

---



---

## D'une intermédiation financière à une autre : le cas de la désintermédiation

---



---

Pierre BIACABE Professeur à l'université Paris 2

**S**ous l'effet conjugué des trois processus-joints d'internationalisation, d'innovation et de dérèglementation, l'impression prévaut généralement qu'un nouveau monde financier se construit sous nos yeux à partir de nouveaux produits, de nouvelles techniques, de nouveaux métiers. Les structures institutionnelles que nous connaissions éclatent. Les « restrictions légales » ou coutumières d'activités disparaissent ou s'atténuent. Les modes de régulation doivent s'adapter s'ils veulent conserver leur efficacité. Tout se passe généralement comme si la construction de ce nouveau monde financier entraînait avec elle la destruction de l'ancien, obéissant à des principes opposés de fonctionnement, d'organisation et de régulation.

Pour caractériser ce processus, l'habitude a été prise en France de parler de désintermédiation. L'interpellation est de taille dans la mesure où depuis Gurley et Shaw (1960), l'intermédiation financière était considérée comme le fondement économique de l'activité exercée par des agents économiques spécifiques, les institutions financières. Cela signifie-t-il que ces dernières sont menacées dans leur raison d'être, sinon leur « fonds de commerce » et que leur activité est désormais assurée par d'autres voies qui les condamnent à un dépérissement inéluctable ?

Au même moment, il n'est question que de l'extraordinaire croissance des opérations financières, auxquelles les institutions financières participent activement. Pour certains, la « sphère financière » croît démesurément au détriment de la « sphère réelle » et l'image de la société « casino » l'emporte sur celle de la société industrielle. Mais alors, comment les institutions financières pourraient-elles être évincées de ce qui est leur « profession habituelle » ?

Pour répondre à ces interrogations qui engagent gravement l'avenir d'un secteur stratégique de l'économie, il semble nécessaire de procéder à une investigation, à la fois empirique et analytique, afin de savoir si les faits observés entrent bien dans le cadre analytique choisi et si celui-ci, issu des travaux de Gurley et Shaw, présente un caractère suffisamment incontestable pour rendre compte des faits observés. Il apparaîtra alors que l'idée de désintermédiation formalise de manière incorrecte un ensemble cohérent de faits incontestables. Son contenu est, en effet, d'autant plus pertinent que le concept d'intermédiation qui lui sert de support est frappé d'invalidité. Dès lors que celui-ci présente une généralité plus grande que celle qui lui est attachée le plus souvent, les différences qui existent dans l'accomplisse-

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

ment des fonctions financières ne justifient pas que les unes méritent de relever de l'intermédiation et les autres non. On exposera donc, dans un premier temps, l'opposition intermédiation-désintermédiation et les interprétations divergentes auxquelles elle donne lieu selon les hypothèses qui sont retenues avant de proposer, dans un second temps, une généralisation de l'analyse de l'intermédiation financière fondée sur la diversification des fonctions fondamentales d'intermédiaire financier.

### **OPPOSITION ET DIVERGENCES D'INTERPRÉTATION**

Le concept de désintermédiation mélange une mesure statistique des flux financiers en provenance des agents non financiers à besoins et capacités de financement et une analyse économique des processus par lesquels ces besoins et capacités s'ajustent. Dans le premier cas, il se fonde sur une substitution des financements et placements faisant appel aux titres ou valeurs mobilières à ceux faisant appel aux crédits et dépôts offerts par les institutions financières. La part des banques et établissements de crédit diminue donc au profit des financements par émission de titres placés sur des marchés (billets de trésorerie, bons du Trésor et autres titres de créances négociables, obligations, actions). Dans le second cas, cette mesure quantitative est intégrée à une typologie des processus de financement dans laquelle la désintermédiation traduit le passage d'un type de relations indirectes entre agents non financiers, les uns à déficit de ressources, les autres à excédent, qui recourent à des institutions financières s'interposant entre eux, à un type de relations directes entre ces agents qui se rencontrent sur des marchés sans l'interposition des institutions financières.

Aussi bien dans son aspect quantitatif (réduction de la place des établissements de crédit) que dans son aspect analytique (recours accru aux opérations de marché) la désintermédiation reflète une situation dans laquelle les ressources prêtables ne passent plus par les institutions financières pour satisfaire les besoins de financement des agents emprunteurs. Le rôle et la part de ces institutions, dans l'ajustement des besoins et des ressources, accusent ainsi une diminution au profit des techniques de marchés où l'intermédiation des institutions n'est plus nécessaire.

Encore faut-il que la mesure quantitative du phénomène ne soit pas contestée et que la typologie des processus d'ajustement ne présente pas d'ambivalence. Dans le cas contraire, les différences justifiant l'opposition intermédiation-désintermédiation s'atténuent fortement au point de conduire à des divergences graves dans l'interprétation des phénomènes.

35

### **UNE OPPOSITION SYSTÉMATIQUE QUI ACCUSE LES DIFFÉRENCES ENTRE LES PROCESSUS**

Dans ses deux derniers rapports annuels (1985 et 1986), le Conseil national du crédit (CNC) a longuement insisté sur la mesure d'un « taux d'intermédiation financière » qui serait le rapport des financements « intermédiés » par les établissements de crédit aux financements « désintermédiés ». Le critère de distinction serait le choix offert aux agents emprunteurs entre différentes sources de financement : soit les prêts accordés par des institutions financières, soit l'émission de titres sur le marché interne, soit l'endettement extérieur. Le premier cas relève du financement « intermédié », les deux autres du financement désintermédié. Il n'est tenu aucun compte de l'agent qui détient en définitive la créance ainsi constituée.

Trois autres précisions sont cependant nécessaires pour opérer la distinction : — les titres de placement et de participation émis par les agents non financiers et détenus par les institutions financières ne sont pas inclus dans les financements

## INTERMÉDIATION /

intermédiés parce que ce ne sont pas des crédits accordés par ces derniers ;  
 — les OPCVP, tels que les Sicav et FCP, sont considérés comme « transparents » : les placements en valeurs mobilières ou titres qu'ils effectuent sont imputés aux agents non-financiers détenteurs de parts de ces organismes, ce qui les fait inclure dans les financements désintermédiés puisque le rôle de ces organismes est occulté ;  
 — les crédits consentis par les banques non-résidentes sont considérés comme des financements désintermédiés dans la mesure où ils reposent sur des emprunts directs à l'étranger.

Sous ces réserves, le « *taux d'intermédiation financière* » est donc « *le rapport entre la dette intermédiée des agents non-financiers résidents (crédits accordés par les institutions financières, hors OPCVM, y compris le crédit-bail) et le total du financement externe : dette intermédiée, financement direct sur le marché interne (actions, titres participatifs, obligations, billets de trésorerie), financement direct hors-marché (dotations en capital de l'Etat, investissements directs en France de non-résidents) et emprunts directs à l'étranger (euro-crédits et euro-obligations)* »<sup>1</sup>.

L'évolution du « *taux d'intermédiation financière* » sur la base des flux annuels, de 1981 à 1986 (voir tableau ci-dessous) montre une baisse de « *l'intermédiation financière* » assez considérable, contrastant avec une « *désintermédiation* » qui assure, en 1986, 61 % des financements, au lieu de 22 % en 1981 (en termes de flux).

### ÉVOLUTION DE LA NATURE DES FINANCEMENTS

<i>(en milliards de francs)</i>	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financement par établissement de crédit (A)	317,3	406,8	390,4	353,6	373,5	221,6
Financement désintermédié (B)	92	123	161,7	199,3	226,5	340,4
Total des financements (C)	409,3	529,8	552,1	552,9	600	562
Taux d'intermédiation financière (A/C)	0,78	0,77	0,71	0,64	0,62	0,39

Source : CNC 1986 p 144.

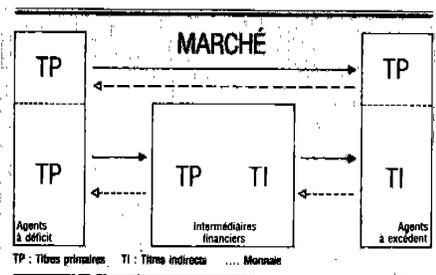
Si on laisse de côté le contenu statistique de ces deux types de financements, le *Rapport sur les perspectives du financement de l'économie française*<sup>2</sup> retient le même principe de distinction et considère la désintermédiation comme « *une réduction de la place des institutions financières dans la confrontation des offres et des demandes de fonds préalable* » (p. 107). Par conséquent, lorsque les opérations de financement passent par les institutions financières, il y a intermédiation ; si ce n'est pas le cas, il y a désintermédiation et tout cela se mesure. Cependant, si le critère de distinction paraît simple, son application peut donner lieu à plusieurs mesures possibles : celle du CNC n'en est qu'une parmi d'autres.

Mais à cette mesure vient s'ajouter la prise en considération des processus de financement qu'implique l'orientation de ces flux et l'accomplissement de ces opérations. On s'inspire alors de la distinction finance directe-finance indirecte de

1 - (CNC, édition provisoire, 1986, page 142.)

2 - *Rapport sur les perspectives de financement de l'économie française, établi par un groupe de travail du Commissariat général au plan, présidé par Philippe Lagayette, sous-gouverneur de la Banque de France.*

## D É S I N T E R M É D I A T I O N



Gurley et Shaw qui peut être représentée par le schéma suivant, dans lequel il est respecté la terminologie de ces deux auteurs (voir figure ci-dessus).

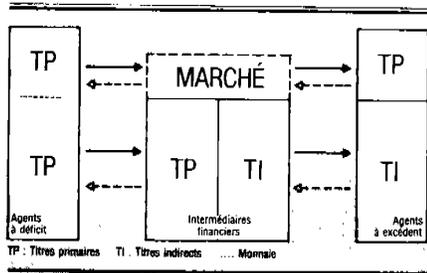
Les agents emprunteurs non-financiers émettent sur eux-mêmes des titres de dette primaire. Ils peuvent les vendre, soit à des intermédiaires financiers, soit à d'autres agents non-financiers prêteurs de leurs excédents de ressources. Le financement sera dit « direct » dans ce dernier cas, car le portefeuille des agents à excédent comprendra alors des titres indirects que les intermédiaires financiers auront émis sur eux-mêmes et vendus aux agents à excédent, substituant ainsi leur propre dette à celle des agents non-financiers à déficit dans le portefeuille des agents à excédent.

Pour Gurley et Shaw, ces deux types de financement relèvent de deux « types de techniques financières » (opus cité, page 114) :

- **Les techniques distributives**, qui font appel aux marchés, sur lesquels « prêteurs et emprunteurs achètent et vendent des titres primaires » ; elles accroissent l'efficacité de ces marchés dans la mesure où elles font « connaître aux emprunteurs les actifs que préfèrent les prêteurs, aux prêteurs ceux que préfèrent les emprunteurs », et offrent des « facilités de courtage, de soutien et de lancement d'émissions nouvelles, de recensement par les courtiers, de livraison au comptant ou à terme » ;
- **Les techniques d'intermédiation** qui font appel aux institutions financières, appelées ainsi car « les institutions financières font partie des demandeurs de titres primaires et alimentent les portefeuilles des prêteurs en titres indirects au lieu de titres primaires ».

37

Cette dualité de processus de financement vient donc de ce que les agents non-financiers prêteurs détiennent en portefeuille des actifs financiers qui sont, soit des engagements d'autres agents non-financiers (titres primaires), soit des engagements d'institutions financières (titres indirects). Ils se constitueront ces actifs en recourant, soit aux marchés, soit aux institutions financières. De ce fait, si tous les intermédiaires financiers, bancaires ou non-bancaires, achètent des titres primaires aux agents à déficit, en revanche, tous les titres primaires ne sont pas achetés par les intermédiaires financiers ; de même, si tous ces intermédiaires offrent des actifs financiers, monétaires ou non-monétaires, aux agents à excédent, tous les actifs



## I N T E R M É D I A T I O N /

financiers détenus par ces derniers ne le sont pas sur des intermédiaires financiers.

Il existe ainsi, dans tout système financier, une dichotomie fondamentale reposant sur deux critères : la nature (primaire ou indirecte) des titres de dette constituant le portefeuille des agents non-financiers prêteurs et le processus (de marché ou d'intermédiation d'institutions) par lequel s'opère cette détention d'actifs. D'où les deux séquences : titres primaires-marché des titres-financement direct et titres indirects-institutions financières-financement indirect. Par conséquent, si celle-ci exprime une intermédiation financière, celle-là constitue alors de la désintermédiation, terme que Gurley et Shaw n'emploient cependant pas. Et la mesure quantitative de cette dernière à travers notamment le montant des émissions de valeurs mobilières possède un fondement analytique. Un rapport du CNC sur « les instruments d'épargne » (*opus cité, page 42*) considérera comme un « indicateur de désintermédiation » la croissance des marchés financiers mesurée par la part des actions et des obligations sur le marché des fonds prêtables.

En fait, le CNC ne retient pas la totalité de ces séquences. Il ne considère que les choix de financement offerts aux agents non-financiers (prêts des institutions financières, émissions de titres sur le marché interne ou endettement extérieur) et ne se préoccupe pas de savoir quel type d'agent, financier ou non-financier détient les titres émis, en d'autres termes, d'où viennent les « ressources » qui ont assuré ce financement. Ce n'est donc pas, à proprement parler, la distinction finance directe-finance indirecte de Gurley et Shaw qui est retenue puisque il y manque son aspect essentiel, la nature primaire ou indirecte des titres de dette détenus par les agents non-financiers à excédent. Par ailleurs, le CNC indique explicitement que dans tous les cas, « la notion de désintermédiation ne peut être assimilée à la notion de financement par les marchés de capitaux » (*CNC, opus cité, page 142*), ce qui élimine tout rattachement à un processus complet de financement.

Ainsi, il est possible de mettre en évidence une opposition entre deux types de financements et de processus, qui repose à la fois sur une mesure quantitative des opérations et sur une conceptualisation qui en fournit les fondements analytiques. Il apparaît alors deux logiques différentes que l'on convient de baptiser l'une intermédiation, l'autre désintermédiation. A y regarder de plus près, cependant, bien des doutes apparaissent sur la validité de certaines hypothèses de base de cette opposition.

---

### **UNE SIGNIFICATION CONTESTABLE DE LA DUALITÉ DU PROCESSUS**

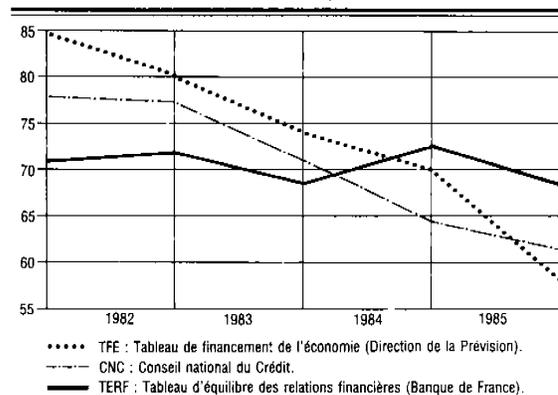
---

La remise en cause de certaines des hypothèses adoptées par le CNC aboutit, en effet, à deux résultats paradoxaux : d'une part, malgré « l'explosion » des marchés financiers, l'ampleur de la désintermédiation qui s'exprime en grande partie à travers eux peut être considérablement diminuée dans son volume ; d'autre part, malgré les différences dans les opérations et les types de financement, la spécificité de la désintermédiation n'est pas telle qu'elle ne puisse pas s'analyser en termes d'intermédiation. En d'autres termes, la part de l'intermédiation financière peut bien se réduire dans les financements ; cela ne veut pas dire qu'il y ait pour autant désintermédiation, que celle-ci représente un montant des financements ou un processus de financement.

Tout d'abord l'ampleur de la désintermédiation est très variable, suivant la nature des hypothèses retenues (*voir graphique page 39*). Cela ne vient pas de ce que plusieurs mesures statistiques des taux d'intermédiation financière sont possibles dès lors que l'on quitte le plan des principes théoriques pour celui de leurs expressions statistiques. Cela vient plutôt de ce que l'on adopte des principes théoriques différents ou que l'on s'éloigne plus ou moins des principes théoriques eux-mêmes.

## DÉSINTERMÉDIATION

ÉVOLUTION DU TAUX D'INTERMÉDIATION (en pourcentage)



Source : CNC 1986 page 143.

Le raisonnement sur des flux annuels, tout d'abord, amplifie considérablement les variations indépendamment des montants en termes de stocks ou d'encours. Dire, par exemple, que « les intermédiaires financiers qui assuraient plus de 80 % du financement de l'économie en 1981 n'en assurent plus que 40 % environ en 1986 » (CNC, *opus cité*, page 145) ne signifie pas que la part des banques dans le total de l'endettement des agents non-financiers a diminué de moitié. Cela n'est vrai que pour l'accroissement annuel de cet endettement, pas pour le « stock » de ces dettes envers les institutions financières. Or, celles-ci sont passées de 89,7 % du total des endettements en 1981 à 87 % en 1985, selon le Rapport Lagayette (*opus cité*, sous-groupe 2, page 14). Ce qui donne une toute autre vision de la réduction de la part des institutions financières.

39

Par ailleurs, en ne retenant qu'une face du processus de financement — la satisfaction du besoin des financements des agents non-financiers —, le CNC dissocie arbitrairement les rôles d'intermédiaire financier et ne tient pas compte des ressources à partir desquelles ceux-ci assurent les financements. Le cas des émissions d'obligations par les institutions financières est à cet égard très significatif : elles sont comptabilisées dans le financement intermédié bien que représentant des opérations sur titres. Mais les mêmes émissions par l'Etat et les agents non-financiers, ainsi que les actions, sont comptabilisées dans les financements désintermédiés. Or, le critère de différenciation reposait au départ sur le financement par crédit ou par émission de titres.

Enfin, l'hypothèse de « transparence » des OPCVM, si elle peut se concevoir en matière de fiscalité, ne repose sur aucun fondement économique dans la mesure où ces OPCVM créent des actifs financiers sur eux-mêmes (parts de Sicav ou de FCP) et sont donc des intermédiaires financiers, indépendamment de la forme juridique de leur rattachement à des institutions financières. C'est leur activité économique qui compte, beaucoup plus que le cadre juridique dans lequel elle s'exerce. Si les portefeuilles gérés par ces OPCVM sont réintroduits dans les financements intermé-

## I N T E R M É D I A T I O N /

diés, comme le fait le TERF (Tableau d'équilibre des relations financières établi par le Service d'études économétriques et de recherche de la Banque de France), le taux d'intermédiation financière « au sens large » manifeste une baisse beaucoup moins prononcée (voir tableau ci-dessous). Le Rapport Lagayette n'a pas tort de considérer que la désintermédiation se mesure alors, essentiellement, par « *la substitution des parts d'OPCVM à des dépôts bancaires traditionnels* » (opus cité, page 113). Comme ces OPCVM sont adossés à 84 % à des institutions financières, celles-ci gagnent d'un côté ce qu'elles perdent de l'autre.

	1970/1975	1976/1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Part des prêts intermédiés dans l'ensemble des prêts	76	75	74	71	71	68	72	68
Part des placements intermédiés dans l'ensemble des placements	77	75	74	68	68	68	69	68
Rappel taux CNC (1985)	—	—	69	78	77	71	64	61

Source : Rapport Lagayette (page 113).

La signification des phénomènes de désintermédiation en est ainsi d'autant plus altérée que simultanément, il est admis qu'il va de pair avec trois autres phénomènes très souvent évoqués : la « ré-intermédiation », la « titrisation » et la « marchésation de l'intermédiation ». Ceux-ci ont en commun de montrer l'inutilité du concept de désintermédiation puisque, une fois celle-ci définie à partir de certaines hypothèses, il n'apparaît rien de plus pressé que de remettre en cause ces dernières alors même qu'elles ont servi à sa définition. Certes, chaque fois, il est implicitement admis que la désintermédiation ne représente qu'une partie du champ qu'elle était censée couvrir et possède un contenu propre différent de celui de l'intermédiation. Mais c'est par là-même reconnaître que la différence de nature qui était postulée au départ peut se réduire à une simple différence de degré dans les deux processus. En d'autres termes, s'il y a ré-intermédiation et marchésation de l'intermédiation, c'est que l'intermédiation initiale qui sert de référence n'était sans doute pas la bonne.

La conception de l'intermédiation financière la plus souvent retenue se rattache en effet davantage à la *Old view* des institutions financières, qui emploient en opérations de crédit les ressources monétaires empruntées qu'à la *New view* présentée par Gurley et Shaw, dans laquelle les intermédiaires financiers (monétaires et non-monétaires) sont considérés comme des créateurs d'actifs financiers monétaires ou non-monétaires.

Ce n'est là que l'une des manifestations de la grande confusion sémantique et conceptuelle qui règne en ce domaine et qui est imputable aussi bien aux interprètes de l'analyse de Gurley et Shaw qu'à ces derniers eux-mêmes, ce qui conduit à une extrême variabilité du champ de l'intermédiation financière.

C'est ainsi qu'en définissant celle-ci « *de façon théoriquement simple comme l'intervention d'organismes entre prêteurs primaires et emprunteurs finals dans l'allocation des ressources financières* » le CNC (opus cité, page 141) ne retient qu'un des deux aspects que l'analyse de Gurley et Shaw lie indissolublement, d'où une

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

conception de l'intermédiation financière qui est à l'opposé de celle de Gurley et Shaw. Pour ces auteurs, les intermédiaires financiers exercent, certes, une activité de courtage en matière de ressources financières grâce à leur interposition entre agents à excédent et agents à déficit. Mais les opérations qui rendent possibles ce transfert de ressources nécessitent la création de nouveaux titres de dette, qui seront offerts aux agents à excédent à la place des titres primaires.

En d'autres termes, c'est parce que les intermédiaires financiers achètent des titres primaires aux agents à déficit et vendent des titres indirects sur eux-mêmes aux agents à excédent qui se constituent ainsi des actifs financiers sur ces intermédiaires que le transfert de ressources peut s'effectuer. Les intermédiaires financiers sont donc des courtiers en ressources financières qu'ils ne créent pas, mais ils remplissent cette fonction en créant leur propre titre de dette et en la substituant à celle des agents à déficit dans le portefeuille d'agents à excédent. Si l'on ne retient que la première fonction et pas la seconde, il ne s'agit pas de l'intermédiation au sens de Gurley et Shaw eux-mêmes, ce qui est le plus souvent oublié. Ils ont, en effet, reconnu que « *les techniques de distribution permettent de distribuer efficacement les titres primaires d'un emprunteur à un prêteur et d'un prêteur à un autre grâce à des institutions telles que les courtiers et les bourses de valeur* » (*opus cité, page 180*). Dans ces conditions, les techniques d'intermédiation ne sont pas les seules à nécessiter l'interposition des institutions financières et celles-ci ne se caractérisent pas seulement par leur fonction de création d'actifs financiers par émissions de titres indirects. Par ailleurs, le financement peut être direct, au sens où le portefeuille des agents à excédent est constitué de titres primaires et non de titres indirects, sans qu'il y ait, à proprement parler, vente directe de titres primaires à d'autres agents non financiers comme l'indiquent Gurley et Shaw (*opus cité, page 182*) puisque des institutions financières telles que les courtiers opérant sur le marché des titres primaires s'interposent pour améliorer « *l'efficacité des techniques distributives* ».

41

Il s'ensuit que la marchésation et le « financement direct » tolèrent l'intervention d'intermédiaires financiers, mais cette fois dans un rôle de courtiers en titres primaires, sans mise en jeu de leurs propres titres de dette indirecte (*voir figure page 37, qui schématise cette nouvelle vision de l'intermédiation financière, qui se substitue à celle de la figure précédente*).

La vraie désintermédiation n'existerait, dans ce cas, que lorsque le financement s'opère par émission de titres primaires sans interposition d'institutions financières, ce qui correspond au financement par le crédit inter-entreprises au placement direct de billets de trésorerie par la société émettrice. Tout autre forme de financement, dès lors qu'elle requiert l'intervention d'institutions financières par création d'actifs financiers ou par courtage en titres primaires, relève alors de l'intermédiation financière. La « titrisation » est ainsi compatible avec l'intermédiation et la « réintermédiation » en tant que « présence croissante des banques sur les marchés... » (*de Boissieu, 1987, pp. 81-82*) ne constitue plus qu'un détour conceptuel inutile.

Trois mesures différentes entraînant autant de conceptions de la désintermédiation peuvent ainsi être envisagées suivant que l'on trace une ligne de démarcation entre intermédiation et désintermédiation : soit entre les crédits accordés par les institutions financières (même à partir d'émissions de titres) et les titres émis par les agents non-financiers emprunteurs (CNC) ; soit entre la nature indirecte ou primaire des titres de dette (*Gurley et Shaw, figure page 1*) ; soit entre les activités de création d'actifs financiers ou de courtage de titres des intermédiaires financiers (*Gurley et Shaw figure page 2*).

Dans les deux premiers cas, la marchésation est antinomique de l'intermédia-

## I N T E R M É D I A T I O N /

tion et la désintermédiation est la négation de l'intermédiation. Dans le troisième cas, marchandisation et intermédiation ne se conçoivent pas l'une sans l'autre et la désintermédiation est le nom impropre donné à une forme d'intermédiation financière ne nécessitant pas le recours à la création d'actifs financiers sur eux-mêmes par les intermédiaires financiers. Il n'y a alors nulle incohérence dans l'idée que la désintermédiation recouvre simplement le développement de l'activité d'intermédiaire au sens de courtier assurée par les institutions financières entre émetteurs et investisseurs sur les marchés de titres. Il y a seulement comme le note la BRI dans son 56<sup>e</sup> rapport annuel (juin 1986, page 73), « un changement dans la localisation de l'intermédiation financière qui se situe maintenant moins dans les banques (commerciales) et davantage dans les maisons de titres, les banques d'investissement et les investisseurs institutionnels ». L'opposition systématique entre intermédiation et désintermédiation repose donc sur des hypothèses bien trop friables pour ne pas aboutir à des interprétations divergentes. Il n'en reste pas moins un ensemble incontestable de faits qui traduit une évolution certaine dans les modalités de financement et de placement des agents non-financiers. Entre une intermédiation rétrécie, qui exagère la diminution du rôle des institutions financières, et une désintermédiation élargie, qui exagère l'accroissement du rôle des marchés, il y a place pour une grille d'analyse plus réaliste qui donne de l'intermédiation financière une vision plus générale tolérant une plus grande diversification des activités exercées par les institutions financières.

---

### **UNE GÉNÉRALISATION TOLÉRANT UNE DIVERSIFICATION DES ACTIVITÉS**

---

L'analyse de l'intermédiation financière de Gurley et Shaw a sans doute apporté à la fin des années cinquante, une *New view* dans la théorie de la monnaie et des institutions financières jusque-là dominée par une *Old view* (James Tobin) au statut économique plus limité. Vers la fin des années quatre-vingt, elle apparaît bien plus comme une *Partial view* qui doit être intégrée à une *General view* prenant davantage en compte les changements intervenus simultanément dans l'organisation et le fonctionnement des systèmes financiers contemporains et dans l'environnement macro-économique. Cela signifie qu'il convient d'abord de relativiser l'opposition intermédiation-marchandisation en insistant davantage sur les complémentarités de leurs fonctions respectives et ensuite de spécifier les activités qui peuvent être exercées dans le cadre d'une intermédiation financière conçue comme la forme générale d'activité de toutes les institutions financières.

---

### **UNE COMPLÉMENTARITÉ QUI RELATIVISE LES OPPOSITIONS**

---

L'observation des profondes transformations des systèmes de financement contemporains montre, en effet, que ce ne sont pas tant « les marchés qui supplantent les guichets »<sup>3</sup> mais bien plutôt les « salles de marchés » des grandes banques françaises et étrangères. La création récente de « Directions des marchés » à la BNP, la Société générale et le Crédit lyonnais prouve à cet égard que l'activité sur les marchés est désormais intégrée à l'activité bancaire, comme elle l'a toujours été, d'ailleurs, mais dans de moindres proportions qu'aujourd'hui. Il ne peut en être autrement dans la mesure où d'une part, la « finance directe » et la marchandisation ne suppriment pas l'intervention des institutions financières et d'autre part, l'intermédiation financière ne se réduit pas à la seule création d'actifs financiers permettant la

---

3 - Titre d'un article paru dans Le Monde du 21 juillet 1987.

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

satisfaction de tous les besoins de financement et de placement des agents non-financiers.

La « finance directe » et la marchandisation tolèrent la présence des institutions financières, type établissement de crédit français, chaque fois que l'opération concernée ne met pas en jeu le titre de dette indirecte monétaire ou non monétaire, émis par l'institution financière. Il en est ainsi dans quatre cas :

— quand l'institution financière doit recourir à la monnaie centrale ou monnaie de la Banque centrale, soit pour équilibrer sa trésorerie, soit pour se livrer à des opérations inter-bancaires ; il s'agit là de la première marchandisation sans laquelle les banques n'auraient jamais pu créer leur propre monnaie ;

— quand l'institution financière doit se procurer des devises étrangères, titres de dette libellés en unité monétaire étrangère, soit pour développer des prêts en monnaie nationale ou en devises, soit pour gérer sa position extérieure ; sans opérations sur le marché des changes, une institution financière limiterait considérablement la gamme des services rendus à sa clientèle ; sans les opérations sur les euro-marchés, l'internationalisation des activités bancaires ne se serait pas produite ;

— quand l'institution financière dirige l'émission d'emprunts obligatoires ou l'augmentation de capital d'une société et assure seule ou dans le cadre d'un syndicat de banques, le placement des titres primaires ainsi émis ; sauf dans la situation de séparation institutionnelle des opérations de crédit et des opérations financières, les banques sont toujours intervenues sur le marché financier, notamment en France ; de plus l'institution financière peut gérer des portefeuilles de titres et offrir des « produits de marchés » tels les parts de Sicav ou de FCP sous couvert d'entités juridiques, toutefois distinctes ;

— quand l'institution financière cherche à se couvrir contre les risques de taux de change et de taux d'intérêt, soit en échangeant des actifs libellés en unités monétaires différentes ou des taux d'intérêt attachés à deux titres de dette différents (*swaps* d'actifs et de taux d'intérêt) soit en achetant ou vendant des contrats à termes (*futures*) ou des options sur devises ou sur titres, soit même en vendant avec décote, des prêts détenus en portefeuille.

43

---

### PLUSIEURS DEMEURES DANS LA MAISON DU PÈRE

---

Un cinquième cas peut être ajouté, qui est celui des opérations sur *commercial paper* et billet de trésorerie dans lequel la technique du crédit est associée à celle de l'émission et donne lieu à une *securitization* des crédits au sens strict, différente de la *securitization* consistant en la transformation de crédits déjà accordés en émissions de titres ; l'institution financière intervient alors à la fois dans la préparation de l'émission, dans son placement sur le marché des titres de créances négociables à court et moyen terme et dans l'offre d'une ligne de crédit de « substitution » ou de garantie.

Dans tous ces cas, le passage par le marché ne supprime pas l'intervention et la présence des institutions financières, soit qu'elles agissent pour satisfaire des besoins de financement et de placement des agents non financiers et d'autres institutions financières, soit qu'elles agissent pour leur propre compte dans le cadre de la gestion de leur portefeuille de créances et de dettes. La plupart des innovations financières ne sont-elles pas, d'ailleurs, le produit des institutions financières ? Par conséquent, dès lors qu'une institution financière intervient dans une opération de financement ou de placement qui ne met pas en jeu son propre titre de dette indirecte, monétaire ou non monétaire, elle ne sort pas pour autant de l'intermédiation pour entrer dans la désintermédiation.

## I N T E R M É D I A T I O N /

Elle reste toujours dans le cadre de son activité d'intermédiaire financier, car « *il y a plusieurs demeures dans la maison du Père* »... S'il n'en était pas ainsi, ce serait de bien curieux intermédiaires financiers que ceux qui se livreraient à une intermédiation financière dans laquelle comme pour les seules banques françaises en 1985 (au sens de la législation de 1984) le partage entre opérations en francs et opérations en devises est de 60-40 (respectivement 60,5 % et 39,5 % pour les emplois et 60,9 % et 39,1 % pour les ressources) et le partage entre opérations avec les établissements de crédit et les institutions financières et opérations avec la clientèle est respectivement de 47,2 % et 41,04 % pour les emplois et de 57,74 % et 30,45 % pour les ressources sous forme de dépôts de la clientèle<sup>4</sup>.

L'intermédiation financière avec intervention d'institutions financières ne se limite donc pas à la création d'actifs financiers « indirects » sur elles-mêmes de la part de ces institutions. C'est pourtant cette vision réductrice et appauvrissante qui est le plus souvent retenue lorsqu'on se réfère aussi bien à l'analyse économique, forcément abstraite, qu'aux réglementations juridiques définissant les statuts des institutions financières.

Qu'il s'agisse, pour Gurley et Shaw, de définir les intermédiaires financiers par leur « fonction principale » d'achat de titres primaires aux agents à déficit et d'émission de titres indirects pour le portefeuille des agents à excédent, ou qu'il s'agisse, pour la loi du 24 janvier 1984, de définir les opérations de banque, en énumérant (*art. 5*) un certain nombre d'opérations « connexes » (parmi lesquelles les opérations financières) aux opérations de réception de dépôts, octroi de crédit et gestion des moyens de paiement (*art. 1*), c'est toujours la même prééminence qui est accordée à certaines opérations sur d'autres, considérées comme moins spécifiques. D'où la référence fréquente à l'intermédiation « au sens strict » ou « traditionnelle », qui ne viserait que la collecte des dépôts et l'octroi des crédits et qui sous-entend que les autres opérations ne participent pas vraiment de l'intermédiation. Or c'est le propre d'un « établissement de crédit » à vocation universelle de faire bien d'autres opérations que celles limitativement énumérées dans l'article 1.

Tout récemment la Cour suprême des Etats-Unis vient de donner un exemple de l'utilisation qui peut être faite de cette conception en jugeant que deux banques commerciales pouvaient effectuer des opérations de négoce de valeurs mobilières en n'importe quel lieu du territoire sans entreindre le *Mc Fadden act* de 1927, au motif que celui-ci ne visait que « l'activité essentielle » de ces banques<sup>5</sup>. Une telle vision de l'intermédiation financière repose sur une double confusion : celle de l'économique et de la juridique, et celle de l'institutionnel et du fonctionnel.

La première conduit au syllogisme suivant : les banques, établissements de crédit, sont des intermédiaires financiers, selon l'analyse économique ; or les opérations de banque consistent essentiellement en la réception de dépôts et en l'octroi de crédits — selon la réglementation ; donc toutes les autres opérations qui ne sont que « connexes », et par là non essentielles — notamment les opérations sur titres ou l'ingénierie financière —, ne participent pas de l'intermédiation ; ce qui aboutit à considérer que la désintermédiation est en fait une activité d'intermédiaire financier ne portant pas sur les opérations essentielles.

La seconde conduit à prendre pour un tout (institutionnel) ce qui n'est en fait qu'une partie (fonctionnelle) de ce tout ; et à considérer comme des données de l'analyse économique des blocs de financiarisation — qui ne sont que des solutions institutionnelles variables dans l'espace et dans le temps, puisque ce qu'une loi a fait,

4 - Commission bancaire, rapport 1985, page 65.

5 - Les Echos, 16 janvier 1987.

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

une autre peut le défaire. A cet égard, c'est le grand mérite de la théorie des « restrictions légales » de F. Black (1970), E. Fama (1980) et R. Hall (1982, 1983), que d'avoir montré que le concept de monnaie aussi bien que celui d'intermédiaire financier dépendent pour une large part d'influences exercées par la réglementation. C'est dire que le concept d'intermédiation financière, s'il exprime la forme générale d'activité exercée par des institutions spécialisées dans des opérations financières, doit permettre également de tenir compte d'un exercice différencié de ces activités.

### UNE DIFFÉRENCIATION QUI SPÉCIFIE LES ACTIVITÉS

Le concept de désintermédiation ne serait pas apparu si un certain type d'activité financière n'avait manifesté un déclin relatif alors qu'un autre enregistrait un essor non moins relatif. Il est toutefois possible d'analyser cette dualité « incontournable » sans considérer que la désintermédiation se substitue à l'intermédiation.

Si dualité il y a dans les processus de financement, ce n'est pas celle qui existe entre un processus qui serait « intermédié » parce que des institutions financières y interviennent et un autre qui serait « désintermédié » parce que « les marchés » se substituent aux institutions financières. C'est bien plutôt celle qui existe entre un processus qui implique la production d'actifs financiers monétaires par des institutions financières et un processus qui ne l'implique pas dans la mesure où la satisfaction des besoins de financement peut s'effectuer grâce à la mobilisation de ressources excédentaires déjà existantes. Mais cela ne veut pas dire que des institutions financières n'interviennent pas dans cette satisfaction des besoins et cette mobilisation. Le fait qu'il y ait « décréditisation » des financements ne signifie pas non intervention des intermédiaires financiers, mais seulement intervention différente.

En d'autres termes, l'essentiel n'est pas que dans un cas, les agents non financiers aient besoin des intermédiaires financiers ainsi que des actifs qu'ils produisent et dans l'autre pas, mais qu'il existe un besoin d'une quantité de monnaie ( $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$ ) additionnelle dans un cas et pas dans l'autre. Telle est nous semble-t-il la signification profonde et actuelle de la distinction « finance indirecte-finance directe » comme d'ailleurs de la distinction hicksienne des secteurs d'*overdraft economy* et d'*auto-economy* qui a inspiré la distinction de l'économie d'endettement (devenue « de financements administrés » dans le Rapport Lagayette) et de l'économie de marchés financiers.

En quoi alors, les intermédiaires financiers peuvent-ils intervenir dans un processus dont leur titre de dette indirect est absent ? Ils peuvent toujours intervenir dans le transfert de ressources des agents à excédent vers les agents à déficit qui se réalise lorsque les seconds vendent leurs titres primaires aux premiers. Mais au lieu d'intervenir dans ce transfert en transformant des titres de dette primaire en titres de dette indirecte sur eux-mêmes, ce qui est le propre d'une activité de production dans laquelle les *outputs* vendus sont différents des *inputs* achetés, ils interviennent en tant que courtiers facilitant l'échange titres contre monnaie entre émetteurs et investisseurs par l'organisation de l'émission des titres puis leur placement. Au lieu d'être producteurs d'actifs ils sont producteurs de services. Nous rejoignons ici l'analyse présentée par Philippe Szymczak (1987, p. 53).

La différence fondamentale entre l'activité de production d'actifs financiers et l'activité de courtier en titres tient ainsi à ce que les titres primaires ne sont plus achetés pour être vendus après avoir fait l'objet d'une transformation en titres indirects ; ils sont achetés et revendus tels quels. Ce faisant, l'intermédiaire financier n'agit pas tant pour son propre compte que pour celui de ses clients emprunteurs et prêteurs. Et ces opérations ne s'effectuent plus avec clause de rachat (à vue ou à terme) mais au comptant.

## I N T E R M É D I A T I O N /

Il s'agit-là de deux modalités différentes d'intermédiation beaucoup plus que deux types de processus de financement, dont l'un seulement relèverait de l'intermédiation et pas l'autre, dans la mesure où les agents non financiers n'ont pas besoin des titres de dette des intermédiaires financiers pour s'endetter ou se constituer un portefeuille d'actifs. D'autre part, le fait pour une institution financière de ne pas produire d'actifs financiers sur elle-même ne l'exclut pas pour autant du processus d'intermédiation. Celle-ci est seulement « localisée » dans d'autres opérations que celles de « collecte de fonds » et de crédits. De ce fait, les agents non financiers « passent » par ces institutions, mais pas par leurs titres de dette.

### **LES QUATRE FONCTIONS D'INTERMÉDIAIRE FINANCIER**

Cette nature duale de l'intermédiation financière ne se confond pas toutefois, avec les fonctions d'intermédiaire financier. Celles-ci sont au nombre de quatre :

— La fonction primaire est celle dans laquelle les institutions financières *emploient le capital des autres*, comme disaient Ricardo et Bagehot au XIX<sup>e</sup> siècle, c'est-à-dire emploient la monnaie qu'elles empruntent sous forme de prêts ou opérations de crédit. Ce sera la caractéristique de la fonction d'intermédiaire financier non monétaire, dégagée par Gurley et Shaw. Elle consiste à « créer » ce qui n'est pas prêté, à savoir les actifs financiers non monétaires (dépôts à terme et d'épargne, bons obligations et actions), offerts aux agents non financiers d'excédent ; et à prêter ce qui n'est pas créé, à savoir, la monnaie qui sera obtenue par emprunt auprès des agents à excédent à qui seront vendus (avec clause de rachat à terme) les titres de dette indirecte émis par l'intermédiaire sur lui-même ; il s'agit donc d'une fonction de producteur d'actifs financiers non monétaires et de courtier en ressources monétaires.

— La fonction secondaire est celle dans laquelle les institutions financières produisent (« créent ») la monnaie qu'elles emploient en opérations de crédit ou qu'elles offrent aux agents à excédent désirant détenir cette monnaie en portefeuille ou en encaisse ; ce sera la caractéristique de la fonction d'intermédiaire financier monétaire de Gurley et Shaw, qui consiste à n'utiliser qu'un seul actif financier pour satisfaire aussi bien les besoins de financement des agents à déficit, à qui sont accordés des crédits, que les besoins de placement ou d'encaisse des agents à excédent à qui il est offert « le » titre de dette indirecte monétaire de l'institution considérée à la place des titres de dette indirecte monétaire des autres institutions « monétaires » (Banque centrale, ou autres institutions gérant des dépôts à vue) ; il s'agit donc d'une fonction de producteur d'actifs financiers monétaires qui, économiquement parlant, exclut toute opération de courtage en ressources monétaires, le voile comptable du bilan révélant seulement un équilibre des engagements et des avoirs envers la clientèle qui cache l'équilibre bien plus significatif qui doit être réalisé entre gains et pertes en « monnaie centrale ».

— La fonction tertiaire est celle dans laquelle les institutions financières n'accomplissent aucune des deux fonctions précédentes et donc ne produisent pas d'actifs financiers sur elles-mêmes ; ce sera la caractéristique des techniques « distributives » de Gurley et Shaw tolérant l'intervention des courtiers ou de « l'intermédiation de marché » (Courbis, 1987), qui consiste à rapprocher offreurs et demandeurs de titres primaires ou de titres indirects longs (obligations et actions d'agents financiers) lors de leur émission et de leur placement ; et à assurer ensuite sur le marché secondaire la négociabilité de ces titres, ce qui inclut les fonctions de « teneur de marché » et de contrepartie type *ex-jobber* britannique ; il s'agit donc d'une fonction de courtier en titres ou valeurs mobilières liée à une modalité particulière de courtage en ressources monétaires relèvent forcément de l'intermédiation financière. D'autant

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

que dans certains cas (*commercial paper*, billet de trésorerie, euro-notes ou *facilities*), une opération conditionnelle de crédit peut être adjointe.

Ces trois fonctions d'intermédiaire financier ne présentent aucune nouveauté, ni au point de vue des opérations qu'elles requièrent, ni au point de vue de l'analyse (type figure page 1) issue de Gurley et Shaw, sauf sur un point : la fonction tertiaire participe de la fonction d'intermédiaire financier au lieu d'en être exclue (voir figure page 2).

— La fonction quaternaire qui, en revanche, présente davantage de nouveautés. C'est celle dans laquelle les institutions financières sont incitées à pratiquer une gestion active de leurs avoirs et engagements grâce à de nouveaux instruments financiers permettant une couverture des risques liés à l'instabilité des taux de change et d'intérêt ; en tant que gestion de flux, cette fonction existait déjà mais était limitée aux banques et à leur trésorerie en monnaie centrale et en devises ; elle s'étend maintenant à d'autres éléments du bilan et du hors-bilan, qui sont négociables. Et surtout, elle introduit la préoccupation de couverture des risques de taux et de change, grâce à des *swaps* d'actifs et de taux d'intérêt, des contrats à terme d'instruments financiers ou des contrats optionnels ; l'exemple type de cette activité de gestion des risques est celui des banques de trésorerie et des récentes directions de Marchés des grandes banques et des futures Sociétés de bourse, qui remplaceront les agents de change actuels.

### **Le contenu et le contenant**

Ces quatre fonctions peuvent se retrouver, selon les époques, aussi bien dans quatre types différents d'institutions financières que dans la même institution. Cela dépend à l'évidence des législations nationales et du degré de « restrictions légales » qu'elles imposent à l'activité d'intermédiation financière. Mais s'il y a dualité à l'intérieur du système, ce ne sont pas les agents non financiers qui l'imposent en choisissant de recourir au crédit ou à l'émission de titres, mais bien plutôt les intermédiaires financiers qui sont conduits, du fait des choix de ces agents, emprunteurs ou prêteurs, à offrir leurs services soit comme producteurs d'actifs financiers sur eux-mêmes soit comme courtiers en titres primaires émis par d'autres qu'eux.

Au triple point de vue sémantique, empirique et analytique, le concept de désintermédiation ne nous paraît donc pas exprimer correctement le processus qu'il veut décrire. Sa géométrie variable selon les mesures qui en sont faites traduit les confusions et les ambiguïtés sur lesquelles il repose. Les contradictions auxquelles il conduit reflètent l'adoption d'hypothèses trop restrictives. Dans un domaine où l'institutionnel et le fonctionnel se renvoient l'un à l'autre, il apparaît trop institutionnel dans ce qu'il a de fonctionnel ou pas assez fonctionnel dans ce qu'il a d'institutionnel. Il exagère donc la réduction du rôle des institutions financières en général et des établissements de crédit en particulier dans l'ajustement des besoins et capacités de financement des agents non financiers, en même temps qu'il minimise l'accroissement de leur rôle ou de leur activité dans la mobilisation de l'épargne existante et la couverture des risques liés à l'instabilité de l'environnement macro-économique.

Dans ce qui n'est à vrai dire qu'une « décréditisation » des flux de financement allant de pair avec une « mobilisation » des flux de placement qui en est l'autre face, ce sont certaines fonctions d'intermédiaire financier qui accusent un déclin relatif alors que d'autres connaissent, au contraire, un essor relatif sans que pour autant l'intermédiation diminue dans un cas et la désintermédiation augmente dans l'autre. C'est l'élargissement du champ de l'intermédiation qui importe, non la réduction de certaines de ses composantes. C'est le contenu du rôle des institutions financières

## INTERMÉDIATION /

qui change, non la nature de leur activité qui reste celle d'intermédiaire financier. C'est finalement à la réglementation de ces activités de s'adapter à la très forte pression qui s'exerce en faveur de l'intermédiaire financier à tout faire, en tous lieux, en tous temps, en tous genres et non l'inverse. Plus tôt les législateurs définiront de nouvelles règles en conformité avec les jeux actuels, et plus tôt nous cesserons de confondre le contenu avec le contenant.

(Achévé de rédiger en septembre 1987)

---

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

---

BIACABE Pierre. — **The evolution of financial markets and innovation in France, First international meeting in financial innovation**, september 25-26, 1986, Milan. *University Luigi Bocconi*, 1987.

BLACK Fischer. — **Banking and interest rates in a world without money : the effects of uncontrolled banking**. *Journal of bank resources*. Autumn 1970.

de BOISSIEU Christian. — **Mutations et fragilité des systèmes financiers**. *Revue française d'économie*, Vol. II, 1, Hiver 1987.

COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN. — **Les perspectives du financement de l'économie française**. Rapport du groupe de travail présidé par Philippe Lagayette (édition polycopiée 1987).

CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT. — **Rapports annuels 1985 et 1986**. (édition provisoire pour 1986).

CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT. — **Rapport du groupe de travail sur les instruments d'épargne**, juillet 1986.

COMMISSION BANCAIRE. — **Rapport 1985**.

COURBIS Bernard. — **Peut-on parler de désintermédiation financière en France ?** *Economie et Humanisme*. Mars-avril 1987.

FAMA Eugène. F. — **Banking in a theory of finance**. *Journal of monetary economics*. Janvier 1980.

GURLEY John G. et SHAW Edward. S. — **Money in a theory of finance Washington, The brookings institution**, 1960 (citations d'après la traduction française, Paris, Cujas, 1973).

HALL Robert E. — **Monetary trends in the United states and the United kingdom. Review from the perspective of new developments in monetary economics**. *Journal of economic literature*, Décembre 1982.

HALL Robert E. — **Optimal fiduciary monetary systems**, *Journal of monetary economics*, juillet 1983.

SZYMCZAK Philippe. — **Eléments de comparaison internationale des coûts et marges bancaires**. *Revue d'économie financière*, juin 1987.

---

# DÉSINTERMÉDIATION

---

## COMMENTAIRE

Sylvie CARAT *Conseil national du crédit*  
et Yves ULLMO

---

L'objet de l'article du Pr. Biacabe, qui fait suite à de nombreuses études et réflexions consacrées à l'évolution récente du système financier français, vise à mettre en garde contre un usage abusif du terme de désintermédiation. Si l'auteur a parfaitement raison de souligner qu'une telle notion ne peut, à elle seule, rendre compte de l'ensemble des évolutions du mode de financement de l'économie, il aboutit, en revanche, à des conclusions qui nous semblent, pour le moins, radicales et restant, en tout état de cause, à démontrer. Il n'y aurait pas, selon le Pr Biacabe, désintermédiation mais *élargissement du champ de l'intermédiation*. Surtout, son augmentation repose sur une critique non fondée des travaux du Conseil national du crédit<sup>1</sup> et présente quelques confusions préjudiciables à la qualité de l'analyse macro-économique.

L'auteur conteste à la fois la mesure du taux d'intermédiation retenue par le CNC, laquelle ne rend pas véritablement compte du rôle des banques dans le financement de l'économie, et les analyses qui sont supposées en découler. Est-il besoin de rappeler que l'optique du CNC ne vise, en aucun cas, à retracer l'activité des institutions financières. Elle consiste, comme l'écrit parfaitement le Pr Biacabe au début de son article, à se placer du point de vue de l'emprunteur qui a essentiellement à choisir, pour se financer, entre le recours au crédit ou l'émission de titres. Peu importe, en réalité, la qualité du détenteur fiscal du titre (agent non financier ou établissement de crédit). Les résultats présentés dans le rapport du CNC s'appuient sur un concept d'intermédiation explicitement délimité qui « *retrace la structure des financements externes telle qu'elle figure au bilan des agents non financiers (Etat inclus)*. Il n'a pas pour objectif de rendre compte de l'ensemble de l'intermédiation des institutions financières à l'égard des résidents et a fortiori vis-à-vis des non-résidents » (Rapport du CNC, 1985).

Ceci étant clairement posé, les analyses développées par le CNC n'ont jamais nié le rôle des banques sur les marchés de capitaux. Ainsi, peut-on lire dans le rapport annuel de 1986 : « *Les institutions financières ont à la fois développé leurs emplois et la collecte de leurs ressources sous forme négociable. Plus que son intensité, c'est peut-être la nature même de l'intermédiation qui se trouve modifiée par les orientations actuellement.* » Puis sous le titre la « *marchéisation* » de l'actif et du passif des établissements de crédit : « *En ce qui concerne les emplois (...), l'actif d'établissement de crédit, antérieurement constitué, presque uniquement de crédits, évolue vers une situation dans laquelle les titres occupent une place non négligeable (...). En ce qui concerne les ressources, la marchéisation s'illustre par le développement de placements concurrents aux engagements traditionnels des banques (certificats de dépôts/comptes à terme par exemple) et accentue la nécessité de faire appel à des ressources de marché.* » Enfin, sous le titre l'évolution dans le

49

---

<sup>1</sup> - Rapport annuel, rapport de groupe de travail.

financement par les banques : « *Les innovations financières récentes permettent enfin aux établissements de crédit d'offrir une véritable ingénierie financière à leur clientèle (...). Le développement des marchés de capitaux provoque une très forte croissance des opérations des banques qui ne sont pas des activités de financement stricto sensu mais des opérations financières (lancement d'emprunts, d'augmentations de capital, ordres de bourse), des activités de conseil (de placements).* »

L'article du Pr Biacabe ne se limite pas à une critique des travaux du CNC. Il vise à proposer une analyse originale du nouveau mode de financement de l'économie qui rendrait compte, de façon exhaustive, de l'ensemble de l'activité des institutions financières. En réalité, il peut se résumer en une idée : il n'y a pas antinomie entre marchandisation et participation active des banques au financement de l'économie. Il est regrettable, en revanche, que celle-ci soit étayée par des raisonnements qui prêtent à critique.

A l'appui de son propos, l'auteur développe principalement deux arguments :

- Dans un certain nombre de cas, marchandisation et présence des institutions financières vont de pair : lorsque les banques font appel au marché interbancaire ou aux marchés des changes, lorsqu'elles dirigent l'émission d'emprunts obligataires ou l'augmentation de capital d'une société, lorsqu'elles cherchent à se couvrir contre les risques de change, de taux d'intérêt... L'auteur confond, nous semble-t-il, le recours des institutions financières au marché (interbancaire, de change, de couverture) et la fourniture par ces mêmes institutions financières de services de marché, deux pratiques qui n'ont strictement rien à voir. Il amalgame, en réalité, toutes les opérations dès lors qu'intervient la notion de marché. En réalité, le recours des banques au marché interbancaire traduit davantage un phénomène de surintermédiation que de désintermédiation.

- Si l'on cherche à mesurer véritablement l'importance du processus de désintermédiation, il convient de prendre en compte l'ensemble de l'activité des institutions financières : distribution du crédit, acquisition de titres, simple rôle de courtier notamment. Dès lors, le terme de désintermédiation n'évoque rien d'autre que le déclin d'un certain type d'activité financière au profit d'un autre. « *C'est l'élargissement du champ de l'intermédiation qui importe, non la réduction de certaines de ces composantes.* »

Le type d'argumentation relève, en réalité, d'une analyse du compte d'exploitation des banques qui n'est pas antinomique aux thèses développées par le CNC. Les travaux de celui-ci ont, en effet, largement souligné le rôle actif des banques sur les marchés de capitaux ainsi que la réorientation de leur activité traditionnelle de distribution du crédit au profit d'opérations financières, d'activité de conseil, afin de maintenir leurs marges. L'optique du CNC est autre, et demeure macro-économique. De ce point de vue, l'activité de courtage des banques, sans conséquence sur la création monétaire notamment, ne peut être analysée de la même façon que la distribution du crédit ou l'acquisition de titres. En outre, aucune étude n'a jusqu'à présent fourni un taux d'intermédiation intégrant l'ensemble de l'activité des banques. Rien ne permet donc de conclure à un élargissement du champ de l'intermédiation.

#### **Aller plus loin dans l'analyse des titres**

On fera une dernière remarque mais qui tient plus aux conditions d'application de la distinction de Gurley et Shaw entre finance directe et finance indirecte aux étroites inter-relations actuelles entre intermédiaires financiers et marchés, qu'aux

---

2 - Ces techniques financières sont appelées par eux « distributives ».

## D É S I N T E R M É D I A T I O N

thèses développées par le Pr Biacabe. Gurley et Shaw font la distinction entre titres primaires qui sont achetés et vendus sur les marchés par les prêteurs et les emprunteurs<sup>2</sup> et titres indirects : il s'agit ici des techniques d'intermédiation caractérisées par le fait que « *les institutions financières font partie des demandeurs de titres primaires et alimentent les portefeuilles des prêteurs en titres indirects au lieu de titres primaires.* » L'auteur indique d'ailleurs qu'un élément essentiel de la distinction est que, dans le second cas, pas dans le premier, il existe un besoin d'une quantité de monnaie additionnelle satisfait précisément par les intermédiaires financiers. Ainsi est fondée la distinction traditionnelle entre monnaie et épargne.

L'analyse de l'intermédiation financière telle que le Pr Biacabe vise à l'approfondir implique qu'on aille plus loin dans l'analyse des titres et qu'en particulier on fasse la distinction entre, d'une part titres *stricto sensu* destinés à être échangés sur un marché, et dont la valeur est une valeur de marché, et d'autre part dépôts et crédits bancaires dont la valeur n'est autre que la valeur faciale.

A partir du moment où les banques se financent de plus en plus par les titres (augmentation de capital, obligations, certificats de dépôt) et remplacent de plus en plus dans leur actif des crédits par des titres achetés sur le marché, à partir du moment où le développement des nouveaux instruments de marché négociables introduit une sorte de *continuum* entre le dépôt *stricto sensu* et le titre traditionnel et où il arrive souvent, notamment à travers le voile des Sicav, que le détenteur final ne soit plus sensible au risque de perte en capital, on se trouve dans un univers nouveau. La distinction entre agrégats purement monétaires et agrégats de liquidité devient plus difficile à dresser. Les bilans des banques contiennent une part croissante d'actifs *marked to the market*. Les établissements financiers sont de plus en plus plongés dans deux univers où la nature de l'information est fondamentalement différente : celui de l'information privative, objet moyen traditionnel du crédit intermédié, et celui de l'information publique banalisée telle qu'elle ressort des marchés et des agences de *rating* ; d'où un risque croissant de « conflit de capacités ». Enfin la titrisation de crédits déjà distribués, telle qu'elle est largement pratiquée aux Etats-Unis constitue un pont supplémentaire entre les activités d'intermédiation classiques et les activités de marché. Autant de problèmes pour l'analyse micro-économique bancaire et macro-financière qu'il est urgent d'approfondir.

(Achévé de rédiger le 15 décembre 1987)

