

La vanité du chiffre d'affaires

C'est bien sûr la marge réalisée qui importe. Mais beaucoup de dirigeants d'entreprises semblent l'oublier.

PATRICK THIEBAUD*

C'est une formule comme les Américains les aiment: *Revenue is vanity, Profit is sanity, Cash is king!* (Le chiffre d'affaires est vanité, le profit est bon sens et l'argent est roi).

La logique derrière cet adage est simple. Beaucoup d'entreprises se concentrent sur la croissance de leurs revenus et prennent un malin plaisir à vanter le chiffre d'affaire qu'elles réalisent. Vous entendrez souvent «Je suis le directeur d'une société qui fait tant de millions de francs de chiffre d'affaires».

Que se passe-t-il si ce chiffre d'affaires n'est pas rentable? L'entreprise mange ses liquidités puis, à court de liquidités, devient insolvable et disparaît.

En revanche, une entreprise qui génère de solides bénéfices et les transforme en flux de trésorerie positif se retrouve dans une excellente position pour atteindre tous ses objectifs de croissance. Combien de fois ai-je entendu «Mais ce client est l'un de nos plus gros clients, nous faisons un chiffre d'affaires très important avec lui...». Sans se poser une seule fois la question de savoir combien ce Very Important Customer coûtait à l'entreprise. La bonne attitude aurait été de dire: «Mais ce client est l'un de nos plus gros clients, nous réalisons un très bon profit avec lui».

Ce qui amène à l'organisation de l'entreprise. Comment fixez-vous les objectifs de vos équipes de vente? Demandez-vous à vos commerciaux de réaliser un chiffre d'affaires ou un profit? Votre entreprise est-elle organisée en centres de profits ou en centres de coûts? Connaissez-vous votre rentabilité, produit par produit, projet par projet? Etes-vous en mesure de pouvoir récompenser les employés qui font gagner de l'argent à l'entreprise?

C'est ce que vous arrivez à garder après avoir couvert tous les coûts qui importe et, plus que tout, ce qu'il vous reste à la banque. «Plaisir d'argent n'est pas mortel». Ce proverbe ne saurait être plus faux dans le monde de l'entreprise. Lorsque la trésorerie va bien, vos fournisseurs vous font confiance, vous obtenez facilement des prêts de la part des banques ou d'investisseurs, vous pouvez investir dans l'outil industriel. Lorsque vous rencontrez des difficultés financières, c'est souvent la spirale infernale. Vos collaborateurs sentent que l'entreprise ne va pas bien, les meilleurs éléments quittent, vous passez de plus en plus de temps à gérer les problèmes financiers et non plus le développement de votre activité.

Alors, n'oubliez pas, si vous possédez votre propre entreprise, ne tombez pas dans le piège de l'ego et ne laissez pas influencer vos décisions.

*CEO Wealthings

De la nécessité d'un Bretton Woods III

Le système actuel a cessé de fonctionner lorsque les pays européens ont décidé de ne plus financer les déficits américains.

SANJEEV SANYAL*

De nombreux analystes et observateurs estiment que les déséquilibres globaux qui caractérisaient l'économie mondiale dans les années précédant la crise de 2008 se sont sensiblement dissipés. Néanmoins, s'il est vrai que les excédents courants de la Chine et les déficits américains se sont quelque peu modérés depuis lors, les déséquilibres ont-ils vraiment été corrigés? Plus important encore, est-ce que l'économie globale après la crise pourra connaître à la fois la croissance et l'équilibre? Pour répondre à ces questions, il est important de bien comprendre la dynamique derrière des déséquilibres. Le compte courant d'une économie est la différence entre le taux d'investissement et le taux d'épargne qui prévalent dans cette économie. En 2007, les États-Unis affichaient un taux d'épargne de 14,6% du PIB pour un taux d'investissement de 19,6%, résultant en un déficit du compte courant. En revanche, la Chine connaissait un taux d'investissement fixe de 41,7% du PIB et d'un taux d'épargne de 51,9%, ce qui se traduisait par un excédent important.

Depuis 2007, le déficit du compte

courant des États-Unis a diminué, mais pas en raison d'une hausse du taux d'épargne. Au contraire, le déficit extérieur a été réduit par un effondrement de l'activité d'investissement, alors que le taux global d'épargne américain a chuté en dessous de 13% du PIB en raison de la détérioration des finances publiques. Parallèlement, le taux d'épargne de la Chine reste obstinément élevé. L'excédent s'est réduit parce que l'investissement est encore monté un peu plus en puissance, à près de 49% du PIB. En d'autres termes, les Américains épargnent aujourd'hui encore moins qu'avant que la crise n'éclate, et les Chinois investissent encore plus.

Toute future reprise de l'économie américaine déclenchera presque certainement une reprise de l'activité d'investissement. Les entreprises américaines ont reporté des dépenses en capital pourtant largement nécessaires et, étant donné l'état déplorable des aéroports et des ponts américains par rapport aux normes des pays développés, l'investissement dans les infrastructures est tout aussi essentiel. En effet, il est très probable que la relance de la croissance fera augmenter les déficits courants, même si le taux d'épargne s'améliore et la production d'énergie domestique limite les importations de pétrole et de gaz. La Chine a le problème inverse. Afin de soutenir la croissance, elle doit continuer à investir la moitié de ses 9 milliards de dollars de PIB

annuel - ce qui n'est pas une tâche facile pour un pays qui dispose déjà d'autoroutes et d'aéroports flamboyants. En fait, au cours de la prochaine décennie, lorsque la Chine cherchera à remonter le long de la chaîne de valeur vers les services et devra s'adapter à une main-d'œuvre en diminution, ses besoins d'investissement diminueront - et son taux d'investissement chutera fortement. Bien sûr, le taux d'épargne de la Chine diminuera également, mais l'expérience du Japon depuis les années 1980 montre comment une chute brutale de l'investissement peut générer de larges excédents courants durant de nombreuses années, même si le taux d'épargne est en baisse et la monnaie s'apprécie. En effet, une monnaie plus forte peut paradoxalement alimenter des excédents extérieurs, tout en décourageant les investissements dans les industries à vocation exportatrice. L'implication de tout ceci est que l'économie globale après la crise ne sera pas caractérisée par un retour à l'équilibre, mais bien par un retour à de grands déséquilibres macroéconomiques. Néanmoins, bien que de nombreux économistes trouveront cela problématique, l'histoire montre que des déséquilibres symbiotiques ont caractérisé la quasi-totalité des périodes d'expansion économique mondiale. L'Empire romain a enregistré un déficit commercial persistant avec l'Inde pendant des siècles. Bien que les sorties d'or en découlant

ont causé une dépréciation monétaire dans l'Empire romain, le commerce indo-romain est demeuré l'épine dorsale de l'économie mondiale.

De même, l'Espagne a connu des déficits persistants au cours des XVI^e et XVII^e siècles, payés par l'argent en provenance des Andes. L'inondation de liquidité en résultant a provoqué un boom mondial qui a bénéficié aux économies mondiales, depuis l'Angleterre élisabéthaine jusqu'à l'Inde moghole. Et la période 1870-1913, un autre moment de croissance et de mondialisation rapides, n'était pas non plus caractérisée par l'équilibre; elle fut financée par le Royaume-Uni, qui agissait en tant que «banquier» du monde.

Au cours des soixante dernières années, les États-Unis ont soutenu la croissance mondiale grâce à des déficits courants persistants. Dans le cadre du système de Bretton Woods, les États-Unis ont enregistré des déficits qui ont permis à l'Europe déchirée par la guerre et au Japon de se reconstruire. En retour, l'Europe a financé les déficits américains.

Le système a cessé de fonctionner lorsque les pays européens, notamment la France, ont décidé de ne plus financer ces déficits. Mais le modèle économique a persisté: les économies asiatiques sont intervenues pour financer les déficits américains, tout en utilisant le marché américain pour croître rapidement. La Chine est le dernier et le plus grand bénéficiaire du modèle économique baptisé «Bretton Woods II».

De toute évidence, les périodes de croissance mondiale sont presque toujours caractérisées par des déséquilibres symbiotiques. Mais, bien que chacun de ces épisodes a été caractérisé par des distorsions macroéconomiques causées par les déséquilibres, ils ont duré pendant des années, voire des décennies. Dès lors, la vraie question est de savoir à quoi est-ce que la prochaine génération de déséquilibres symbiotiques va ressembler. Il est probable que la Chine recomencera bientôt à afficher de très larges excédents courants - potentiellement assez importants pour financer les États-Unis, et de gé-

reux restes pour le reste du monde. Lorsque ce capital se répercutera à travers le système financier mondial, il regonflera l'économie. Dans le système «Bretton Woods III», la Chine se transformera de «usine du monde» en «investisseur du monde». Comme tout système en déséquilibre, il connaîtra ses distorsions, mais l'arrangement pourrait durer de nombreuses années.

*Deutsche Bank Project Syndicate

LA CHINE EST LE DERNIER ET LE PLUS GRAND BÉNÉFICIAIRE DU MODÈLE DE BRETTON WOODS II.

La force des intérêts composés à l'exemple du stade de Miami

La complexité des intérêts composés et des remboursements de la dette échappe même aux professionnels.

ANDREAS HÖFERT*

Je suis parfois choqué des lacunes en matière d'économie et de finance dont font preuve certaines personnes supposées être expertes. Ainsi, il y a deux semaines, en transit à l'aéroport de LaGuardia à New York, je suis tombé sur un exemplaire du *Miami Herald* abandonné en salle d'attente par un passager.

Là, un article sur le financement du nouveau stade de baseball destiné à l'équipe des Miami Marlins m'a interpellé. Le journaliste y décrivait un prêt de 91 millions de dollars, émis en 2009 par la municipalité de Miami et arrivant à échéance en 2048. Puisque l'auteur écrivait dans la section économique du *Miami Herald*, je n'ai pas mis en doute a priori ses connaissances en matière financière mais bien vite j'ai dû déchanter.

Il est vrai que le prêt décrit a une structure très peu traditionnelle, voire étrange. Ainsi, aucun intérêt n'est dû jusqu'en 2026, ensuite le service annuel passe à 260.000 dollars. En 2029, le paiement annuel grimpe à 8 millions de dollars, puis 30 millions en 2034, 83 millions en 2039. Pour finir, 2042 voit l'arrivée de ce que le journaliste appelle le «coup de massue», avec des intérêts dus atteignant

118 millions de dollars par an. En additionnant toutes ces annuités, le journaliste s'étonne qu'un prêt de 91 millions de dollars finisse par coûter aux contribuables la somme astronomique de près de 1,2 milliard de dollars.



LE JOURNALISTE S'ÉTONNE QU'UN PRÊT DE 91 MILLIONS DE DOLLARS FINISSE PAR COÛTER AUX CONTRIBUABLES LA SOMME DE PRÈS DE 1,2 MILLIARD.

Interrogé sur ce sujet, Frank Hinton, responsable du programme obligataire de la municipalité de Miami, et dont on peut donc également supposer qu'il comprend la finance, semble pourtant s'étonner. «C'est une méthode d'emprunt qui revient cher... Il y a 1,2 milliard de dollars à rembourser. C'est beaucoup d'argent.» Bien que M. Hinton nuance ensuite quelque peu ses remarques en faisant allusion aux effets de l'inflation, le lecteur non-spécialiste est globalement plutôt effrayé par cet article, et certainement choqué par sa conclusion que «pour chaque dollar que Miami a emprunté dans le cadre de cette transaction, il lui faudra en rembourser 13».

Pourquoi cet article pose-t-il problème? Il y a en fait deux fautes

de raisonnement. Premièrement, nous sommes confrontés, comme c'est le cas pour quasiment tous les prêts, avec des intérêts composés. Par conséquent, les années sans paiements d'intérêts viendront gonfler le montant à rem-

boursier. Deuxièmement, le dollar de 2009 n'est pas directement comparable au dollar d'aujourd'hui et encore moins au dollar de 2048.

Pour comprendre ce qui faut entendre par intérêts composés, imaginons qu'au lieu de cette structure plutôt bizarre, la municipalité de Miami ait émis une obligation à coupon zéro dont les intérêts accumulés sont payés à l'échéance en même temps que le principal. Une telle obligation aurait eu une durée de 40 ans. Pour illustrer cet exemple, supposons que le taux d'intérêt de cette obligation à coupon zéro soit de 7%. À l'échéance en 2048, la municipalité de Miami aurait donc à payer les intérêts cumulés échus ainsi qu'à rembourser le principal, soit, pour 91 millions de dollars empruntés,

la somme de 1,3 milliard de dollars américains.

La structure plus complexe du prêt discuté à lui un taux d'intérêt sous-jacent d'environ 8,2% par an. Cela peut paraître assez élevé par rapport au niveau des taux d'intérêt aux États-Unis en 2009 (les rendements sur les bons du Trésor américain à 30 ans étaient alors de 4,5%) et évidemment encore plus par rapport aux taux d'aujourd'hui. S'il faut donc blâmer les banquiers qui ont structuré ce prêt, c'est uniquement pour avoir prêté à un taux qui peut sembler exorbitant.

Mais là encore, ce taux de 8,2% est seulement exorbitant si les États-Unis restent pendant les 35 années à venir dans un contexte de faible inflation, de faibles taux d'intérêt, en fait dans une économie sur le modèle japonais. En effet dans les années 1970, 1980 et 1990, lorsque l'inflation américaine était élevée, les taux d'intérêt à 30 ans étaient aussi, parfois significativement au-dessus de 8,2%. Si l'inflation commence à prendre de la vitesse dans les prochaines années, il se pourrait donc même que d'ici 2048, avec le recul, ce prêt s'avère plutôt être une bonne opération.

*Chef économiste, UBS Wealth Management

USS: pour une protection des syndicalistes

L'Union syndicale suisse (USS) salue le fait que le Conseil fédéral veuille faire avancer le dialogue sur la protection des syndicalistes contre les licenciements abusifs, puisqu'il a enfin pris l'engagement de faire quelque chose pour améliorer la protection des représentants des travailleurs. Dans un communiqué, l'USS insiste fortement pour que cette promesse - faite par Johann Schneider-Ammann, hier lors de la rencontre avec Guy Ryder, directeur général de l'Organisation internationale du Travail (OIT) - soit suivie d'effets. Lors de cette rencontre, à laquelle les partenaires sociaux étaient invités, les représentants syndicaux ont souligné que les travailleurs et travailleuses en Suisse n'étaient pas protégés contre les licenciements antisyndicaux et que la Suisse avait été condamnée pour cette raison par l'OIT. L'automne dernier déjà, l'USS avait publié un «livre noir» qui recensait des cas de «représailles» dirigées contre des employés en raison de leur engagement syndical.

ERRATUM

EASYJET: titre erroné

A propos de l'article consacré à Easyjet, L'Agefi du 7 février. Une erreur s'est glissée dans l'un des titres de L'Agefi de jeudi dernier. En page 6, le titre de l'article consacré au développement d'Easyjet à l'aéroport de Bâle-Mulhouse était «Le potentiel des 250.000 nouveaux passagers», et non «des 35.000» comme écrit par erreur.