

Du bon usage de l'inflation dans les entreprises

Par Dominique JACQUET

Professeur Affilié Africa Business School – UM6P

L'inflation est un phénomène qui affecte de nombreux aspects de la vie de l'entreprise et ne se limite pas à de simples ajustements comptables. Sa relation avec les taux d'intérêts a un impact sur le coût du capital, donc sur la valeur de l'entreprise et de ses projets. Mais, ces derniers génèrent des cash-flows, eux aussi, affectés par l'inflation : positivement ou négativement ? L'entreprise est-elle en mesure de « transférer » à ses clients l'inflation qu'elle constate sur ses coûts de revient, quitte à perdre des clients ? On voit, donc, qu'une vision holistique de la relation entre l'entreprise et l'inflation (ou « les » inflations) est nécessaire afin de ne pas en subir les effets négatifs.

À l'origine, Coca-Cola vend un concentré qui, mélangé à l'eau gazeuse dans les proportions 1 pour 4,5 dans les *soda fountains*, est consommé dans les *drugstores* américains. Asa Candler, historiquement deuxième propriétaire de la firme, ne veut pas entendre parler de vendre le produit en bouteilles, car l'embouteillage est un métier qui exige beaucoup d'investissements industriels et d'ingénieurs pour les faire tourner. Lorsque, en 1899, Benjamin F. Thomas et Joseph B. Whitehead, avocats basés à Chattanooga, entrent en contact avec lui pour négocier un contrat d'exclusivité sur la quasi-totalité du territoire américain, il est d'autant plus favorable qu'il ne croit pas au succès de l'opération. Les deux associés vont, donc, obtenir l'exclusivité perpétuelle assortie d'une clause qui va s'avérer redoutable : le gallon de concentré sera vendu par Coca-Cola au prix fixe, non révisable et perpétuel d'un dollar par gallon. Ce qui sera nommé plus tard par la firme la Candler *mistake*, n'est autre qu'une pratique normale dans un pays qui ignore l'inflation. Celle-ci ne fera son apparition qu'au moment du premier conflit mondial et fera la fortune des embouteilleurs...

L'inflation est, aujourd'hui un phénomène macro-économique bien connu et un certain nombre d'épisodes de forte inflation ont permis au monde académique de commenter et documenter sources et effets sur l'économie en général. Cependant, le dernier épisode d'inflation significative remontant au début des années 1980s, les entreprises ont perdu la mémoire du phénomène et sont, parfois, un peu démunies devant les défis posés par le nouvel épisode inflationniste que nous connaissons depuis 2021 (pour plus de précision, se reporter à l'Insee Analyse n°84 ou au Focus n°94 de mai 2023 du CAE)⁽¹⁾.

L'objet de cet article est de proposer quelques axes de réflexions pour les entreprises confrontées à cette problématique dans une perspective, certes, financière, mais dont on verra qu'elle induit des conséquences significatives dans les domaines du *marketing* et de la stratégie.

Théorie et pratique financières concordent pour évaluer la performance financière de l'entreprise en confrontant la rentabilité dégagée par les capitaux investis et le coût des ressources financières qu'ils ont mobilisées.

Cela se traduit par le résultat économique (*economic profit*) qui est la différence entre la rentabilité des capitaux engagés (abréviation courante : ROCE) et le coût (moyen pondéré) du capital (CMPC), ou par la règle suivant laquelle le Taux de Rentabilité Interne (TRI) d'un projet doit être supérieur à ce même CMPC.

On voit donc apparaître, d'une part, une problématique coût de financement et taux d'intérêt, d'autre part, rentabilité économique de l'activité. Cet article suivra cette même logique et comprendra deux parties, respectivement consacrées au coût du financement et à la rentabilité économique.

Inflation, taux d'intérêt et coût du capital

Le lien entre taux d'inflation et taux d'intérêt nominal est constaté historiquement, la différence entre ces deux chiffres constituant le taux d'intérêt « réel » souvent mobilisé dans les politiques économiques de relance.

⁽¹⁾ <https://www.insee.fr/fr/statistiques/7616072> ou <https://www.cae-eco.fr/transmission-des-couts-et-montee-de-l-inflation>

Examinons, tout d'abord, un phénomène managérial

Lorsque les taux d'intérêts sont poussés à la hausse par l'inflation, certes le coût de la dette augmente, mais aussi les produits financiers générés par le placement de la trésorerie. Lorsque l'État français procède aux nationalisations du début des années 1980, il émet des obligations (à taux variable, anticipant avec justesse une baisse de l'inflation) dont le premier coupon s'élevait à 17,4 %. Ce taux était « normal » et résultait d'une inflation voisine de 15 %. Alors, pour une entreprise disposant d'une trésorerie significative, la question de l'allocation des ressources se posait dans les termes suivants : doit-on affecter la trésorerie à des projets industriels dont la rentabilité est aussi tardive qu'incertaine ou investir cette même trésorerie dans des actifs financiers sans risque dont le rendement sera immédiat ? La réponse fût, dans bien des cas, un arbitrage au profit de l'investissement en dette souveraine et au détriment d'un sous-investissement industriel. Certaines entreprises industrielles ont même ajouté la finance à leur portefeuille d'actifs stratégiques. Tel fut le cas du Groupe Thomson qui créa Altus Finance et la BATIF (Banque d'Arbitrage, de Trésorerie et d'Instruments Financiers), puis fut « contraint » de céder sa diversification financière au Crédit Lyonnais en échange d'actions de cette dernière pour, quelques années plus tard, constater une partie des pertes de la banque en les consolidant par mise en équivalence...

Les produits financiers de placement prenant une part croissante dans le P&L, donc dans les discussions entre dirigeants, la trésorerie a parfois été transformée en « centre de profit » avec des exigences d'augmentation, année après année, de sa contribution au sacro-saint résultat net par action. Procter & Gamble, plutôt réputé pour ses produits de lessive, alimentation et cosmétique, a procédé à cette transformation de la trésorerie. Le problème, c'est que l'inflation, perçue à juste titre de manière négative, est combattue par les autorités monétaires et va progressivement diminuer. Lorsque l'inflation réduit, les taux baissent. Or, les produits financiers sont le résultat d'une trésorerie investie par le taux de placement. Comment augmenter les produits financiers quand les taux baissent à montant de cash constant ? La réponse est claire : en prenant des risques. S'il est simple d'investir sans risque dans de la dette souveraine de belle qualité, la prise de risque exige, soit un capital de connaissances et de compétences de niveau élevé, soit une fuite en avant en prenant des positions dans des produits complexes, parfois peu transparents et survendus par certaines institutions financières peu scrupuleuses. Ainsi, P&G a massivement investi dans les fameux *savings & loans* et a provisionné en 1987 des pertes représentant la moyenne de son résultat courant avant impôts. Après cet accident managérial et financier, la trésorerie est redevenue une fonction de support, ce qu'elle n'aurait jamais dû cesser d'être.

En période « normale », les taux d'intérêts nominaux sont supérieurs à l'inflation, le taux d'intérêt dit « réel » rémunérant le différé de consommation. Alors, la hausse de l'inflation génère une hausse des taux d'intérêts, donc du coût du capital.

Rappelons que le coût moyen pondéré du capital (CMPC) représente le rendement moyen exigé par les actionnaires et créanciers financiers au prorata de leurs contributions respectives au financement de la firme. Concrètement, si la dette coûte (après impôts) 4 %, que les actionnaires exigent 10 % et qu'ils sont à parité dans le financement de l'entreprise, le CMPC s'élève à 7 %. Keynes décrivait les marchés de capitaux comme des concours de beauté. Attirer le regard des investisseurs, c'est promettre un rendement supérieur aux autres actifs appartenant à la même catégorie de risque suivant le principe de l'aversion au risque. La rémunération attendue par l'investisseur est, ainsi, la somme d'un taux réputé sans risque (dette souveraine dans les pays de bonne notation) et d'une prime de risque traduisant la probabilité de défaut pour les créanciers et la sensibilité aux conditions macroéconomiques pour les actionnaires. Si le rendement sans risque augmente sous l'effet de l'inflation, créances financières comme actions vont décaler d'autant le rendement exigé, ce qui augmente le CMPC.

Ce point est très important, entre autres, dans le cadre du choix des investissements. Le critère largement utilisé de la Valeur Actuelle Nette compare l'investissement initial et les flux de fonds générés par le projet dans le futur. Pour les rendre « comparables » à l'investissement initial, il faut les actualiser, donc diviser leur montant nominal par la somme de l'unité et du CMPC élevée à la puissance correspondant à l'année où ils sont générés.

L'actualisation est décisive pour comprendre l'impact d'un flux sur la valeur. Prenons un flux égal à 100 généré dans 10 ans actualisé au taux de 7 %, il contribue à hauteur de 50 environ à la création de valeur

$$\left(\frac{100}{(1+7\%)^{puissance\ 10}} = 50,8 \right)$$

Ce même flux actualisé à 15% donne un montant égal à 25. Si le flux était généré à l'année 5, il contribuerait respectivement à 71 et 50. On voit, donc, que l'actualisation « pénalise » le long terme et que ce phénomène est amplifié par le taux d'actualisation, lorsque ce dernier reflète l'évolution de l'inflation. On pourra objecter que le flux ne devrait pas être inchangé, qu'il va lui aussi « profiter » de l'inflation. En fait, rien n'est moins sûr, surtout dans la perception par le contrôleur financier du réalisme des flux générés à un horizon lointain. Or, l'innovation ne produit que rarement ses effets dans l'immédiat et les flux générés par un produit innovant sont, souvent, faibles, voire négatifs dans les premières années, pour devenir éventuellement significatifs

beaucoup plus tard. La motivation sera, donc, d'autant plus élevée à investir dans des projets à *payback* rapide, apparemment moins risqués, mais moins créateurs de valeur durable dans l'entreprise.

L'inflation, *via*, son impact sur les taux d'intérêts, pénalise, donc, l'innovation

Lorsque les taux d'intérêts réels sont négatifs, il arrive que l'inflation modifie temporairement et à bon escient le caractère stratégique d'actifs industriels. Tel est le cas des tours de télécommunications.

La faible inflation que nous avons connue s'est accompagnée de niveau de taux d'intérêts exceptionnellement faibles, parfois négatifs, au détriment de la performance d'institutions financières, telles que les fonds de pension, qui investissent massivement dans des produits « à revenus fixes » (*fixed income*), obligations souveraines ou émises par des entreprises à forte signature. L'émergence de taux voisins de zéro a, donc, été une question critique. Les sociétés d'investissement immobilier produisent souvent un rendement significatif et un dividende récurrent. Aux États-Unis, les REIT (Real Estate Investment Trust, société d'investissement immobilier) doivent, en échange d'une dispense d'impôts sur les bénéfices, distribuer un minimum de 95 % de leur résultat net. Parmi les REIT, certaines firmes se concentrent sur un actif immobilier très spécifique, les tours de télécommunications⁽²⁾. Le *leader* mondial s'appelle American Tower et gère un parc de 226 000 sites répartis dans le monde. Ce portefeuille s'est principalement constitué à partir d'acquisitions. Concrètement, les opérateurs de télécommunications, face à des investissements industriels considérables et risqués (5G), ont cherché à céder des actifs afin de limiter la hausse de l'endettement. En termes d'immobilier, céder le siège social ne constitue pas un risque opérationnel. Par contre, céder les tours sur lesquelles sont accrochés les équipements permettant la transmission des ondes liées à l'activité mobile est d'un autre niveau de risque. Afin d'assurer la sécurité opérationnelle de l'activité (conserver l'accès aux sites), les sociétés ont signé des contrats de 32 ans sous la forme de baux de 8 ans renouvelables trois fois avec engagement contractuel de sortie partielle très limitée à chaque renouvellement. Concrètement, cela veut dire que signer avec Verizon⁽³⁾, c'est assurer 32 années de revenus avec un risque qualifié de « défaut Verizon ». C'est comme investir dans une dette Verizon (l'engagement apparaît,

d'ailleurs, dans les comptes de Verizon sous la forme d'une dette financière – IFRS 16...). De plus, les charges opérationnelles sont fixes, faibles et parfaitement contrôlées. Le dividende versé par American Tower à ses actionnaires prend la forme financière d'une rente garantie à risque obligataire de faible niveau. Conséquence financière et boursière, le coefficient de risque systématique d'American Tower (β , sensibilité de la firme aux conditions macro-économiques) a fortement chuté du niveau moyen de 0,6 (taux « normal » pour un REIT) en 2015-2017 pour atteindre 0,15-0,20 de 2018 à 2020. Le β est un élément déterminant dans le calcul de l'exigence de rendement des actionnaires (modèle MEDAF / CAPM), donc dans le calcul du coût du capital. Le CMPC baissant et les *cash-flows* progressant avec une forte visibilité, la firme est devenue une cible d'investissement très appréciée des institutionnels financiers en substitution à la dette d'entreprise. Concrètement, c'est comme si les actions d'American Tower avaient perdu leur caractère « actions » pour se transformer en « obligations ». Le cours de la société a progressé pour atteindre un multiple EV / EBITDA (valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA ajusté de l'année) supérieur à 25 alors qu'il était traditionnellement proche de 18. En cohérence avec ce phénomène, les opérateurs de télécommunications ont vendu leurs tours sur la base du même multiple en assurant la sécurité de leurs opérations de transmission. Par ailleurs, signer des contrats à long terme contribuait à assurer cette sécurité tout en réduisant le β de l'acquéreur, donc en augmentant le prix que ce dernier était prêt à payer pour les actifs industriels ! Un bel exemple de *win-win*. Les tours représentent un actif opérationnel stratégique pour les opérateurs, mais lorsque leur prix de cession devient (temporairement) hors du champ classique de valorisation et que la sécurité opérationnelle reste garantie après transaction, leur présence dans le patrimoine industriel de la firme devient moins « stratégique ».

En conclusion, le faible niveau d'inflation et les taux d'intérêts réels négatifs ont transformé le caractère stratégique d'actifs opérationnels de firme et le modèle d'affaires d'une industrie. Depuis, la remontée (attendue, puis effective) des taux d'intérêts, American Tower a perdu une partie de son attractivité en tant que substitut de dette pour les investisseurs, son β est redevenu voisin de 0,5 et le multiple EV / EBITDA est revenu au niveau de 20. La fenêtre de tir 2018-2020 s'est progressivement refermée, mais a constitué une opportunité stratégique significative pour l'industrie. Ce phénomène peut nous rappeler la période du début des années 1990 (bulle immobilière) pendant laquelle les firmes industrielles ont vendu leurs sièges sociaux à des prix complètement surévalués aux professionnels de l'investissement immobilier afin de mobiliser les ressources dégagées pour financer des acquisitions dans leur cœur de métier.

Après avoir exploré certains aspects liés au coût du financement de l'entreprise, nous allons, maintenant, analyser l'impact de l'inflation sur la rentabilité économique.

⁽²⁾ Une « tour de télécommunications » est un support, par exemple un mât, fixé sur un terrain ou au sommet d'un immeuble et sur lequel les opérateurs vont accrocher les équipements permettant de transporter les ondes en téléphonie mobile. American Tower met à disposition le support contre paiement d'un loyer, mais n'est pas propriétaire de l'équipement. La communication d'American Tower indique que le coût de construction d'une tour est de l'ordre de 275 000 dollars.

⁽³⁾ Verizon est le plus gros opérateur de télécommunications aux États-Unis avec 137 milliards de dollars de chiffre d'affaires (2022).

Inflation et rentabilité économique

Les investisseurs financent l'outil industriel de la firme (capitaux engagés : CE) et exigent une rentabilité de leur investissement (CMPC). Les capitaux engagés doivent, donc, répondre à cette promesse en dégageant un rendement opérationnel supérieur au coût du financement. L'indicateur fréquemment utilisé est le ROCE (rendement des capitaux engagés) pour une unité opérationnelle, équivalent du Taux de Rentabilité Interne mobilisé pour l'évaluation des projets.

Le ROCE est un retour sur investissement qui répond à la question : « combien ai-je gagné » / « combien ai-je investi » ?

J'ai investi dans les capitaux engagés (actif immobilisé + besoin en fonds de roulement), ce qui m'a permis de produire, puis de vendre afin de dégager un résultat d'exploitation.

La formule du ROCE est :
$$\text{ROCE} = \frac{\text{Résultat d'Exploitation}}{\text{Capitaux Engagés}}$$

Les postes des capitaux engagés sont diversement affectés par l'inflation.

Les immobilisations brutes, tout d'abord, correspondent au prix d'achat des actifs à long terme acquis par l'entreprise quelques années auparavant. C'est le principe de la comptabilité au « coût historique ». Mais, une machine achetée il y a 5 ans ne représente peut-être aujourd'hui que la moitié de son éventuel coût de remplacement. L'objectif de la comptabilité est d'apporter aux actionnaires et parties prenantes une information de qualité sur les conditions d'exploitation de la firme. En l'occurrence, il faudrait envisager une sorte de réévaluation de l'actif afin de révéler aux destinataires de l'information comptable sa contribution réelle à l'activité. Il faudrait, clairement, ajuster les amortissements pratiqués afin de présenter une image sincère de la consommation de l'actif dans le calcul des immobilisations nettes. C'est l'un des objets de la comptabilité basée sur l'inflation. Cette dernière a fait l'objet de débats tumultueux au sein de la profession comptable dans les années 1970. Tous les étudiants de business de cette période ont en tête les ouvrages du professeur de la Harvard Business School qui fût, notamment, président de l'American Accounting Association, Robert N. Antony, qui défendait avec force la comptabilité au coût historique en expliquant que la subjectivité liée à l'adoption de l'*inflation-based accounting* créait beaucoup plus de difficultés qu'elle n'apportait de réponses et solutions⁽⁴⁾.

Exit la comptabilité basée sur l'inflation, donc sous-évaluation des capitaux engagés dans le bilan et amélioration du ROCE par la faible pertinence économique du coût historique. En effet, non seulement les immobilisations sont minorées par l'inflation, mais l'amortissement qui entre dans le calcul du coût de revient, donc, du résultat d'exploitation est, lui aussi, minoré.

⁽⁴⁾ ANTONY R.N. (1979), "A case for historical costs", pp. 43-61 in *Readings in inflation accounting*, Wanless & Forrester (editors), Wiley.

L'inflation serait-elle créatrice de valeur comptable *via* l'indicateur de rentabilité économique ?

Pour répondre à cette question, il faut revenir au calcul complet du résultat d'exploitation.

Ce « solde intermédiaire de gestion », pour reprendre la terminologie historique, se calcule en retirant des produits d'exploitation (ventes, chiffre d'affaires) les charges d'exploitation liées aux produits vendus.

Le concept d'inflation est à la fois pertinent et difficile à appliquer. En effet, il n'y a pas un, mais des taux d'inflation.

Au niveau des coûts de revient, l'inflation sur l'amortissement est nulle (*cf.* plus haut), l'inflation sur les coûts salariaux dépend du marché du travail, l'inflation sur les matières premières minérales se décide sur le London Metal Exchange, l'inflation sur les prix de l'énergie est peu contrôlable, etc. Une erreur de management lourde de conséquences consisterait à calculer des flux de fonds prévisionnels en termes réels (sans inflation) pour les actualiser à un coût du capital lui-même basé sur des taux d'intérêts réels et à considérer que cette approche évacue le risque lié à la prévision d'inflation.

Nombreux sont les secteurs industriels qui ont connu des fluctuations considérables du coût de leurs intrants, énergie et matières. Un calcul économique de projet réaliste, la construction d'un modèle financier décrivant la vie économique et financière de la firme, exigent une prévision et la construction de scénarii anticipant l'évolution du coût de chaque poste sensible de l'analyse financière afin d'en déduire les outils qu'il faudra mobiliser pour gérer le risque associé.

Cette construction modélisée conduit à trois questions liées, respectivement, à la gestion financière internationale, à la structuration du financement, et, curieusement, à la conception de la firme quant à son propre modèle *marketing*.

De nombreuses entreprises développent des projets industriels (projet limité dans le temps, implantation pérenne) dans des territoires opérant avec une devise différente de leur devise de travail. En période d'inflation faible et stable, la conversion des flux générés en devise étrangère est un problème mineur. Par contre, lorsque l'on observe des écarts d'inflation significatifs entre deux régions, la stabilité du taux de conversion devient une problématique importante. La réponse théorique et pratique est contenue dans deux modèles qui traitent, respectivement, du court et du long terme.

Chaque trésorerie d'entreprise sait bien que recevoir un million de dollars australiens dans 6 mois quand la devise de travail est l'Euro est un risque (de gain comme de perte) et qu'il faut assurer le taux auquel ce flux sera converti en Euros lorsqu'il apparaîtra dans le compte en banque de la firme. La théorie de la Parité des Taux d'Intérêts apporte une solution technique parfaitement opérationnelle et utile. Sans entrer dans le détail technique, une ingénierie financière simple montre qu'en empruntant dans une devise pour prêter dans l'autre conduit au calcul précis d'un taux de conversion à terme qui résout le problème.

La couverture de change des transactions à court terme est, ainsi, réalisée (si la trésorerie dispose de l'information pertinente en provenance des opérations...).

Dans le cas d'un projet industriel à long, voire, très long terme, la devise à terme peut s'avérer plus compliquée à calculer et mettre en œuvre, car le marché est peu liquide (inexistant) et les maturités trop longues. Alors, la théorie de la Parité des Pouvoirs d'Achat est un support mobilisable. Cette théorie part du principe qu'un produit ne peut pas avoir deux prix différents sinon les acteurs économiques vont se précipiter sur l'« aubaine » et assurer l'équilibre par arbitrage. La loi du prix unique souffre de quelques hypothèses peu réalistes, notamment celle d'un marché parfait : information gratuite, complète et immédiatement disponible, absence de coûts de transaction (transport, taxes). La validation empirique de la théorie est assez complexe, mais on peut avancer sans trop de risque que la théorie n'explique pas vraiment les fluctuations à court terme, assez bien les fluctuations à long terme et qu'il reste un grand flou sur le moyen terme. Le calcul économique de projet doit prendre en compte cette complexité entre taux d'intérêts locaux (exigence de rendement des investisseurs), taux d'inflation différenciés entre les pays (prévisions vs. réalité) et financement local de l'implantation. Refuser cette complexité conduirait l'entreprise à prendre des décisions destructrices de valeur à long terme.

Disposer d'un modèle financier sensible à l'inflation est un outil pertinent dans la structuration du financement de la firme.

Les banques connaissent parfaitement la problématique du risque de taux d'intérêts et savent immuniser leur bilan contre une fluctuation des taux. Par exemple, un contrat de crédit-bail qui apparaît à l'actif de la banque doit disposer d'une contrepartie en matière de financement décrivant chaque maturité de remboursement du capital ou évoluant dans le même sens que la valeur de l'actif (*matched funding*, *duration*). Pour la firme industrielle, la question est identique, mais très complexe. Quelle est la sensibilité de l'actif économique de l'entreprise à l'évolution des taux d'intérêts ? la réponse est, parfois, tout simplement inconnue. On peut essayer d'approcher, par le modèle financier, une estimation de la sensibilité aux taux d'inflation, mais là encore le résultat n'est pas garanti.

Certains secteurs sont « privilégiés » à cet égard, car cette analyse de sensibilité est assez directe et précise. Nous avons évoqué plus haut le cas d'American Tower. Chaque actif est constitué d'une tour générant des revenus contractuels sur longue période et indexés sur l'inflation macroéconomique. Une bonne couverture du risque de taux (d'inflation et d'intérêt) consisterait alors à financer ces actifs par une dette elle-même sensible à l'inflation, donc à taux variable. L'analyse du bilan de la société American Tower (source : 10K and Annual Report, 2022⁽⁵⁾) révèle que la quasi-totalité de l'endettement à long terme

(36 milliards de dollars) est à taux fixe... La maturité de cette dette est adaptée à la maturité des contrats de location, ce qui traite de la liquidité mais, au moment de lever la dette, la firme a clairement considéré que les taux étaient temporairement faibles et que la fenêtre de tir allait probablement se refermer, donc qu'il était de bonne gestion d'emprunter à un taux faible pour « profiter » de l'inflation sur les contrats locatifs. Cette décision était très intelligente et parfaitement spéculative. Rappelons que « spéculer » vient du latin *speculare* qui signifie « anticiper ». L'anticipation fût une réussite, le contraire peut arriver...

Enfin, le constat d'une inflation significative sur les coûts de revient peut, parfois, conduire l'entreprise à questionner un pan important de son modèle *marketing*.

La question se présente sous la forme suivante : l'entreprise doit-elle utiliser sa force de marché pour imposer à ses clients une augmentation de prix de vente lui permettant de conserver son taux de marge ?

Bon nombre de financiers vont immédiatement répondre par l'affirmative, soucieux de préserver la création de valeur pour les actionnaires. L'entreprise a mobilisé leurs ressources pour innover dans des produits protégés par un brevet et/ou pour constituer un portefeuille de marques puissantes, le retour sur investissement se traduira par une conservation du taux de marge résultant d'une augmentation des prix à laquelle les clients ne pourront pas se soustraire.

Prenons l'exemple de la firme Unilever dans sa communication financière relative à l'année 2022⁽⁶⁾. La firme annonce qu'elle a fait progresser ses ventes en augmentant ses prix d'environ 11 %, même si le volume des ventes a baissé de 2 %. En augmentant ses prix de ventes, la société a « exclu » une partie de ses clients dont le pouvoir d'achat était trop faible pour profiter des bienfaits des produits qu'elle commercialise. Cette décision de gestion vient en contradiction avec l'image que la firme veut donner d'elle-même et de sa relation avec les parties prenantes. Priorité est clairement donnée aux investisseurs financiers et à la rentabilité à court terme. Mais, cette décision est-elle cohérente avec la création de valeur à long terme ? Est-ce bonne gestion que d'augmenter ses marges en perdant des clients ?

En avril 1993, Philip Morris a répondu différemment avec sa gestion de sa marque phare Marlboro.

La société a observé que les fumeurs se détournaient progressivement de la fameuse marque de cigarettes pour acheter des produits *low cost* en raison d'une baisse de leur pouvoir d'achat. Face à une telle situation, on peut considérer que les clients perdus reviendront à leurs habitudes initiales lorsque leur pouvoir d'achat se sera relevé. Autre anticipation envisageable, les clients perdus aujourd'hui se tourneront demain vers d'autres produits ou services. La seconde interprétation a prévalu dans la décision

⁽⁵⁾ <https://americantower.gcs-web.com/static-files/87be76b9-6e93-452b-a708-7de9e30ee1f9>

⁽⁶⁾ Diapositive #15 de la présentation, <https://www.unilever.com/files/92ui5egz/production/5d183ad996680017112019f94b466a60780de285.pdf>.

de Philip Morris de baisser de 20 % le prix de vente du paquet de Marlboro. Le cours de bourse a perdu instantanément 26 %, ce qui correspond à une perte de valeur d'environ 13 milliards de dollars pour les actionnaires, l'événement prenant le nom de Marlboro Friday. Environ 18 mois plus tard, Marlboro aura récupéré sa part de marché et Philip Morris sa valeur boursière, car les investisseurs ont compris que, en définitive, conserver ses clients était plus créateur de valeur à long terme que maintenir son taux de marge à court terme.

La situation est, aujourd'hui, différente, mais la question est identique : la valeur créée par l'entreprise provient-elle de son portefeuille de clients et de sa durabilité dans le long terme ou de ses profits à court terme. Jeff Bezos écrivait dans sa lettre aux actionnaires de 1997 (reproduite tous les ans depuis lors dans le rapport annuel, même après le changement de CEO) que la firme s'engageait à poursuivre inlassablement sa politique d'investissement afin d'être en position de *leadership* à long terme, même si cela se faisait au détriment des profits à court terme.

Quelques remarques en guise de conclusion

L'inflation, phénomène macroéconomique, a des répercussions significatives sur de nombreux aspects de la vie économique et financière de l'entreprise. Celle-ci doit bien évaluer ces impacts dans la construction de son modèle économique et dans l'évaluation des projets. Ceci implique de bien comprendre la construction de ses coûts de revient, les biais de calcul de sa rentabilité économique, son modèle de croissance, l'impact sur son coût du capital et les principes d'optimisation de la structuration de son financement.

Dans un monde qualifié de VUCA⁽⁷⁾, la complexité est une opportunité. Toute réponse simpliste à un phénomène complexe est une perte de compétitivité. L'inflation dans les entreprises contribue à cette complexité. Bien approcher ce sujet conduit à mieux en appréhender les contours et en gérer les conséquences.

⁽⁷⁾ *Volatility, Uncertainty, Complexity, Ambiguity*: la situation du monde décrite en 4 lettres...