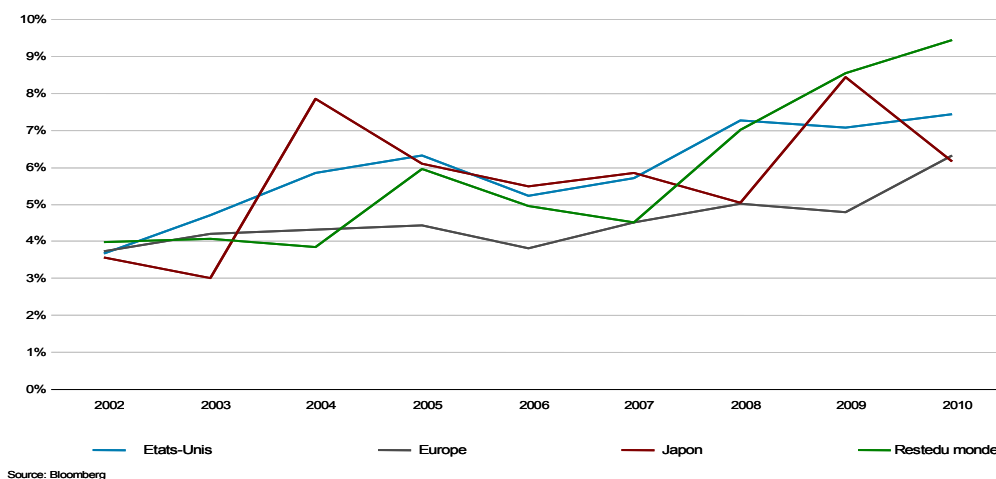
⁴ « Il n'y a de richesse que d'hommes » écrivait déjà au 16^{ème} siècle Jean Bodin

⁵ Voir page XXX.

Cela dit, le choc semble être devenu une composante récurrente, voire normale, de notre vie : les attentats du 11 septembre 2001, la faillite de Lehman Brother, et la catastrophe de Fukushima. Comme l'indique Denis Kessler, PDG du réassureur SCOR, « Il faut s'attendre à des chocs de toute nature, qui interagissent, aux conséquences de plus en plus complexes : le monde est désormais un village agité ! »⁶

Dès lors, on comprend mieux que les entreprises accroissent la part des disponibilités et des valeurs mobilières de placement à l'actif de leur bilan : de 3,7% en 2002 au double (7,5%) en 2010.

Ratio disponibilités et valeurs mobilières de placement / Total actif pour les 3 000 premières capitalisations mondiales (70 % de la capitalisation mondiale)



C'est une tendance de fond, peu susceptible de s'inverser rapidement.

* * *

Quelles sont les menaces ? Nous nous limiterons à trois d'entre elles.

- Le durcissement très significatif des ratios de liquidité des banques qui pourraient les contraindre dans l'octroi de crédits à moyen et long termes en exigeant qu'elles aient autant de ressources à moyen et long termes que d'emplois de même nature. Certes, les plus grandes entreprises trouveraient une échappatoire en recourant plus souvent aux marchés obligataires, mais toutes les entreprises ne peuvent pas y avoir accès. Ce serait alors un paradoxe que la transformation bancaire, qui n'est pas pour grand-chose dans la crise financière de 2008, soit la victime de mesures destinées à éviter une réédition de cette crise, et que les marchés, qui en sont le principal responsable, en soient favorisés !

De la même façon, la mise en œuvre de la directive Solvency II dans le secteur de l'assurance risque de pénaliser fortement l'investissement en capitaux propres d'investisseurs qui ont pourtant des ressources à long terme.

A ce stade, il ne s'agit que de projets (certes avancés) devant être finalisés fin 2011. On en reparlera donc dans l'édition 2013 du Vernimmen.

⁶ Le Monde du 5 mai 2011.

- Les niveaux de marges et l'écart entre la rentabilité économique après impôt et le coût du capital attendu à 3,7 % en 2011 et 4,3 % en 2012, sont historiquement élevés ⁷ et ne sont pas tenables. Ils ne dureront pas d'autant que l'environnement macroéconomique en Europe ne va pas être euphorique.

Une partie des dettes des Etats devra être remboursée, celle ne correspondant pas à un endettement permanent supportable, l'autre pouvant continuer à être renouvelée comme elle l'a toujours été. Le surcroît d'endettement récent ayant été souvent contracté pour soutenir la consommation et non pour investir, son remboursement ne pourra pas venir des recettes d'investissements qu'il n'a pas financés mais d'une contraction de la consommation future. On le voit nettement en Grèce où, par exemple, les ventes de médicaments sont en baisse de 29 % (2013 estimé / 2009), la construction privée en 2010 de 32 % en volume par rapport à 2009 ; et sur janvier 2011, la baisse atteint 73 %...

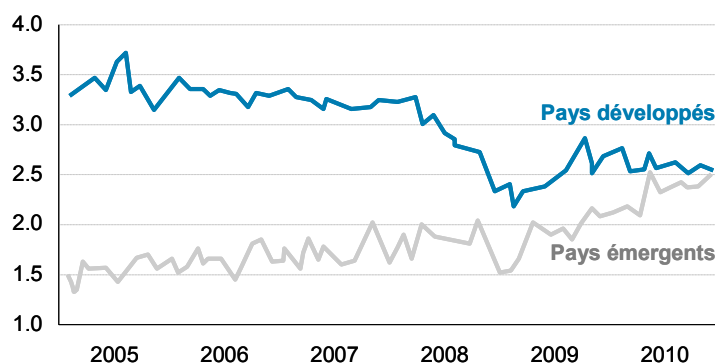
- Le déséquilibre croissant dans la répartition des richesses et des revenus dans les pays développés qui menace le pacte social. Aux Etats-Unis, les 12.000 familles les plus aisées touchent chaque année une part du revenu national équivalant à celles des 24 millions les plus pauvres. Quand l'ascenseur social fonctionne à plein, c'est plutôt un facteur de motivation. Quand il est grippé, c'est devenu moralement inacceptable et risque d'ouvrir la porte à toutes les aventures, les meilleures (Tunisie) comme les pires (montée des extrémismes).

* * *

Notre optimisme naturel nous porte à conclure avec les opportunités. Elles n'ont pas fondamentalement changé en un an et ont toujours pour nom les pays émergents.

Pour la première fois en 2010, les ventes de voitures dans les pays émergents ont égalé celles réalisées dans les pays développés. Quel meilleur symbole ?

Les ventes de véhicules dans le monde (millions d'unités par mois)

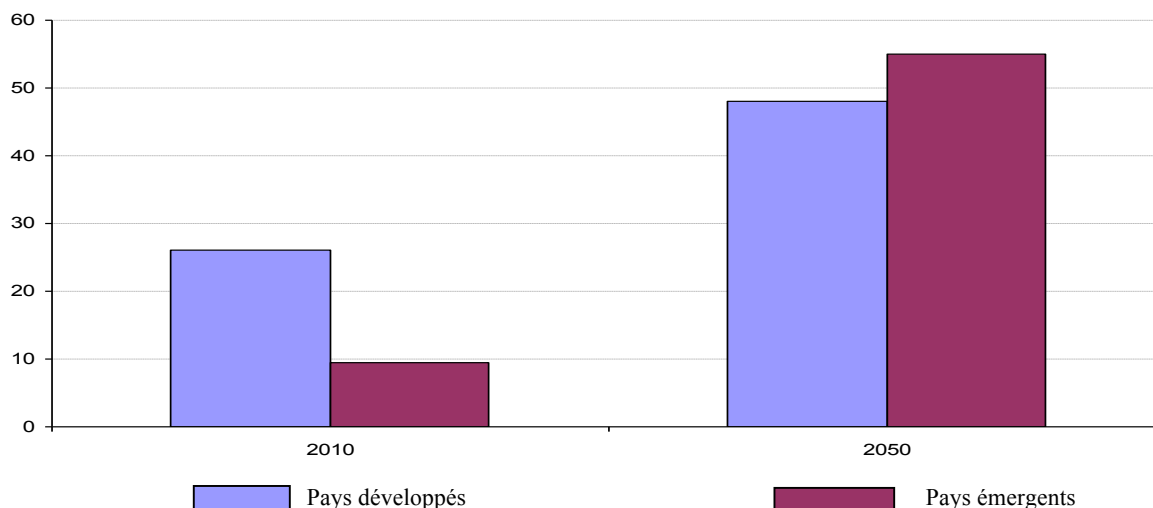


Source: Haver Analytics

Bien sûr, il y aura d'autres crises économiques et financières et il n'est pas sûr que les pays émergents soient alors aussi peu affectés qu'ils l'ont été en 2008-2009, mais la tendance est claire :

⁷ Voir page XXX.

PNB en 000 Md\$ constant



Source : HSBC.

L'Oréal vend déjà plus de cosmétiques en Chine qu'en Allemagne ou en Italie, marchés où il s'est implanté il y a plus de 60 ans ; de même pour SEB avec le Brésil.

Et cela n'est certainement que le début.

Michel Cicurel⁸ prédit ainsi l'ouverture d'un cycle long de croissance forte alimenté par le gonflement de la classe moyenne des pays émergents et l'accroissement de la population mondiale de 3 milliards en 50 ans.

Ceci nécessitera des investissements considérables en infrastructures, en énergie, dans le domaine agricole, là-bas mais aussi ici, afin d'y faire face dans un contexte de rareté croissante de certaines matières premières et de contraintes fortes sur les émissions de carbone.

McKinsey estime⁹ que l'insuffisance d'épargne de long terme pourrait se traduire par une hausse du coût du capital de l'ordre de 1,5 %, tellement les besoins d'investissements seront importants. Est-ce insupportable ? Non.

Les structures financières très saines que nous mentionnions en ouvrant cet avant-propos sont de nature à permettre aux entrepreneurs avisés ou audacieux de pouvoir saisir ces opportunités sans pour autant s'endetter excessivement. Car à quoi sert de reconstituer une capacité d'endettement si ce n'est pour s'endetter raisonnablement le moment venu, raisonnablement mais pas plus, car dans le monde agité dans lequel nous vivons, la seule certitude est bien celle de l'incertitude.

Quant aux capacités intellectuelles pour y faire face dans le domaine financier, vous les trouverez dans les 1200 pages qui s'offrent maintenant à vous.

⁸ Les Echos du 10 janvier 2011.

⁹ Farewell to cheap capital ? The implications of long-term shifts in global investment and saving. Décembre 2010.