

Comment interpréter la dégradation des trésoreries dans l'industrie en 1995 ?

Olivier LECLER

Division "Synthèse conjoncturelle"

Selon l'enquête semestrielle de l'INSEE, la trésorerie des entreprises de l'industrie manufacturière a connu une évolution défavorable en 1995, après une courte mais spectaculaire amélioration à partir de la fin de 1993.

L'examen des réponses individuelles à l'enquête révèle les liens étroits qui existent entre la situation de trésorerie et les évolutions de certaines variables financières (charge de la dette notamment).

L'analyse des déterminants de la situation de trésorerie entre 1990 et 1995 montre par ailleurs, au niveau agrégé, que le jugement que portent les industriels sur leur trésorerie semble dépendre tant de l'environnement conjoncturel des entreprises que de leur politique d'investissement, de stockage et de financement.

La situation de trésorerie est un indicateur qui traduit l'aisance avec laquelle l'entreprise fait face à ses besoins financiers. Lorsqu'elle ne parvient pas à dégager suffisamment de ressources par elle-même (par autofinancement ou en se procurant des ressources stables externes), elle doit recourir à des crédits de trésorerie bancaires, qui peuvent la fragiliser en la rendant plus dépendante de ce financement externe. La dégradation de leur trésorerie peut conduire les entreprises à réaliser des efforts de gestion (limitation des stocks notamment) ou à remettre en cause certains projets d'investissement ou d'embauche. Elle peut dans certains cas mener à leur disparition.

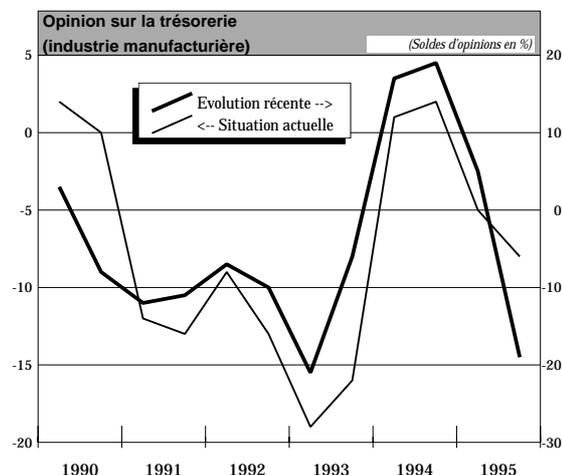
Compte tenu de l'importance de la situation de trésorerie pour l'analyse conjoncturelle, l'INSEE a mis en place une enquête semestrielle spécifique dès la fin des années 60. Elle a

été sensiblement enrichie en 1990 afin de mieux décrire les facteurs explicatifs des situations de trésorerie (voir encadré). Cette enquête fournit le support de notre analyse. On étudie d'abord le comportement de réponse individuel à l'enquête en tentant de mettre en évidence les principaux déterminants de l'opinion que portent les industriels sur l'état de leur trésorerie, puis on analyse les évolutions des soldes d'opinion entre 1990 et 1995.

Une logique de réponse individuelle

De façon schématique, l'équilibre comptable du financement d'une entreprise implique une relation que l'on peut écrire :

$$\Delta T = \text{Aut} - (I + \Delta S) - \Delta \text{CCom} + \Delta \text{Resst} \quad (\text{I})$$



L'enquête de trésorerie dans l'industrie

L'enquête semestrielle de trésorerie dans l'industrie a pour objectif de cerner l'évolution financière récente des entreprises de ce secteur, et son impact sur la trésorerie. Environ 2500 entreprises répondent chaque semestre. Les résultats sont agrégés en regroupant les entreprises de même taille et appartenance sectorielle. La formulation des questions et les modalités de réponse ont été modifiées en 1990. Les séries de soldes d'opinion ne sont donc disponibles que depuis le premier semestre de 1990, soit actuellement 12 enquêtes utilisables.

On peut voir la trésorerie d'une entreprise de deux manières. Physiquement, elle est égale à ses disponibilités (généralement en caisse ou en banque) diminuées des crédits à court terme accordés par les banques. Elle constitue un indicateur de la liquidité de l'entreprise, et de son degré de dépendance à court terme vis-à-vis des prêteurs externes. Mais la trésorerie peut aussi être vue comme le solde des entrées et sorties de flux financiers qui résultent de l'activité. C'est le tableau de financement qui développe ce point de vue. La variation de la

situation de trésorerie au cours de l'exercice résulte de deux phénomènes : la capacité de financement dégagée, augmentée d'éventuels nouveaux apports en capital et emprunts à long terme, permet de financer les investissements. Le solde de ces ressources, la variation du fonds de roulement net, vient abonder la trésorerie. Mais le fonctionnement de l'entreprise implique de constituer des stocks et souvent d'accorder des prêts commerciaux aux clients tandis que les fournisseurs peuvent accorder des avances. Les ressources financières ainsi mobilisées constituent la variation du besoin en fonds de roulement qui vient amputer la trésorerie.

C'est de cette façon que l'enquête appréhende la situation de trésorerie : les questions posées permettent de cerner l'impact des principaux postes du tableau de financement : investissements, stocks, crédits commerciaux, ressources stables et capacité de financement. Cette dernière est évaluée de façon plus détaillée : on passe en revue les grands postes du compte de résultat qui y contribuent.

La capacité de financement...

| Concept comptable | Question correspondante |
|---|--|
| Chiffre d'affaires | Impact du volume et des prix de vente sur le résultat ? |
| + Production stockée/immobilisée | |
| - Consommations intermédiaires | Impact du prix des approvisionnements sur le résultat ? |
| = Valeur ajoutée | |
| - Impôts et taxes | Impact des charges salariales sur le résultat ? |
| - Charges salariales | |
| = Excédent brut d'exploitation | Impact des frais financiers nets sur le résultat ? |
| - Charges financières nettes | |
| + Produits exceptionnels nets hors plus-values de cession | Impact des pertes et profits exceptionnels sur la trésorerie ? |
| = Capacité de financement | |

...contribue à la variation du fonds de roulement qui abonde la trésorerie...

| Concept comptable | Question correspondante |
|---|--|
| Capacité de financement | Impact des profits et pertes exceptionnels sur la trésorerie ? |
| - Dividendes versés | |
| + Produit de cessions d'immobilisations | Impact de l'évolution des ressources stables sur la trésorerie ? |
| + Variation des ressources stables externes (nettes des remboursements) | |
| - Dépenses d'équipement | Impact du rythme des dépenses d'équipement sur la trésorerie ? |
| - Investissements financiers | |
| = Variation du fonds de roulement net | Impact des investissements financiers sur la trésorerie ? |

...à laquelle on soustrait la variation du besoin en fonds de roulement

| Concept comptable | Question correspondante |
|--|---|
| Variation de stocks | Impact des stocks sur la trésorerie ? |
| + Variation de créances d'exploitation | Impact des crédits-clients sur la trésorerie ? |
| - Variation des dettes d'exploitation | Impact des crédits-fournisseurs sur la trésorerie ? |
| = Variation du besoin en fonds de roulement | |

On a ainsi :

Variation de la trésorerie = Variation du fonds de roulement net - Variation du besoin en fonds de roulement

Le modèle de probabilité de réponse log-linéaire

Le modèle log-linéaire modélise le comportement de réponse à une enquête dans laquelle les q questions se présentent sous la forme d'un choix entre plusieurs modalités. Plus précisément, on suppose que la probabilité de répondre par les modalités (i_1, i_2, \dots, i_q) aux q questions s'écrit :

$$\text{Log}P(i_1, i_2, \dots, i_q) = m + a_1(i_1) + \dots + a_q(i_q) + b_{12}(i_1, i_2) + \dots + b_{q-1, q}(i_{q-1}, i_q)$$

où i_k appartient à I_k , ensemble des modalités de réponse possibles de la k -ième question.

Les termes $a_k(i_k)$ sont appelés effets du premier ordre et les termes $b_{kl}(i_k, i_l)$, effets du second ordre. Ceux-ci mesurent les interactions qui peuvent exister entre les façons de répondre à la k -ième et à la l -ième question. Si $b_{kl}(i_k, i_l)$ est positif, cela signifie que l'on a tendance à répondre simultanément par i_k et i_l aux questions k et l . Si le terme est négatif, cela signifie au contraire que l'on répond peu souvent simultanément (i_k, i_l) à k et l . On impose les conditions usuelles de l'analyse de la variance qui garantissent l'identifiabilité du modèle (le point désigne une variable sur laquelle on effectue une sommation) :

$$a_1(\cdot) = a_2(\cdot) = \dots = a_q(\cdot) = 0$$

$$b_{12}(i_1, \cdot) = b_{12}(\cdot, i_2) = \dots = b_{q-1, q}(\cdot, i_q) = 0$$

En fait, on aurait dû supposer en toute généralité qu'il existe des interactions d'ordre supérieur à 2, traduisant le fait que, par exemple, répondre par (i_k, i_l) aux k -ième et l -ième ques-

tions a un effet sur la m -ième question. L'hypothèse faite ici est que ces effets sont négligeables. Au demeurant, l'estimation d'un modèle d'ordre supérieur à 2 se heurte à l'existence de nombreuses cases vides dans le tableau de contingence des données.

Ici, on cherche à mesurer plus particulièrement le lien entre la réponse à la situation de trésorerie (évolution favorable, neutre ou défavorable dans l'enquête) et la qualification de l'évolution (favorable, neutre ou défavorable) de cinq de ses déterminants : volume des ventes, prix de vente, stockage, frais financiers et ressources financières stables externes. On a dû se limiter à ces cinq questions, compte tenu du nombre important de paramètres à estimer⁽¹⁾.

Le tableau ci-contre donne la valeur des termes $bTD(\dots)$, où T désigne la question sur la trésorerie (modalités en colonne) et D est un des déterminants retenus (modalités en ligne). Par exemple, le terme décrivant l'interaction entre une évolution favorable de la trésorerie (+) et une évolution défavorable du volume des ventes (-) est égal à -0,40. Comme il est assez sensiblement négatif, cela signifie qu'il est relativement peu fréquent qu'une entreprise réponde simultanément que sa trésorerie s'améliore tandis que le volume des ventes se détériore. En revanche, il est beaucoup plus habituel que la trésorerie s'améliore lorsque le volume des ventes évolue favorablement (coefficient égal à +0,51).

Au total, on peut caractériser de façon synthétique le sens et l'ampleur du lien entre la question sur la trésorerie et l'un de ses déterminants en examinant les coefficients en gras dans le tableau. Ce lien, donc l'influence du déterminant sur la trésorerie, est d'autant plus fort que les termes (+,+) et (-,-) sont très positifs, et que les termes (+,-) et (-,+) sont très négatifs. Ces quatre coefficients permettent de calculer un coefficient de liaison synthétique (donné dans la première colonne du tableau), d'autant plus élevé que la trésorerie est fortement liée au déterminant. Plus précisément, ce coefficient exprime par combien est multiplié le rapport de la probabilité de répondre que la trésorerie s'améliore à celle de répondre que la trésorerie se dégrade, lorsque l'on déclare que le déterminant évolue favorablement plutôt que défavorablement :

$$\Delta(T, D) = \left[\frac{P(T=+ / D=+, D'=iD')}{P(T=- / D=+, D'=iD')} \right] / \left[\frac{P(T=+ / D=-, D'=iD')}{P(T=- / D=-, D'=iD')} \right]$$

$$= \exp [bTD(+,+) - bTD(-,+) - bTD(+,-) + bTD(-,-)]$$

avec :

- + : influence / évolution favorable
- : influence / évolution défavorable

où $D'=iD'$ représente les réponses apportées aux autres questions. Une propriété de ce modèle est que $\Delta(T, D)$ ne dépend en fait que des coefficients de liaison entre T et D , et est indépendant de la façon dont on qualifie les autres déterminants. En ce sens, le coefficient de liaison mesure le lien spécifique existant entre T et D , indépendamment des autres déterminants.

Un exemple de modèle log-linéaire (toutes entreprises 1990-1995)

| | Coeffi- cient de liaison | Evolution de la situation de trésorerie | | |
|-----------------------------------|--------------------------------|--|-------|--------------|
| | | + | 0 | - |
| Volume des ventes | 6,6 | | | |
| + | | 0,51 | 0,01 | -0,52 |
| 0 | | -0,11 | 0,04 | 0,07 |
| - | | -0,40 | -0,05 | 0,45 |
| Frais financiers | 11,4 | | | |
| + | | 0,64 | -0,05 | -0,59 |
| 0 | | -0,11 | 0,19 | -0,08 |
| - | | -0,53 | -0,14 | 0,67 |
| Stocks | 6,9 | | | |
| + | | 0,61 | -0,08 | -0,53 |
| 0 | | -0,29 | 0,23 | 0,06 |
| - | | -0,32 | -0,15 | 0,47 |
| Prix de vente | 3,0 | | | |
| + | | 0,26 | 0,02 | -0,28 |
| 0 | | -0,01 | 0,05 | -0,04 |
| - | | -0,25 | -0,07 | 0,32 |
| Ressources financières stables | 7,8 | | | |
| + | | 0,50 | -0,09 | -0,41 |
| 0 | | 0,00 | 0,24 | -0,24 |
| - | | -0,50 | -0,15 | 0,65 |

+ Influence / évolution favorable
0 Influence / évolution neutre
- Influence / évolution défavorable

(1) Différents modèles alternatifs ont été testés pour tenter d'estimer les effets des autres déterminants potentiels de la situation de trésorerie.

Au cours d'une période donnée, la variation de la situation de trésorerie (ΔT) est égale à l'autofinancement dégagé par l'activité (A_{ut}), dont on soustrait la charge de financement des investissements (I) et des variations de stocks (ΔS), les crédits commerciaux accordés aux clients nets des crédits fournisseurs (ΔC_{Com}), et auquel s'ajoute la variation des ressources financières stables externes que l'entreprise parvient à se procurer ($\Delta Resst$, titres et crédits à moyen et long terme) et qui permettent de financer une partie des immobilisations. D'après les résultats de la comptabilité nationale pour la période allant de 1990 à 1995, la charge de financement des stocks et des investissements physiques a représenté, selon les années, entre 0,8 fois et 1,3 fois l'autofinancement ; les ressources financières stables externes (nettes des investissements financiers) entre 0,2 et 0,5 fois ; enfin, la variation des crédits commerciaux nets est restée inférieure au dixième de l'autofinancement, en valeur absolue.

Il est demandé aux entrepreneurs dans le cadre de l'enquête de qualifier l'évolution récente de leur situation de trésorerie et d'évaluer l'impact (effet favorable, neutre ou défavorable) des déterminants qui apparaissent dans la relation (**I**) (voir encadré). Pour distinguer ceux qui jouent de façon sensible sur l'opinion que se font les entreprises de l'état de leur trésorerie, on a étudié le comportement de réponse individuel aux différentes questions de l'enquête. Plus précisément, on a essayé de comprendre comment la qualification de l'impact d'un déterminant donné influence l'évaluation globale de la trésorerie.

La modélisation retenue (modèle de probabilité de réponse log-linéaire - voir encadré) répond au souci de tenir compte des relations qui peuvent, par ailleurs, exister entre les variables de la relation. Par exemple, le recours à l'endettement à long terme répond souvent à un besoin d'investissement ; les entreprises stockent plutôt lorsque les perspectives de demande sont bonnes, ce qui peut coïncider avec un autofinancement dynamique.

La qualification de l'impact d'un facteur donné n'est donc pas indépendante des autres, et même le sens de la causalité entre l'état de la trésorerie et ses déterminants n'est pas évident : on peut ainsi penser qu'il influence en retour le comportement de stockage ou d'investissement. Le modèle de réponse log-linéaire traite l'ensemble des questions de l'enquête de façon symétrique, sans distinguer a priori entre variables endogènes et exogènes, et en autorisant les interactions entre deux questions quelconques. En revanche, on a formulé l'hypothèse qu'il n'existe pas d'interactions plus complexes, mettant en jeu le comportement de réponse joint à plusieurs questions (absence d'interactions d'ordre supérieur à 2). Par exemple, l'influence sur le jugement global de la trésorerie d'un investissement et d'un stockage qui s'allègeraient en même temps s'obtient simplement, dans le modèle, en additionnant les effets individuels de chaque facteur. Il n'y a pas d'effet spécifique lié au fait que l'on répond simultanément par la même modalité aux deux déterminants. Sous cette hypothèse, le modèle permet de séparer l'effet spécifique d'un déterminant donné sur l'opinion sur la situation de trésorerie, indépendamment de la façon dont on a pu répondre aux autres questions de l'enquête. On peut alors hiérarchiser ces déterminants en fonction de l'importance de leur impact, mesuré par le niveau de leur interaction avec la question sur la trésorerie.

Des industriels sensibles aux variables financières dans l'appréciation de leur trésorerie

Sur la période 1990-1995, on est d'abord frappé de l'importance des variables financières : les charges d'intérêt et les ressources de financement externes constituent des déterminants essentiels du jugement sur l'évolution récente des trésoreries. Ainsi, selon le modèle présenté, le rapport des probabilités que l'on réponde que la trésorerie a évolué favorablement plutôt que défavorablement est 11 fois plus important lorsqu'on juge que les charges finan-

cières se sont allégées plutôt qu'alourdies. Le rapport des probabilités est multiplié par 8 selon l'appréciation portée sur l'effet des ressources financières externes. On sait qu'au cours de la période d'estimation retenue, les entreprises ont été sensibles à leur endettement et à son coût de financement, dans un contexte de taux d'intérêt élevés en moyenne. La trésorerie semble être une variable de contrôle de l'entreprise où cette sensibilité s'est particulièrement manifestée.

Le volume des ventes constitue également un déterminant important de la situation de trésorerie (le rapport des probabilités de qualifier favorablement plutôt que défavorablement la trésorerie est multiplié par 7 selon l'appréciation du volume des ventes, dans le modèle présenté). Ceci s'explique aisément, dans la mesure où les résultats d'exploitation sont en général la principale source de financement de l'entreprise. En revanche, les prix de vente comme d'approvisionnement jouent de façon plus marginale en moyenne entre 1990 et 1995 (coefficient multiplicatif proche de 3). Ceci peut être l'effet d'évolutions nominales restées globalement modérées sur cette période. Cette appréciation demanderait cependant à être nuancée sectoriellement, pour tenir compte par exemple des hausses de prix importantes intervenues courant 1994 dans les biens intermédiaires.

La liaison entre l'investissement et l'opinion sur la situation de trésorerie apparaît également assez faible, tandis que les stocks jouent plus nettement (le rapport des probabilités est multiplié par 6 à 7). Il n'est pas étonnant que la situation de trésorerie soit plus sensible aux évolutions d'une variable par nature particulièrement volatile comme le stockage. Par ailleurs, l'impact des crédits accordés à la clientèle sur la trésorerie est intermédiaire entre celui des stocks et celui des investissements (coefficient multiplicatif proche de 4).

Enfin, il n'a pas été possible de mettre en évidence un effet significatif de l'opinion sur les évolutions salariales récentes dans l'entreprise sur sa trésorerie. Ceci peut surprendre, comp-

Présentation de l'analyse en composantes principales

L'analyse en composantes principales a été menée à partir des douze enquêtes semestrielles parues depuis la réforme de 1990. Elles couvrent la période 1990-1995. Une enquête est représentée par un point dans un espace à sept dimensions, correspondant à chacune des questions portant sur les facteurs influençant la situation de trésorerie. On a retenu le volume et les prix de vente, les prix d'approvisionnement, les frais financiers, les investissements, les stocks et les ressources financières stables externes. Chaque point a pour coordonnées les valeurs des soldes d'opinion observées à la date considérée.

Il est possible que le nuage des enquêtes ainsi obtenu soit en fait presque contenu dans un sous-espace de l'espace de départ. Si tel est le cas, cela signifie qu'il existe des relations fortes liant le comportement des variables étudiées au cours du temps.

Pour mettre en évidence cet éventuel sous-espace, l'analyse en composantes principales construit un système d'axes orthogonaux qui rend compte des directions principales prises par la forme du nuage de points. On dit que ces axes portent chacun une fraction de l'inertie du nuage, c'est-à-dire de la dispersion des réponses. Il suffit alors de retenir les axes "principaux", c'est-à-dire ceux qui portent la part la plus significative, pour obtenir le sous-espace recherché.

Dans notre cas, l'analyse montre que l'on peut se contenter des deux premiers axes principaux, qui représentent près de 90% de l'inertie du nuage. Ils sont par ailleurs tous deux de significativité comparable, ce qui indique que le nuage de points étudié ne présente pas de profil fortement étiré suivant une de ces deux dimensions. On ne peut donc pas privilégier dans l'interprétation des résultats un axe par rapport à l'autre.

Comme on l'a remarqué plus haut, le quasi-confinement des enquêtes dans un espace de dimension 2 indique que les variables de départ ne sont pas indépendantes au cours du temps. De plus, on vient de construire deux variables synthétiques (dites composantes principales), dont les valeurs au cours du temps s'obtiennent par projection des enquêtes sur les axes principaux retenus. L'analyse en composantes prin-

Corrélation entre les déterminants et les composantes principales

| | Indicateur de l'impact "environnement conjoncturel" | Indicateur de l'impact "accumulation financement" |
|-----------------------------|---|---|
| <i>Facteurs</i> | | |
| Volume des ventes | 0,95 | 0,16 |
| Prix de vente | 0,81 | -0,50 |
| Prix des approvisionnements | -0,90 | 0,10 |
| Frais financiers | 0,60 | 0,75 |
| Dépenses d'équipement | -0,18 | 0,91 |
| Stockage | -0,15 | 0,86 |
| Ressources stables externes | 0,10 | 0,90 |

Part de l'inertie du nuage expliquée par :

| | |
|----------------------|-----|
| 1 ^{er} axe | 46% |
| 2 ^{ème} axe | 41% |
| Total | 87% |

cipales révèle comment toutes ces variables sont corrélées entre elles. En particulier, elle permet de caractériser les composantes principales en fonction des variables de départ qui lui sont le plus corrélées (voir tableau).

La première composante est un indicateur d'impact de l'environnement conjoncturel de l'entreprise. Elle est principalement corrélée avec le volume des ventes, et les prix de vente ou d'approvisionnement. La seconde composante décrit l'impact des stocks, des investissements, des ressources financières externes et des frais financiers. On remarque cependant le positionnement intermédiaire des frais financiers : fortement reliés au second indicateur, ils sont également corrélés au premier. Ceci signifie que le solde décrivant l'impact des frais financiers sur la trésorerie a une dynamique plus difficile à rattacher à un groupe de variables, ce qui peut s'expliquer par la sensibilité des frais financiers aux évolutions de taux d'intérêt, exogènes à l'entreprise.

te tenu de l'importance de la masse salariale dans les frais généraux. On peut suggérer que la trésorerie constitue surtout une variable traduisant un équilibre de financement à court terme. Les évolutions de l'emploi et des salaires sont en général assez régulières et lissées dans le temps, ce qui pourrait expliquer leur faible impact sur l'appréciation de la trésorerie.

L'effet de la conjoncture et de la stratégie de l'entreprise

L'analyse sur données individuelles des déterminants de la situation de trésorerie peut être complétée par la description des évolutions au cours du temps des soldes d'opinion sur l'impact des principaux déterminants. Pour essayer de faire apparaître une grille d'analyse de ces mouvements, et compte tenu du faible nombre d'enquêtes disponibles (12 au total entre 1990 et 1995), on a procédé à une analyse en composan-

tes principales des enquêtes en retenant les variables qui influencent significativement la situation de trésorerie au niveau individuel : le volume des ventes, les prix de vente et d'approvisionnement, les charges d'intérêt et les ressources financières stables externes, les stocks et l'investissement (voir encadré)⁽¹⁾.

(1) Une analyse préalable permet de montrer que les soldes d'opinion décrivant l'influence des crédits commerciaux connaissent des évolutions largement indépendantes de celles des autres variables, et difficiles à rattacher à l'analyse conjoncturelle usuelle. Ces variables n'ont donc pas été conservées dans l'A.C.P.

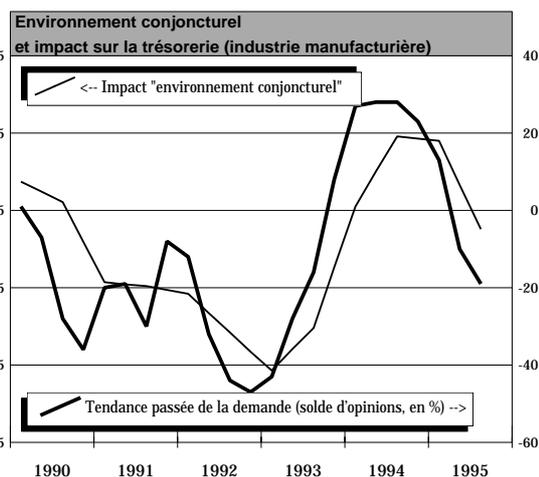
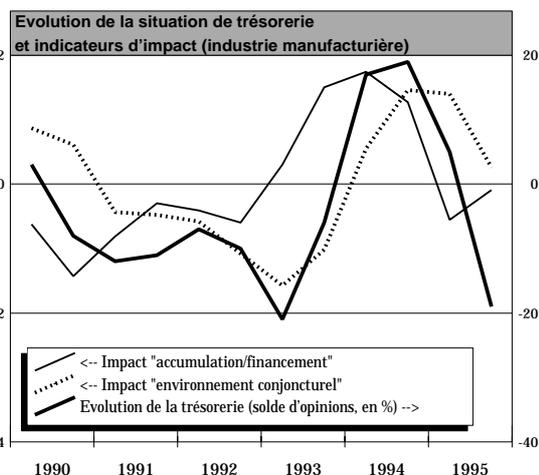
Comment interpréter la dégradation des trésoreries dans l'industrie en 1995 ?

L'analyse permet de dégager deux variables synthétiques indépendantes, représentatives de l'impact de certains des déterminants de la situation de trésorerie (il s'agit des deux premières composantes principales de l'analyse, de significativités comparables et qui rendent compte à elles deux de près de 90% de la variance des déterminants entre 1990 et 1995 - voir encadré). La première variable traduirait l'influence sur la trésorerie de déterminants qui s'imposent à court terme à l'entreprise, et qui dépendent surtout de l'environnement conjoncturel. Elle rend compte principalement de l'évolution de l'opinion sur l'impact du volume des ventes, des prix de vente et d'approvisionnement. L'indicateur prend une valeur élevée lorsque le volume et les prix de vente jouent favorablement, c'est-à-dire en période de conjoncture favorable. Les prix d'approvisionnement pèsent alors plutôt sur la trésorerie, puisqu'ils connaissent eux aussi des évolutions plus sensibles. A l'inverse, l'indicateur prend une faible valeur lorsque la conjoncture est peu porteuse, et ne permet pas d'alimenter la trésorerie.

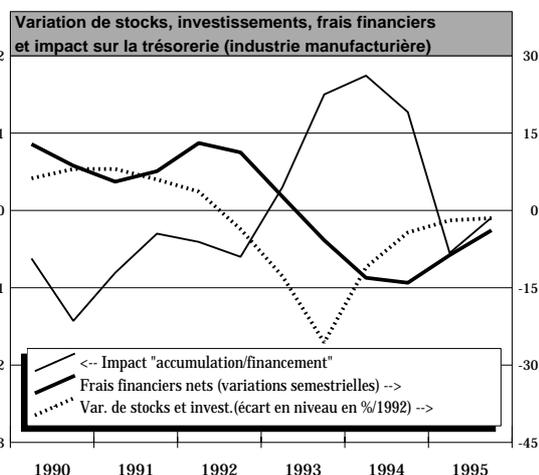
Le second indicateur mis en évidence par l'analyse en composantes principales rend compte des effets sur la trésorerie des décisions d'investissement, de stockage et de financement de l'entreprise. Plus précisément, il prend une valeur élevée lorsque les entreprises jugent les stocks, les investissements et le financement externe peu contraignants pour la trésorerie, ces trois variables étant nettement corrélées. On se trouve alors dans la situation où les entreprises considèrent que leur effort d'accumulation est suffisamment faible pour que la mobilisation des ressources financières nécessaires ne pose pas de difficultés et ne risque pas, en particulier, d'entraîner des tensions sur les trésoreries. L'analyse montre que, dans ce cas, les charges financières sont également jugées peu pesantes. Cependant, les évolutions de cette variable sont moins nettement corrélées avec l'indicateur que les autres. Ceci se comprend, dans la mesure où la dynamique des charges d'intérêt est pour partie indépendante des décisions de l'entreprise, puis-

N.B: Les indicateurs synthétiques d'impact sont des combinaisons linéaires de soldes d'opinion

La comparaison des évolutions du premier indicateur avec, par exemple, le jugement porté par les entrepreneurs sur la tendance de la demande dans l'enquête trimestrielle dans l'industrie fait ressortir le parallélisme des deux courbes entre 1990 et 1995. L'indicateur issu de l'enquête trésorerie semble un peu en retard sur l'état de la demande. Ceci s'explique peut-être par le fait qu'il prend en compte un effet des prix, dont les évolutions sont un peu retardées.



N.B: Les indicateurs synthétiques d'impact sont des combinaisons linéaires de soldes d'opinion



qu'elle obéit aux évolutions des taux d'intérêt autant qu'à la politique de financement.

Les trésoreries victimes d'un effet de ciseaux en 1995

On peut proposer une analyse de l'opinion portée sur l'évolution de la situation de trésorerie à partir de ces deux indicateurs, qui traduisent chacun l'effet d'une catégorie de déterminants. L'analyse en composantes principales montre d'ailleurs que la variable d'opinion sur l'évolution récente de la trésorerie est corrélée à peu près symétriquement avec l'un et l'autre.

Jusqu'à la fin du premier semestre de 1991, les trésoreries se sont dégradées principalement sous l'effet du ralentissement de l'activité (premier indicateur). Elles se sont redressées ensuite très légèrement jusqu'à la mi-1992. La conjoncture a en effet cessé provisoirement de se dégrader, tandis que les entreprises ont commencé à s'engager dans un effort d'allègement des stocks et des investissements qui a bénéficié aux trésoreries (deuxième indicateur). Mais la dégradation de l'activité à partir de

l'automne 1992, qui s'est poursuivie jusqu'au premier semestre de 1993, a entraîné de nouveau les trésoreries à la baisse. L'intensification de la réduction des stocks, de l'investissement et le net ralentissement des charges d'intérêt ont permis un redressement du second indicateur au cours de cette période, qui est resté cependant insuffisant pour contre-carrer les effets du repli de la demande. En revanche, entre la mi-1993 et la mi-1994, l'amélioration des trésoreries a été spectaculaire. La nette reprise de l'activité a favorisé ce redressement. De plus, l'effort de réduction des stocks et des investissements s'est encore poursuivi jusqu'à la fin de 1993, et les frais financiers se sont réduits sous les effets conjugués de la baisse des taux d'intérêt et du désendettement des entreprises. Au second semestre de 1994, l'amélioration des trésoreries a marqué le pas. La conjoncture est restée bien orientée mais la reprise des stocks et de l'investissement, qui a pris de l'ampleur, a conduit à un début de dégradation du second indicateur.

Le retournement des trésoreries n'a vraiment pris corps qu'au début de l'année 1995. Au premier semestre, l'effet sur les trésoreries du stockage

et de l'investissement a été brutalement jugé beaucoup plus négatif, tandis que les frais financiers évoluaient moins favorablement notamment en raison de la hausse des taux d'intérêt. Le repli de l'opinion des entrepreneurs sur l'effet de ces variables peut surprendre par son ampleur, et parce qu'il intervient avec un léger retard sur la reprise de l'accumulation. Il pourrait être relié à la dégradation des anticipations de demande, visible dès le premier semestre dans les enquêtes d'activité, qui aurait conduit les entrepreneurs à juger leur effort de stockage et d'investissement excessif en comparaison. En seconde partie d'année, les trésoreries ont surtout accusé l'effet de la dégradation de l'activité comme le repli du premier indicateur le suggère.

Au total, on peut expliquer l'évolution défavorable des trésoreries en 1995 par un effet de ciseaux. Elles ont souffert du ralentissement conjoncturel qui a pesé sur l'autofinancement, alors que les entreprises étaient encore, au moins jusqu'au premier semestre, en phase de restockage et de forte progression de l'investissement.■