

Faut-il planifier les crises ?

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

La crise est derrière nous et la croissance est plus que jamais l'enjeu critique avec les décisions d'investissements et d'allocation de ressources correspondantes. Faut-il pour autant ignorer la volatilité inhérente aux économies de marché, d'autant plus forte lorsque celles-ci subissent des chocs majeurs (montée en puissance rapide des économies émergentes, tensions sur l'énergie et les matières premières, ...) ?

Il y a eu 14 crises depuis 1950, soit une tous les quatre ans. 6 de ces crises ont été majeures (dont la dernière), soit une tous les dix ans (cf. tableau 1).

Et pourtant, les grands groupes parient encore tous les jours sur un monde sans crise. Hors quelques cas exceptionnels, ils n'intègrent pas l'impact d'une crise possible dans leurs stratégies à moyen terme, sauf dans des variantes dont la probabilité est toujours faible et qui sont vite oubliées. Elles n'ont en tous cas aucun impact dans les grands choix et les plans d'action. Les instituts de prévision n'incluent pas non plus de crise dans leurs scénarios « centraux » à cinq ans pour ne pas créer d'attentes négatives.

On comprend bien la difficulté d'intégrer une crise dans le raisonnement et dans l'action. A quel moment la prévoir ? 2014, 2015, 2016 ? De quelle ampleur ? Comment l'intégrer sérieusement dans un plan financier que l'on communique aux investisseurs, compte tenu de cette incertitude ? Et comment la prendre en compte dans les programmes budgétaires et les plans d'action à moyen terme de chacune des entités opérationnelles au sein d'un groupe ?

Les stratégies actuellement développées en sortie de crise reposent donc de facto - pour leurs chiffres et pour les décisions principales qui sont prises - sur une hypothèse absurde : cette fois-ci, le futur sera différent du passé : il n'y aura pas de nouvelle crise ; nous sommes enfin dans un monde économique où la volatilité a disparu ; et de toute façon, celle-ci ne changerait rien aux stratégies menées.

C'est bien sûr une convention dangereuse.

Erreurs

Trois erreurs sont habituelles.

La première est de projeter les revenus et les marges du point bas du cycle au futur point haut, sans prendre en compte le basculement inéluctable qui se produira tôt ou tard. Les revenus, les marges et les cash flows en sont inflatés.

La deuxième est de projeter une évolution moyenne, indépendante des cycles, en lissant les revenus. Les coûts et les marges restent calés en proportion de ces revenus. Dans une telle approche, les marges et les cash flows sont également inflatés, même si la croissance des revenus est plus réaliste. Une croissance cyclique sera en effet bien plus coûteuse qu'une évolution régulière (sur ou sous-capacités industrielles, équipes sur ou sous-dimensionnées, coûts de restructuration ou marges déprimées, etc ...).

La troisième est d'encadrer un scénario central sans crise par un scénario « haut » et un scénario « bas » reflétant l'impact d'une crise. Le scénario bas est *toujours* affecté d'une probabilité faible et la dépense d'énergie importante consacrée à la modélisation complexe de différents scénarios n'a par conséquent aucun impact sur la réflexion et les décisions stratégiques qui s'ensuivent.

Ces erreurs ont des impacts mineurs dans des activités peu cycliques (biens de grande consommation courante, utilities, ...). Elles sont significatives dans des activités naturellement cycliques (produits agricoles, extraction minière, chimie, papier, sidérurgie, matériaux de construction, biens d'équipements, micro-électronique, transport aérien ou maritime, ingénierie, services informatiques, certains services financiers, médias, hôtellerie, ...), c'est-à-dire pour une grande part de l'activité économique.

Impact

Oublions un instant ces conventions et ces erreurs et examinons les conséquences qu'aurait la prise en compte d'une crise certaine et significative dans quatre à six ans dans les choix stratégiques et les plans d'actions d'un grand groupe.

La plupart des activités, à des degrés divers, apparaîtraient comme plus volatiles, avec une croissance et des cash flows réduits. La rentabilité de la plupart des investissements considérés s'en trouverait dégradée et cette vision conduirait nécessairement à une plus grande sélectivité.

La croissance mondiale actuellement anticipée d'environ 3,8%¹ par an (en volume) serait plutôt de 2,8%, avec des impacts très différenciés suivant les secteurs et les régions géographiques (cf. tableau 2). La croissance des industries cycliques serait réduite de 1,5 à 7 points, c'est-à-dire quasiment divisée par deux dans la plupart des cas (cf. tableau 4).

La rentabilité moyenne des activités serait dégradée de 1 à 2 points. Celle des activités cycliques serait dégradée de 1 à 5 points (cf. tableaux 3 et 4). Plus encore, la différence de rentabilité pour ces activités entre les deux ou trois bonnes années du cycle (celles considérées comme représentatives et justifiant souvent les investissements) et la moyenne, crise comprise, serait de 3 à 6 points (cf. tableau 3).

Conséquences

Au-delà de l'impact moyen évident, les conséquences pratiques d'une telle prise en compte seraient à trois niveaux :

- Une discrimination nécessairement plus grande dans les investissements opérationnels et stratégiques, avec des choix plus forts dans les allocations de ressources ;
- Une remise en cause des positionnements et des modèles d'activité au sein d'une industrie ;
- Une priorité donnée à la gestion du temps, à la vitesse et au timing des actions, par opposition à la seule recherche des positions à atteindre.

1. Une plus grande discrimination entre activités et géographies, forçant à des choix plus forts.

Entre investissements : nombre d'investissements supposés rentables compte tenu de la remontée du cycle à court terme constituent en fait une dilution de ressources dans une perspective de moyen terme intégrant des crises régulières.

Entre géographies : la prise en compte d'une nouvelle crise vers 2015 diviserait par deux la croissance en Europe la faisant passer d'environ 2% aujourd'hui à 1%. Elle ne dégraderait la croissance en Asie émergente que de 7,5 - 8% à 7%. L'enjeu de la croissance dans les pays émergents serait amplifié. Autant une faible croissance donne encore quelques marges de manœuvre pour justifier des investissements dans des métiers mûrs en Europe ou aux États-Unis, autant une absence de croissance pose des questions bien plus redoutables pour les groupes dont les métiers croissent comme la moyenne de l'économie (cf. tableau 2).

Entre activités : à l'aune d'une vision réaliste intégrant la certitude de crises régulières, nombre de *métiers cycliques* dans des marchés mûrs apparaîtraient pour ce qu'ils sont : fondamentalement et irrémédiablement destructeurs de valeur. Une analyse historique le met

¹ FMI World Economic Outlook

en évidence : la chimie de base, le transport aérien, ... n'ont pas généré de cash flows nets positifs en Europe ou aux Etats-Unis sur longue période. Il n'y a pas de raison qu'ils en génèrent dans le futur.

Les *activités peu compétitives et à faibles rentabilités* dans les marchés mûrs apparaîtraient encore moins attractives (elles subissent beaucoup plus le cycle que les autres) et pouvant difficilement justifier des réinvestissements.

La *valeur des « vaches à lait »* à forte génération de cash flows en serait accentuée. Rappelons que dans un monde sans crises, elles n'ont aucune valeur². En revanche, dans la réalité, elles seules permettent de continuer à investir, effectuer des acquisitions et gagner des parts de marché en période de crise ou même tout simplement de survivre et de soutenir un groupe dans son ensemble, lorsque que les financements externes sont contraints (marchés financiers déprimés, banquiers frileux). Une part trop grande de « vaches à lait » dans un portefeuille d'activités tue la croissance. Une part trop faible rend le groupe vulnérable face aux crises. Quel est le bon équilibre ?

2. La remise en cause des positionnements et des modèles d'activité à l'intérieur de la chaîne de valeur d'une industrie.

Entre étapes de valeur au sein d'une filière de l'industrie : à quoi servent les activités volatiles et sans valeur au leadership (forte cyclicité, pas d'effets d'échelle) ? Ne faut-il pas systématiquement les sous-traiter ? Faut-il s'intégrer « verticalement » davantage à l'amont ou à l'aval pour lisser les cycles, ou bien agréger « horizontalement » plusieurs filières contre-cycliques (matières premières différentes et/ou débouchés différents) pour lisser l'ensemble ?

IBM s'est fortement intégré dans les activités de services au détriment de la vente d'ordinateurs domestiques et de serveurs après la crise du début des années 90. Ses concurrents DEC et Compaq n'ont pas survécu à une spécialisation sur l'amont de la filière.

Entre modèles d'activité : dans une activité fortement cyclique, vaut-il mieux posséder les actifs et les gérer intelligemment en fonction du cycle (investissements, cessions, etc ...), voire simplement les exploiter sans en détenir la propriété ? Ou vaut-il mieux se concentrer sur les opérations de gestion du cycle lui-même (commercialisation, trading, transport, stockage, services, ...) par opposition aux opérations « productives » ?

Les acteurs de niche font généralement bien et avec agilité les unes ou les autres de ces activités et en tirent de fortes rentabilités. Les grands groupes sont généralement dans la partie la plus intensive en capital des opérations, sans vouloir - ni nécessairement pouvoir - la gérer activement. Ils subissent les cycles de plein fouet.

Entre fonctions et compétences : quelles sont les fonctions, équipes, compétences, savoir-faire, et systèmes qui sont réellement au cœur du modèle d'activité de l'entreprise, créent sa différenciation et sa compétitivité, et qui valent la peine qu'on y investisse dans la durée sans ajustement face aux cycles ? Quels sont ceux qui, au contraire, sont des commodités disponibles sur le marché et dont on doit par conséquent externaliser la volatilité à des tiers ?

Les grands fabricants de biens d'équipements allemands (machines-outils, lignes de production, automatismes, ...) ont aujourd'hui externalisé la majorité de leur production pour se concentrer sur l'ingénierie, le montage et le contrôle de la qualité de leurs produits. Cette stratégie leur permet non seulement de mieux absorber les baisses d'activité mais également d'accroître leur agilité et leur flexibilité en période de forte croissance.

3. Une emphase plus grande sur la vitesse et le timing des actions par rapport à la seule recherche des positions à atteindre.

La stratégie de Vivendi en l'an 2000 était la bonne en termes de vision et de recherche de positions. Elle était en revanche inadaptée en timing d'exécution (acquisition en haut de cycle) et en moyens d'exécution (paiement cash plutôt qu'en actions).

² Ce sont les activités rentables et en forte croissance qui génèrent des TSR élevés.

La prise en compte de la réalité - les cycles de l'économie – modifie profondément certaines perspectives et priorités. Une séquence d'actions créatrice de valeur est en effet rarement progressive.

Le décollage réussi de Ryanair a eu lieu dans la période de crise de 2001 à 2003 pendant laquelle tous les transporteurs classiques étaient affaiblis et les clients cherchaient des nouvelles solutions adaptées au contexte économique. Ryanair a fortement investi et gagné des parts de marché en passant de moins de 10 millions de passagers transportés à près de 25 millions (soit une croissance annuelle de 50%). A partir de 2004, les transporteurs aériens "classiques" ont stabilisé leur perte annuelle de volumes de passagers.

A l'aune de crises régulières, la vitesse et le timing dans la réalisation d'un certain nombre d'actions pour que celles-ci soient optimisées devient critique : prix d'acquisition des cibles, prix de cession d'activités ou d'actifs, achat de matières premières ou d'équipement en haut ou bas de cycle, avancement ou décalage dans le déclenchement d'investissements de capacités pour que celles-ci arrivent sur le marché au début de la remontée de cycle et non en haut ou en creux de cycle, gains de parts de marché au moment où celles-ci sont les moins coûteuses et où les concurrents sont les plus faibles, ...

A stratégie identique, une séquence d'actions classique et « réactive » face aux cycles est destructrice de valeur (cf. tableau 5).

La focalisation de la plupart des grands groupes sur les positons à atteindre plutôt que sur la vitesse et le moment où on les atteint doit être mise en cause. Le temps passé par le management sur la gestion du cycle est aussi critique que celui consacré aux seules opérations.

Question

Les cycles économiques sont-ils prévisibles ?

Oui quant à la certitude de leur survenance à un moment ou à un autre ; avec imprécision sur leur origine, leur timing et leur ampleur pour ceux qui proviennent de l'activité économique dans son ensemble ou de la demande dans une activité ; avec une précision bien meilleure concernant leur timing et leur impact pour ceux qui proviennent de l'offre (les mises en chantier de nouvelles capacités sont la plupart du temps bien connues dans la plupart des industries et leur impact sur l'équilibre offre-demande, en volume et en coût s'estime généralement assez bien).

On peut et on doit donc les prendre en compte, même si on ne peut les insérer aisément dans des prévisions financières à moyen terme. *La stratégie n'est pas un exercice budgétaire.*

Pari

Que feriez-vous si vous pensiez avec force qu'une nouvelle crise violente éclatera vers 2015 ?

- 1) *Rien* : vos activités sont bien positionnées quoique qu'il arrive, elles sont toutes compétitives et en croissance, vous générerez suffisamment de cash, vous contrôlerez vos actionnaires, et vous serez en mesure de racheter des concurrents plus vulnérables ;
- 2) *Tout* : vous stopperiez un certain nombre d'investissements, céderiez un certain nombre d'activités sans avenir ou d'actifs au plus haut vers 2012-2013 pour générer du cash, vous investirez plus fortement dans d'autres activités à fort potentiel quel que soit le cycle en optimisant le timing de ces investissements, vous accéléreriez ou décaleriez certaines augmentations de capacités et autres investissements qui ont un impact sur le cycle, ou certaines acquisitions dont les prix vont fortement fluctuer.

En fait, vous restructureriez fortement votre portefeuille d'activités et vos capacités avant la crise prochaine pour être - *cette fois-ci* - dans la meilleure position possible pour profiter du cycle et gagner des parts de marché pendant et après cette crise.

Voulez-vous parier sur un monde sans crise ?

Sinon, reconsidérez votre stratégie et vos investissements, dégradez-les par l'impact d'une crise forte en 2015, et réévaluez tous vos choix actuels à l'aune de cette nouvelle vision. Révissez vos plans d'action et comprimez-les dans une fenêtre de temps plus réduite quitte à en abandonner une partie. Considérez que tout ce que vous n'avez pas fait avant 2012-2013 ne pourra l'être que de façon sous-optimale ou sera impossible à faire pendant les trois à quatre années suivantes. Accélérez fortement certains programmes et différez-en d'autres explicitement. Faites des choix plus tranchés.

Quoiqu'il arrive, ce prisme vous donnera une meilleure stratégie et de meilleurs résultats.

Octobre 2010

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Genève et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

ESTIN & CO

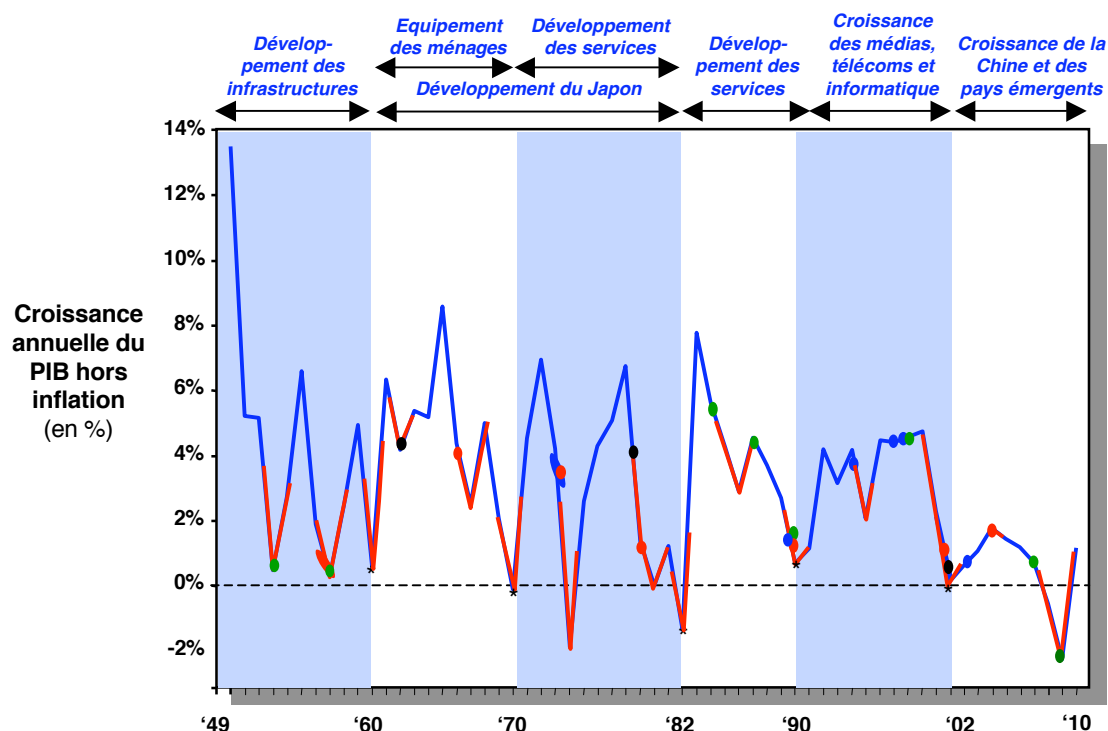
PARIS - LONDRES - GENEVE - SHANGHAI

43 avenue de Friedland 75008 Paris

Tél. : 33 1 56 59 87 87 - Fax : 33 1 56 59 87 88 - E-Mail : Estin@estin.com

- Tableau 1 -

Les crises sont partie intégrante de la croissance économique
Evolution du PIB des Etats-Unis hors inflation - 1949-2010



Sources : BEA, Bloomberg, Shiller, analyses, recherches et estimations Estin & Co

- Tableau 2 -

Prendre en compte une crise en 2016 réduit la croissance mondiale en volumes de 0,5 à 1 point selon les régions géographiques

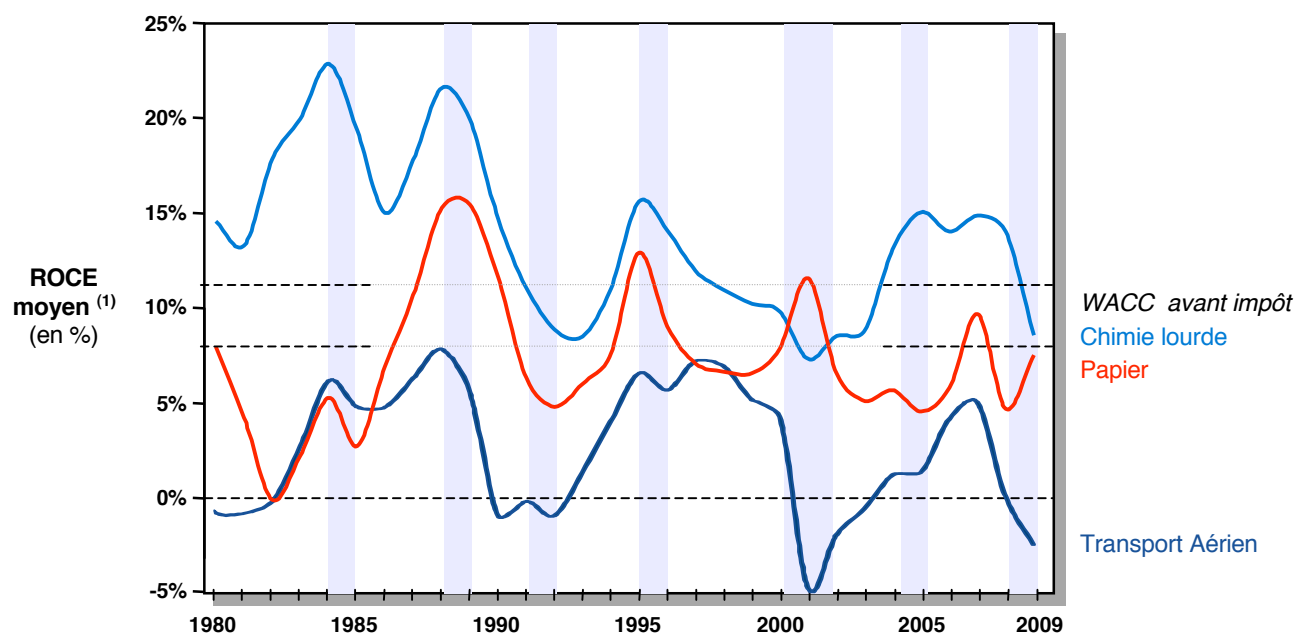
	Croissance annuelle (en volumes) moyenne 2010-2016		
	Avec prévisions du FMI : pas de crise	Avec intégration d'une crise significative en 2016	Delta
Amérique du Nord	2,7%	1,8%	-0,9%
Europe ⁽¹⁾	2,0%	1,0%	-1,0%
Asie émergente ⁽²⁾	7,5%	6,9%	-0,7%
Japon / Océanie	2,1%	1,0%	-1,0%
Amérique Latine	4,0%	3,1%	-1,0%
Autres ⁽³⁾	5,0%	4,1%	-0,9%
Moyen Orient	4,7%	4,1%	-0,6%
Monde	3,8%	2,8%	-1,0%

Note : croissances pondérées par la répartition en valeur au départ de 2010

(1) Y compris Europe de l'Est ; (2) Y compris Russie, Inde, et Chine ; (3) Principalement Afrique et Asie Centrale

Source : FMI World Economic Outlook Databases, analyses et estimations Estin & Co

**- Tableau 3 -
Les rentabilités des industries cycliques fluctuent fortement
ROCE - 1980-2009**



Note : Sur la base d'un échantillon des principaux acteurs parmi les 100 premiers groupes mondiaux en termes de capitalisation boursière spécialisés dans les secteurs concernés

(1) Moyenne pondérée des ROCE des acteurs considérés - ROCE=EBIT/CE

Sources : Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 4 -

La prise en compte d'une crise en 2016 réduit la croissance des industries cycliques de 1 à 7 points et leur rentabilité moyenne de 1 à 5 points

Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires 2010-2016

ROCE moyen 2010-2016

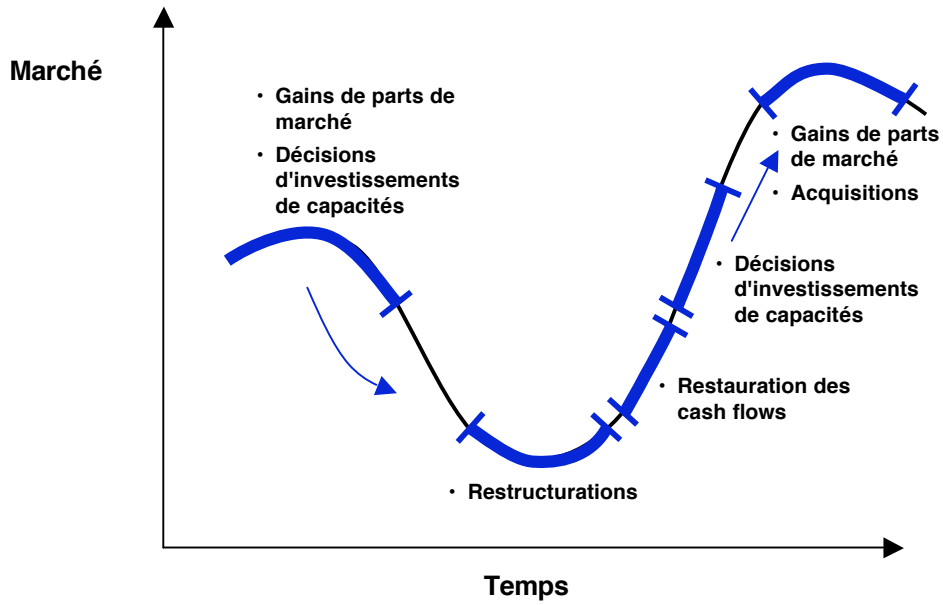
	Croissance sans crise	Avec prise en compte d'une crise en 2016	Delta	ROCE sans crise ⁽¹⁾	Rentabilité structurelle avec crise	Delta
Chimie	11,5%	6,1%	-5,4%	14,1%	11,2%	-2,9%
Papier	0,7%	-0,6%	-1,3%	7,7%	6,8%	-0,9%
Matériaux de construction	12,8%	8,8%	-4,0%	12,0%	10,7%	-1,3%
Transport maritime	16,2%	9,4%	-6,8%	18,0%	13,3%	-4,7%
Transport aérien	10,7%	5,5%	-5,2%	2,3%	0,6%	-1,6%

(1) Chimie : 2004-2008 ; Papier : 2006-2007 ; Matériaux de construction : 2004-2008 ; Transport maritime : 2004-2008 ; Transport aérien : 2004-2007
Source : FMI World Economic Outlook Databases, analyses et estimations Estin & Co

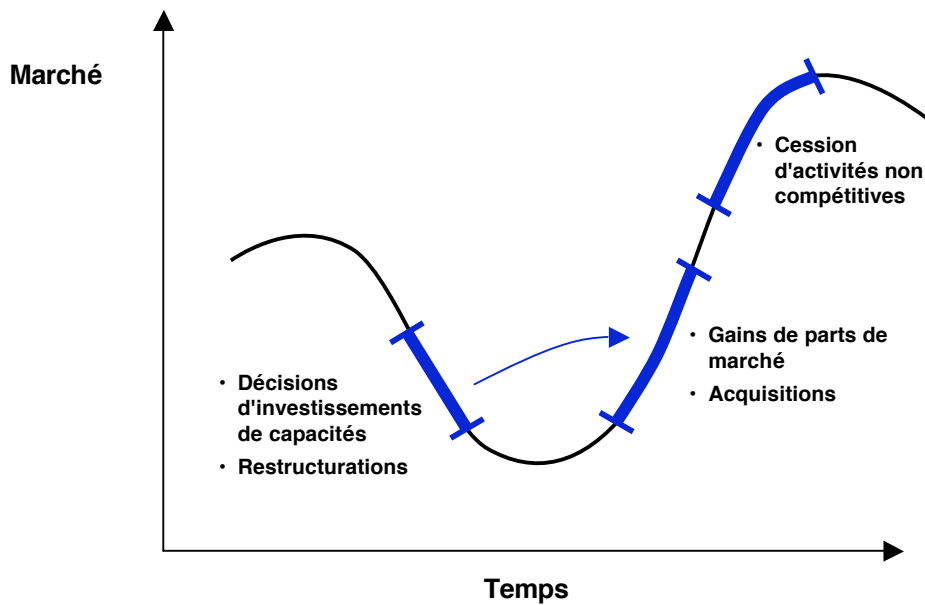
- Tableau 5 -

A stratégie identique, une séquence "réactive" classique face aux cycles est destructrice de valeur

La séquence classique "réactive"



La "bonne" séquence



Note : la flèche indique le moment où les investissements de capacités se matérialisent sur le marché