

Conclusion Générale

L'analyse de la sensibilité financière de la dépense des entreprises constitue la motivation principale de notre recherche. Aussi allons-nous tout d'abord faire un rapide résumé des développements que nous avons proposés dans ce travail. Ensuite, nous nous pencherons sur la portée des résultats que nous obtenons et, enfin, sur les prolongements qui nous semblent aujourd'hui envisageables sur le sujet.

1.1. – Reprise synthétique de la démarche et des principaux résultats

La première partie de la thèse part de toute la littérature qui, cherchant originellement à mettre en lien les variables monétaires et les variables réelles, procède en des ajustements, et par conséquent des renouvellements, à l'origine de l'apparition de la théorie du canal large du crédit qui est à la base de notre propos. Le choix étant pris depuis longtemps de ne plus étudier les motifs de la demande de monnaie pour ne s'intéresser qu'à l'offre, la théorie du canal large du crédit reste, dans sa forme dominante, fidèle à la tradition laissée en héritage.

1.1.1. – Les échecs de visions exclusivement centrées sur l'offre de financement

Logique qui a le plus certainement contribué à l'émergence de la théorie du canal large, la théorie du canal strict du crédit se montre originale par rapport aux développements qui la précède. Jusqu'au début des années 80 en effet, compte tenu de l'hypothèse de perfection des marchés de capitaux, l'analyse des déterminants de l'investissement et par suite des mécanismes d'intégration monétaire ont été réalisées au niveau micro-économique hors de la considération des variables financières et au niveau macro-économique sans égard aux différentes configurations du système financier. Guidées par la profitabilité de leurs investissements, les firmes étaient ainsi supposées pouvoir recourir de manière instantanée et non contrainte aux marchés des capitaux, laissant à la politique monétaire une influence indirecte qui passerait uniquement *via* le coût du capital. Les avancées en économie de l'information ont cependant peu à peu conduit les théoriciens à renoncer à la thèse de la neutralité financière, retirant ainsi définitivement le « voile » qui recouvrait jusque-là les systèmes de financement des économies et la structure financière des firmes.

Les avancées en économie de l'information ont donné, d'abord, aux théoriciens du canal strict du crédit l'opportunité de contribuer au renouvellement de l'analyse théorique des interactions entre les variables financières et réelles. Laisant définitivement tomber l'étude de la demande – de monnaie, de financement –, la théorie du canal strict marque le pas vers le développement d'une logique qui, axée sur le financement de l'économie, s'intéresse exclusivement à l'offre – de monnaie, de crédit bancaire puis de financement externe quel

qu'en soit la forme – sur l'économie. Montrant de larges insuffisances sur les plans théorique et empirique, la théorie du canal strict n'arrive pas à démontrer que « seule l'offre de monnaie » compte. Dans l'incapacité de résoudre les énigmes laissées avant elle par la théorie monétaire, elle prolonge davantage dans le temps le besoin de comprendre les vecteurs-clefs participant à la sensibilité financière de la dépense.

La théorie monétaire ne reste pas sur ses limites cependant, rapidement renouvelée par la théorie du canal large du crédit. Ici, suite logique des raisonnements antérieurs, la monnaie comme actif spécifique à totalement disparu et la politique monétaire, conservée comme source potentielle de perturbation externe, n'est pas centrale. La force du canal large tient notamment, au niveau micro-économique, au premier rôle qu'elle donne, dans un cadre d'asymétrie informationnelle, à la richesse nette interne des entreprises. Mais, la transposition de ces travaux au niveau macroéconomique et la lecture retenue du constat empirique de la sensibilité financière de la dépense le prouvent, l'accent mis par la majorité des théoriciens du canal large sur la structure du bilan des entreprises ne répond qu'à un souci de trouver l'élément à partir duquel, fondant l'appréciation de la valeur de solvabilité des agents économiques-emprunteurs potentiels, les prêteurs accordent ou non des financements. La logique retenue est donc exclusivement centrée sur l'offre, dans le déni le plus grand d'autres développements qui, micro-fondateurs également de la théorie du canal large, proposaient de retenir, entre autres liens, celui direct entre financement interne et dépense.

1.1.2 - Vers la reconnaissance du choix du dirigeant d'entreprise en matière de décisions de financement et de dépense

Dans la deuxième partie de la recherche nous nous attachons donc particulièrement à vérifier si, dans un contexte où les changements de l'environnement sont difficilement prévisibles et où les marchés sont imparfaits, les dirigeants d'entreprise ne sont pas conduits à adopter des stratégies de fonctionnement qui, procédant à leur protection, permettent en même temps d'éclairer la sensibilité financière de la dépense. L'analyse des choix de financement et de dépense des chefs d'entreprise nous laisse apprécier la place importante que la perspective d'accès à la liquidité prend à ce niveau.

En ce qui concerne les choix de financement, nous démontrons que dans un monde où il n'est pas toujours certain de pouvoir satisfaire ses nouveaux besoins de financement

externe, l'entrepreneur concerné par la pérennité de la firme n'a pas d'autres choix que de s'assurer de sa capacité dans le temps à satisfaire ses besoins de dépense. L'accès du dirigeant d'entreprise à des ressources financières mobilisables facilement et à moindre coût au moment de la dépense apparaît comme le gage de sa capacité à entreprendre, s'il le désire, toute dépense imprévue. Dans ce cadre, parce qu'elles permettent d'assouplir les conditions d'accès au marché des capitaux ou qu'elles autorisent l'autofinancement, sans délai et à moindre coût, de la dépense, les sources internes de financement jouent un rôle central dans la réduction des inefficiences introduites par les asymétries informationnelles dans la performance économique des firmes. Aussi, hypothèse majeure de la théorie du canal large du crédit, l'imparfaite substituabilité entre le financement interne et toute forme de financement externe nouvellement sollicitée s'apprécie pleinement en terme de préférence des chefs d'entreprise pour les sources internes de financement.

Pour ce qui est des choix de dépense, nous défendons l'idée selon laquelle, assuré d'une « force financière » au moment de la mise en œuvre de la dépense, l'entrepreneur ne va pas systématiquement réaliser celle-ci. Quotidiennement confronté à des flux de trésorerie négatifs, à l'impossibilité de satisfaire ses besoins de liquidité sur des marchés imparfaits et, par suite, à un risque accru de crise de liquidité, l'entrepreneur peut renoncer à l'engagement de ses liquidités dans des emplois qui les détruisent. Au contraire, les menaces qui en découlent pour les conditions futures de la dépense l'obligent à traiter en priorité la question de l'anticipation et de la gestion de ce risque, ce qu'il réalise à travers une organisation stratégique de son actif où il est conduit à détenir de manière préférentielle des « réserves » de liquidité. Les fluctuations dans les postes de dépenses apparaissent dans ce cadre comme le reflet du dirigeant d'entreprises de préserver dans le temps ses marges de sécurité en matière d'accès à la liquidité.

La troisième partie s'intéresse à la réalité de la sensibilité financière de la dépense des firmes de l'industrie manufacturière française sur la période 1985-1996. Il s'agit d'abord pour nous de vérifier si la théorie du canal large, développée dans le cadre de l'économie américaine notamment, trouve ses équivalents en France, où le système financier est différent, axée sur une relation plus étroite banque-entreprise. Notre démarche d'investigation pratique vise également à distinguer dans la sensibilité financière de la dépense, si elle validée, l'influence directe des offreurs de capitaux et celle qui dérive des comportements actifs des dirigeants d'entreprise en matière de gestion, active et anticipée, de l'imprévu. Nous traitons pour cela les informations d'un large échantillon d'entreprises adhérentes à la Centrale des

Bilans, nous nous intéressons plus particulièrement aux déterminants de la gestion des stocks et à ceux de l'investissement productif rapporté à l'équipement productif.

Dans un premier temps, nous dérivons simplement la méthode de test largement retenue sur le sujet, qui consiste en l'analyse de la réponse d'un poste de dépense à des variables financières, le plus souvent résumées par le cash-flow. Nous décidons au contraire de tenir compte d'une gamme élargie de variables qui tiennent compte de la liquidité disponible en interne pour les entreprises ainsi que de ses relations avec ses partenaires financiers. Les résultats montrent que la sensibilité financière de la dépense des firmes industrielles n'attend pas les années de politique monétaire restrictive ou de récession pour se faire observer. Nous voyons ensuite qu'elle ne se réduit pas à des classes spécifiques d'entreprises ; les plus grandes entreprises étant autant concernées que les plus petites.

Approfondissant, dans un second temps, nos premiers résultats, nous procédons à de l'analyse factorielle au niveau de laquelle nous vérifions encore le poids systématique des variables de financement interne dans les postes de dépense. À ce niveau, l'opportunité nous est donnée de vérifier que tant la variable d'environnement réel, que celle d'environnement monétaire ont des poids moindres comparativement notamment à l'autofinancement des firmes. L'ensemble de ces résultats nous laisse supposer que la sensibilité financière de la dépense ne répond pas à des tensions sur le marché de l'offre de financement externe ou sur le marché des biens et services, mais procède d'une logique qui est propre au dirigeant d'entreprise désireux d'anticiper pour mieux les gérer les temps de crise.

1.2. – La portée des résultats

1.2.1. – Au niveau empirique

La démonstration de la sensibilité financière apparaît robuste dès lors qu'est posée l'hypothèse de fonctionnement imparfait des marchés.

En revanche, nous l'avons vu, l'interprétation au niveau empirique de la réponse de la dépense aux variables financières en terme de contrainte constitue une conclusion somme toute incomplète voire abusive de la réalité financière des firmes.

Cette limite apparaît d'autant que les objectifs poursuivis par les dirigeants d'entreprise peuvent être totalement indépendants de l'existence de frictions informationnelles dans une relation prêteur-emprunteur. C'est le cas notamment pour les dirigeants qui poursuivent le désir d'autonomie financière.

Ces résultats appellent par conséquent à la prudence dans l'interprétation de la sensibilité financière de la dépense, dans laquelle les chefs d'entreprises ont également leur part de responsabilité. L'analyse de données françaises nous invite encore à plus de prudence par rapport à la théorie sous-jacente dans un cadre où toutes les années et toutes les entreprises qu'elle que soit leur taille sont concernées. Ce résultat est évident dans la mesure où l'on considère que, ayant toutes un degré de prédiction imparfait de l'avenir, toutes les entreprises se confrontent pareillement à l'incertitude

1.2.2. – Au niveau théorique

Tout d'abord, en ce qui concernent les mécanismes de transmission monétaire, les investigations pratiques développées dans la troisième partie ont été l'occasion de montrer que les offres de financement intermédié sont d'autant plus présents dans l'activité de la firme que le contexte macroéconomique est difficile. Ce résultat rajouté à celui de l'absence du taux au jour le jour et à celui de l'accès quasi-systématique des firmes aux lignes de crédit, nous permet de rejoindre la majorité des travaux réalisés sur données françaises et rejetant l'hypothèse d'un rationnement par l'offre de crédit en France. La théorie du canal strict du crédit ne semble pas avoir sa place dans le fonctionnement de l'économie française.

Par ailleurs, la sensibilité financière de la dépense est au cœur de l'ensemble des travaux se rattachant à la théorie du canal large du crédit. Présent dans les travaux micro-fondateurs de la théorie du canal large du crédit, le canal du lien direct entre les sources internes de financement est largement ignoré dans une littérature qui raisonne principalement en terme de contrainte de financement imposée par les prêteurs aux firmes qui les sollicitent. L'étude des pratiques des firmes en matière de financement et de dépense en France nous a donné l'opportunité, au contraire, de considérer davantage l'existence d'un canal large du crédit non pas dans sa version ancienne, passant par l'offre de financement externe, mais dans une version renouvelée qui décrit la sensibilité directe et significative de la dépense des entreprises au financement interne et à des mesures de la liquidité de la firme.

En définitive, il n'existe pas de contrainte d'offre de financement en France, ce qui ferme la porte au canal strict du crédit et laisse la place à une forme particulière de canal large du crédit ; celle qui passe par le financement interne des entreprises. Bien qu'existante dans certains développements sous-jacents, cette « forme de canal large du crédit » ne mérite cependant pas son appellation. En effet le lien qui existe entre finance et dépense est, dans ce cadre, totalement indépendante de l'offre de crédit ou de l'offre de financement externe et il serait par conséquent plus juste de défendre l'idée d'un « canal du financement interne » ou encore d'un « accélérateur financier » en France, sans faire allusion à une grandeur – le crédit – qui peut être totalement absent de la logique. En tous les cas, l'usage du terme de canal du crédit n'est pas approprié.

Par ailleurs, l'usage du terme de « canal du financement interne » ne doit pas faire perdre de vue l'ambivalence de cette grandeur. D'un côté, en effet, la détention d'actifs liquides ou l'assurance d'un accès à la liquidité bancaire jouent un rôle d'amortisseurs de chocs exogènes. De l'autre, la gestion anticipée de l'accès à la liquidité poussent l'entrepreneur à opérer des ajustements au niveau de la dépense, ce qui donne au besoin de liquidité un rôle accélérateur de chocs

Au niveau des décisions microéconomiques de financement et de dépense, la considération de la gestion anticipée de la liquidité de la part de l'entrepreneur permet de comprendre l'énigme, aujourd'hui de longue date, selon laquelle des composantes de la demande de biens durables varient, à la suite d'un choc de politique monétaire, bien avant les dépenses sensées être les plus sensibles aux variations du taux d'intérêt de court terme. Le manque de confiance du dirigeant d'entreprise par rapport à son avenir explique aussi

pourquoi de petits « chocs » (modification de taux d'intérêt) aboutissent à de grandes fluctuations de la dépense ainsi que la persistance de ces effets dans le temps (*cf. p. 40*).

Au total le mécanisme d'explication de la sensibilité financière de la dépense et des fluctuations cycliques de celle-ci est centré vers l'offre, en oubliant l'autre face de l'économie ; la demande.

1.2.3. – Au niveau politique

Nous l'avons vu au départ de l'analyse, le passage du concept de sensibilité à celui de contrainte n'est pas neutre sur les mesures de politiques économiques envisageables dans une économie.

Par ailleurs, ayant mesuré l'importance du besoin d'accès à la liquidité dans le comportement de dépense des entreprises, nous sommes conduits à prôner des interventions ponctuelles des autorités politiques en général ou des autorités monétaires afin de relancer la mécanique de la dépense durable. « La panne de l'investissement productif » largement constatée en France sur la première décennie des années 90 semble avoir été le résultat de moral déprimé de chefs d'entreprises en mal de commande et par conséquent en mal de vision sur leur avenir. Il semble que les mauvaises perspectives d'évolution de la demande pèsent de tout leur poids sur la dépense d'investissement des firmes. En terme de politique économique, il s'agit par conséquent de favoriser les politiques axées sur le remplissage des carnets de commande des entreprises. Cette intervention serait d'autant plus nécessaire que moins d'investissement entraîne moins de croissance et par conséquent moins d'investissement, etc. Il semble donc que l'incertitude est une cause importante de sous-investissement, en raison du manque de confiance des entreprises dans l'avenir... dans ce cadre, elles préfèrent se désendetter et se constituer des trésors de guerre