

## LE MONDE CHANGE

Par Pascal Quiry et Yann Le FUR, professeurs à HEC Paris et auteurs de l'édition 2011 du Vernimmen ( Finance d'entreprise, Dalloz)

Dans quelques trimestres, le PIB du Brésil aura dépassé celui de la France, l'âge de la retraite aura probablement été repoussé à 62 ans et vous vous demandez peut-être pourquoi dans la plus sérieuse crise économique depuis celle de 1929 aucun grand groupe n'a fait faillite !

Ceux de nos lecteurs les plus expérimentés se rappellent qu'en 1974, Michelin, pour échapper à la faillite, dû céder en catastrophe Citroën à Peugeot et Berliet à Renault ; qu'en 1984 Creusot-Loire déposa son bilan et qu'Usinor et Sacilor échappèrent à ce triste sort parce qu'ils étaient nationalisés. On pourra s'étonner qu'en 2008 – 2009, alors que l'activité économique chuta plus fortement qu'en 1974 et 1983 – 1984, la faillite la plus importante enregistrée en France concerne une entreprise qui ne faisait que 369 M€ de chiffre d'affaires <sup>1</sup>.

La raison en est quadruple :

- une impressionnante vitesse de réaction des entreprises qui ont bien compris qu'en ces temps rudes la liquidité prime tout et qui n'ont pas hésité à sabrer dans leurs investissements (Cemex les réduisit de 70 %, Air France de 50 %), dans leur besoin en fonds de roulement (Arcelor et Lafarge le réduisirent de 48 %), naturellement dans les rachats d'actions (tombés à 0 pour les entreprises du CAC 40) et dans les dividendes si besoin est (moins 18 % au niveau du CAC 40). La génération actuelle des directeurs financiers qui a appris le zapping devant la télévision à la fin des années 1980 et la réactivité dans les jeux vidéos n'a pas oublié ces pratiques acquises quand ils étaient jeunes !
- un point de départ marqué par des marges au plus haut historiques (50 % plus élevées qu'en 1981, 25 % de plus qu'en 1990) et un endettement modéré. Autrement dit, des entreprises globalement en bonne forme au moment où elles sont frappées par la crise économique ;
- une action vigoureuse et intelligente des pouvoirs publics, d'abord en confortant la solvabilité des banques pour les aider à surmonter la défiance des marchés financiers et leur faciliter l'accès à la liquidité, condition *sine qua non* de l'octroi de crédits ; puis en aidant les entreprises à faire face à leurs problèmes de trésorerie : moyens accrus pour OSEO, création du médiateur du crédit, doublement du volume des délais de paiement accordés par les URSSAF (de 7,3 Md€ en août 2008 à 14,2 Md€ en juillet 2009 et encore 12 Md€ début 2010), mise en œuvre de la loi LME qui réduit les délais de paiement et donc le BFR et aurait ainsi apporté 4Md€ dans la trésorerie des PME ;
- les entreprises les plus endettées et donc théoriquement les plus fragiles sont sous LBO. Du fait des excès de 2006 – 2007 la plupart des crédits seniors ne prévoyaient qu'un remboursement *in fine* en 2011 ou 2012. Et qui dit pas d'échéance, dit aussi pas de moyens de ne pas les respecter ... Certes des *covenants* ont été brisés, et probablement

---

<sup>1</sup> Nortel Networks SA.

plus que la profession veut bien le reconnaître, mais les banques ont eu l'intelligence de donner l'absolution (moyennant des commissions) en se disant que si restructurations il devait y avoir autant qu'elles aient lieu en 2011 ou 2012 en espérant que la conjoncture se sera alors éclaircie.

Ces statistiques et faits qui ont la froideur de la rationalité comptable et financière, démontrent que les entreprises ne s'en sortent pas si mal compte tenu de la violence du choc subi fin 2008 – début 2009.

Elles ne doivent cependant pas faire oublier que le rythme des dépôts de bilan s'est accru de 26 % en 2009 par rapport à 2007, et qu'avec 63 000 redressements ou liquidations judiciaires et sauvegardes, il retrouve en France son plus haut de 1993. Mais pouvait-il en être autrement d'autant que le rythme de création d'entreprises s'était fortement accru il y a quelques années et que l'on sait que la mortalité des jeunes entreprises est la plus élevée ?

Elles ne doivent pas faire oublier non plus qu'en deux ans, le nombre de chômeurs, en France, s'est accru de 700 000 personnes ou qu'en Espagne 40 % de la population active de moins de 25 ans recherche un travail. Certes, le niveau de protection sociale ne les met pas à la rue, mais sont-ils heureux pour autant ? Pour celui qui a perdu son emploi et qui peine à en retrouver, il n'est d'aucun réconfort de savoir que le taux de chômage reste inférieur à ce qu'il était de 1994 à 1997. Il n'y a pas que la finance dans la vie.

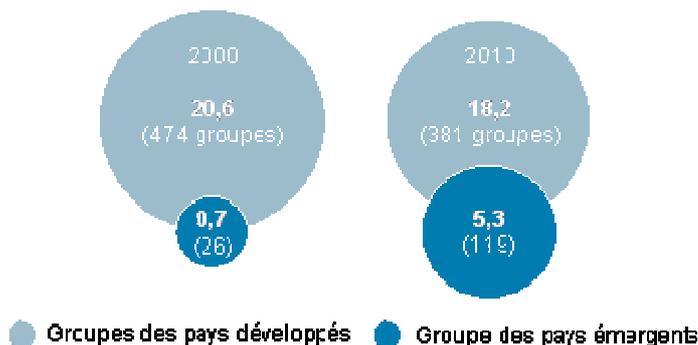
\* \* \*

Jamais les pays émergents n'ont aussi bien porté leur nom. Entre 1990 et 2000, le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine, pour se limiter aux quatre plus importants d'entre eux, ont contribué à 32 % de la croissance mondiale et les membres du G7 (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada) à 41 %. Entre 2000 et 2008, ces pourcentages sont respectivement passés à 46 % et à 20 %, et pour 2008 – 2014 le FMI anticipe 61 % et 13 %. Quand L'Oréal déclare vouloir trouver un milliard de nouveaux consommateurs dans les dix prochaines années, c'est essentiellement dans ces pays là qu'il les trouvera. Déjà leur part dans son chiffre d'affaires est passé de 8 % en 1990 à 33 % en 2009 et devrait atteindre 36 % en 2010 et dépasser les 50 % en 2020.

Autrement dit, nous devrions rajouter une cinquième raison à la bonne résistance des entreprises à la crise économique de 2009 : la compensation partielle apportée par les pays émergents pour les entreprises qui y sont présentes.

Naturellement, les pays émergents ne se rassemblent pas uniquement des consommateurs mais aussi des groupes qui prennent un poids croissant sur la scène économique mondiale :

### Capitalisations boursières des 500 premiers groupes mondiaux (en 000 Md\$)



**Les 15 premiers groupes mondiaux par leur capitalisation boursière (en Md€)**  
(groupes de pays émergents en gras)

dans le pétrole			dans la banque		
<b>1</b>	Exxon Mobil	233	<b>1</b>	<b>ICBC</b>	<b>174</b>
<b>2</b>	<b>Petrochina</b>	<b>229</b>	<b>2</b>	<b>China Construction Bank</b>	<b>154</b>
<b>3</b>	Shell	135	<b>3</b>	<b>HSBC</b>	<b>136</b>
<b>4</b>	<b>Petrobras</b>	<b>127</b>	<b>4</b>	Bank of America	131
<b>5</b>	Chevron	119	<b>5</b>	JP Morgan Chase	126
<b>6</b>	<b>Gazprom</b>	<b>103</b>	<b>6</b>	Wells Fargo	118
<b>7</b>	BP	99	<b>7</b>	<b>Bank of China</b>	<b>105</b>
<b>8</b>	Total	90	<b>8</b>	Citigroup	94
<b>9</b>	<b>Sinopec</b>	<b>82</b>	<b>9</b>	Santander	77
<b>10</b>	<b>Rosneft</b>	<b>63</b>	<b>10</b>	<b>Itaú Unibanco</b>	<b>66</b>
<b>11</b>	Conoco Philips	63	<b>11</b>	Royal Bank of Canada	63
<b>12</b>	ENI	60	<b>12</b>	BNP Paribas	61
<b>13</b>	<b>CNOOC</b>	<b>59</b>	<b>13</b>	Commonwealth Bank Group	59
<b>14</b>	Statoil	54	<b>14</b>	Goldman Sachs	58
<b>15</b>	Oxy	53	<b>15</b>	MUFJ	53

Pour la première fois en 2009, les entreprises des pays émergents ont plus investi en achetant des entreprises de pays développés (105 Md\$) que ces dernières n'ont investi dans l'acquisition d'entreprises des pays développés (79 Md\$). C'est ainsi que Volvo est devenu chinois et Jaguar indien.

Cela dit, malgré une croissance bien supérieure à celle des pays développés (+ 9,8 % au premier trimestre 2010 au Brésil), le PNB par habitant des pays émergents ne représenterait en 2014 que 19 % de celui des habitants des pays développés contre 9 % en 2000. Ceci laisse encore présager de nombreuses années de forte croissance dans ces pays, mais aussi des crises car il n'y a que sur Excel que la croissance est linéaire.

Ne nous leurrons pas, c'est un mouvement de nature braudelienne que nous vivons.

\* \* \*

Le monde ne change pas uniquement dans le poids relatif des pays les uns par rapport aux autres ou dans la vitesse d'ajustement des entreprises, mais aussi dans la tête de ses habitants, en particulier dans le monde développé.

Les jeunes générations savent que le monde est devenu un village. Il y a 15 ans dans nos cours de MBA, 85% des étudiants étaient français ; aujourd'hui 83% des participants sont nés hors de France dont plus de 50% dans les pays émergents. Elles savent aussi que les ressources de ce village sont limitées et parfois bien entamées. Comme Maurice Levy le note<sup>2</sup>, elles succèderont dans quelques années aux *post-baby boomers* dont l'insouciance, la voracité et l'individualisme ont été des moteurs déterminants de la crise financière de 2008. Quant à eux, les déboires de Goldman Sachs sur la dette grecque et sur le fonds Abacus, leur font prendre conscience qu'il ne suffira pas, à l'avenir, d'avoir raison juridiquement (ce qui reste à démontrer au cas particulier) pour avoir raison tout court ; encore faudrait-il avoir eu un

<sup>2</sup> Le capitalisme d'après la crise sera éthique ou ne sera pas, Le Monde du 27 mai 2010.

comportement éthiquement irréprochable. Et l'éthique n'est pas le respect scrupuleux pour la forme d'une *check-list*, mais un état d'esprit.

Elles ont aussi pris conscience que l'ère du travailler moins est révolu. La « facilité » avec laquelle l'âge du départ à la retraite a pu être repoussé, il est vrai après 20 ans de préparations, et aidé par l'augmentation régulière de l'espérance de vie, est de bon augure et efface l'aberration sociétale du passage aux 35 heures subventionné par l'Etat et sans conséquence sur la rémunération.

Tout ceci est bienvenu car en Europe la croissance a toutes les raisons de rester faible : faible natalité, plus faible dynamisme, auxquelles s'ajoute la nécessité de réduire l'endettement des états car les prêteurs commencent à prendre peur (Grèce) et quand il n'y a plus de prêteur, il n'y a plus de déficit possible (J. de Larosière). En 2010 en France, l'Etat s'attend à 170 Md€ de recettes nettes et à 322 Md€ de dépenses nettes : les recettes ne couvrent que 53 % des dépenses .... et ceci avant l'aide à la Grèce.

Dans ces conditions inévitables de baisse des dépenses publiques, de hausse des taxes et impôts et de désendettement, nous ne croyons pas au retour de l'inflation, ni à une hausse significative des taux d'intérêt. Les groupes dynamiques iront chercher la croissance là où elle est (dans les pays émergents) ou dans de nouveaux secteurs dont le développement sera rendu nécessaire par une production et une consommation moins consommatrices des ressources. La mondialisation n'est pas près de s'arrêter ... Quant aux autres, ils risquent la marginalisation et le déclin.

Nous ne voyons pas les entreprises repartir dans une nouvelle phase d'endettement, au contraire. Et d'ailleurs, l'Association Française de Finance a donné son prix AFFI – Euronext 2010 à un jeune enseignant d'HEC Paris<sup>3</sup> qui a montré dans sa thèse de doctorat que les réserves de *cash* d'une entreprise affectent positivement la croissance future de ses parts de marché et à terme sa valeur boursière. Il s'agit à la fois d'un coussin de précaution mais aussi d'un outil stratégique. Autrement dit, on est loin des rachats d'actions maximisant le BPA et la rentabilité des capitaux propres, à défaut de faire monter la valeur ce à quoi nous n'avons jamais cru !

Qu'est-ce qu'on vous disait, le monde change !

---

<sup>3</sup> Laurent Frésard. Pour un résumé de sa thèse, voir la Lettre Vernimmen.net n° 88 de juin 2010.