

Eclatement de bulle ou retournement de cycle : il faut choisir

Par

Serge Blanchard

Vice President, Estin & Co

Le thème de la croissance, ou plutôt de son ralentissement, est, plus que jamais, au centre de tous les débats. Sommes-nous à la veille d'une vraie récession aux Etats-Unis ? La crise va-t-elle s'étendre au-delà du système bancaire ? La récession peut-elle gagner l'Europe ? Les fondamentaux des entreprises sont-ils aussi bons qu'on le dit ? Les économies des pays émergents sont-elles une assurance anti-récession ?

Qu'en est-il exactement ? Sommes-nous en présence d'une bulle spéculative en train d'exploser ? Ou bien s'agit-il seulement d'un tassement économique conjoncturel ? Ou bien plutôt, sommes-nous, plus profondément, en train de vivre une inversion de tendance profonde ? La conduite à tenir n'est pas la même suivant les cas. Il faut y regarder de plus près.

1. Bulle ou cycle : il faut choisir

1.1 Ne pas se tromper

La bulle, comme son nom l'indique, caractérise un phénomène d'emballlement sur un marché particulier. Sur le marché en question, l'augmentation des prix s'accélère. Les valorisations augmentent fortement et sortent des fourchettes couramment pratiquées. Un beau matin, une série d'événements déclencheurs se produit, entraînant l'effondrement que l'on n'attendait plus. Le coup de tonnerre se propage ensuite aux industries présentant des points de contact avec le marché initial. Les investisseurs, de manière globale, surréagissent et sanctionnent des valeurs à priori peu connectées avec la bulle initiale. Nous sommes en présence de phénomènes de nature spéculative. Le jeu consiste alors à tirer au mieux parti des valeurs indûment sanctionnées, en jouant le retournement.

La logique des cycles, en revanche, n'a pas grand-chose à voir avec les excès commis dans telle ou telle industrie. Il s'agit schématiquement d'un problème de décalage entre le cycle d'investissement et le cycle de consommation. Pendant la phase haussière et dans l'enthousiasme des anticipations de conjoncture favorable, l'ensemble des acteurs de l'industrie investit en capacité. La majorité des acteurs, craignant de se laisser distancer alors que la conjoncture semble favorable, investissent simultanément. Les nouvelles capacités deviennent opérationnelles avec le décalage inhérent à leur mise en service. Quand toutes ces capacités arrivent en phase de fonctionnement, le cycle a commencé à se retourner. Les prix se tendent. La situation se dégrade.

Ces activités sont spécialement difficiles à gérer. Les bulles ne font que compliquer la donne. Mais les recettes pour gagner ne dépendent pas de la conjoncture ambiante.

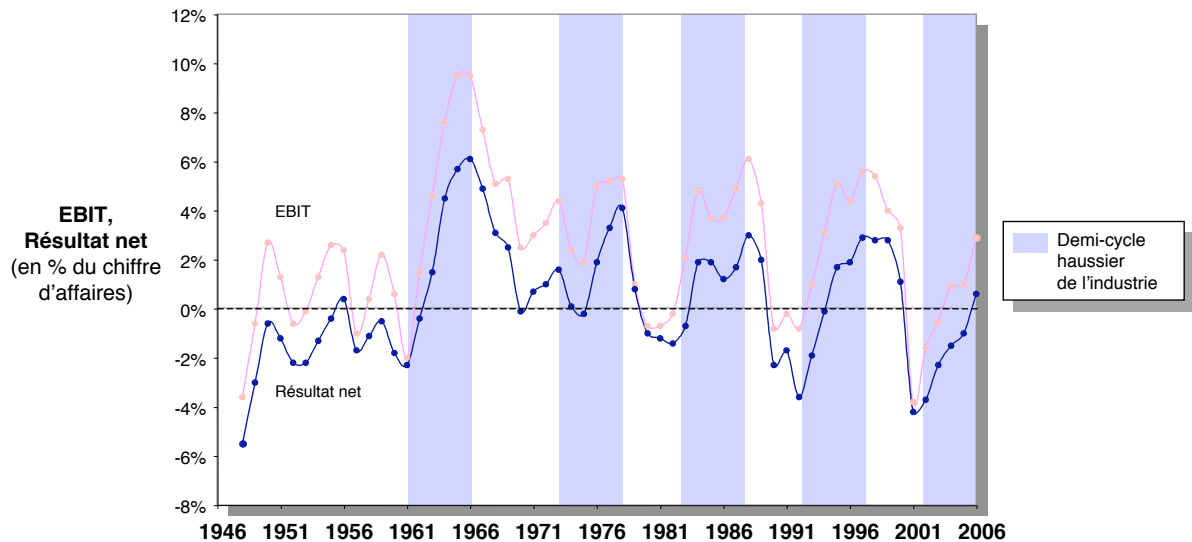
1.2 Les cycles : la logique de base

Dans les activités cycliques, le principe est simple, mais l'exécution est complexe car contre-intuitive. Les managers sont en effet toujours tentés de suivre l'appel du marché, c'est-à-dire de pousser les volumes pendant la phase haussière. Or, au contraire, de manière schématique, il faut consacrer la phase haussière à la rationalisation des opérations, afin de disposer des cash-flows les plus solides possible en haut de cycle pour pouvoir acquérir les capacités disponibles au meilleur prix pendant la phase descendante et consolider le marché à son profit.

Il faut fondamentalement gérer les coûts pendant la phase de croissance. Et gérer la croissance, en gains de parts de marché ou en acquisitions, pendant la contraction du cycle. Ces réflexes ne sont pas faciles à acquérir. Même si l'intérêt des cycles est que l'histoire se répète.

1.3 L'exemple Air France-KLM

L'exemple du transport aérien est particulièrement clair. Des cycles de 10-12 ans ponctuent l'évolution des rentabilités de l'industrie depuis 40 ans.



Sources : International Civil Aviation Organization, analyses et estimations Estin & Co

Air France a magnifiquement joué le dernier cycle en achetant KLM, acteur en bonne santé, en milieu de phase haussière. Air France-KLM a donc pu mener le travail de rationalisation pendant la fin de la phase de hausse, et arrive ainsi en sommet de cycle avec une position rationalisée et des cash-flows solides.

1.4 Bulle ou cycle, les bulles annoncent les changements

Si les bulles en théorie n'ont pas de raison d'être liées aux cycles de telle ou telle industrie, en pratique quand elles ont une certaine ampleur, elles ont un effet psychologique qui agit comme un facteur de retournement. C'est en particulier le cas des marchés bancaires, qui ont de fortes adhérences avec de nombreux autres marchés d'investissement ou de consommation. D'une certaine manière, on peut dire que la bulle est un catalyseur de retournement de cycle.

Néanmoins les composantes cycliques s'analysent précisément sur le long terme. Les plateaux peuvent se décaler de quelques trimestres en avance ou en retard de phase. Mais les phénomènes de cycle sont profonds et nécessitent d'être analysés précisément.

2. Comment gérer les ralentissements de cycle

2.1 Toutes les industries sont cycliques

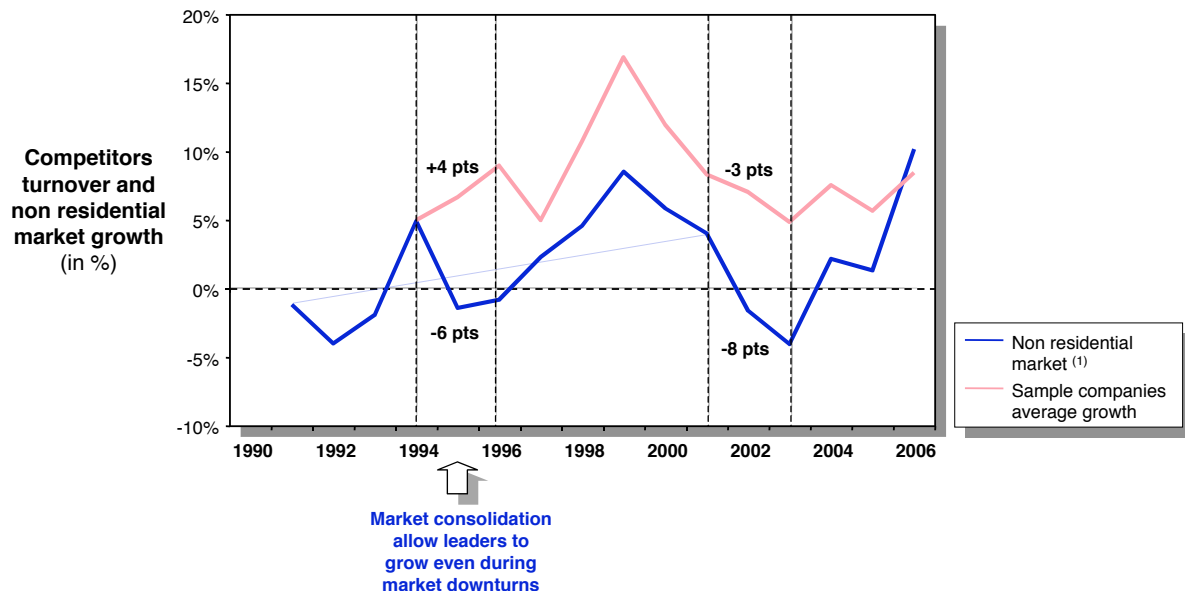
Certaines industries sont fondamentalement cycliques. Elles sont répertoriées comme telles. C'est le cas du transport aérien. Il s'agit de modèles purs. Par opposition à ces exemples, il existe un grand nombre d'industries ou de segments de marché possédant une composante cyclique. Ceci peut s'observer dès que ces industries ou ces segments sont connectés, à l'intérieur du circuit d'offre, à une industrie présentant une forte composante cyclique.

Les fournitures pour le bâtiment, par exemple, sont de cette nature. Les fournitures en question peuvent être destinées à diverses familles de bâtiments ayant des composantes cycliques propres : bâtiments industriels, tertiaires, etc. Par ailleurs, les fournitures en question ont deux destinations principales : le marché du neuf et le marché du

renouvellement. Le marché du neuf possède une composante cyclique claire, liée aux marchés finaux. Le marché du renouvellement, au contraire, ne présente pas de composante cyclique particulière.

Au final, de tels marchés, sans présenter les évolutions aussi marquées que les valeurs cycliques pures, montrent bien une composante cyclique.

ILLUSTRATION



(1) Construction and renovation
 Sources: Euroconstruct, Amadeus, Information Memorandum, Estin & Co analysis

En fait, il est rare qu'une activité de production ou de services, quelle qu'elle soit, ne possède pas une composante cyclique. Dès lors que la demande finale comporte une notion d'équipement, de parc, de renouvellement, de substitution technologique ou autre, cette demande induit une composante cyclique plus ou moins marquée.

A contrario, la cyclicité de longue période ne s'observe pas dans les industries subissant des vagues technologiques puissantes ou des vagues de changement de modèles économiques rapides, car les mouvements de longue période s'effacent derrière les logiques de substitution. Mais pour la plupart des industries, les entreprises montrent une composante cyclique qui ne doit pas être ignorée. Cette composante constitue en effet un levier stratégique puissant. Les rentabilités de l'ensemble des acteurs sont affectées. C'est la compréhension et la maîtrise de ce processus qui permet au concurrent le plus clairvoyant de tirer parti de la situation pour augmenter son avantage concurrentiel.

2.2 C'est dans le cycle descendant que la partie se joue

Dans un métier à composante cyclique, la phase montante est porteuse d'opportunités, mais c'est la phase descendante du cycle qui est décisive car c'est la phase pendant laquelle le jeu concurrentiel se tend. Les concurrents se fatiguent. Les prix baissent. Les rentabilités diminuent. Les clients exercent une pression croissante, et les concurrents dont les capacités sont le plus en souffrance cèdent. Il faut, dans cette phase, être le plus manœuvrant possible.

C'est dans la phase descendante que les options les plus intéressantes vont se faire jour. Il faut être en mesure de les exploiter au mieux.

Quand les vents sont porteurs, les options sont réduites : tous les concurrents se développent, les capacités sont saturées, les délais de livraison et de service s'allongent, les concurrents respirent. Les mouvements de grande ampleur sont difficiles à imaginer, et généralement très coûteux.

Au contraire, quand le cycle se retourne, les capacités se libèrent, les prix se tendent. La concurrence se renforce. Nombre de concurrents considèrent que la meilleure attitude est de faire le gros dos en attendant des jours meilleurs.

Ceci est la plus grave erreur. Ne pas bouger est le meilleur moyen de ne pas survivre. Les concurrents immobiles sont les meilleures cibles. La phase descendante est une phase difficile. Néanmoins c'est là que tout se décide. L'agenda est chargé.

2.3 Il y a beaucoup à faire

L'agenda est chargé à la fois au plan tactique et au plan stratégique.

Il l'est au plan tactique, car en phase descendante, la concurrence s'exacerbe, les taux d'utilisation baissent, et les comportements irrationnels surgissent. Il est essentiel de ne pas se laisser entraîner dans des tactiques destructrices de valeur. Les tactiques de ciblage d'efforts commerciaux, d'optimisation de prix, etc, prennent ici toute leur valeur.

L'agenda est aussi chargé au plan stratégique, car le moment approche où les grands mouvements vont être opportuns et financièrement attractifs. La veille et l'anticipation sont alors essentiels.

Enfin, même si le cycle est plus difficile, il y a toujours des poches de croissance dans certaines régions. C'est le moment de les étudier.

3. Les axes à explorer

3.1 Ajuster la capacité le plus tôt possible

L'ajustement de la capacité est probablement la décision la plus complexe. L'ajustement doit être mené idéalement avant le retournement du cycle de manière à limiter la surcapacité.

La dynamique de réduction de capacité en phase descendante est extrêmement difficile. L'entreprise prend des demi-mesures en espérant que la fin du cycle descendant est arrivée. Las, la demande continue de descendre et les prix de baisser.

Le choix logique est d'ajuster la capacité disponible le plus fortement possible en début de retournement. Il vaut mieux prendre le risque d'avoir à recourir à la sous-traitance que celui d'avoir à gérer une surcapacité chronique pendant plusieurs années sur un marché déprimé.

3.2 Stratégie de prix : suivre de manière sélective

L'optimisation des stratégies de prix est fondamentale pendant les phases descendantes du cycle. En premier lieu, la dynamique de prix doit être intégrée dans la politique commerciale. Les tensions sur les prix ne s'exercent pas de la même façon sur tous les segments de marché. La répartition des capacités disponibles et les positions concurrentielles des acteurs doivent être suivies de manière fine. Une optimisation précise des stratégies de prix par segment a une valeur d'opportunité élevée. La gestion de la capacité à résister de manière différenciée à la pression globale sur les prix est fondamentale. Elle a un retour sur investissement élevé.

En second lieu, l'application de cette stratégie est délicate car elle implique de modifier les circuits d'autorisation traditionnels. En effet, les décisions de baisse de prix ont des impacts importants sur les marges. Les décisions de prise de part de marché, les arbitrages prix-volume, et de manière générale le revenue management, doivent être monitorés attentivement. Se pose alors le problème de centralisation vs. décentralisation des décisions, avec en particulier le niveau de latitude à confier aux forces de vente pour minimiser les pertes de réactivité.

Un autre aspect à traiter de manière explicite est le ciblage concurrentiel. Une erreur courante consiste à cibler les concurrents marginaux pour récupérer leur fonds de commerce, car ils ont la réputation d'avoir l'offre la moins complète et la moins sophistiquée du marché. Les équipes commerciales ont le sentiment qu'elles vont enfin pouvoir l'emporter sur le terrain de la qualité. Or c'est rarement le cas. Les concurrents marginaux sont prêts à des sacrifices importants sur les prix, le niveau de qualité ou les services. Il ne faut pas défier ces concurrents-là. Le cycle s'en chargera.

En revanche, il faut cibler plusieurs types de concurrents : tout d'abord ceux qui ne sont pas à l'aise sur le terrain des baisses de prix. Ils ont généralement des gammes larges. Ils ont investi en surqualité. Ils ont une politique de service généreuse. Ces concurrents-là sont vulnérables. Il leur sera difficile de changer de réflexe. Ensuite, il faut cibler les concurrents qui ont des objectifs financiers élevés, structurellement ou culturellement. Structurellement quand ils ont par exemple des dettes élevées à rembourser. Culturellement quand ils appartiennent à des groupes exigeant des ratios financiers élevés. Ces concurrents-là auront des difficultés à suivre les nouvelles exigences de leurs clients.

Enfin, il faut cibler les concurrents non focalisés. L'absence de focalisation est une faute fatale en phase de baisse de cycle. Il faut adapter l'offre de manière fine aux exigences des clients. Les leaders globaux à offre large couvrant tout le marché sont une cible idéale.

3.3 Durcir la segmentation commerciale

Ce point est le pendant du point ci-dessus. Bien gérer les évolutions de prix implique, d'une part, de cerner au mieux la demande client par segment, et, d'autre part, de bien intégrer, sur chacun de ces segments, la structure concurrentielle. Une politique de prix moyen coût moyen peut se révéler désastreuse en phase de cycle descendant. Dans une phase ascendante, les augmentations de volumes peuvent masquer les déplacements de parts de marché entre les différents segments. En phase descendante, une politique commerciale indifférenciée pourra se traduire par des pertes de parts de marché importantes sur les segments où la stratégie de prix est inadaptée.

Les objectifs doivent être définis précisément par segment, et doivent être différenciés selon les cas : par taille de clients, par région, par sensibilité aux prix, etc.

Les erreurs de segmentation sont lourdement pénalisantes car elles empêchent d'analyser les raisons des évolutions constatées et d'apporter les réponses appropriées. Affiner au maximum la segmentation devient une priorité stratégique.

3.4 Adapter l'offre

L'adaptation et la redéfinition de l'offre sont essentielles. En phase descendante, la sensibilité au prix des clients augmente, mais cette augmentation est rarement identique sur l'ensemble du spectre. Ce changement d'environnement doit être pris en compte sur chacun des segments servis.

En phase ascendante, les concurrents pour se différencier investissent en largeur de gamme, en niveau de qualité, en niveau de service. Il est essentiel de revisiter l'offre en phase descendante et de comprendre ce qui est vraiment important pour les clients dans le cadre de leur activité. Ces analyses se traduisent souvent par un « nettoyage » des politiques commerciales, opération à mener à bien de manière différenciée par segment.

Enfin, Il faut aussi inventer ou redéfinir les approches low-cost. C'est pendant la phase de contraction qu'une partie des segments traditionnels bascule en low-cost. Il est essentiel d'anticiper cette évolution afin d'être prêt à récupérer le cas échéant cette partie de la demande avec l'offre adaptée, plutôt qu'en baissant les prix sur l'ensemble du segment traditionnel.

A contrario, il faut bien cerner la demande des segments non low-cost. Car ces segments continuent de privilégier le service au prix. Une stratégie de réduction de service tout azimut là encore ne constitue pas la bonne réponse.

3.5 Développer les partenariats

Les phases descendantes sont le terrain des approches ciblées. Il est indispensable que la base de coût ait été nettoyée, et ceci pendant la phase montante, celle où l'exécution des programmes d'économie est relativement moins douloureuse. Enclencher les programmes de réduction de coût pendant la phase descendante est toujours plus coûteux.

En revanche, la phase descendante est le terrain des partenariats, et en premier lieu, celui des partenariats commerciaux. En phase montante, l'entreprise a peu intérêt à explorer les partenariats commerciaux car la priorité est à la capacité à fournir la demande. Au contraire,

en phase de contraction, il faut augmenter l'attrait de l'offre par rapport à la concurrence. Les politiques de cross selling sont à explorer. Il s'agit d'étudier sur les cibles de clients visées, les autres fournisseurs avec lesquels une approche commune peut créer de la valeur pour le client final : la palette est large, depuis la livraison coordonnée jusqu'au design commun de sous ensembles.

Enfin, l'outsourcing de fonctions non core peut être analysé tout au long de la chaîne de valeur, sur les fonctions de production, de distribution ou de support.

3.6 Aller chercher la croissance où elle se trouve

Le cycle se contracte rarement sur toutes les industries et sur toutes les géographies en même temps. La première piste correspond à l'accélération du développement international. La seconde adresse les options de diversification reliées au métier de base. Chacune de ces deux pistes recèle des produits, des services ou des zones sur lesquelles l'entreprise peut se développer opportunément, avec le résultat d'atténuer le caractère cyclique de l'activité principale. Maintenance, service après vente, fourniture d'équipements liés sont par exemple des activités qui peuvent contribuer à atténuer les effets de cycles sur l'activité de base.

3.7 Explorer les nouvelles voies

La contraction du cycle est aussi une période appropriée pour remettre les modèles existants en question. En effet, les lancements majeurs ont davantage de chances de succès lors des phases de croissance. Les clients sont davantage prêts à changer leurs habitudes lorsque le cycle est porteur : essayer un nouveau canal de distribution, acheter des ensembles complets plutôt que procéder eux-mêmes à certaines phases d'assemblage, etc. Les travaux préalables de préparation, de maquettage, de tests peuvent donc être menés pendant la phase de contraction.

3.8 Anticiper la consolidation, mais pas immédiatement

Enfin et surtout, il faut anticiper la consolidation du marché. Les rentabilités de l'industrie sont sous pression. Cette phase va durer 18 mois, peut-être davantage. Il faut soigneusement observer les manœuvres de regroupement. Rien ne presse. Il ne faut pas, autant que faire se peut, se trouver pris dans une lourde opération de restructuration en début de retournement. La vertu de l'attente est fondamentale

Il faut se méfier des opportunités d'acquisition en début de retournement. Ce sont rarement les plus intéressantes. Celles-ci n'arrivent que plus tard quand le climat s'est tendu. Une acquisition médiocre, dans un timing trop prématuré, empêchera de participer à une opération plus intéressante, plus structurante. Et c'est le bénéfice de tout le patient travail de construction pendant la phase montante du cycle qui peut être mis à mal.

Enfin, la taille n'est plus un frein. Les dernières opérations, dans le domaine bancaire ou le domaine agroalimentaire, ont montré que des groupements astucieux pouvaient réaliser des opérations que la communauté décrivait comme hors de portée pour chacun d'eux.

La phase descendante est celle des opportunités uniques. L'entreprise doit absolument avoir sa pleine liberté de manœuvre pour les exploiter.

4. Conclusion : accélérer quand les marchés ralentissent

Les agendas étaient chargés pendant la période d'euphorie. Ils vont l'être plus encore pendant la phase descendante du cycle. Même si l'on entre dans des conjonctures chahutées, ce n'est pas le moment de faire le gros dos en attendant des jours meilleurs.

Les chantiers sont nombreux. D'une part, les marges ne sont pas condamnées à baisser pour tous les concurrents, loin s'en faut. Les optimisations commerciales portent des potentiels réels d'optimisation des rentabilités. D'autre part, les phases de contraction sont des périodes fastes d'un point de vue stratégique. C'est pendant ces phases que les opportunités surgissent de modifier les équilibres concurrentiels de manière fondamentale. Il faut déployer la plus grande attention pour les exploiter au mieux. Elles ne reviendront pas avant la prochaine contraction du cycle.

Février 2008

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 et nord-américains 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