
—
Extrait de « Les patrons sont-ils des mous ? » Bernard Biedermann

Conjoncture et décisions www.theoreco.com L'objectif de taux de marge

Mots clés : Keynes, Popper, Ricardo, kalecki, Robinson, Eshag, Knight, Combemale, Muth, Lucas, Villieu, Nême, Caverni, Taux de marge, Profit, investissements, demande effective, anticipations , marketing , prix , Clower, OFCE , INSEE

L'objectif de taux de marge

Poursuivons l'analyse de la décision d'investir. Elle est trop souvent décrite comme une réflexion de calculs froids alors qu'elle est en grande partie la résultante des forces du monde des affaires. Pressions exercées par les forces de vente offrant les nouveaux équipements, argumentations internes provenant de départements soucieux de « lancer rapidement leurs nouveaux produits » et, à l'opposé, toutes les recommandations et contraintes émanant des services financiers, eux-mêmes particulièrement surveillés par les actionnaires. Il se déroule alors un véritable parcours dans lequel les décideurs empruntent des comportements qui s'éloignent souvent de «La» méthode rationnelle et efficace ; hésitations, excès d'études préalables ou au contraire attitude rigide, volontariste, voire décision précipitée. C'est dans ce contexte que le management élabore des plans d'actions ambitieux (politiques commerciales, stratégie de communication, campagne de motivation interne...) qui se traduisent dans les faits par des objectifs de chiffre d'affaires, des cadencements de résultats, et aussi par des objectifs de marge par produit, par zones géographiques, par entité commerciale, par affaires... avec à la clé des rémunérations commerciales au prorata du chiffre d'affaires et du taux de marge, mode de rémunération qui tend à se généraliser à toutes les branches de l'économie. Il y a donc un comportement volontaire qui tire ses racines du projet d'investissement et qui s'applique jusque dans l'action et le suivi commercial. Le «business plan» prend alors toute sa valeur. Pour la majorité des responsables d'entreprises actuels tout ceci semble naturel et justifié, mais cela n'a pas toujours été le cas. À propos des nouveaux conseils d'administrations américains, Caroline Talbot dans Le Nouvel Économiste n°1170 rapporte à juste titre : « Les patrons se battent pour que leur titre progresse plus vite que les indices boursiers », attestent

Phil Simshauser, directeur du Center For Executive Options, chez Drake Beam Morin. Autrefois, la performance se mesurait à l'aune des parts de marché, de la qualité de la production et de la stratégie à long terme de la société. Aujourd'hui, « le pdg doit remplir les objectifs précis de croissance des bénéficiaires et du chiffre d'affaires », explique Thomas Colella, responsable du secteur industrie chez le chasseur de têtes Korn Ferry. Tous les trois mois, le numéro un passe en jugement devant Wall Street, lors de la présentation de ses comptes officiels. Et gare aux objectifs non atteints ! Mais à l'opposé de la réussite il y a la faillite dont le risque peut augmenter avec le niveau de production ; la conscience de ce risque va générer la création d'un « coût » qu'il faudra bien financer. Nous estimons que ce comportement relatif à la décision d'investissement doit être intégré dans les modèles économiques traitant de l'entreprise ou du niveau macroéconomique. Nous suggérons de l'intituler « Objectif de Taux de Marge ». Dans les prochains chapitres, nous aurons l'occasion d'en développer les tenants et les aboutissants théoriques, lorsque nous aborderons les théories de l'incertitude relative à l'équilibre général.

Nous voulons d'ores et déjà en donner une première définition :

L'otm est un taux de profit, exprimé en pourcentage, auquel est comparée la rentabilité des différents projets d'investissement dans le but de les retenir ou de les éliminer. Il peut s'agir d'un taux moyen, de valeurs actualisées ou de taux de rendement interne, cette dernière option permettant également la comparaison avec les taux d'intérêt du marché.

La valeur de ce taux ainsi que la forme de son « décret » dépendent du type de comportement des décideurs, de l'humeur générale du moment et de bien d'autres paramètres plus objectifs qui seront développés ultérieurement; ce qu'il est important de retenir c'est le fait que l'objectif de marge soit imposé en amont, avant que la décision ne porte sur tel ou tel scénario d'investissement. La décision d'investir ou de ne pas investir doit être prise en conformité avec le planning du projet ; on entre alors dans une logique d'actions et de responsabilités bien différentes de celles des techniques et méthodes qui, dans la phase d'analyse, prétendaient désigner le bon choix. Cette décision concrétisée par la signature du contrat qui engage le décideur et l'entreprise dans sa globalité ne peut être considérée comme une simple étape anodine de la vie de l'investissement. Bien avant la date de signature elle « travaille » le décideur qui très souvent en arrive à douter du bien fondé des recommandations issues de la phase d'analyse ou parce qu'il veut se réserver la possibilité de refuser le projet sans justification rationnelle et pour beaucoup d'autres raisons que l'on abordera plus loin. Jusqu'au moment de la décision les décideurs usent de leur pouvoir pour fixer un objectif de taux de marge qui aura des répercussions tout au long de la vie de l'investissement. Ce

comportement est réel, relativement peu explicité, insuffisamment mis en valeur par les analystes, peu conformes aux hypothèses traditionnelles des modèles économiques mais de plus en plus fréquent parce qu'il est aussi recommandé par les méthodes modernes de management.

Nous verrons plus loin le rôle que joue l'incertitude sur ce comportement, mais la question de savoir s'il est conforme à l'hypothèse classique de maximisation du profit, qui sous-tend les modèles théoriques aux niveaux microéconomique et macroéconomique doit se poser dès maintenant. L'approche de décision d'investir avec otm est-elle conforme à cette hypothèse ? Certainement (et heureusement) dans son esprit car l'otm n'exclut pas les calculs d'optimisation, capital versus emploi, etc., mais elle joue aussi contre elle lorsqu'un choix d'investissement accompagne un otm élevé, car d'autres projets à plus faibles rendements mais dont la valeur absolue de marge aurait été supérieure à celle de l'option retenue ont pu être éliminés.

Il y a aussi le cas d'investissements de remplacement refusés alors que sont offerts sur le marché des équipements qui auraient favorisé la substitution capital / travail. Cette question est importante lorsque l'on se situe au niveau global et sur le long terme. Un otm généralisé et élevé facilitera une reconstitution de l'épargne d'entreprise avec cependant un niveau de production ne correspondant pas au plein emploi. En d'autres termes, une situation d'équilibre de sous-emploi coexistant avec une santé financière satisfaisante. Comme nous le verrons plus en détail, l'otm s'applique avec plus ou moins d'intensité selon le type d'investissement (remplacement, productivité ou innovation) et le niveau d'optimisme des entrepreneurs.

OTM et taux d'intérêt cas d'école

Dans les paragraphes qui suivent, nous illustrons par des commentaires de conjoncturistes (insee, ofce...) des situations dont l'interprétation laisse une place au comportement d'otm. Le Taux de Rendement Interne (tri) d'un projet d'investissement est pris dans sa formulation simple en tant qu'il est utilisé par les entrepreneurs pour choisir leurs investissements. Nous faisons donc l'hypothèse que les entrepreneurs utilisent cette technique.

- 1)** Situation de TRI élevé avec taux d'intérêt supérieur à celui de l'OTM lui-même très faible voire inexistant.

Cette configuration est celle d'une situation d'euphorie, sans incertitude, où les décisions d'investissement se prennent rapidement et sans hésitation; le niveau de

confiance en l'avenir est élevé. Il n'y a pas de problème pour financer l'investissement et les entrepreneurs ne se préoccupent pas du niveau de l'autofinancement, ni à court terme ni à long terme. Lorsqu'une telle situation perdure, il y a risque de surinvestissement, de surproduction et à terme de retournement rapide de la conjoncture. À titre d'exemple récent on pourrait citer la période de l'économie japonaise qui précède la crise de 1997. Le contexte favorable remontait aux années quatre-vingt et concernait un grand nombre de pays asiatiques qui ont connu entre 1992 et 1995 une croissance supérieure à 7 %. À cela s'ajoute d'autres conditions favorables comme la baisse des taux d'intérêt en occident qui a favorisé les placements en Asie. Malheureusement, «certaines entreprises asiatiques ont pu financer, principalement en devises, des investissements à la rentabilité douteuse et exposée à des chocs de prix mondiaux, notamment dans un nombre restreint de secteurs exportateurs, comme les semi-conducteurs ou les chantiers navals... Le financement de ces investissements peu rentable a été d'autant plus facile que le secteur bancaire était insuffisamment réglementé, notamment en ce qui concerne les questions prudentielles, et disposait de garanties implicites des autorités, du fait notamment des liens étroits existants entre différents pays entre les entreprises et ces autorités... En l'absence de règles prudentielles et de systèmes de surveillance suffisants, les banques ont donc investi dans certains projets qu'elles auraient dû juger trop risqués. L'accumulation du capital, pendant la période de forte croissance, s'est accompagnée d'une baisse de la productivité... La déréglementation du secteur financier nippon au cours des années quatre-vingt a encore favorisé l'accumulation du capital productif, en permettant aux entreprises de s'endetter à faible coût. L'effet de levier qui en a résulté s'est traduit par une bulle spéculative, les garde-fous notamment en termes de prises de risques ayant été inopérants en raison des relations privilégiées entre banques et entreprises.» (L'Économie Française, édition 1998-1999, insee). Comme dans toute crise les causes sont multiples. Nous n'en avons ici dégagé qu'une seule, le surinvestissement résultant d'une longue période d'excès d'optimisme dans laquelle le moins qu'on puisse dire est qu'il n'y a pas eu de sélection rigoureuse des projets d'investissement, et donc pas d'otm. La France connut également une tendance à la sur-accumulation du capital 1963 à 1974. Conjoncture régulière, hausse des salaires lente, régulière et supérieure à la productivité, chômage stable, hausse régulière et linéaire du taux de Formation Brute de Capital Fixe, taux d'intérêt stable ainsi qu'un taux d'endettement en % du capital productif qui passe de 15 à 25 % entre 1958 et 1974 témoignent d'une confiance dans l'avenir ignorant toute incertitude. Ainsi, « l'incitation à investir reste prononcée, l'effort d'accumulation, déjà à un haut niveau, continue à augmenter et n'est guère troublé par des fluctuations conjoncturelles amoindries » (. Voir les graphiques : Les Cycles économiques. Ofce, 1994, C3)

Il faut également citer la période 1982-1992 caractérisée par des taux d'intérêt réel en croissance linéaire et régulière (de 2 % à 8 %), des conditions financières en amélioration constante et surtout une nette reprise de l'investissement productif de 1984 à 1990, ce qui est a priori contradictoire avec la montée des taux. En fait le taux de marge qui s'était amélioré depuis 1983 s'est traduit par une moins grande exigence des entrepreneurs en matière d'investissements alors que sur la période précédente, à partir de 1974, l'investissement était limité par la nécessité de reconstruire les marges financières, malgré un taux d'intérêt réel faible et des dettes dévalorisées par l'inflation consécutive au premier choc pétrolier. Dans un tout autre domaine, plus récemment, force est de constater qu'il n'y a pas eu beaucoup de garde-fous à l'encontre de ceux qui ont investi dans la nouvelle économie.

2) TRI élevé, et OTM supérieur au taux d'intérêt.

Comme dans le cas précédent, les perspectives sont favorables mais il y a incertitudes, anticipations d'une hausse des taux d'intérêt, crainte d'une dégradation de la situation financière actuelle créant des besoins d'autofinancement. Dans l'ensemble il n'y a aucune raison de penser que la rentabilité des projets devrait baisser mais il y a peut-être des incertitudes concernant des événements non strictement économiques (élections politiques, conflit, nouvelle situation internationale...). Ce genre de situations se traduit souvent par des reports de décision d'investir.

3) OTM supérieur au TRI lui-même supérieur à un taux d'intérêt bas.

Cette situation apparaît à l'issue d'une période de croissance du revenu accompagnée d'un taux d'intérêt plutôt bas. Le taux élevé de l'otm traduit le besoin de sélectionner des projets investissements dont la rentabilité est certes supérieure à celle du taux d'intérêt mais jugée néanmoins insuffisante dans un nouveau contexte d'incertitude relatif à la pérennité de la croissance lorsque l'activité se rapproche de la saturation des débouchés et du plein emploi. Le besoin d'autofinancement peut également commencer à se faire sentir. En toute rigueur, cette situation ne devrait pas être fréquente dans la mesure où une longue période de forte d'activité s'accompagne en général de hausse des taux d'intérêt qui doivent jouer le rôle de modérateur. On peut néanmoins citer le cas du Japon, en tout début de crise, lorsque « la détérioration de certains fondamentaux, pour réelle qu'elle soit, ne peut à elle seule expliquer l'ampleur de la crise. Celle-ci résulterait d'un changement soudain, et seulement partiellement justifié, des anticipations et de la confiance des investisseurs;» (L'Économie Française. Édition 1998-1999, insee). En France, « la faiblesse de l'investissement depuis 1993 reste en partie inexpliquée

» (L'Économie Française. Édition 1990-2000 insee). Elle reste inexpliquée car, « malgré la baisse des taux à partir de 1995 et l'assainissement de la situation financière des entreprises, perceptible au niveau macroéconomique, l'investissement est demeuré faible jusqu'au deuxième semestre 1997. Il est possible que les entreprises, fortement marquées par la période récente de fragilité financière, aient continué à se conformer à des normes d'endettement restrictives. Une autre interprétation de la hausse de la rentabilité du capital est l'exigence accrue de la rentabilité des actionnaires. L'internationalisation des marchés financiers aurait contribué à diffuser des normes de rentabilité plus élevées, celles en vigueur dans les pays anglo-saxons. Les grandes entreprises françaises auraient ainsi été incitées, pour cette raison, à limiter leurs investissements à ceux offrant les meilleures perspectives de rentabilité. » (Artus, 1998.) La reprise n'a toujours pas eu lieu en 1996 malgré de bons fondamentaux.

4) Taux d'intérêt et TRI de bas niveau avec OTM ayant une influence faible.

Dans cette situation le faible niveau de tri restreint le niveau de l'investissement même lorsque les autres conditions sont favorables. En effet, « plusieurs raisons auraient pu contribuer à un certain dynamisme de l'investissement en 1996. La situation financière des entreprises est assainie. Leur endettement est faible et leur capacité d'autofinancement importante. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt s'est effectivement traduite par une réduction du coût moyen des crédits destinés à l'investissement. En dépit de cette baisse des taux d'intérêt nominaux, les investissements ne se justifient que si leur rentabilité est suffisante, compte tenu des anticipations sur l'évolution des prix. Or, en raison de la vive concurrence à laquelle ils sont et seront soumis, les industriels ne peuvent se permettre d'augmenter leur prix, ce qui ne favorise pas la rentabilité et les conduit plus généralement à une plus grande prudence. » (L'Économie Française. Édition 1997-1998, insee). L'économie est alors dans la situation où une baisse des taux d'intérêt ou une augmentation de la masse monétaire n'aurait pas d'effet positif. La variable de l'otm ne joue pas vraiment car la conscience de la faiblesse de la rentabilité des investissements suffit pour limiter les décisions d'investissements. La politique économique n'a pas grand-chose à proposer si ce n'est d'attendre la reprise qui se déclenche fin 1997 d'abord par des investissements de remplacement puis par des projets d'extension de capacité de production.

Après avoir donné une première définition de l'otm, nous poserons la question de savoir si une variable de comportement de ce type est réellement et suffisamment prise en compte par les théories économiques.

