

## Nouveau bond des stocks de pétrole brut

Les stocks de pétrole brut ont bondi pour la troisième semaine d'affilée la semaine dernière aux Etats-Unis, tandis que ceux d'essence et de produits distillés ont reculé, a annoncé hier le département américain de l'Energie (DoE).

Les réserves de brut ont augmenté de 2,3 millions de barils à 329,0 millions de barils lors de la semaine achevée le 29 janvier. Les analystes interrogés par l'agence Dow Jones Newswires s'attendaient à ce qu'elles restent inchangées.

Ces réserves sont inférieures de 6,1% à leur niveau de l'an dernier, mais restent au-dessus de la fourchette moyenne pour cette période de l'année, a précisé le DoE. Les stocks de produits distillés (dont le gazole et le fioul de chauffage), très suivis en période hivernale, ont baissé de 1 million de barils à 156,5 millions de barils. Les analystes anticipaient un recul plus limité, de 800.000 barils. ■

# Les spécificités d'analyse et de gestion financière en situation de crise

*La diminution de l'activité économique entraîne une forte pression sur les entreprises. L'analyse financière diffère également et les outils utilisés dans une situation saine doivent être revus.*

Le ralentissement de l'activité économique, les pressions sur les marges, la perte de confiance des parties liées sont des facteurs de plus en plus fréquents pour les entreprises depuis quelques années. L'entreprise en difficulté ne peut et ne doit pas être gérée de la même façon qu'en situation normale. L'analyse financière diffère également en situation difficile et lorsque la situation est saine. L'objet de cet article est de souligner

ces différences et d'attirer l'attention des dirigeants sur les points clés de l'analyse financière dans les situations difficiles.

### La compréhension des activités base de toute analyse

L'étape initiale de toute analyse financière, que l'entreprise soit saine ou non, repose sur la compréhension des activités et de l'environnement dans lequel évolue l'entreprise. En effet, seule une compréhension complète des activités de l'entreprise peut permettre une approche pertinente de l'analyse financière. Cependant, lors d'une situation tendue, l'analyste recherchera, en plus, les causes du déclin. En effet, seule la compréhension des mécanismes ayant amené la crise pourra permettre d'en sortir. En termes médicaux, le médecin doit diagnostiquer la maladie avant de proposer le remède approprié. Nous distinguons les causes de déclin en facteurs internes et externes. Les principales causes de déclin générées en interne sont: une faiblesse au niveau de l'équipe dirigeante, une absence de contrôle et une mauvaise structure de coût. Les causes externes sont un effondrement du marché et l'arrivée de nouveaux concurrents. Après compréhension de l'environnement interne et externe de l'entreprise, la deuxième étape consiste à retraiter les états financiers de tous les éléments extraordinaires ou hors exploitation. Par ailleurs, en Suisse, la particularité repose sur le retraitement et la dissolution des réserves latentes afin de donner une image la plus proche de la vérité économique que possible. Il ne faut pas négliger cette phase de retraitement, car l'analyse doit se fonder sur les choix comptables opérés par l'entreprise et sans la totale compréhension de ces choix, l'analyse est sans valeur. **Le compte de résultat** Une fois ces étapes de prépara-

tions effectuées, l'enjeu consiste à comprendre la structure du compte de résultat et son évolution durant les dernières années. Nous attacherons une attention toute particulière à l'évolution du chiffre d'affaires, de la marge brute et des charges de structure (charges fixes). Dans de très nombreux cas, la baisse des ventes n'est nullement compensée par une di-

minution des charges de structure. Nous l'expliquons par deux facteurs: le management ne réalise pas les changements du marché ou espère une amélioration rapide de la situation; le manque d'outil de controlling et de système de pilotage permettant, grâce à des indicateurs, une prise de conscience rapide des changements du marché.



**LA LIQUIDITÉ REPRÉSENTE L'INDICATEUR CLÉ SUR LEQUEL REPOSE TOUTES LES ACTIONS ENTREPRISES DANS LA RESTRUCTURATION.**

J.-P. Steiner, Directeur Helbling Corporate Finance

minution des charges de structure. Nous l'expliquons par deux facteurs: le management ne réalise pas les changements du marché ou espère une amélioration rapide de la situation; le manque d'outil de controlling et de système de pilotage permettant, grâce à des indicateurs, une prise de conscience rapide des changements du marché.

### Les investissements

L'analyse du compte de résultat conduit naturellement à l'analyse du bilan et particulièrement à la fortune de l'entreprise c'est à dire son actif. Dans l'analyse, nous séparons:

- les besoins en fonds de roulement
- les actifs immobilisés.

Au court de notre pratique, nous avons constaté que les besoins en fonds de roulement avaient tendance à être mal maîtrisés en cas de recul du chiffre d'affaires et à augmenter d'une façon importante fragilisant encore plus l'entreprise. Cela s'explique par un décalage temporel entre le recul des ventes et la fabrication. En effet, les dirigeants n'arrivent pas ou ne se résolvent pas à réduire la production aussi vite que la chute

L'autre partie de l'analyse des investissements concerne les actifs immobilisés. Selon l'ingénierie financière, ces biens inscrits à l'actif du bilan doivent permettre à l'entreprise de générer des flux de trésorerie nécessaires à rémunérer les bailleurs de fonds. En situation de crise, l'outil de production se trouve généralement dans un mauvais état, en effet, le management n'a plus les liquidités nécessaires à son renouvellement. L'axe de l'analyse se trouve profondément modifié. Dans une telle situation, l'analyse des actifs immobilisés se limite à l'évaluation d'une valeur de liquidation, en cas de redimensionnement de l'activité et à un plan d'investissement à court terme (6 mois à 1 an) limitant au maximum les investissements afin de garantir le fonctionnement de l'outil de production.

### Le financement

Le financement de ces investissements, soit la partie passive du bilan, nous permettra d'analyser la structure de financement de l'entreprise. Dans ce domaine, l'analyse en situation de crise diffère encore une fois de l'analyse en situation saine. En effet, les pertes accumulées ont sensiblement ré-

duit ou même détruit la part de financement propre. L'entreprise est financée par un endettement étranger excessif et l'indépendance vis-à-vis des bailleurs de fonds devient limitée. Nous engloberons dans l'analyse financière les hypothèses concernant une possible restructuration financière afin de rééquilibrer le bilan.

Le cash au coeur du problème. Cependant, la principale différence entre une analyse en situation saine ou de crise réside dans les projections au niveau des liquidités. Pour l'entreprise se trouvant proche de la cessation de paiement, la liquidité est le facteur essentiel. La continuité de l'entreprise repose sur sa capacité à honorer ses dettes. Dans ces cas, nous modélisons les flux de liquidités durant toute la phase de la restructuration qui dure en général de 6 mois à 1 an. La liquidité représente l'indicateur clé sur lequel repose toutes les actions entreprises dans la restructuration. Après avoir modélisé les flux de liquidité prévisionnels, nous nous attachons à suivre et à mettre en place des systèmes permettant la maîtrise et le contrôle de ces flux. Le suivi s'effectue de manière journalière et chaque écart est analysé de manière approfondie.

### Conclusion

En conclusion, nous aimerions attirer l'attention des dirigeants sur les différences entre l'analyse financière en situation de crise et lors d'une situation d'une entreprise saine ou en phase de croissance. L'analyse dans les situations tendues sera plus axée sur les causes de cette situation et la gestion financière se concentrera sur les flux de liquidités. Seule la stabilisation rapide des cash flows peut permettre le succès de la restructuration et espérer le retour à la rentabilité une fois la réorganisation échue. ■

SUITE DE LA PAGE UNE

## Les grands airs de la rigueur

Au contraire, ce que l'on constate, c'est que les multiplicateurs partout, y compris en Chine, sont beaucoup plus faibles que ce que l'on espérait. Le résultat des injections reste décevant, les problèmes d'emplois et de revenus sont intacts. Le seul compartiment qui a répondu de façon significative, ce sont les marchés d'actifs.

Ce n'est pas pessimisme exagéré que de le dire, l'examen des composantes de la croissance du PIB américain au quatrième trimestre suffit à l'éclairer, les mécanismes de la croissance ne sont pas restaurés. Nous attirons l'attention, à titre d'incidente, sur ce qui vient de se passer en Australie. L'Australie est en quelque sorte un indicateur avancé de ce qui se passe dans le monde global. Le pays était lancé dans un cycle de hausse des taux. Mardi 2 février, le consensus attendait une hausse des taux d'un quart de point. Et surprise, la hausse des taux n'a pas été au rendez-vous. Pourquoi, parce que le «housing», le secteur du logement australien est dans une situation catastrophique et qu'il suffirait d'un rien...

Les excès du Président français qui s'oriente vers un budget d'une rigueur jamais vue, ces excès révèlent en quelque sorte, par défaut, la réalité qu'ils sont censés

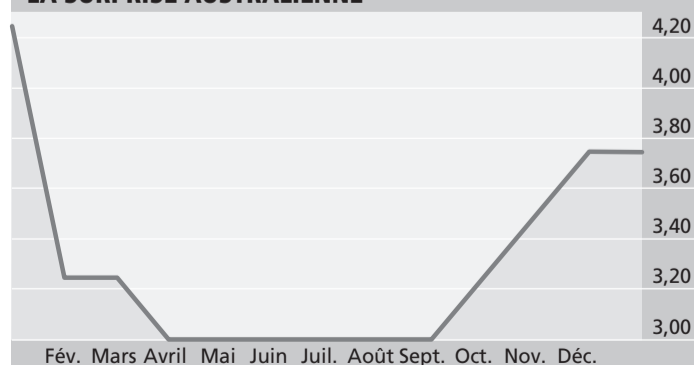
dissimuler. La rigueur étant impossible, ces excès proclamés conduisent à penser que cette rigueur n'existe qu'à titre de valeur d'ambiance.

Dans notre cadre analytique, les sentiments, les perceptions, les ambiances, les discours ne comptent pas. Ils sont simples cosmétiques sur un Réel qui, lui, est gouverné par des forces, par des causes. Des vraies causes qui sont à l'œuvre, des vraies causes qui agissent concrètement. L'effet des discours sur la réalité n'est que temporaire, derrière «le naturel reprend le dessus».

C'est pour cela que nous ne croyons ni à la rigueur retrouvée, ni à la fameuse transition qui est le thème central des pronostiqueurs. Et les mêmes causes produisant les mêmes effets, la liquidité et les déficits produiront en 2010 ce qu'ils ont produit en 2009, c'est à dire l'illusion de la hausse du prix des assets, l'illusion de l'enrichissement. (BBZ)

**LES EXCÈS DE SARKOZY QUI S'ORIENTE VERS UN BUDGET D'UNE RIGUEUR JAMAIS VUE RÉVÈLENT EN CREUX LA RÉALITÉ QU'IL FAUT DISSIMULER.**

### LA SURPRISE AUSTRALIENNE



Tous les stratèges avaient prédit une augmentation du taux directeur à 4%, mais la banque australienne l'a gardé mardi à 3,75%.

Bloomberg

## Les obligations portugaises chutent

Les obligations portugaises ont chuté hier, sur fond d'inquiétudes sur les pays considérés comme les «maillons faibles de la zone euro» et après une émission obligataire qui a été moins souscrite que prévu et à un taux plus élevé qu'attendu. A 18h (17h GMT), le rendement de l'obligation portugaise était à 4,666% contre 4,440% la veille vers la même heure et le différentiel avec le Bund à 10 ans, qui sert de référence, était autour de 140 points de base vers 16h GMT. Le Portugal a procédé à une émission obligataire sur une ligne à 12 mois qui lui a permis de lever seulement 300 millions d'euros, alors qu'elle attendait 500 millions d'euros. Le taux moyen pondéré s'est établi à 1,38% contre 0,93% lors de la dernière adjudication comparable le 20 janvier. Cette émission survient au lendemain des propos du gouverneur de la banque centrale portugaise qui avait affirmé que le gouvernement devrait faire plus d'efforts pour réduire son déficit budgétaire. ■

## Distinctions Lipper

La liste contient beaucoup de gestionnaires arrivés récemment sur le marché suisse.

La liste des meilleurs fonds du marché suisse en 2010 selon Lipper/Thomson Reuters comporte son lot de surprises. Pictet est le seul acteur de taille récompensé mardi soir en tant que groupe. Le reste de la liste permet à l'investisseur de faire des découvertes. Cela vaut tout particulièrement pour les actions, qui se disputent la première place avec les obligations au niveau de la fortune investie.

Deux entreprises se dédiant exclusivement à la gestion d'actifs se voient récompensées. Créée en 1991, la Financière de l'Echiquier, «spécialiste des actions», gère aujourd'hui 11 fonds, dont 3 (Agenor, Agressor et Major) autorisés en Suisse. Majoritairement détenu par ses employés, Jupiter Asset Management, fondé en 1985, représente aujourd'hui l'un des principaux gestionnaires d'actifs au Royaume-Uni. Le gestionnaire

### LIPPER FUND AWARDS 2010 SWITZERLAND

Winner	Group Award
Pictet	Best Fund Group Overall - Large
Banque de Luxembourg	Best Fund Group Overall - Small
Morgan Stanley	Best Bond Fund Group - Large
Banque Pictet	Best Bond Fund Group - Small
Jupiter	Best Equity Fund Group - Large
Financière de l'Echiquier	Best Equity Fund Group - Small
Pictet	Best Mixed Asset Group - Large
Luzerner Kantonalbank	Best Mixed Asset Group - Small

Lipper Fund Awards

ne propose que des fonds en actions en Suisse.

Le meilleur gestionnaire global «small», la Banque de Luxembourg, est présent en Suisse avec 14 fonds en actions, obligations et mixtes. Quant à la Banque Pictet, c'est son fonds «International Bond», disponible en francs suisses, euros et dollars, qui lui a permis de décrocher la récompense en tant que meilleur groupe des fonds en obligations. La distinc-

tion pour la Banque cantonale de Lucerne au sujet des fonds mixtes repose également sur seulement quatre fonds (la gamme Expert - Ertrag, TopGlobal, Vorsorge et Zuwachs). Il surprend ainsi un peu moins que Fidelity n'apparaisse pas dans la liste des meilleurs groupes, bien que onze de ses fonds aient décroché des récompenses, suivi par UBS (dix) et la liechtensteinoise LGT (neuf). (CA)