



INTERMÉDIATION, INTERMÉDIAIRES FINANCIERS ET MARCHÉ

YVES ULLMO*

Depuis trois ans, - et ceci en écho avec la transformation rapide de notre système financier - le rapport du Conseil national du crédit consacre des développements à l'évolution de l'intermédiation. Le calcul du taux d'intermédiation financière, qui y est présenté et qui a rapidement été concurrencé et complété par des concepts légèrement différents (TERF et TFE de la Direction de la prévision), a donné lieu à nombre de réflexions dont les plus critiques se sont exprimées dans un article du professeur Biacabe¹. Sans rouvrir la polémique, il apparaît utile de proposer quelques réflexions complémentaires, d'abord théoriques puis appliquées aux institutions financières françaises, qui n'auront d'autres mérites que de montrer la complexité des problèmes et leur importance pour les circuits financiers et l'allocation des ressources.

INTERMÉDIATION ET MARCHÉ : RISQUE, INFORMATION ET LIQUIDITÉ

On partira de la définition très générale donnée par Gurley et Shaw des deux types de techniques financières avant de spécifier quelles sont les fonctions que l'intermédiation exerce et quels types d'activités peuvent y être en principe effectuées.

Gurley et Shaw distinguent, on le sait, les techniques distributives et les techniques d'intermédiation :

* Article paru dans la *Revue d'économie politique*, 98^{ème} année, n° 5, 1988, pp. 639-654.



- les techniques distributives sont celles qui font appel au marché. Sur ces marchés, prêteurs et emprunteurs achètent et vendent des titres primaires ;
- les techniques d'intermédiation font appel aux établissements financiers. Ceux-ci « font partie des demandeurs de titres primaires et alimentent les portefeuilles des prêteurs en titres indirects au lieu de titres primaires ».

À ce niveau de généralité, la distinction fondamentale est donc entre achat et vente directs de titres primaires entre agents non financiers, et transformation de titres primaires en titres indirects par la voie de l'intermédiation. On remarquera tout de suite que cette terminologie déjà ancienne peut prêter à confusion dans la mesure où en langage courant les ressources des intermédiaires financiers, pour l'essentiel, ne sont pas des titres mais des comptes de dépôts ou d'épargne. Et de même, leurs emplois - dit titres indirects - sont en fait des crédits, c'est-à-dire des créances *a priori* non négociables. Et ce, même si l'évolution a fait entrer une part croissante de titres *stricto sensu* dans leur actif et leur passif.

Trois fonctions sont exercées par les institutions financières : la prise en charge du risque, la collecte et la transmission d'information, et la fourniture de liquidité. Elles sont exercées de façon différente par l'intermédiation et le marché. Au sens strict, l'intermédiation assure la mutualisation du risque, fonctionne sur un principe d'information privative, et fournit une liquidité privative par mutualisation de ses ressources, c'est-à-dire par création d'actifs financiers monétaires ou non monétaires². Elle fait donc globalement écran. Le marché se borne à transférer le risque sans le mutualiser. Il fonctionne sur le principe d'une information collective, c'est-à-dire disponible pour tous. Il vise à assurer une liquidité collective sans prise en charge de cette fourniture par des agents spécifiques. Par nature, il est transparent. On reviendra dans un instant sur toutes les institutions et pratiques concrètes qui viennent nuancer, voire contredire, ces oppositions *a priori*.

Les institutions financières pratiquent trois types d'activités³ : l'assurance, la fourniture de fonds propres et la fourniture de dettes.

L'assurance consiste dans le transfert de risque d'individus à des institutions qui les mettent en pool. La caractéristique spécifique de l'assurance est qu'elle permet, au moins en principe, à l'assuré de transférer toute la charge du risque à l'assureur⁴. À l'extrême opposé, la fourniture de fonds propres implique une incertitude fondamentale à propos à la fois du flux de revenus qui bénéficiera au propriétaire et à la valeur en capital de l'investissement. Enfin, les dettes peuvent être considérées comme relevant d'une zone intermédiaire, dans la mesure où la valeur nominale de l'actif du créancier est certaine. Néanmoins



le détenteur du contrat de dette encourt à la fois un risque de taux d'intérêt, puisque la valeur de marché de ce contrat peut fluctuer avec les conditions générales du marché, et un risque de crédit, c'est-à-dire un risque d'insolvabilité du débiteur. On notera, dès maintenant, pour y revenir, que la dette peut être ou non négociable en fonction de la plus ou moins grande difficulté à apprécier le risque de solvabilité.

Si on revient sur le rôle des institutions financières au regard de ces trois activités, on voit que l'assurance a longtemps relevé fondamentalement de l'intermédiation de par la mutualisation du risque qui lui est consubstantielle⁵, mais qu'elle s'est plus récemment pratiquée sur les marchés dans le domaine des futures et des options, mais sans qu'il s'agisse à proprement parler de mutualisation des risques mais simplement de transfert de risques. La fourniture de fonds propres a longtemps relevé des seuls marchés, mais (dans la période récente, le développement des organismes de capital-risque⁶ a, comme les activités des *investment banks* en matière de restructuration d'actifs (financement d'OPA et de LBO), signifié mutualisation des risques ainsi encourus. Enfin, dès le départ, la fourniture de dette a relevé concurremment des techniques d'intermédiation (crédit *stricto sensu*) ou des techniques de marché (financement obligataire) selon les techniques effectives de collecte et de diffusion de l'information : privative pour le crédit, collective pour les obligations, même si dans des cas fréquents, il s'agit des mêmes emprunteurs.

De fait, il n'y a pas d'intermédiation pure ni de marché pur.

S'agissant de l'intermédiation, on a vu que sa première fonction est de collecter et d'utiliser une information par nature privative. Il s'agit du rassemblement, du traitement et de l'évaluation des informations nécessaires à l'identification des opérations d'investissements (aussi bien financement de l'activité courante que de l'investissement *stricto sensu*). Il s'agit ensuite du suivi des projets, c'est-à-dire du contrôle de leur mise en place⁷. Ces opérations sont fondées sur une relation fondamentalement bilatérale, et donc confidentielle, entre le banquier et l'emprunteur, même si, à l'évidence, le banquier fait appel à toutes sources d'information externe disponibles. Mais dans la mesure où, on y reviendra, les banques exercent également des activités de marché qui peuvent concerner la même clientèle, il peut y avoir interpénétration entre leur information privative et leur action sur un terrain où, en principe, ne doit être utilisée qu'une information collective. C'est le problème des informations d'initiés et des murailles de Chine pour les banques universelles. Par ailleurs, les banques elles-mêmes font l'objet d'une information collective (rating) qui peut conditionner fortement le coût de leurs ressources.



La mutualisation du risque⁸ effectuée par les établissements financiers n'est que partielle. D'une part, les relations interbancaires impliquent des transferts de risques entre établissements financiers. En second lieu, le recours à un prêteur en dernier ressort (même si on distingue traditionnellement dans l'action de la banque centrale à cet effet entre illiquidité et insolvabilité de l'établissement) ou à la solidarité de place, peut impliquer un transfert, du risque une fois celui-ci matérialisé. Enfin les établissements de crédit recourent de plus en plus au marché pour couvrir certains de leurs risques (risques de change et de taux d'intérêt) que par là même ils démutualisent.

Il en va de même pour le service de liquidité. Si les ressources traditionnelles des banques (dépôts) ne supportent pas de risque en capital, le développement de leur financement par titres signifie appel croissant au marché. Par ailleurs, le recours à la monnaie banque centrale, soit dans les conditions courantes du marché interbancaire, soit dans l'appel au prêteur en dernier ressort, dans certains pays l'assurance des crédits, font en sorte que la fourniture de liquidités dépasse le système bancaire *stricto sensu*.

De même s'agissant du marché, on peut soutenir que le fonctionnement même du marché suppose la présence d'établissements financiers au sens large du terme.

L'efficacité du marché⁹ repose fondamentalement sur l'organisation d'un système de prix à même d'envoyer des signaux appropriés à tous les participants de marché. Les modalités de constitution de l'information collective lui sont donc essentielles. À cet égard, on peut faire plusieurs remarques. Les marchés modernes internationaux, et de plus en plus nationaux, s'appuient de plus en plus sur les organismes de rating, qu'on ne saurait considérer comme des intermédiaires financiers *stricto sensu*, mais qui jouent à la fois un rôle analogue et différent : ils transforment de l'information privative, recueillie dans leurs relations bilatérales avec les organismes qui se font évaluer, en information collective. En second lieu, il faut y noter le rôle croissant que jouent les organismes qui y exercent un pouvoir de placement délégué par les agents non financiers prêteurs finaux : OPCVM, fonds de pension, *unit trusts*. Ces institutions permettent d'obtenir des économies d'échelle dans la collecte et le traitement de l'information, par rapport à ce qui serait possible aux investisseurs individuels. De fait, la nature de cette activité n'est pas fondamentalement différente de celle qu'exercent les banques en matière de collecte d'information, et d'ailleurs les banques, notamment dans leur activité de gestion de portefeuille ou pour leur compte propre, exercent sur les marchés des fonctions tout à fait analogues. Il faut enfin noter les limites de la collectivisation de l'information : celles-ci se constatent évidemment



pour les PME et sont la raison principale pour laquelle celles-ci n'ont pas accès au marché¹⁰.

De même, les marchés ont besoin d'institutions propres, elles-mêmes sous la forme de marché, sinon pour mutualiser les risques, du moins pour les transférer : on retrouve ici le rôle des futures et des options pour les risques de taux et de change¹¹. Par contre, il demeure que le risque de crédit proprement dit ne peut y faire l'objet d'aucune prise en charge organisée. Seul le risque propre des intervenants spécialisés peut faire l'objet d'une mutualisation (fonds de garantie, solidarité de place).

Enfin la liquidité elle-même doit être organisée et ceci par des établissements financiers : les *market makers*. On peut soutenir que ces établissements ne sont pas à proprement parler des intermédiaires financiers, et qu'en théorie, leur activité devrait avoir pour contrepartie leurs fonds propres, mais on sait qu'en fait il n'en est rien, et que les *market makers* recourent couramment au crédit ou même, quand ils se situent au sein de banques universelles ou de groupes financiers, appuient leur activité sur des opérations classiques d'intermédiation de créances primaires. En second lieu, il faut noter - ce point a souvent été relevé en ce qui concerne les OPCVM créés par les banques en France - que les intermédiaires financiers sont impartis d'une fonction générale de liquidité des marchés, en particulier obligataires, et l'exercent effectivement lors de chocs. Enfin, derrière les intermédiaires financiers, on retrouve, en cas de risque collectif grave (risque de système), le prêteur en dernier ressort : l'action de la Fed américaine en octobre 1987 en est une illustration éclatante. C'est dire à quel point la liquidité des marchés ne peut être séparée de la gestion générale de la liquidité des intermédiaires.

Ceci nous amène à revenir sur les missions générales imparties aux autorités de tutelle des marchés et des intermédiaires financiers¹². Ces missions peuvent s'articuler autour de deux exigences : la transparence et la stabilité. Elles s'apprécient d'ailleurs différemment selon les deux types d'institutions.

Sur les marchés, l'organisation de la transparence est fondamentalement liée au caractère collectif de l'information qui préside à leur fonctionnement¹³. Les autorités de tutelle (Commission des opérations de Bourse, autorités des marchés à terme) ont pour tâche d'organiser les modalités pratiques de rencontre de l'offre et de la demande, de fournir toute information nécessaire aux différents acteurs, de s'assurer que des informations privatives (*insider trading*), ne viennent pas rompre l'égalité des chances entre ces acteurs, et de contrer toute manipulation des cours.

S'agissant des intermédiaires financiers, la tâche sur laquelle on



reviendra ci-après, d'assurer leur stabilité et de préserver la confiance du public, requiert la confidentialité de l'information les concernant et la discrétion dans le traitement de cas individuels. Néanmoins, ici aussi, les autorités de tutelle mettent en œuvre des règles de transparence par la réglementation comptable s'appliquant aux intermédiaires et les obligations de publication y afférant notamment dans le domaine des fonds propres, des réserves et des provisions et, de plus en plus, des actifs hors bilan. Il faut d'ailleurs noter que ces obligations de transparence vont croissant avec le recours des intermédiaires financiers au marché.

S'agissant de la stabilité, et d'abord en ce qui concerne les marchés, il faut d'abord noter que les institutions financières spécialisées dans le fonctionnement des marchés sont elles-mêmes de plus en plus soumises à des obligations prudentielles, et ce d'autant que l'évolution récente fait disparaître la pratique de courtiers spécialisés et que l'interpénétration croissante entre les fonctions de courtage et les fonctions de tenue de marché - ou pour le dire autrement, en France, entre agents de change et banques - fait perdre aux institutions intervenant sur les marchés toute spécificité. Par contre, on l'a dit, aucune autorité de tutelle n'est expressément chargée de la stabilité des marchés. La responsabilité des autorités monétaires ne s'exerce qu'à l'égard de la stabilité des établissements financiers, fondamentalement par le contrôle prudentiel (solvabilité), et par le rôle de prêteur en dernier recours. C'est dire qu'en fait - ceci est apparu très clairement sur le plan national et international à l'occasion de la crise d'octobre 1987 - les autorités monétaires deviennent responsables de la stabilité (de la liquidité) de l'ensemble du système : intermédiaires et marchés. Il s'agit là d'un problème majeur nouveau, dont les conséquences commencent à peine d'être traitées.

INTERMÉDIATION ET INTERMÉDIAIRES : L'ÉVOLUTION EN FRANCE

Les considérations qui précèdent montrent la difficulté d'une définition et d'un suivi quantitatif de l'intermédiation.

Reprenons en effet les différentes activités effectivement exercées par les intermédiaires financiers :

- activité d'intermédiation « classique » : collecte des ressources sur comptes et distribution de crédits ;
- gestion des moyens de paiement, qui est une production de service, même si elle implique la création d'actifs financiers nécessaires pour l'activité d'intermédiation ;
- service de distribution, également lié à l'intermédiation, mais s'exerçant aussi sur les marchés : accueil, information sur les produits,



fourniture d'un assortiment de ces produits, conservation des valeurs, conseil, courtage.

On soulignera en particulier le développement très important des activités de courtage des intermédiaires financiers sur les marchés, à partir des activités traditionnelles de placement (transmission des ordres, gestion de portefeuille)¹⁴ vers les activités de crédit (placement sur les marchés nationaux, les euromarchés, les billets de trésorerie) et les activités de couverture pour le compte de la clientèle.

- intervention directe sur les marchés, soit à titre de *market makers*, soit plus généralement pour compte propre pour y rechercher des ressources, des placements et des couvertures. On soulignera de plus à cet égard le développement de la titrisation des crédits déjà distribués, très largement pratiquée aux Etats-Unis, qui constitue un pont supplémentaire entre les activités d'intermédiation classique et les activités de marché.

Une distinction fondamentale oppose donc, parmi les ressources qui sont la contrepartie de ces différentes activités, la perception d'intérêts nette du prix¹⁵ de la collecte de finance qui correspond à l'activité d'intermédiation *stricto sensu*, et la perception de commissions qui correspond à la rémunération des services rendus. Ceci correspond à la distinction classique entre activités réelles et activités financières des intermédiaires financiers. Seuls les intermédiaires financiers - par opposition aux autres entreprises - empruntent leurs ressources et se rémunèrent par une marge d'intérêt (et non par une valeur ajoutée). De fait, la réalité est plus complexe et mêle les deux modes de rémunération. Les crédits donnent lieu à des perceptions de commissions qui, pour certaines d'entre elles, correspondent à des services rendus. Plus fondamentalement, la gestion des moyens de paiement, qui est généralement¹⁶ liée à la collecte de ressources, constitue en elle-même un service rendu à leurs utilisateurs, dont on sait qu'en France il est mal ou non rémunéré. Enfin, du point de vue comptable, les activités de service n'apparaissent pas dans les bilans bancaires ou sont seulement localisés dans le hors bilan dans le meilleur des cas. Il est donc clair qu'aucun indicateur macro-financier ne peut rendre compte de l'ensemble de l'activité des intermédiaires financiers.

Les travaux dont il va être rendu compte ont un objectif plus modeste : retracer, sous différents aspects et en essayant de prendre en compte les évolutions dans les institutions et les pratiques de l'intermédiation, la part respective des établissements financiers et du marché, du crédit et des titres, dans les placements et le financement de l'économie. Ceci sera examiné de quatre points de vue :

- celui de l'emprunteur : pour se financer, dans quelle mesure fait-il appel au crédit ou aux marchés ?



- celui de l'offre de financement des organismes distributeurs, soit directe, soit indirecte, c'est-à-dire par achat de titres ;
- celui de la répartition des placements des agents non financiers entre les placements auprès d'autres agents non financiers et le financement soit direct, soit indirect des institutions financières ;
- et enfin l'évolution de la titrisation.

On présentera ci-après, pour chacune de ces approches, différentes définitions - on pourrait dire plutôt variantes - de l'intermédiation ou de la titrisation. Aucune d'entre elles ne saurait être considérée comme la meilleure. De fait, elles divergent à cause de prises de position différentes, soit sur des questions de principe, soit sur le traitement d'organismes ou d'activités, qui témoignent en fait de l'interpénétration croissante de l'intermédiation et des marchés.

Citons les plus importantes :

- Le traitement de l'État est sans doute celui qui pose le moins de problèmes : on sépare les opérations du Trésor considéré comme agent financier (par exemple les dépôts en CCP) et celles des administrations publiques en tant qu'agents non financiers finançant l'excédent éventuel de leurs dépenses sur leurs ressources définitives par l'appel au crédit ou à l'émission de titres.

- Un problème plus difficile est celui du traitement des OPCVM. Les uns les considèrent comme « transparents », ce qui revient à affecter directement leur placement en titres aux agents souscripteurs (ménages, entreprises) et donc à regrouper les fonds ainsi placés au nombre des financements désintermédiés. Les autres considèrent au contraire qu'il faut les inclure parmi les intermédiaires financiers parce qu'ils effectuent une « transformation de caractéristiques » (risque et durée), c'est-à-dire une mutualisation qui doit s'analyser comme une intermédiation. Pour ceux-ci « le ménage qui souscrit une action de SICAV n'achète pas réellement une fraction de portefeuille (ce qui justifierait la notion de transparence) ; il achète un titre »¹⁷ dont les caractéristiques sont différentes, par la mutualisation, des titres détenus par l'OPCVM.

- Un problème analogue se pose pour les assurances. Elles exercent en effet, sous des modalités propres, les trois fonctions des institutions financières : prise en charge du risque, collecte et transmission de l'information, et fourniture de liquidité. Au-delà de leur activité principale, l'assurance *stricto sensu*, elles interviennent en fonds propres et portent des dettes d'agents non financiers. Mais des difficultés conceptuelles fortes s'opposent à l'assimilation de leurs ressources à celles des établissements de crédit. Les réserves techniques qui constituent l'essentiel de leur passif constituent un ensemble hétérogène¹⁸ ; « les concepts nationaux analysent ces dernières comme des dettes à l'égard des assurés, tout en distinguant en leur sein :

- des réserves mathématiques (liées à l'assurance-vie) considérées comme s'apparentant (du point de vue des assurés) à des instruments de placement - en fait, celles-ci correspondent pour une part à de véritables produits d'assurances (dans lesquels aucun lien certain n'existe, individuellement, entre les primes versées et les sommes à recevoir) et, pour une autre part, à des produits d'épargne (assurance-retraite par capitalisation...) très proches de ceux que proposent les institutions financières ou les OPCVM - ;
- des réserves primes et sinistres (liées majoritairement à l'assurance IARD) correspondant à des engagements à court terme du type des crédits commerciaux (réserves pour risques en cours et réserves pour sinistres à payer) ».

En fait aucune des définitions présentées ci-après n'intègre totalement l'activité des assurances dans l'intermédiation financière. Seuls les travaux de J.O. Hairault et F. Portier¹⁹ retiennent comme intermédiés les placements en contrats de capitalisation.

- Le traitement des relations avec le reste du monde fait également l'objet de partis différents, d'une part en ce qui concerne les opérations des secteurs non financiers non résidents avec les établissements de crédit nationaux, d'autre part en ce qui concerne le recours des agents non financiers résidents à des financements externes. On notera d'ailleurs qu'il est difficile parmi ces financements externes de faire le partage entre ceux qui proviennent d'intermédiaires financiers et des marchés.

- Aucune des définitions présentées ci-après ne prend en compte le crédit interentreprises. Celui-ci comporte en effet des spécificités qui le situent en dehors des concepts généraux qui visent à différencier intermédiation et marchés. De toute évidence, le crédit « commercial » a fondamentalement un caractère bilatéral qui l'oppose à la notion de marché telle qu'elle a été définie plus haut.

En fait, il relève beaucoup plus de l'intermédiation : des travaux récents ont fait ressortir que ce sont les entreprises qui ont le plus facilement recours au crédit bancaire - aussi bien en ce qui concerne la disponibilité que le taux - qui en quelque sorte « redistribuent » les sommes ainsi collectées vers des entreprises moins favorisées à cet égard. Il y a donc transformation - au moins en ce qui concerne le risque porté par l'entreprise prêteuse - mais non mutualisation - sauf dans une certaine mesure pour de très grandes entreprises - ni possibilité de transférer le risque (absence de solidarité de place et de prêteur en dernier ressort).

- Enfin on peut concevoir d'exprimer les évolutions à la fois en terme de flux et de stocks ou au contraire se limiter à une présentation en terme de flux. Cette dernière permet en tout état de cause de suivre les évolutions de façon plus parlante ; mais elle peut être sujette à des fluctuations



purement temporaires. Par contre, les évolutions en terme de stock ont le très gros défaut d'être faussées par les changements de valorisation des titres, alors qu'au contraire la valeur des comptes et des crédits restés dans le portefeuille des établissements financiers ne change pas. L'appréciation du degré de titrisation du financement en est donc particulièrement biaisée. Cette approche ne sera pas présentée ci-après.

Le taux d'intermédiation en termes de financement

Deux définitions sont pratiquées à cet égard : la méthode présentée dans les rapports du Conseil national du crédit, et celle issue du tableau de financement de l'économie (TFE)²⁰.

Le taux calculé par le CNC opère « une distinction entre financement intermédié et financement désintermédié au regard de l'agent emprunteur à qui revient l'initiative de choisir entre les différentes sources de financement (prêts accordés par les institutions financières, émission de titres sur le marché interne ou endettement extérieur) quel que soit l'agent qui détient en définitive la créance après émission ou négociation sur le marché secondaire ». En conséquence, les titres de placement et de participation émis par les agents non financiers et détenus par les institutions financières ne figurent pas dans les financements intermédiés, alors que ces concepts englobent l'ensemble des prêts obtenus par les ANF quelle que soit la ressource inscrite en contrepartie dans le bilan des institutions financières (donc y compris les crédits adossés à des obligations). Les OPCVM sont considérés comme transparents. Enfin l'ensemble des crédits pour des financements en provenance de l'extérieur sont traités comme désintermédiés, donc y compris les crédits consentis par les banques non résidentes, « le recours direct à l'étranger ». Ainsi le taux d'intermédiation est défini comme le rapport entre la dette intermédiée des agents non financiers résidents et le total de leurs financements externes.

Le taux d'intermédiation calculé à partir du TFE diffère du précédent dans la mesure où il incorpore également l'activité de financement des établissements de crédit au secteur non résident. Il se calcule donc comme le rapport entre le total des prêts octroyés par les intermédiaires financiers, y compris les crédits aux non-résidents, et le besoin d'emprunt des agents non financiers résidents et non-résidents.

Les deux méthodes font ressortir une diminution du taux d'intermédiation des années 1981 à 1986 puis un redressement en 1987. Ainsi le taux calculé par le CNC est progressivement revenu de 0,78 en 1981 à 0,63 en 1985, puis il a chuté à 0,42 en 1986 et se redresse cette année pour atteindre 0,48.

La très forte diminution du taux d'intermédiation financière

provient, pour l'essentiel, d'un développement très important des ressources collectées sur les marchés internes des capitaux :

- réduction du recours aux établissements de crédit, conséquence à la fois du financement croissant de l'État par des ressources non monétaires (obligations et BTN) et de la faiblesse de la demande de crédit des sociétés elle-même liée à la reconstitution de leurs marges de profit à partir de 1983 ;

- progression du financement désintermédié interne sous forme d'émission d'actions, d'obligations, et depuis trois ans, de billets de trésorerie, alors que le financement extérieur de la nation a régressé sensiblement.

Jusqu'en 1985, le développement du marché financier provenait en réalité essentiellement de la forte progression des émissions obligataires effectuées par le Trésor public et les établissements de crédit bancaire, alors que la reconstitution progressive des marges des entreprises et la faiblesse de leur investissement limitaient leur recours au crédit. En 1986, l'activité du marché a continué à bénéficier de l'importance des émissions de titres publics, mais a comporté également des montants importants de titres d'associés proposés par les sociétés non financières. Les entreprises ont profité en effet de l'amélioration de leurs résultats pour renforcer leurs fonds propres et quasi-fonds propres.

L'année 1987 voit sur le plan interne une très forte accélération de la progression de l'ensemble des financements (+ 23,3 %). Une augmentation encore plus rapide des flux de financement octroyés par les établissements de crédit, crédits accordés aux sociétés et surtout aux ménages, les crédits de trésorerie faisant en particulier l'objet d'une intense concurrence, alors que les crédits à l'État diminuent. Par contre, les financements désintermédiés connaissent un très sensible ralentissement (+ 10 % contre plus de 55 % l'année précédente). Celui-ci a principalement affecté les ressources collectées sur le marché interne et, parmi celles-ci, les ressources obligataires. En revanche, les financements obtenus par les agents non financiers sous forme d'actions ont continué de s'accroître. Si on regarde l'évolution par agent, on constate que, si la part de financement désintermédié dans le financement interne des sociétés reste prépondérante, elle s'est cependant sensiblement infléchie pour 1987 : le recours au crédit a plus que doublé alors que le montant des flux de financement désintermédiés, en fait essentiellement le renforcement des fonds propres, ne s'accroissait que de 7 %. Quant au financement des administrations publiques, il a été intégralement couvert par le recours à des sources de financement désintermédiées.

L'inflexion de 1987 ne saurait en tout état de cause être attribuée, comme on serait tenté de le faire trop rapidement, à un retour au crédit



en conséquence des chocs subis par le marché boursier. L'évolution dans le financement des agents correspond à des circonstances conjoncturelles spécifiques aux entreprises ou aux administrations, tandis que les progrès des crédits aux ménages sont directement liés à la fin de l'encadrement du crédit, et ne sauraient sans doute se poursuivre au rythme constaté l'an dernier. Il est donc prématuré de conclure à un véritable renversement de tendance structurelle.

*Le taux d'intermédiation en termes d'offre de financement
par les organismes distributeurs*

On présentera ici deux variantes issues de travaux effectués par la Banque de France à partir du tableau d'équilibre des résultats financiers (TERF)²¹. Il s'agit ici de rendre compte de l'ensemble des activités des établissements de crédit. On considère comme intermédié l'ensemble des besoins d'emprunt des agents non financiers satisfaits par les institutions financières, que ce soit sous forme d'augmentation de capital, d'obligations ou de prêts. Le taux d'intermédiation se calcule comme le rapport entre le total distribué par les établissements de crédit et le total des emprunts.

Une première évaluation présentée dans le rapport du Conseil national du crédit de 1986 ne sera pas reprise ici. On rappellera simplement qu'au regard des choix de base annoncés plus haut, elle incluait les OPCVM parmi les intermédiaires financiers et prenait en compte, en ce qui concerne les agents non financiers, les résidents et les non-résidents.

L'étude de Montfront déjà citée, d'une part exclut du calcul du taux d'intermédiation le financement des non-résidents, qui introduisait un élément d'hétérogénéité, d'autre part et surtout considère comme intermédiés les achats de titres effectués par les institutions financières^{22 23}.

Les résultats sont tout à fait différents : ici la tendance d'intermédiation en terme d'offre est à la croissance, reflétant d'abord le développement de l'actif des SICAV puis la part croissante des titres dans les bilans des établissements financiers. Le taux calculé stagne aux environs de 75 % de 1976 à 1981²⁴. Il s'élève progressivement jusqu'à 86 % jusqu'en 1986 pour retomber à 75 % environ en 1987. Ce repli traduit probablement d'une part un moindre développement des OPCVM, d'autre part le ralentissement de l'ensemble des besoins d'emprunt des agents non financiers résidents.

Les placements des agents non financiers

On examine ici la part des ressources apportée par les agents non financiers aux agents financiers dans l'ensemble de leurs placements.



On peut distinguer à cet égard deux conceptions :

- une conception étroite ou traditionnelle où sont considérées les liquidités détenues par les agents non financiers, qui constituent la ressource première de l'intermédiation financière ;
- et une conception plus large qui prend également en compte le financement des établissements financiers par les agents non financiers effectué sous forme de titres émis par les premiers et détenus par les seconds²⁵ : On peut considérer qu'il s'agit là du financement indirect de l'intermédiation par les agents non financiers.

En 1981, les liquidités détenues par les agents non financiers représentaient plus de 60 % de l'accroissement de leurs actifs financiers. Cette part est tombée à 40 % en 1985 et 35 % en 1986. Elle remonte à 48 % en 1987, traduisant une certaine réintermédiation « classique ».

Par contre, le financement total, direct et indirect, des établissements financiers par les agents non financiers connaît une tendance croissante depuis 1981, traduisant donc une réintermédiation qui correspond, du côté de la demande, au recours croissant des intermédiaires financiers au financement obligataire, puis, dans la période récente, à l'émission de certificats de dépôt. De 1970 à 1975, cette part s'établit en moyenne à 75 %. Elle tombe à 70 % entre 1975 et 1983. Puis le taux de placement « intermédié » s'élève progressivement jusqu'à 90 % environ pour 1986 pour s'abaisser à 85 % en 1987. L'évolution de cette dernière année traduit le net ralentissement des obligations obligataires des établissements financiers.

Le taux de titrisation

L'optique retenue ici vise à retracer la part des titres (du marché financier et du marché monétaire) dans le financement total de l'économie²⁶. On sort donc de l'examen de l'intermédiation *stricto sensu*, puisque on l'a vu, d'une part les intermédiaires financiers se financent partiellement sur titres, d'autre part ils détiennent dans leurs actifs des titres. Par ailleurs, la notion de titres dépasse les actifs échangés sur un marché : on comptabilise en effet des participations ou des actions non cotées qui ne sont donc pas négociables.

On peut apprécier la titrisation soit en examinant le comportement des placements des agents non financiers soit en montrant la place des titres dans les financements. On ne reviendra pas sur la première approche, semblable à celle présentée au paragraphe précédent, et on présentera donc deux concepts de taux de titrisation vus du point de vue du financement :

- un taux global qui montre la place des titres dans les financements tous agents confondus, c'est-à-dire y compris les financements des intermédiaires financiers ;



- un taux en terme de dettes des agents non financiers : part de leur financement effectué à l'aide d'émission de titres²⁷.

L'examen du taux global de titrisation fait apparaître deux périodes distinctes. De 1970 à 1979, le taux de titrisation en terme de flux reste constant à un faible niveau (environ 15 % en moyenne). De 1980 à 1987, on observe une forte croissance (environ 38 % en moyenne), particulièrement depuis 1982 (42,50 % en moyenne sur la période 1982-1987). Ce taux global culmine à 60 % en 1986 et, comme les autres indicateurs déjà étudiés, s'abaisse en 1987 (à 42 % environ).

Le taux de titrisation des seuls agents non financiers suit une évolution analogue mais à un niveau plus faible. Il culmine à 57 % environ en 1986 et devient inférieur à 30 % en 1987.

Ces évolutions confirment que le principal changement du système financier français dans la période récente n'est pas tant une diminution du rôle des intermédiaires financiers qu'une modification des produits utilisés tant en financement qu'en placement, c'est-à-dire des emplois et des ressources négociables.

L'appel croissant au marché (financier et monétaire) a été encore plus accentué chez les institutions financières que chez les agents non financiers. Ceci correspond évidemment à la baisse déjà relative de la part des liquidités dans les placements des agents non financiers : celles-ci conduisent les établissements de crédit à trouver d'autres ressources.

Les développements qui précèdent ont visé à rendre compte, par diverses approches, de phénomènes complexes : le rôle respectif de l'intermédiation et des marchés, la part croissante du négociable dans l'ensemble des placements et financements, l'implication croissante des intermédiaires financiers dans le fonctionnement des marchés aussi bien pour leurs ressources que pour leurs emplois. La tendance à la désintermédiation et à la titrisation apparaît clairement ; elle n'est en rien synonyme d'un rétrécissement progressif des champs d'activité des intermédiaires financiers, même si leur contribution au financement des agents non financiers a tendance à décroître. Les raisons de l'inflexion constatée en 1987 sont encore mal éclaircies et l'inflexion elle-même reste à confirmer par l'évolution courante, sur laquelle il est impossible aujourd'hui de se prononcer. L'avenir dépendra aussi bien de l'action propre des intermédiaires financiers et de leur environnement institutionnel que des conditions de l'équilibre entre épargne et investissement chez chaque agent non financier - cf. l'importance du besoin de financement de l'État dans le développement des obligations - et de la spécificité des besoins de financement des différents agents au regard

des techniques de financement disponibles. Ainsi les restructurations industrielles se feront-elles à crédit ou par appel au marché financier ? Le capital-risque deviendra-t-il une activité importante des intermédiaires financiers ? L'ambition modeste des travaux quantitatifs sur l'intermédiation et de la présentation qui vient d'en être faite vise simplement à présenter un cadre d'ensemble dans lequel des évolutions multiformes peuvent être rapprochées et mises en perspective.

NOTES

1. « D'une intermédiation financière à une autre : le cas de la désintermédiation », *Revue d'économie financière*, n° 4, mars 1988.
2. Les développements qui suivent ne mettront pas l'accent sur la distinction entre actifs monétaires et non monétaires dont on sait l'importance, mais aussi la difficulté croissante, pour la politique monétaire.
3. On s'est inspiré ici, comme dans plusieurs passages subséquents, d'un article à paraître dans la *Revue d'économie financière* de Tommaso Padoa-Schioppa, « The Blurring of Financial Frontiers: In Search of an Order ».
4. Et finalement, à la collectivité des assurés.
5. Sans qu'il y ait nécessairement mutualisation complète, puisque les primes peuvent être différenciées selon le risque encouru.
6. Qu'ils soient indépendants, ou *a fortiori*, filiales de banques.
7. Le suivi des projets comporte également des tâches de recouvrement et de contentieux.
8. On retrouve ici la notion traditionnelle de transformation de caractéristiques : transformation de terme, de taux et de risque *stricto sensu* (de placement ou de crédit).
9. Le fonctionnement d'un marché repose d'abord fondamentalement sur une organisation technique de confrontation de l'offre et de la demande qui, traditionnellement, s'appuie sur des courtiers, bien que le rôle de ceux-ci ait tendance à diminuer dans les marchés télématiques non localisés. Mais on ne saurait parler d'intermédiation à propos des activités de courtage.
10. Par contre il est possible de collectiviser l'information portant sur les crédits aux ménages. En témoignent les techniques de titrisation des *mortgages* aux États-Unis.
11. Il faut souligner qu'un marché de futures organisé par le moyen d'une chambre de compensation gère et donc élimine le risque de contrepartie.
12. On ne traitera pas ici des problèmes spécifiques de la politique monétaire.
13. Ceci ne s'applique pas aux marchés de gré à gré, non organisés, qui ne sont pas des marchés au sens plein du terme. On notera néanmoins la tendance progressive à l'organisation de ces marchés.
14. Qui dépasse le courtage.
15. Au sens strict : intérêts versés sur les comptes créditeurs et les titres émis par les institutions financières.
16. Le fonctionnement des cartes bancaires est un exemple de gestion de moyens de paiement sans collecte de ressources.
17. R. Montfront, « L'évolution du système financier français à travers le TERF », Banque de France, mai 1988.

18. Cf. « Les Tableaux de financement de l'économie. Un cadre comptable servant à l'élaboration de la politique financière française : les TFE », par F. Champarnaud, R. Isnard, J.J. Santini, *Économie et prévision*, 1988-2.
19. J.O. Hairault et F. Portier, « Mobilisation et désintermédiation : 10 ans de financement de l'économie française vus à travers les TOF nouvelle base en flux et en en cours », Direction de la prévision, 1988.
20. Le TFE est établi par la Direction de la prévision du ministère de l'Économie et des finances.
21. Le TERF est établi par le Service d'études économétriques et de recherches de la Banque de France.
22. Dont est déduite une estimation du montant des titres émis par les agents financiers et achetés par les OPCVM.
23. Par contre, les financements effectués par les assurances en contrepartie des contrats de capitalisation ne sont pas pris en compte.
24. Se situant d'ailleurs à un niveau inférieur à celui du début de la décennie.
25. Titres du marché monétaire émis par les agents financiers et détenus par les agents non financiers, plus titres émis par les agents financiers et achetés par les OPCVM. A noter par ailleurs que, dans les calculs présentés, les OPCVM sont considérés comme transparents.
26. Cf. l'étude déjà citée de R. Montfront.
27. Le calcul présenté retient une définition large des agents non financiers qui incluent, outre les ménages, les sociétés et l'État, les assurances et les non-résidents.