



# UNE NOUVELLE MESURE DU TAUX D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE : L'APPROCHE EN VOLUME

GUNTHER CAPELLE-BLANCARD\*

Il n'est guère de présentation de la mutation financière qui ne fasse usage du concept de désintermédiation. Ce concept, qui a séduit nombre d'analystes et d'observateurs, signifie le déclin de l'intermédiation financière au profit des relations de financements directs sur les marchés de capitaux. Pourtant, conceptuellement, la désintermédiation recouvre une pertinence assez limitée en raison de la complémentarité fondamentale qui unit intermédiaires et marchés financiers. Pour cette raison, la mesure du degré d'intermédiation financière a été le sujet de vives polémiques jusqu'à la fin des années 1980, même si, aujourd'hui, il fait l'objet d'un rare consensus<sup>1</sup>.

Les économistes s'accordent en effet pour dire qu'au-delà du phénomène de désintermédiation, une nouvelle forme d'intermédiation a pris place, dans un environnement caractérisé par une formidable croissance des activités de marché. L'idée selon laquelle l'élargissement des instruments financiers mis à la disposition des agents les amène à se financer davantage par l'émission de titres que par le recours au crédit est à la base de ce diagnostic. En liaison avec cette première assertion, on évoque souvent le rôle accru joué, depuis le milieu des années 1980, par les établissements de crédit et les intermédiaires non bancaires sur les marchés financiers.

Une telle lecture des enchaînements économiques n'est pourtant pas confirmée par l'examen des taux d'intermédiation en termes de demande et en termes d'offre publiés par le Conseil national du crédit et du titre (CNCT)<sup>2</sup>. En effet, ces résultats, s'ils appuient l'idée d'une désintermédiation, ne confirment pas le processus de ré-intermédiation :

\*TEAM-CNRS, Université Paris I *Panthéon-Sorbonne*.

Cet article est extrait d'une étude menée au sein du Centre de recherche de la Banque de France (DEER-DGE) sous la direction de Pierre Sicsic. Elle a bénéficié à cet égard de la collaboration du SESOF et des précieuses remarques de Pierre Sicsic et de Pascal Jacquinot. Je tiens également à remercier pour leurs commentaires, Christian de Boissieu, Jezabel Couppey, Jean-Olivier Hairault, Bertrand Maillet ainsi que tous les participants du séminaire TEAM. Mes derniers remerciements vont au rapporteur et à l'éditeur pour leurs conseils. Les erreurs qui subsisteraient me sont, bien entendu, imputables.



les approches en termes de demande et en termes d'offre concordent, si ce n'est en niveau, au moins en tendance ; autrement dit, la baisse de la part des crédits dans le financement externe des agents non financiers (ANF) n'est pas atténuée par le redéploiement des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux.

Cet article vise à remettre en question le mouvement de désintermédiation tout en illustrant le renouveau de l'intermédiation financière. Pour cela, nous proposons une nouvelle mesure du taux d'intermédiation (approche dite *en volume*), qui neutralise les effets de la valorisation sur l'encours des actions émises. L'idée sous-jacente est que le phénomène de désintermédiation constaté jusqu'à présent traduit surtout l'essor continu des marchés de capitaux. La diminution du taux d'intermédiation en encours, telle qu'elle apparaît dans les approches antérieures, n'est effectivement due qu'à la très forte croissance de la capitalisation boursière. Or ce mouvement reflète à la fois l'augmentation des financements par émissions sur le marché primaire, et le renchérissement des titres sur le marché secondaire. Ce dernier ne constitue cependant pas une nouvelle source de financement pour les entreprises et ne devrait, de ce fait, pas être comptabilisé. L'orientation à la baisse des taux d'intermédiation en flux, qui ne tiennent pas compte des phénomènes de valorisation, est d'ailleurs peu marquée, notamment pour les sociétés non financières. Seulement, ces évolutions sont très heurtées, particulièrement ces dernières années ; il est alors difficile de se prononcer sur l'évolution du degré d'intermédiation sur longue période. Notre approche nous permet, en revanche, à la fois de lisser les mouvements du taux d'intermédiation et de retenir, parmi l'augmentation de la capitalisation boursière, uniquement l'aspect « nouveau financement ».

Après avoir défini le concept d'intermédiation et décrit les différents intermédiaires financiers, nous rappelons les différences entre l'approche par la demande et celle par l'offre. En utilisant les données issues du Tableau des opérations financières annuelles de la Banque de France (TOFA), nous mesurons ensuite l'évolution du degré d'intermédiation financière de l'économie française de 1970 à 1996, en encours et en flux. Nous montrons alors que ces différentes mesures ne reflètent pas correctement la réalité économique : la valorisation des encours alourdit les financements par émission de titres tandis que les séries en flux sont trop sensibles aux heurts conjoncturels. Ceci nous conduit à distinguer, s'agissant de l'essor de la capitalisation boursière, les nouvelles émissions d'actions et le renchérissement des actions plus anciennes. Tout en conservant la distinction entre l'approche par la demande et celle par l'offre, nous corrigeons donc l'encours des actions des phénomènes de valorisation. Les résultats obtenus concluent finalement à une stabilité du taux d'intermédiation en termes d'offre, voire à une légère augmenta-



tion de celui-ci lorsque l'on retient uniquement les sociétés non financières, et ce malgré une diminution de la part des crédits dans le financement externe des ANF.

### *RETOUR SUR LA NOTION D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE*

Le taux d'intermédiation cherche à mesurer, parmi les financements externes, ceux qui relèvent du concours d'agents spécifiques : les établissements de crédit et plus généralement les institutions financières. Mais la distinction entre le financement direct et indirect ne dépend pas seulement de la nature de l'agent prêteur ; il dépend aussi, et surtout, des conditions dans lesquelles s'opèrent les transactions.<sup>3</sup> On a alors coutume de distinguer l'approche en termes de demande et celle en termes d'offre de financement. La différence essentielle repose sur l'agent à l'initiative de l'opération : considère-t-on le point de vue des agents non financiers qui sollicitent l'intervention d'intermédiaires ? ou au contraire celui des institutions financières qui se portent contrepartie ?

#### *L'identification des intermédiaires financiers*

L'intermédiation financière se définit comme le processus d'ajustement des besoins et des capacités de financement par l'intervention d'un agent spécifique, l'intermédiaire financier, dont le rôle consiste, pour reprendre la terminologie de Gurley et Shaw (1960), à collecter l'épargne des prêteurs ultimes par émission de *titres indirects* en vue de financer les emprunteurs ultimes par achat de *titres primaires*.

Au premier rang des intermédiaires financiers, les *établissements de crédit* collectent l'essentiel de leurs ressources sous forme de dépôts et emploient les fonds ainsi recueillis à l'achat de titres et à l'octroi de crédits. A côté des banques, figurent les Caisses d'épargne, la Caisse des dépôts et consignations, les sociétés financières, et les institutions financières spécialisées.

Si les OPCVM (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) n'accordent pas de crédits, ils jouent un rôle important dans le financement externe des ANF. Ce rôle se traduit par l'achat de titres primaires (titres de créances négociables, obligations, actions) émis par les ANF. En contrepartie, les SICAV (Sociétés d'investissement à capital variable) émettent des actions et les FCP (Fonds commun de placement) des parts qui sont souscrites par les ménages. Les considérer comme « transparents » reviendrait à nier l'essor des placements collectifs dans l'allocation de l'épargne. Reste que du point de vue des emprunteurs ultimes, la vente d'un titre primaire à un OPCVM s'apparente davantage à un financement direct qu'à un financement intermédié : il s'agit en effet pour l'emprunteur d'une opération de marché (et non d'un emprunt auprès d'un établissement financier).

En contrepartie des primes encaissées, les *compagnies d'assurance* se doivent d'effectuer des versements dont le montant et l'échéance ne sont pas connus avec certitude. Ces versements futurs sont comptabilisés au passif des compagnies d'assurance (dont ils sont la composante principale) au titre des réserves techniques : réserves mathématiques et réserves primes et sinistres. Les réserves mathématiques correspondent aux contrats d'assurance-vie souscrits par les ménages, souvent dans le but de percevoir un capital ou une rente à l'échéance du contrat (complément de retraite par exemple). Cette épargne collectée par les compagnies d'assurance leur sert principalement à investir sur les marchés boursiers et obligataires. En ce sens, l'activité des compagnies d'assurance est très proche de celle des OPCVM ; cette raison nous pousse à les considérer comme des intermédiaires financiers.<sup>4</sup> Les réserves primes et sinistres résultent d'engagements à court terme des compagnies d'assurance envers leurs clients au titre de l'assurance dommage. Économiquement, ce poste s'analyse comme une dette des assureurs à l'égard des assurés, soit un financement direct entre prêteurs et emprunteurs ultimes. À ce titre, les compagnies d'assurance agissent en tant qu'ANF.

On inclut parfois le Trésor parmi les intermédiaires financiers dans la mesure où celui-ci recourt à l'émission de titres indirects pour satisfaire les besoins de financement des administrations publiques. Nous aurons ici une position plus nuancée puisque, si nous considérons les dépôts collectés, comptes chèques postaux notamment, comme des titres indirects, nous supposons que les bons du Trésor et les obligations d'État sont des titres primaires émis par l'État en tant qu'ANF.

#### *Les différentes mesures du degré d'intermédiation financière*

Alors que la définition de l'intermédiation financière mise en lumière par Gurley et Shaw (1960) est largement partagée, la mesure du degré d'intermédiation est depuis longtemps le sujet d'âpres débats. De manière générale, le taux d'intermédiation mesure la part des financements intermédiés dans le total des financements externes accordés aux ANF. Mais s'il est relativement facile de recenser les opérations de financement externe, il est toujours difficile de définir la part des financements intermédiés, notamment en France où les banques pèsent de tout leur poids sur les activités de marché. Cette situation conduit à définir deux taux d'intermédiation : un premier qui adopte le point de vue des ANF qui sollicitent un emprunt auprès d'un établissement de crédit, par opposition à l'émission de titres sur les marchés ; un second qui s'attache à mesurer les parts de marché respectives des différents intermédiaires.

La première approche consiste à rapporter les prêts distribués par les établissements de crédit au total des financements obtenus par les



ANF. Cette approche est souvent qualifiée *d'approche par la demande* puisqu'elle traduit la volonté de l'agent emprunteur qui sollicite un crédit ou une avance auprès d'un établissement bancaire ou qui fait appel au marché pour un financement sous forme d'émission de titres. Une telle analyse mérite toutefois un examen approfondi des conditions dans lesquelles les émetteurs trouvent une contrepartie. Les établissements financiers occupent en effet une place essentielle dans le fonctionnement des marchés. L'activité des banques en particulier ne se résume pas à l'octroi de prêts aux ANF, elle consiste également dans la fourniture de fonds propres et de titres de créances aux entreprises et à l'État. Or le taux d'intermédiation défini de la sorte ignore le rôle des établissements financiers lorsqu'ils apportent leur concours aux ANF par l'achat de titres sur les marchés. Une seconde définition, qui rend compte de l'évolution des activités bancaires et du développement des OPCVM et des compagnies d'assurance, est donc souhaitable.

Selon Gurley et Shaw (1960), le taux d'intermédiation est le rapport entre le montant des titres indirects, émis par les institutions financières, et le montant des titres primaires, soit « l'ensemble de toutes les dettes et de toutes les actions émises par les agents non financiers », au cours de la même période. Mais dans la mesure où les fonds recueillis grâce aux titres indirects sont affectés à l'achat de titres primaires, nous pouvons écrire que le taux d'intermédiation est égal au rapport des titres primaires acquis par les intermédiaires financiers et des titres primaires émis par les ANF (Blanchon et Ferrandier, 1988). Cette approche, qui consiste à recenser l'ensemble des financements assurés par les intermédiaires financiers, qu'il s'agisse de titres émis par les ANF (titres de créances négociables, obligations, actions) ou de crédits accordés par les établissements bancaires, est qualifiée *d'approche par l'offre*. Il s'agit à l'évidence d'une conception élargie par rapport au taux d'intermédiation en termes de demande de financements.

### LE MOUVEMENT DE DÉSINTERMÉDIATION EN QUESTION

L'approche par l'offre a permis dès la fin des années 1980 de nuancer l'analyse d'une désintermédiation fondée sur la chute du taux d'intermédiation en termes de demande. Depuis prévaut l'idée selon laquelle la désintermédiation financière doit plutôt s'interpréter en France comme un mouvement de ré-intermédiation. Nos propres résultats, calculés en encours et en flux, semblent pourtant indiquer que le redéploiement des activités des établissements de crédit, et plus généralement des intermédiaires financiers, n'infléchit pas les tendances à la désintermédiation, même s'ils confirment l'essor des OPCVM et des compagnies d'assurance dans le financement de l'économie.

*Le calcul du taux d'intermédiation financière*

Les séries utilisées sont extraites du tableau des opérations financières annuel (TOFA) de la Banque de France.<sup>5</sup> Les données couvrent une période allant de 1970 à 1996.<sup>6</sup> Chaque taux est calculé à la fois en encours et en flux, pour l'ensemble des agents non financiers - les sociétés non financières (S10), les compagnies d'assurance (S50), les administrations publiques (S60) et privées (S70) et les ménages (S80) - puis pour les sociétés non financières uniquement.<sup>7</sup>

Quelle que soit l'approche retenue, le dénominateur du taux d'intermédiation se compose des titres primaires, autrement dit de l'ensemble des dettes et des titres émis par les emprunteurs ultimes. Outre les crédits accordés par les banques<sup>8</sup> (F60 et F70), il s'agit des titres de créances négociables (F30), des obligations (F40) et des actions (F50) émis par les ANF.<sup>9</sup> Le montant des titres primaires est donc le même que l'on retienne une définition plus ou moins large de la notion d'intermédiaire puisqu'il ne fait appel qu'au passif des ANF. De fait, les calculs en termes de demande et d'offre ne se distinguent que par le montant des financements intermédiés (au numérateur).

Concernant le taux d'intermédiation en termes de demande, le champ des intermédiaires financiers se compose exclusivement des établissements de crédit résidents (S41) et seuls les crédits figurent au numérateur.

$$T_{dde} = \frac{\sum_k CRÉDITS^{(k)}}{\sum_k \sum_j TITRES_j^{(k)} + \sum_k CRÉDIT^{(k)}}$$

où :  $j$  désigne le code opération ( $j = 30, 40, 50$ ) ;  
 $k$  désigne le code secteur des ANF ( $k = 10, 50, 60, 70, 80, 90$ ).

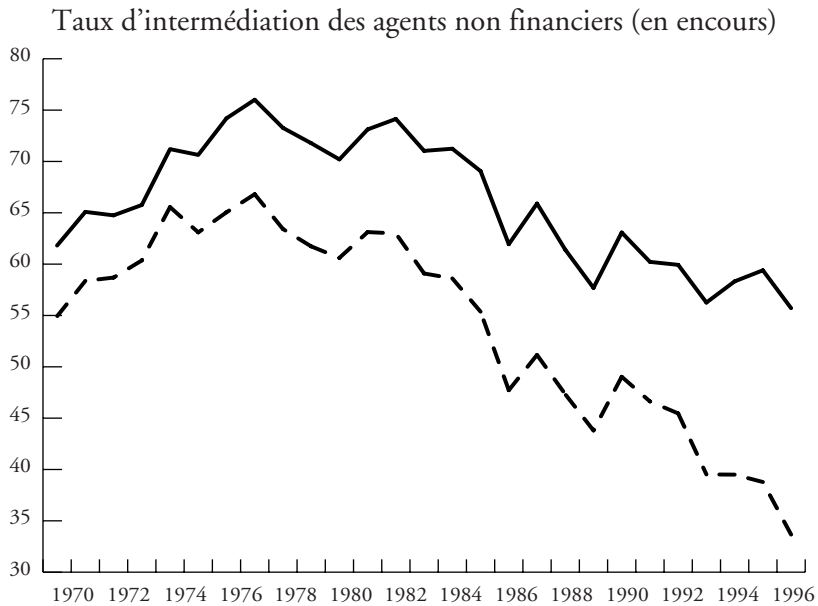
S'agissant du taux d'intermédiation en termes d'offre, figurent au numérateur les financements offerts aux ANF par les établissements de crédit (S41), les OPCVM (S42) et les compagnies d'assurance (S50), calculés comme la part des titres détenus par ces intermédiaires financiers, multipliée par le montant des titres émis, augmentée des crédits obtenus par les ANF.<sup>10</sup>

$$T_{off} = \frac{\sum_k \sum_j \sum_i K(F_j, S_i) \times TITRES_j^{(K)} + \sum_k CRÉDITS^{(k)}}{\sum_k \sum_j TITRES_j^{(K)} + \sum_k CRÉDIT^{(k)}}$$

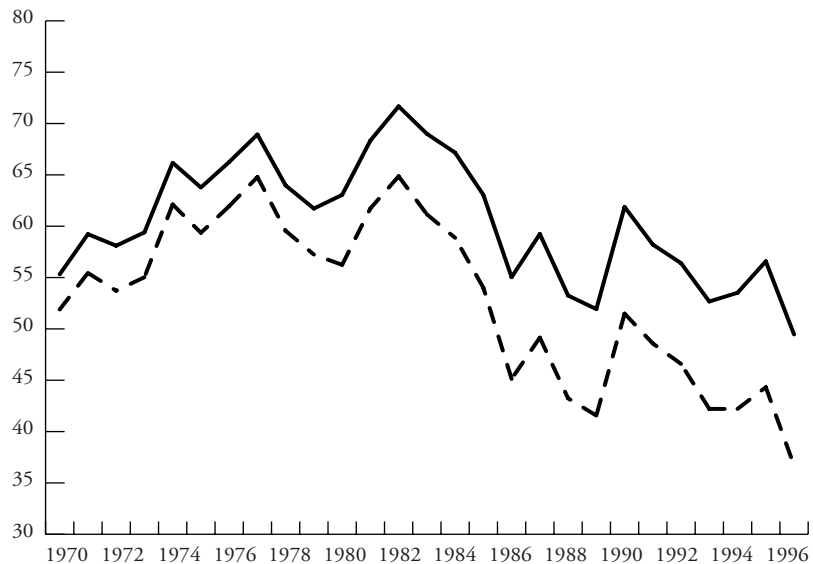
où :  $i$  désigne le code secteur des intermédiaires financiers ( $i = 41, 42, 50$ ) ;  
 $j$  désigne le code opération ( $j = 30, 40, 50$ ) ;  
 $k$  désigne le code secteur des ANF ( $k = 10, 50, 60, 70, 80, 90$ ).



**Graphique n° 1**  
**Taux d'intermédiation en encours**



Taux d'intermédiation des sociétés non financières (en encours)



Légendes :

Taux d'intermédiation en termes de demande de financements : traits pointillés

Taux d'intermédiation en termes d'offre de financements : traits pleins

*Une remise en cause de l'interprétation traditionnelle*

Les différentes mesures effectuées font ressortir une diminution assez nette du taux d'intermédiation en encours ces vingt dernières années (cf. graphique n°1). Le taux d'intermédiation des ANF en termes de demande de financements - défini comme le rapport entre les dettes bancaires des ANF et le total de leurs financements externes - est ainsi passé progressivement de 55 % en 1970 à 67 % en 1977, pour redescendre de façon régulière jusqu'à 33 % fin 1996. Il en est pratiquement de même pour les sociétés non financières.

Le taux d'intermédiation des financements offerts aux ANF est naturellement plus élevé que le précédent. Il a cependant perdu plus de 20 points entre 1977 et 1996 après une hausse de 13 points environ entre 1970 et 1977. Mais en réalité, ce mouvement cache deux tendances opposées. La part des financements offerts aux ANF par les établissements de crédit a en effet diminué de 30 points de 1977 à 1996. Suite à la déréglementation et au décloisonnement des métiers de la finance, on a toutefois assisté, dans les années 1980, au développement des compagnies d'assurance et au redéploiement des institutions financières, via les OPCVM notamment, sur les marchés de capitaux. Ces derniers ont en effet considérablement accru leurs parts de marché dans la fourniture de dettes et de fonds propres, et occupent aujourd'hui une place qui ne cesse de croître dans la satisfaction des besoins de financement des ANF. Le stock des financements intermédiés offerts aux ANF est ainsi passé de 7 à 1 189 milliards de francs pour les OPCVM, et de 19 à 1 537 milliards de francs pour les compagnies d'assurance entre 1970 et 1996. Les taux d'intermédiation correspondant atteignent aujourd'hui 6 à 7 % alors qu'ils étaient proches de 1 % il y a encore 15 ans. Ce mouvement de ré-intermédiation n'a néanmoins pas suffi, semble-t-il, à compenser le déclin des intermédiaires financiers.

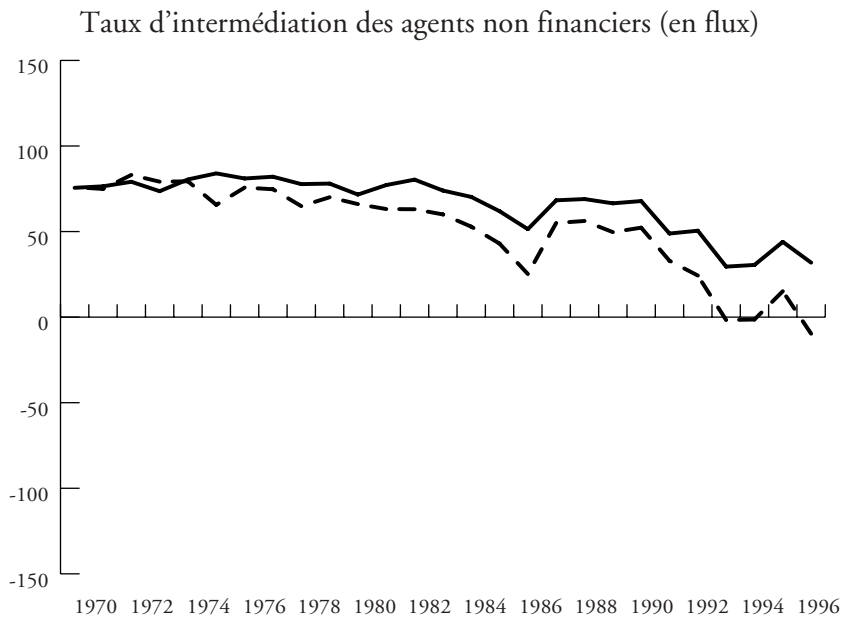
Mesuré en flux, le taux d'intermédiation diminue légèrement en ce qui concerne les ANF, mais il est relativement stable, au moins jusqu'au début des années 1990, s'agissant des sociétés non financières, et ce, quelle que soit l'approche retenue (cf. graphique n°2). Il comporte par ailleurs des à-coups très marqués. Il accuse en effet des replis très nets entre 1984 et 1986, entre 1990 et 1993, ainsi qu'en 1996, en raison d'un recul important - mais temporaire - des crédits accordés aux entreprises. Dans les deux premiers cas, ces retraits sont suivis de reprises sensibles dans les deux années qui suivent. Ces résultats chaotiques ne permettent toutefois pas véritablement de juger de la façon dont évolue le comportement des agents en matière de financement.

Dans tous les cas, les tendances à la désintermédiation se trouvent donc confirmées, même si les calculs en flux, dont l'interprétation reste délicate, permettent de relativiser ce phénomène. Toutes choses égales

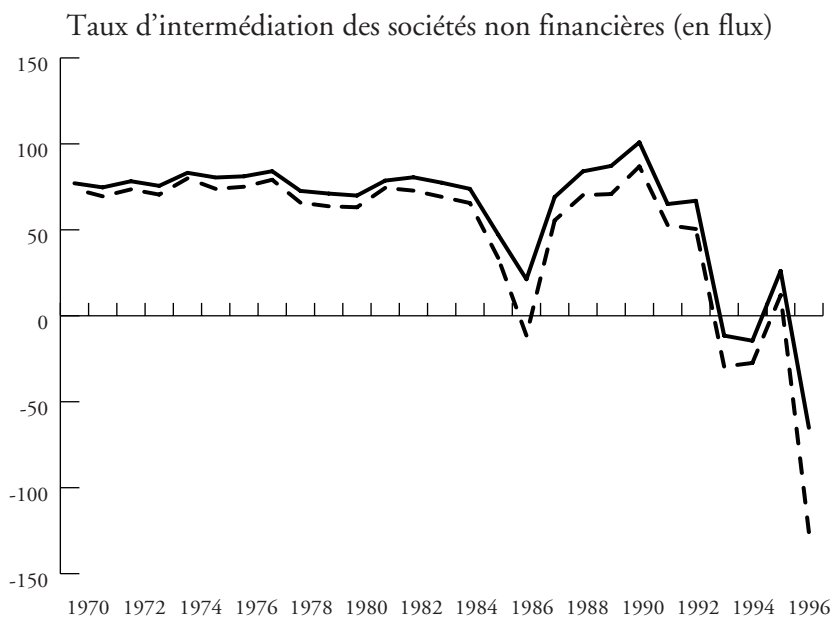




### Graphique n° 2 Taux d'intermédiation en flux



9



Légendes :  
Taux d'intermédiation en termes de demande de financements : traits pointillés  
Taux d'intermédiation en termes d'offre de financements : traits pleins



par ailleurs, l'élargissement des financements intermédiés aux titres détenus par les établissements financiers ne modifie pratiquement pas la physionomie du degré d'intermédiation de l'économie française. Même si le *niveau* du taux d'intermédiation en termes d'offre est, de fait, supérieur à celui en termes de demande, le *profil* du taux d'intermédiation est orienté à la baisse dans les deux cas.

L'interprétation, qui consiste à conclure à un déclin relatif des activités bancaires traditionnelles, est cependant ambiguë puisqu'elle suggère une véritable diminution du montant des prêts accordés par les banques. Le montant des crédits offerts aux ANF est pourtant passé de 582 à 7 192 milliards de francs entre 1970 et 1996. On ne saurait donc parler de recul des crédits (au numérateur), à plus forte raison s'agissant des financements intermédiés au sens large et de l'approche par l'offre. Aussi il est préférable d'attribuer la baisse du taux d'intermédiation à l'augmentation plus importante des financements directs par l'émission de titres (au dénominateur). Si ces deux interprétations sont, en toute logique, identiques, cette relecture des résultats empiriques nous oblige à nous interroger sur le formidable essor des marchés de capitaux qui affectent négativement les taux d'intermédiation, et ce, indépendamment du rôle joué par les intermédiaires financiers, à la différence des travaux antérieurs qui se proposent d'interpréter le phénomène de désintermédiation en montrant l'importance des liens qui unissent les intermédiaires financiers et les marchés.

#### UNE NOUVELLE APPROCHE DU TAUX D'INTERMÉDIATION

L'émergence de nouveaux intermédiaires financiers n'a, semble-t-il, pas suffi à compenser la chute du taux d'intermédiation constatée sur les deux dernières décennies. Il est tentant d'expliquer cette baisse par le développement des marchés de capitaux : face aux innovations financières qui ont caractérisé les années 1980, les ANF auraient disposé d'une panoplie élargie d'instruments financiers, dont l'utilisation se serait faite au détriment des établissements de crédit. Il est pourtant erroné de croire que la France, à l'instar des pays anglo-saxons, est en passe de basculer d'une économie d'endettement à une pure économie de marchés de capitaux.

Pour cela, il faudrait notamment que les ménages détiennent une fraction plus importante de leur patrimoine sous forme d'actions ou de titres participatifs. Or tel n'est pas le cas. Comme le montrent Jaillet et Sicsic (1998), seules 30 % des actions françaises cotées, y compris les actions à actif des OPCVM, sont détenues par les ménages, contre 64 % aux États-Unis. Dans ces conditions, comment expliquer la chute du taux d'intermédiation de l'économie française ?



*Sensibilité du taux d'intermédiation aux évolutions  
de l'indice boursier*

Sur la période 1970-1996, le montant des titres émis par les ANF (titres du marché monétaire, obligations et actions) a été multiplié par trente. Dans le même temps, les crédits offerts aux ANF sont « seulement » douze fois plus importants.<sup>11</sup> Seulement, la forte progression de la capitalisation boursière cache deux tendances distinctes : l'augmentation des émissions d'actions (soit en raison de l'avènement de nouvelles sociétés, soit par augmentation de capital des sociétés déjà existantes), et le renchérissement des actions plus anciennes.

Or, seule la première répond à une logique de financement des entreprises.<sup>12</sup> Dans le calcul du taux d'intermédiation en encours, ces deux effets sont toutefois indissociables. Il est effectivement impossible de distinguer ce qui relève d'un effet « prix » et ce qui relève d'un effet « quantité » puisque les actions sont enregistrées à leur valeur marchande.

Le lien entre la dynamique des indices boursiers de la place de Paris - qui ne sont, certes, pas des indices de prix - et celle du taux d'intermédiation en encours peut néanmoins nous renseigner sur la sensibilité de cette mesure aux évolutions du prix des actions, surtout si l'on isole les périodes de forte agitation du marché. La corrélation est en effet d'autant plus marquée que les mouvements des marchés financiers sont brutaux ; c'est le cas notamment lors des crises financières. En 1987 par exemple, l'augmentation soudaine du taux d'intermédiation en encours (entre 3 et 4 points selon les approches) peut ainsi être attribuée, principalement, à un effet négatif de la valorisation des actions sur le dénominateur du taux d'intermédiation.

De la même manière, l'augmentation du taux d'intermédiation en 1990 peut s'expliquer largement par la déprime du marché boursier suite à l'invasion du Koweït par l'Irak.<sup>13</sup> Ce phénomène joue bien sûr dans les deux sens. Il semble ainsi que la baisse du taux d'intermédiation en 1985-1986 ainsi qu'en 1989 soit due, en grande partie, à l'augmentation des prix de marché pendant la période d'euphorie qui précède la crise.

De manière générale, il semble surtout que la tendance à la hausse du prix des actions alourdit, de manière significative, le stock des titres émis par les ANF, sans qu'il s'agisse pour autant d'une augmentation des financements externes.

La diminution observée du taux d'intermédiation en encours est alors, au moins en partie, due à la valorisation des actions, dont les effets se cumulent d'année en année. En effet, une augmentation de 5 % par exemple du prix des actions diminue d'environ 1 point le taux d'intermédiation des sociétés non financières.<sup>14</sup>

*Quelles données retenir pour le calcul du taux d'intermédiation ?*

Un moyen simple pour s'affranchir de ces problèmes de valorisation consiste à calculer le taux d'intermédiation en termes de flux, dont la valorisation s'effectue sur la base du montant effectif des transactions. C'est du reste la méthode adoptée par le Conseil national du crédit et du titre. La difficulté consiste alors, nous l'avons vu, à se défaire des heurts conjoncturels qui marquent ces séries, d'autant que nous cherchons à mettre en évidence une tendance de long terme.

Ni les encours, qui enregistrent avant tout l'évolution des mouvements boursiers, ni les flux, dont l'interprétation est difficile, ne semblent donc adaptés. L'inadéquation des séries pour le calcul du taux d'intermédiation est d'ailleurs un problème souvent évoqué.<sup>15</sup> Odonnat (1992, p.252) souligne par exemple que si « les calculs en encours fournissent des enseignements plus nets en longue période, ils sont toutefois affectés par les changements de valorisation des titres qui peuvent déformer les structures ».

Avant lui, Monfront (1989, p.47) notait déjà que « les encours permettent de s'abstraire des heurts conjoncturels mais posent des problèmes de valorisation ; les flux, quant à eux, sont parfois assez heurtés, même en utilisant des séries annuelles, ce qui donne trop de poids aux aléas ». Hairault et Portier (1991, p.72) concèdent à leur tour que « les phénomènes de valorisation alourdissent les encours d'actions en portefeuille ».

Une approche alternative consiste à construire, à partir des encours du TOF annuel, des séries corrigées des phénomènes de valorisation.<sup>16</sup> Pour cela nous devons construire un indice de prix que nous obtenons à l'aide de la formule suivante<sup>17</sup> :

$$\begin{cases} \text{Indice}_{1980} = 1 \\ \text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} \times \frac{(\text{Encours}_t - \text{Flux}_t / 2)}{(\text{Encours}_{t-1} + \text{Flux}_t / 2)} \quad \forall t \geq 1981 \end{cases}$$

En déflétant l'encours des actions émises par les sociétés non financières de cet indice de prix,<sup>18</sup> nous obtenons une mesure approximative du passif des ANF exprimé en termes réels.

Un tel traitement des données nous permet de neutraliser les mouvements erratiques des marchés financiers, et donc de corriger les effets d'une éventuelle bulle spéculative sur le calcul du taux d'intermédiation et de lisser son évolution.<sup>19</sup>

Dans la section qui suit, nous utilisons ces séries pour calculer de nouveaux taux d'intermédiation, en termes de demande et d'offre, pour



les agents non financiers, comme pour les sociétés non financières. Puisque nous ne retenons pas les effets dus à la variation des prix, nous proposons de baptiser cette approche *l'approche en volume* (base 1980), tandis que *l'approche en valeur* est celle qui utilise des séries en encours.

### *Le taux d'intermédiation en volume*

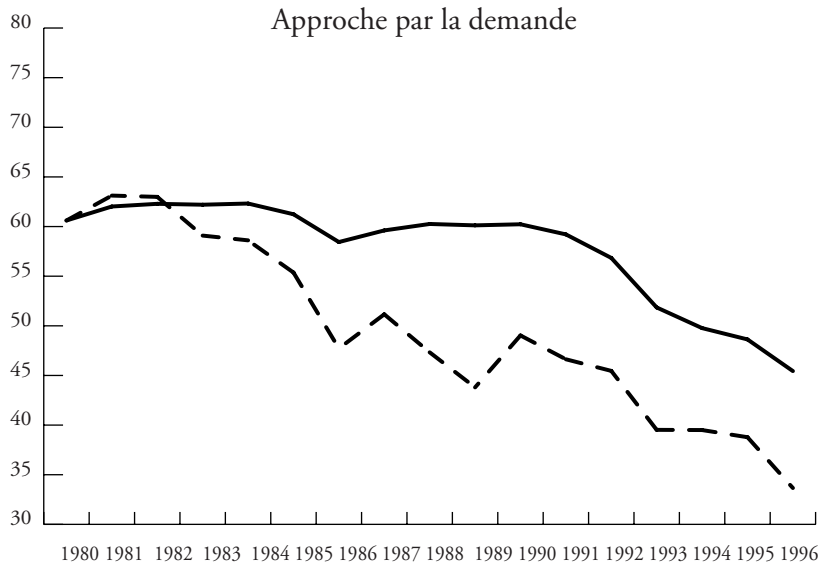
De cette nouvelle approche, qui consiste à évaluer le passif des ANF à sa valeur réelle, il ressort surtout que les profonds changements qui ont affecté la sphère financière durant les années 1980 (nouvelles technologies, innovations financières, déréglementation, etc.) semblent ne pas avoir eu en France une influence déterminante sur le comportement des ANF en matière de financement (à l'exception notable de l'État) car, d'une manière générale, l'intermédiation financière en volume est stable sur la période 1980-1996. L'orientation à la baisse du taux d'intermédiation en encours provient donc bien, pour l'essentiel, de la croissance de l'indice boursier.

La part des crédits dans le financement externe des ANF s'est cependant réduite (*cf.* graphique n°3) ; le taux d'intermédiation correspondant est passé, en volume, de 60 à 45 % entre 1980 et 1996. Cette orientation à la baisse est toutefois imputable à l'État. Le développement des marchés de capitaux a en effet largement bénéficié de l'importance des émissions de titres publics.

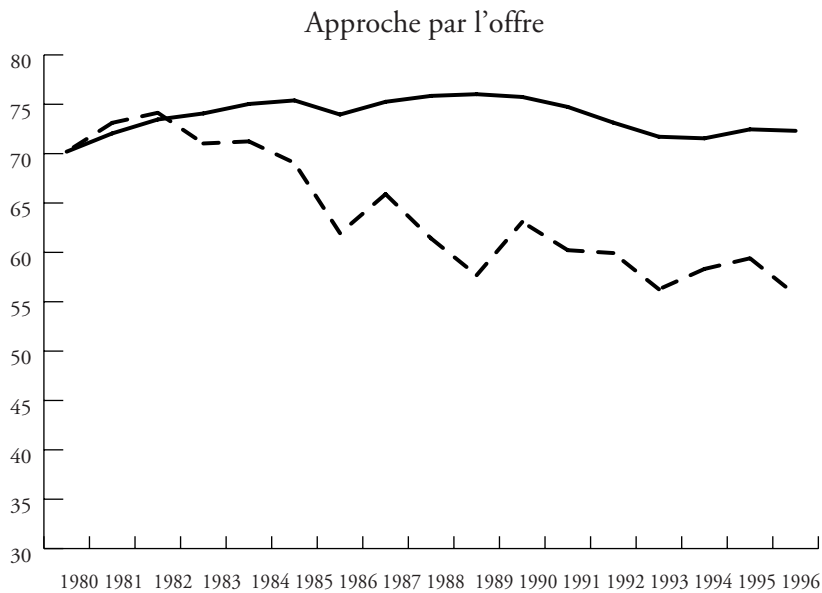
La croissance du déficit budgétaire depuis le début des années 1980 a conduit l'État à moderniser la gestion de la dette publique, tant sur le marché des capitaux à court terme qu'à long terme. Ainsi, avec un encours en 1996 de plus de 1 000 milliards de francs, soit 55 % des titres émis par les agents non financiers sur le marché des titres de créances négociables, la contribution des bons du Trésor négociables - BTF ou BTAN - dans le total des titres du marché monétaire émis par les agents non financiers est la plus importante. En liaison avec cet essor du marché des capitaux à court terme, les pouvoirs publics ont largement encouragé le développement du marché obligataire qui occupe aujourd'hui, à la différence des grandes places financières étrangères, une place prépondérante. Les administrations publiques constituent ainsi, avec presque 40 % des émissions brutes d'obligations en 1996, soit un montant de près de 2 500 milliards de francs, le secteur le plus dynamique.

S'agissant des seules entreprises, le taux d'intermédiation en termes de demande est particulièrement stable, puisqu'il évolue dans une fourchette comprise entre 55 et 60 % (*cf.* graphique n°4). Il semble donc que le comportement des entreprises en matière de financement n'ait pas vraiment évolué ces vingt dernières années : celles-ci ont toujours autant recours aux crédits bancaire pour satisfaire leurs besoins de financement.

**Graphique n° 3**  
**Taux d'intermédiation des agents non financiers**  
**en valeur et en volume**

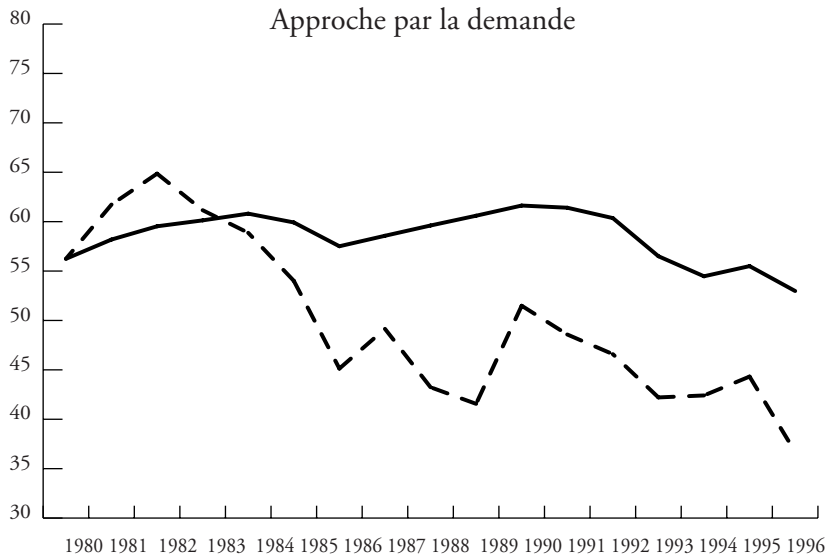


14



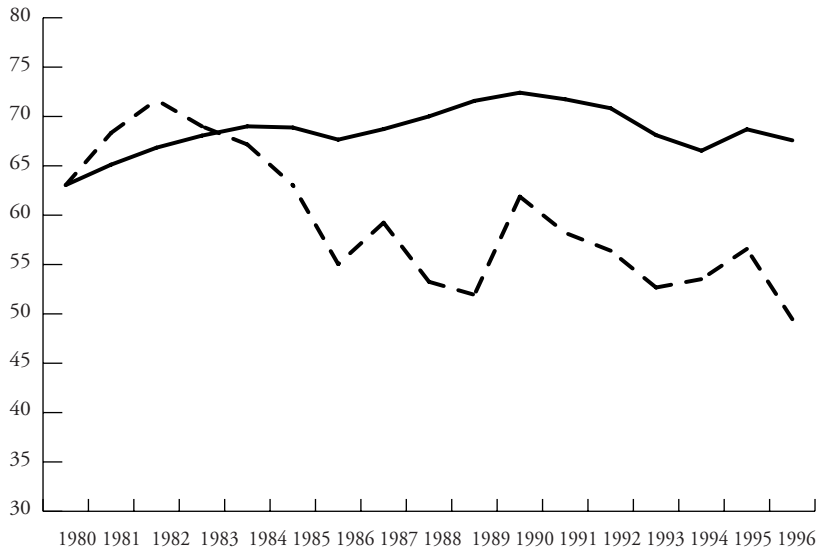
Légendes :  
 Taux d'intermédiation en valeur : traits pointillés  
 Taux d'intermédiation en volume : traits pleins

**Graphique n° 4**  
**Taux d'intermédiation des sociétés non financières**  
**en valeur et en volume**



15

Approche par l'offre



Légendes :  
Taux d'intermédiation en valeur : traits pointillés  
Taux d'intermédiation en volume : traits pleins



L'approche par l'offre, qui traduit le point de vue des intermédiaires financiers, enregistre quant à elle une légère hausse, qu'il s'agisse des ANF ou seulement des sociétés non financières. Plus de la moitié des financements des sociétés non financières passe par l'octroi de prêts.

Les établissements de crédits détiennent en outre 6 % des actions émises par les entreprises ; leur contribution n'a donc pas tendance à décroître. Mais phénomène nouveau, les compagnies d'assurance et les OPCVM détiennent respectivement 5 % et 3,5 % des actions émises par les entreprises contre 2,5 % et 1 % en 1980.

Les conditions de financement des ANF n'ont donc pas été fondamentalement bouleversées par les mutations de la sphère financière (à l'exception évidemment de l'État). Ces mutations ont, en revanche, largement bénéficié aux intermédiaires financiers qui ont profité du décloisonnement des métiers de la finance pour élargir leurs domaines d'activités.

Cet article offre à la fois une relativisation empirique du concept de désintermédiation et une illustration de l'importance prise ces dernières années par les marchés de capitaux. Il ressort en effet du calcul du taux d'intermédiation en volume - qui consiste à utiliser des séries en encours corrigées des phénomènes de valorisation - que la part des crédits dans le financement externe des entreprises est relativement stable ces vingt dernières années. Il n'y a donc pas lieu de parler d'une désintermédiation, ni donc d'une quelconque ré-intermédiation.

Cette nouvelle approche illustre en revanche la montée en puissance des marchés de capitaux et souligne l'essor des OPCVM et des compagnies d'assurance dans le financement de l'économie. Tous types d'institutions financières confondus, la part des financements intermédiés, au sens large, est plus importante aujourd'hui qu'il y a 25 ans. Le développement des marchés financiers amorcé dans les années 1980 ne s'est donc pas réalisé au détriment des institutions financières. Au contraire, celles-ci se sont nourries du décloisonnement des activités et de l'ampleur prise par les différents marchés de capitaux. Plutôt qu'à un mouvement de ré-intermédiation, c'est donc à un renforcement de l'intermédiation que l'on a assisté ces vingt-cinq dernières années.

Cette étude empirique confirme ainsi l'idée selon laquelle le lien qui unit les intermédiaires et les marchés financiers ne s'est pas distendu avec les mutations financières intervenues en France dans les années 1980. Au contraire, les coûts d'expertise et les problèmes d'asymétrie d'information justifient plus que jamais la présence des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux. Notre approche, qui illustre justement cette interdépendance, permet en définitive de fonder empiriquement le concept « d'économie de marché intermédié ».





## NOTES

1. A ce sujet, voir la controverse qui oppose Biacabe (1988) et Ullmo (1988).
2. Le premier est défini comme le rapport entre les emprunts des agents non financiers et le total de leurs financements externes ; le second comme la part des financements offerts par les intermédiaires financiers aux agents non financiers sur le total de leurs financements externes.
3. Tandis que le financement indirect est l'objet d'une relation bilatérale entre l'emprunteur et l'intermédiaire et fonctionne sur le principe de mutualisation des risques, la finance directe opère *via* le marché selon le principe d'une information collective et se borne à transférer les risques (Ullmo et Castel, 1991).
4. Le succès de ce type de placements auprès des particuliers se traduit, depuis le milieu des années 1980, par une explosion de l'encours des réserves mathématiques (multiplié par 10 en 10 ans).
5. Dans le tableau des opérations financières, *S* désigne les secteurs institutionnels et *F* les opérations. Le détail des données est présentée en annexe.
6. Comparativement, les derniers travaux en date ne portent que sur une quinzaine d'années : Monfront (1989) 1970 à 1987 ; Hairault et Portier (1991) 1977 à 1987 ; Odonnat (1992) 1978 à 1992.
7. Le cas des agents non-résidents est particulier. En toute rigueur, dans la mesure où l'on adopte le point de vue des ANF (respectivement celui des intermédiaires financiers) nationaux, il convient de retenir le secteur reste du monde (S90) comme un intermédiaire financier (respectivement un ANF). Seulement en pratique, cela conduit à des disparités entre le montant des financements demandés par les ANF résidents et le montant des financements offerts aux ANF résidents et non-résidents ; les écarts auxquels peuvent conduire ces hypothèses antinomiques ne sont néanmoins pas en mesure de modifier nos conclusions. Cette situation nous conduit à considérer, sur le marché financier, le reste du monde comme un ANF et à assimiler les prêts des établissements de crédit résidents et non-résidents.
8. L'État accorde également des prêts, le plus souvent sous forme d'avances, en particulier aux autres administrations publiques. Pour autant, il ne saurait être considéré comme un intermédiaire financier. Pour lever cette ambiguïté nous choisissons, à la suite d'Odonnat (1992), d'assimiler les prêts accordés par l'État à ceux distribués par les établissements de crédit, sachant que ces derniers représentent en 1996, 97 % du montant total des prêts accordés aux ANF. Les opérations de refinancement menées par les ANF sur le marché monétaire sont-elles aussi supposées intermédiées par les établissements de crédit.
9. L'encours des actions émises par les ANF était en 1996 d'environ 20 000 milliards de francs. Cependant, seule une partie est véritablement consacrée au financement externe. Les émissions d'actions peuvent aussi répondre à un impératif d'ordre organisationnel ; par exemple, les liens qui unissent les entreprises et leurs filiales prennent souvent la forme de participations croisées. Nous estimons alors le financement réel par le solde des actions émises et détenues par les entreprises.
10. Les données statistiques ne permettent pas d'isoler, parmi les financements sur titres destinés aux ANF, ceux qui sont accordés par les intermédiaires financiers. Nous avons donc recours à des « clés de répartition », notée  $K(F, S)$ , (calculées à partir des séries en encours) qui permettent d'estimer la part des titres détenus par les institutions financières. En distinguant trois compartiments sur le marché des capitaux et trois catégories d'intermédiaires nous obtenons au total neuf clés de répartition où figurent, pour chacun d'entre eux : au numérateur, les titres, les obligations ou les actions détenus à l'actif des établissements de crédit, des OPCVM et des compagnies d'assurances ; au dénominateur, les titres, les obligations ou les actions détenus à l'actif de l'ensemble des secteurs.
11. Le montant des titres émis par les ANF est passé de 477 à 14 174 milliards de francs entre 1970 et 1996, tandis que l'encours des prêts accordés aux ANF passait de 582 à 7 192 milliards de francs (*source*: TOFA).
12. Le renchérissement des titres sur le marché secondaire peut également s'interpréter comme une mesure d'autofinancement des entreprises par rétention des profits. Toutefois, cette disposition ne saurait être prise en compte dans le calcul du taux d'intermédiation qui ne s'intéresse qu'aux financements externes.
13. Ce type de raisonnement peut même s'appliquer à la période 1981-1982 où les anticipations inflationnistes ont eu un impact négatif sur les marchés financiers qui s'est traduit par une augmentation « excessive » du taux d'intermédiation.
14. Selon le TOF annuel, les sociétés non financières avaient émis en 1996 pour 217 milliards de francs de titres de créances négociables et pour 841 milliards de francs d'obligations. L'encours des émissions nettes d'actions s'élevait alors à 4 616 milliards de francs tandis que les crédits étaient de 3 289 milliards de francs. Le taux d'intermédiation correspondant en termes de demande était ainsi de 36,70 %. Une augmentation de 5 % du prix des actions aurait ramené ce taux à 35,77 %.
15. Plus généralement, pour une discussion concernant l'évaluation des flux et des stocks en comptabilité nationale, voir Isnard (1996).

16. Les séries actions corrigées et non corrigées des phénomènes de valorisation sont communiquées en annexe.

17. Cet indice est calculé en rapportant l'encours des actions exprimées à leur valeur marchande, à la fin de l'année  $t$  et de l'année  $t-1$ , corrigé des flux enregistrés à leur valeur comptable. Cet indice de prix n'est qu'approximatif puisque les flux sont enregistrés entre la date  $t$  et la date  $t-1$ , et non pas à l'une de ces deux dates, auxquels cas la formule exacte aurait été, respectivement,  $I_t = I_{t-1} \times (Encours_t - Flux_t) / Encours_{t-1}$  et  $I_t = I_{t-1} \times Encours_t / (Encours_{t-1} - Flux_t)$ , soit en distinguant les prix et les quantités,  $I_t = I_{t-1} \times (p_t q_t - p_{t-1} (q_t - q_{t-1})) / p_{t-1} q_{t-1} = p_t / p_{t-1}$  et  $I_t = I_{t-1} \times p_t q_t / (p_{t-1} q_{t-1} + p_{t-1} (q_t - q_{t-1})) p_t / p_{t-1}$ . Pour une description des relations qui lient les encours et les flux, voir également Chauveau *et al.* (1986).

18. Dans nos calculs, nous faisons abstraction du fait que les problèmes liés à la valorisation des encours ne concernent pas exclusivement les actions. En effet, dans le cas des obligations et des titres de créances négociables, les prix de marché ne peuvent s'éloigner durablement de leur valeur nominale.

19. Une autre raison pour appliquer un tel traitement des données tient à ce que 85 % des actions émises par les entreprises ne font pas l'objet d'une cotation publique. Pourtant dans les comptes nationaux, c'est la totalité des actions qui subit l'influence du marché boursier, via l'indice de valorisation qui leur est affecté, et qui est identique que les actions soient cotées ou non. Même s'il est sans doute exact que les tendances boursières ont une influence sur la valeur des entreprises non cotées, la méthode retenue surestime leur valeur intrinsèque (cf. INSEE Méthodes, *Le patrimoine national*, 1994).

## BIBLIOGRAPHIE

BIACABE P. (1988) : « D'une intermédiation financière à l'autre » : le cas de la désintermédiation, *Revue d'économie financière* n°4.

BLANCHON D. et R. FERRANDIER (1988) : « Evolution récente du système français », *Economies et Sociétés* n°41.

CAPELLE-BLANCARD G. (1997) : « La mesure du taux d'intermédiation financière », Note CR 97/67 - Banque de France.

CHAUVEAU T, P. FRÖCHEN, R. MONFRONT et E. ROCHEUX (1986) : « Le tableau d'équilibre des relations financières », *Cahiers Economiques et Monétaires* n°23.

COURBIS B. (1987) : « Peut-on parler de désintermédiation en France ? », *Economie et Humanisme* n°294.

GURLEY J., et E. SHAW (1960) : *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Trad. Française, Edition Cujas.

HAIRAULT J.O. et F. PORTIER (1991) : « Dix ans d'intermédiation financière en France », *Revue d'économie financière* n°16.

JAILLET P. et P. SICSIC (1998) : « Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France* n°53.

ISNARD R. (1996) : *Le partage volume-prix dans les comptes de patrimoine financier*, dans « *Mesure et valeur en comptabilité nationale* », E. ARCHAMBAULT et O. ARKHIPOFF (éds.), Economica.

MONFRONT R. (1989) : « L'évolution du système financier français à travers le TERF », *Cahiers Economiques et Monétaires* n°34.

ODONNAT I. (1992) : *Fiche thématique* n°3, Rapport Annuel du Conseil National du Crédit.

ULLMO Y. (1988) : « Intermédiation, intermédiaires financiers et marchés », *Revue d'économie politique* n°5.

ULLMO Y. et M. CASTEL (1991) : « La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'économie financière* n°16.

## Annexe n°1 Taux d'intermédiation des agents non financiers, en encours

(encours en milliards de francs)	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes</b>																											
(b)-(14c)	1 059	1 150	1 353	1 499	1 582	1 910	2 175	2 450	2 899	3 406	3 966	4 420	5 227	6 285	7 096	7 957	9 503	9 759	11 781	13 913	13 590	15 036	16 068	18 467	18 074	18 781	21 366
- Emissions de titres (b1)	477	479	559	594	545	705	760	813	1 060	1 304	1 562	1 630	1 934	2 571	2 937	3 552	4 968	4 766	6 205	7 818	6 927	8 025	8 764	11 169	10 934	11 497	14 174
- Crédits des établis. financiers (b2)	582	671	794	905	1 037	1 205	1 415	1 636	1 839	2 103	2 404	2 790	3 293	3 714	4 159	4 405	4 534	4 993	5 576	6 094	6 663	7 011	7 305	7 298	7 140	7 284	7 192
<b>Financements intermédiés</b>																											
(a)-(14d)-(4d)	655	748	876	986	1 126	1 349	1 614	1 862	2 124	2 445	2 784	3 232	3 876	4 464	5 055	5 496	5 886	6 432	7 235	8 027	8 572	9 055	9 629	10 389	10 540	11 156	11 904
- par les établissements de crédits (a1)	629	719	838	941	1 079	1 293	1 557	1 797	2 041	2 339	2 656	3 099	3 709	4 213	4 741	5 066	5 279	5 746	6 357	6 942	7 448	7 768	8 210	8 381	8 414	8 855	9 178
- par les OPCVM (a2)	7	8	12	13	11	14	15	16	20	26	37	44	60	109	166	250	386	435	543	691	695	773	810	1 197	1 188	1 099	1 189
- par les compagnies d'assurance (a3)	19	21	27	32	36	42	42	49	63	80	91	89	107	142	147	180	221	250	336	394	429	514	609	811	938	1 202	1 537
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (b2/b)</b>	54,92	58,37	58,69	60,36	65,56	63,09	65,05	66,81	63,42	61,73	60,61	63,12	62,99	59,09	58,61	55,37	47,72	51,16	47,33	43,80	49,03	46,63	45,46	39,52	39,50	38,78	33,66
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (a/b)</b>	61,81	65,09	64,75	65,76	71,20	70,64	74,20	76,01	73,27	71,78	70,20	73,12	74,14	71,03	71,24	69,06	61,94	65,90	61,41	57,69	63,08	60,22	59,93	56,26	58,32	59,40	55,71
- par les établissements de crédits (a1/b)	59,37	62,56	61,92	62,76	68,21	67,70	71,57	73,37	70,41	68,67	66,98	70,11	70,95	67,04	66,82	63,67	55,55	58,88	53,96	49,90	54,80	51,66	51,09	45,38	46,55	47,15	42,96
- par les OPCVM (a2/b)	0,62	0,73	0,86	0,84	0,73	0,75	0,69	0,64	0,68	0,77	0,93	1,00	1,15	1,73	2,34	3,14	4,07	4,46	4,61	4,96	5,11	5,14	5,04	6,48	6,57	5,85	5,56
- par les compagnies d'assurance (a3/b)	1,81	1,80	1,98	2,16	2,26	2,20	1,94	1,99	2,18	2,34	2,30	2,00	2,05	2,26	2,08	2,26	2,32	2,56	2,85	2,83	3,16	3,42	3,79	4,39	5,19	6,40	7,19

## Annexe n°2

### Taux d'intermédiation des sociétés non financières, en encours

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
<i>(encours en milliards de francs)</i>																												
<b>Financements externes</b>																												
(b=1+12)	682	724	849	926	958	1 146	1 248	1 375	1 629	1 837	2 095	2 183	2 399	2 888	3 278	3 696	4 472	4 426	5 714	6 675	6 104	6 965	7 599	8 122	7 923	7 653	8 963	
- Emissions de titres (b1)	328	322	393	416	363	466	475	484	659	786	917	836	843	1 122	1 348	1 700	2 454	2 250	3 243	3 901	2 961	3 381	4 058	4 694	4 563	4 262	5 675	
- Crédits des établis. financiers (b2)	354	401	456	509	595	680	773	891	970	1 052	1 179	1 348	1 556	1 766	1 930	1 996	2 018	2 176	2 471	2 774	3 143	3 384	3 541	3 428	3 360	3 392	3 289	
<b>Financements intermédiés</b>																												
(a=1+2+3)	377	429	493	550	634	731	827	948	1 042	1 134	1 321	1 492	1 719	1 993	2 202	2 330	2 461	2 622	3 042	3 466	3 777	4 055	4 286	4 278	4 240	4 330	4 433	
- par les établissements de crédits (a1)	359	408	465	518	602	691	784	902	984	1 068	1 249	1 419	1 635	1 869	2 052	2 145	2 210	2 378	2 721	3 080	3 409	3 643	3 849	3 751	3 701	3 772	3 786	
- par les OPCVM (a2)	5	6	9	9	8	10	11	11	14	16	20	24	29	52	73	102	148	139	180	223	210	233	230	288	272	242	272	
- par les entreprises d'assurance (a3)	14	15	20	23	24	30	31	35	44	50	52	49	55	72	76	83	103	105	141	164	158	179	206	240	267	316	375	
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (t2/b)</b>	51,89	55,45	53,72	55,03	62,12	59,36	61,95	64,79	59,55	57,24	56,24	61,73	64,86	61,16	58,87	54,01	45,13	49,15	43,24	41,56	51,49	48,58	46,59	42,21	42,41	44,32	36,69	
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (a/b)</b>	55,31	59,23	58,10	59,40	66,18	63,77	66,25	68,93	63,97	61,72	63,05	68,34	71,67	69,00	67,16	63,05	55,04	59,24	53,25	51,93	61,88	58,21	56,40	52,67	53,52	56,58	49,46	
- par les établissements de crédits (a1/b)	52,59	56,31	54,74	55,99	62,91	60,25	62,84	65,60	60,40	58,10	59,60	64,99	68,16	64,70	62,61	58,04	49,43	53,74	47,63	46,14	55,85	52,30	50,65	46,18	46,71	49,28	42,25	
- par les OPCVM (a2/b)	0,71	0,86	1,02	0,96	0,79	0,89	0,89	0,81	0,85	0,87	0,97	1,11	1,22	1,80	2,22	2,76	3,31	3,13	3,15	3,34	3,45	3,34	3,03	3,54	3,43	3,17	3,03	
- par les entreprises d'assurance (a3/b)	2,01	2,05	2,34	2,45	2,48	2,64	2,52	2,52	2,72	2,75	2,47	2,23	2,29	2,50	2,33	2,25	2,30	2,37	2,47	2,45	2,58	2,57	2,71	2,95	3,38	4,13	4,18	

Annexe n°3  
Taux d'intermédiation des agents non financiers, en flux

(Flux en milliards de francs)	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes</b>																											
(b-a)-(4a2)	91	119	148	142	168	253	138	294	317	381	430	538	676	605	635	607	697	843	989	1 263	1 155	1 051	1 175	1 071	1 137	1 113	1 164
- Emissions de titres (b1)	22	30	25	30	35	87	33	74	112	114	146	198	250	242	299	346	521	379	433	635	551	705	889	1 090	1 153	945	1 277
- Crédits des établissements financiers (b2)	69	89	123	112	133	166	104	219	206	267	284	340	426	363	336	261	176	463	556	627	604	346	285	-18	-16	168	-113
<b>Financements intermédiés</b>																											
(a-e)-(1a2)-(4a3)	69	91	117	104	135	212	112	241	247	297	308	415	543	448	446	376	358	575	682	840	783	513	593	316	347	490	371
- par les établissements de crédits (a1)	68	88	115	101	134	208	109	235	238	287	293	404	524	420	409	321	275	535	612	725	671	402	407	85	115	300	78
- par les OPCVM (a2)	0	1	1	1	0	1	1	2	2	3	4	4	7	13	21	32	54	29	43	81	67	62	119	109	127	95	114
- par les compagnies d'assurance (a3)	1	2	2	3	1	3	2	5	7	8	11	7	12	14	16	23	29	12	27	34	45	49	68	122	105	95	180
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (b2/b)</b>	75,93	74,91	83,09	79,15	79,36	65,61	75,69	74,73	64,86	70,04	66,05	63,15	63,05	60,02	52,88	42,98	25,20	55,01	56,19	49,67	52,28	32,94	24,30	-1,70	-1,39	15,13	-9,69
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (a/b)</b>	75,57	76,43	79,09	73,58	80,46	84,00	81,01	82,04	77,73	78,03	71,62	77,17	80,34	73,97	70,25	61,90	51,40	68,26	68,99	66,50	67,82	48,85	50,50	29,52	30,49	43,99	31,85
- par les établissements de crédits (a1/b)	74,58	74,56	77,22	70,99	79,73	82,55	78,87	79,89	75,05	75,33	68,19	75,10	77,56	69,50	64,42	52,82	39,43	63,50	61,92	57,39	58,11	38,30	34,65	7,94	10,12	26,91	6,66
- par les OPCVM (a2/b)	0,26	0,50	0,52	0,48	0,18	0,39	0,55	0,51	0,62	0,67	0,95	0,72	1,06	2,09	3,32	5,31	7,74	3,39	4,37	6,38	5,81	5,89	10,10	10,19	11,14	8,55	9,76
- par les compagnies d'assurance (a3/b)	0,73	1,36	1,35	2,11	0,56	1,06	1,59	1,64	2,06	2,03	2,48	1,35	1,73	2,38	2,52	3,77	4,23	1,37	2,71	2,73	3,90	4,66	5,75	11,39	9,24	8,53	15,43

### Annexe n°4

#### Taux d'intermédiation des sociétés non financières, en flux

(Flux en milliards de francs)	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
<b>Financements externes</b>																												
(a-b1+b2)	61	67	75	76	107	115	116	149	121	129	188	197	250	249	238	173	182	270	384	490	446	445	280	180	212	154	89	
- Emissions de titres (b1)	16	20	20	23	22	30	29	31	41	47	69	50	68	77	82	115	203	120	115	143	58	210	139	233	270	136	201	
- Crédits des établis. financiers (b2)	45	46	55	54	86	85	87	118	80	82	119	146	182	172	156	58	-21	150	270	347	387	235	141	-53	-58	18	-112	
<b>Financements intermédiés</b>																												
(a-1+2+3)	47	50	59	58	89	92	94	125	88	92	132	155	201	192	175	82	39	186	323	427	450	289	187	-21	-31	40	-58	
- par les établissements de crédits (a1)	46	48	56	55	87	88	90	121	84	87	125	151	191	181	165	70	14	170	295	387	411	254	158	-41	-47	30	-87	
- par les OPCVM (a2)	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1	2	1	4	5	6	6	6	16	10	18	30	24	19	15	6	6	7	15
- par les compagnies d'assurance (a3)	1	2	2	2	1	3	3	3	3	4	5	3	7	6	5	5	5	9	6	10	10	15	16	14	10	3	13	
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (b2/b)</b>	73,79	69,49	73,53	70,50	79,92	73,82	75,06	79,11	65,81	63,70	63,11	74,40	72,79	69,19	65,58	33,67	-11,47	55,49	70,17	70,81	86,88	52,75	50,47	-29,53	-27,44	11,95	-125,8	
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (a/b)</b>	77,08	74,68	78,26	75,58	83,17	80,44	81,12	84,09	72,63	71,09	69,92	78,63	80,56	77,41	73,83	47,22	21,23	69,08	84,00	87,17	100,9	65,00	66,90	-11,54	-14,52	26,10	-65,13	
- par les établissements de crédits (a1/b)	74,97	71,33	75,29	72,60	81,42	76,78	77,90	81,52	69,12	67,33	66,48	76,49	76,43	72,81	69,28	40,66	7,63	63,12	76,80	78,90	92,15	57,01	56,48	-23,04	-22,15	19,24	-97,20	
- par les OPCVM (a2/b)	0,51	0,88	0,84	0,80	0,42	0,88	0,80	0,61	0,82	0,91	0,97	0,72	1,52	2,08	2,33	3,61	8,51	3,82	4,58	6,19	5,50	4,33	5,51	3,59	2,98	4,85	17,32	
- par les compagnies d'assurance (a3/b)	1,60	2,48	2,14	2,17	1,33	2,78	2,42	1,96	2,69	2,85	2,48	1,42	2,61	2,53	2,21	2,95	5,09	2,14	2,62	2,08	3,27	3,67	4,91	7,91	4,64	2,02	14,76	

## Annexe n°5

### Taux d'intermédiation des agents non financiers, en volume

<i>(en milliard de francs)</i>	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes</b>																	
(b=b1+b2)	3 966	4 498	5 287	5 971	6 674	7 194	7 759	8 377	9 252	10 137	11 062	11 841	12 851	14 077	14 346	14 977	15 826
- Emissions de titres (b1)	1 562	1 709	1 994	2 257	2 515	2 788	3 224	3 383	3 676	4 043	4 399	4 830	5 547	6 778	7 206	7 693	8 634
- Crédits des établis. financiers (b2)	2 404	2 790	3 293	3 714	4 159	4 405	4 534	4 993	5 576	6 094	6 663	7 011	7 305	7 298	7 140	7 284	7 192
<b>Financements intermédiés</b>																	
(a=a1+a2+a3)	2 784	3 241	3 883	4 423	5 008	5 423	5 738	6 303	7 018	7 706	8 379	8 848	9 400	10 094	10 264	10 852	11 444
- par les établissements de crédits (a1)	2 656	3 104	3 712	4 194	4 719	5 031	5 211	5 683	6 248	6 769	7 338	7 653	8 071	8 215	8 271	8 701	8 931
- par les OPCVM (a2)	37	46	61	101	157	231	341	400	485	611	648	718	756	1 115	1 110	1 021	1 075
- par les entreprises d'assurance (a3)	91	92	109	128	132	162	186	220	285	326	393	477	572	764	883	1 131	1 438
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (b2/b)</b>	60,61	62,02	62,29	62,20	62,32	61,24	58,44	59,61	60,26	60,12	60,23	59,21	56,84	51,85	49,77	48,63	45,44
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (ab)</b>	70,20	72,05	73,46	74,07	75,03	75,39	73,96	75,25	75,85	76,02	75,74	74,73	73,14	71,71	71,55	72,46	72,31
- par les établissements de crédits (a1/b)	66,98	68,99	70,22	70,24	70,71	69,93	67,17	67,84	67,53	66,78	66,33	64,63	62,81	58,36	57,65	58,09	56,43
- par les OPCVM (a2/b)	0,93	1,02	1,16	1,70	2,35	3,21	4,40	4,78	5,24	6,03	5,85	6,06	5,88	7,92	7,74	6,82	6,79
- par les entreprises d'assurance (a3/b)	2,30	2,04	2,07	2,14	1,98	2,25	2,39	2,63	3,08	3,21	3,55	4,03	4,45	5,42	6,15	7,55	9,09

## Annexe n°6

### Taux d'intermédiation des sociétés non financières, en volume

<i>(en milliards de francs)</i>	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes</b>																	
(b=b1+b2)	2 095	2 316	2 614	2 938	3 173	3 331	3 509	3 714	4 145	4 578	5 100	5 510	5 867	6 067	6 168	6 112	6 207
- Emissions de titres (b1)	917	968	1 058	1 171	1 244	1 335	1 491	1 539	1 674	1 804	1 957	2 127	2 326	2 639	2 808	2 720	2 918
- Crédits des établis. financiers (b2)	1 179	1 348	1 556	1 766	1 930	1 996	2 018	2 176	2 471	2 774	3 143	3 384	3 541	3 428	3 360	3 392	3 289
<b>Financements intermédiés</b>																	
(a=a1+a2+a3)	1 321	1 508	1 747	1 999	2 190	2 295	2 374	2 552	2 902	3 277	3 693	3 953	4 155	4 132	4 104	4 199	4 194
- par les établissements de crédits (a1)	1 249	1 427	1 649	1 872	2 047	2 128	2 173	2 346	2 654	2 984	3 366	3 590	3 775	3 673	3 634	3 709	3 663
- par les OPCVM (a2)	20	27	34	53	70	93	123	121	144	179	192	208	201	249	236	211	216
- par les entreprises d'assurance (a3)	52	54	64	75	72	73	78	86	104	114	136	155	180	210	235	279	315
<b>Taux d'intermédiation en terme de demande (b2/b)</b>	56,24	58,19	59,53	60,13	60,81	59,92	57,51	58,57	59,61	60,60	61,63	61,41	60,36	56,50	54,47	55,50	52,98
<b>Taux d'intermédiation en terme d'offre (a/b)</b>	63,05	65,12	66,84	68,06	69,00	68,88	67,95	68,72	70,01	71,58	72,41	71,74	70,83	68,11	66,53	68,70	67,58
- par les établissements de crédits (a1/b)	59,60	61,62	63,10	63,72	64,50	63,88	61,92	63,16	64,02	65,18	65,99	65,15	64,34	60,55	58,90	60,69	59,02
- par les OPCVM (a2/b)	0,97	1,17	1,29	1,81	2,22	2,80	3,50	3,25	3,48	3,90	3,76	3,77	3,43	4,11	3,82	3,45	3,47
- par les entreprises d'assurance (a3/b)	2,47	2,33	2,46	2,54	2,28	2,21	2,22	2,31	2,51	2,50	2,67	2,82	3,06	3,45	3,80	4,57	5,08



**Annexe n°7**  
**Actions nettes<sup>(1)</sup> émises par les sociétés non financières**

	Encours (en milliards de francs)	Encours corrigés des phénomènes de valorisation (en milliards de francs)	Indice de marché <sup>(2)</sup>
1980	780	780	293,70
1981	693	826	242,13
1982	646	861	242,62
1983	862	911	379,42
1984	1 033	929	441,65
1985	1 360	995	643,58
1986	2 036	1 073	963,20
1987	1 851	1 140	679,66
1988	2 759	1 190	1 006,30
1989	3 321	1 223	1 340,92
1990	2 293	1 289	1 000,00
1991	2 853	1 398	1 126,41
1992	3 237	1 505	1 140,14
1993	3 764	1 709	1 506,09
1994	3 672	1 918	1 250,66
1995	3 289	1 747	1 232,86
1996	4 616	1 860	1 561,66

<sup>(1)</sup> Voir note de bas de page n°9.

<sup>(2)</sup> Source : SBF - Indice général jusqu'en 1990 et SBF 250 depuis (base 1000 en 1990).