

Dix ans d'intermédiation financière en France

*Jean-Olivier Hairault et Franck Portier,
Respectivement CEBI, Paris I et ENS de Cachan*

L'analyse des mutations du système financier français a été largement développée depuis le début de cette décennie. Cependant, le matériau statistique n'a pas toujours permis une approche empirique validant les thèses défendues par tel ou tel auteur. C'est dans cette direction que notre approche peut se démarquer quelque peu des autres travaux sur le sujet. En effet, le matériau statistique original mis à notre disposition a été le point de départ de notre réflexion¹. Des tableaux d'opérations financières en flux et pour la première en encours, calculés en base 1980 (nouvelle base de la comptabilité nationale) permettaient une évaluation du niveau de l'intermédiation financière sur la période 1977-1987. Si ce thème a retenu l'attention dès la fin des années soixante aux Etats-Unis², il n'apparaît en France qu'au milieu des années quatre-vingt³. Il était dès lors intéressant d'apprécier le niveau d'activité des intermédiaires financiers (IF par la suite) à partir des données mises à notre disposition, en calculant des taux d'intermédiation (en flux et en encours). Cependant, et la section consacrée au calcul du taux d'intermédiation dans le rapport 1986 du CNC permet d'apprécier la nécessité de cette démarche, cet objectif passait au préalable par une réflexion méthodologique consistant à définir les intermédiaires financiers et dans quelles occurrences une opération doit être classée comme finance intermédiée.

63

¹ Cet article est extrait d'un document de travail de la Direction de la Prévision (J.O. Hairault et F. Portier, 1988), résultat d'une recherche menée au sein du Bureau des Opérations Financières de la Direction de la Prévision. Les auteurs remercient particulièrement MM. D. Bénard, R. Estrat et P. Szymozak pour leur précieux concours dans le travail dont cet article est le stade terminal. Nous sommes également redevables aux participants des sixièmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire (Lyon, 18-19 mai 1989) pour leurs commentaires, et B. Courbis qui a été notre rapporteur. Nous restons seuls responsables des éventuelles erreurs subsistantes.

² Dans les périodes de remontée des taux d'intérêt, les Savings et Loans intermédièrent moins les flux financiers.

³ Le rapport du Conseil national du crédit accorde une place privilégiée à l'intermédiation financière à partir de 1985.

RÉFLEXIONS SUR LE CONCEPT D'INTERMÉDIATION

Donner une représentation chiffrée du phénomène de désintermédiation en France sur les dix dernières années n'a de sens que si le concept même d'intermédiation financière est clairement cerné. Intuitivement, nous pouvons affirmer qu'il y a intermédiation financière lorsqu'un agent intervient entre prêteurs primaires et emprunteurs finals dans l'allocation des ressources financières, agent que nous identifions alors comme intermédiaire financier.

La nature de l'intermédiation financière

Cette définition intuitive est précisée dans les années soixante par J. Gurley et V. Shaw (1960) qui définissent l'intermédiation comme « l'achat de titres primaires aux emprunteurs ultimes et l'émission d'une dette indirecte pour les prêteurs ultimes ». Les titres primaires constituent l'ensemble des dettes et actions émises par les agents non financiers alors que les titres indirects sont représentatifs de la dette émise par les intermédiaires financiers. Ici, on décrit clairement deux circuits de financement : direct et indirect (intermédié). Dans le premier cas, il s'agit de transactions bilatérales, entre agents à besoin ou capacité de financement, généralement sur un marché et avec un titre comme support. Le marché financier demeurera un marché de gré à gré si les deux côtés émettent des signaux compatibles. Dans le cas contraire, par exemple lorsque le besoin de financement à long terme des entreprises ne correspond pas aux besoins de placement à court terme des ménages, les agents non financiers utiliseront un circuit indirect, intermédié. C'est dans cet esprit que J. Tobin et W.C. Brainard (1963) définissent l'intermédiation comme la satisfaction simultanée des préférences de portefeuille de deux types d'agents non financiers, les emprunteurs et les prêteurs. Par ailleurs, on constate bien que le bilan d'un intermédiaire financier possède un actif (représentatif de l'endettement de l'emprunteur) et un passif (représentatif de la créance du prêteur ultime) de nature différente, cette différence permettant de satisfaire à la fois prêteurs et emprunteurs (*intermédiation de bilan* pour B. Courbis, 1987). Cette activité de transformation des dettes et créances des agents non financiers est un élément central de l'analyse de l'intermédiation financière.

Il est donc clair que l'intermédiation financière consiste donc non seulement à mettre en contact, mais encore à faire coïncider ces offres et demandes de financement. Pour ce faire, l'intermédiaire financier transforme les caractéristiques des dettes et créances des ANF. Le prêteur recherche un placement le plus liquide possible, de rendement anticipé maximum pour un risque de non-recouvrement donné et de risque minimum pour un rendement donné. En face, l'emprunteur désire contracter une dette d'une durée variable (souvent longue), au coût le plus faible possible, et ceci sans pouvoir garantir un risque de défaillance non nul.

Il est possible de systématiser une telle situation. Nous dirons que chaque agent, prêteur ou emprunteur, émet un signal financier ; signal que l'on définira par un signe (positif pour un placement, négatif pour un financement) et par un

triplet de caractéristiques : le terme, le taux, le risque (le terme désiré, le taux auquel l'agent est prêt à prêter — emprunter —, le risque que le prêteur est prêt à supporter ou que l'emprunteur présente). On appellera alors intermédiaire financier l'organisme assurant au moins un élément de cette triple transformation⁴ : transformation des échéances (terme), transformation des taux, transformations des risques. L'intérêt de la notion de signal financier est qu'elle renvoie autant à un titre qu'à un crédit ou du dépôt à vue, et englobe la distinction titres primaires/titres indirects de J. Gurley et V. Shaw.

Les agents responsables de l'intermédiation financière

Le volume des méthodes du SECN identifie les « institutions financières » comme « les unités institutionnelles résidentes dont la fonction principale est de financer, c'est-à-dire collecter, transformer, répartir des moyens de financement et/ou de gérer des produits financiers ». Cette définition est plus large que celle des établissements de crédits qui résulte des dispositions de la loi bancaire et comprend :

— établissements de crédit et assimilés (S41) (Banque de France, banques, caisses d'épargne, CDC, sociétés financières et assimilées, institutions financières diverses) ;

— organismes de placement collectif en valeurs mobilières (S42) (ou OPCVM qui regroupent SICAV et FCP).

Ne considérer que la fonction principale de l'agent pour le classer parmi les intermédiaires financiers peut s'avérer réducteur dans l'appréhension de l'intermédiation financière, même s'il est clair que le comptable national a d'autres objectifs que les nôtres puisqu'il cherche à décrire les comportements réels et financiers des agents. Nous considérons comme intermédiaires financiers pour tout ou partie de leur activité les agents suivants :

Les intermédiaires financiers traditionnels (banques et IFNB). Il est clair que les banques et les autres institutions financières réalisent la triple transformation évoquée plus haut. Le terme d'intermédiaire financier traditionnel revêt ici une justification historique, dans la mesure où ce type d'intermédiaire a été et demeure majoritairement présent dans le financement de l'économie. Ces intermédiaires financiers traditionnels sont les premiers dépositaires de l'intermédiation de bilan.

Les nouveaux intermédiaires financiers (OPCVM et assurances). Nous recensons ici les nouveaux intermédiaires financiers participant à l'activité d'intermédiation, la nouveauté ne résidant pas dans leur existence mais dans la part croissante qu'ils prennent dans le financement de l'économie et dans leur prise en compte explicite dans une étude de l'intermédiation financière. Ces intermédiaires réalisent toujours au moins une des trois transformations précédemment évoquées, sans toutefois procéder à une activité de collecte

4 Nous distinguons clairement ici l'intermédiation du reste de l'activité des IF (courtage, opérations de hors-bilan...). A ce titre, les fonctions tertiaire et quaternaire de P. Biacabe (1988) et l'intermédiation de marché de B. Courbis (1987) ne nous semblent pas pertinentes dans le calcul d'un taux d'intermédiation, ce dernier étant pour nous un indicateur permettant de juger des propriétés macro-financières d'une économie et non une mesure de la part de marché d'un « secteur » particulier de l'économie (les établissements de crédit).

de liquidités et de distribution de crédit. En effet, ceux-ci n'accordent pas de crédits (ou très marginalement) et opèrent presque exclusivement sur les marchés de capitaux.

Les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) réalisent une transformation des risques et, dans une certaine mesure des échéances. La première transformation est le résultat de la diversification du portefeuille et de la professionnalisation de la gestion de ces organismes. Cette transformation, associée au service de divisibilité rendu par l'OPCVM (le faible montant unitaire des parts d'OPCVM) permet au particulier de s'assurer pour un risque donné un rendement supérieur (ou un risque inférieur pour un rendement donné). D'un autre côté, les ANF gèrent leurs parts d'OPCVM comme un actif plus liquide que leur contrepartie. Cette transformation de terme est permise par une mutualisation du risque d'illiquidité réalisée par l'OPCVM. De ce double point de vue (risque, terme), les OPCVM participent à l'intermédiation financière.

De la même façon, il nous paraît opportun d'associer aux OPCVM les assurances, non pas pour la totalité de leur activité, mais pour leur comportement dans les contrats de capitalisation. En effet, ces organismes d'assurance et de capitalisation selon la terminologie de la comptabilité nationale, réalisent des provisions importantes pour les contrats d'assurance-vie. Ces provisions sont enregistrées dans le TOF (ligne F81) sous le terme « réserves mathématiques », même si la fonction économique est plus celle d'une provision que d'une réserve. Ces réserves mathématiques sont parallèlement comptabilisées en créances des ménages. Elles s'analysent donc économiquement comme la collecte d'une épargne relativement longue auprès des assurés. En contrepartie, les assurances possèdent à leur actif des titres et des parts d'OPCVM. On retrouve donc bien l'opération de transformation de caractéristiques identifiant l'intermédiation.

66

CONSTRUCTION ET CALCUL D'UN (OU PLUSIEURS) TAUX D'INTERMÉDIATION

La désintermédiation financière est-elle indiscutable en France ? On serait tenté de dire que les chiffres parlent d'eux-mêmes : dans le dernier rapport du Conseil national du crédit, on constate que le taux d'intermédiation a chuté de 71 % à 42 % entre 1983 et 1986, remontant à 48 % en 1987⁵.

Un lecteur plus attentif remarque cependant que trois taux sont généralement présentés (Conseil national du crédit, Bureau des opérations financières de la Direction de la prévision, Service d'études économétriques et de recherche de la Banque de France) et que ces trois calculs donnent des résultats sensiblement différents, tant en profil qu'en niveau. Il apparaît que ces différences, si elles relèvent pour une part d'une différence d'outil

⁵ L'année 1988, que n'inclut pas notre champ d'étude, enregistre un taux CNC de 59 %.

statistique, sont pour le reste redevables de différences de méthode ⁶. Face à cette multiplicité de mesures, la réflexion théorique développée ci-dessous nous permet de déboucher sur une théorie opératoire de l'intermédiation à même d'en mesurer le niveau et d'en apprécier l'évolution.

Dans un premier temps, nous présentons les mesures proposées par le CNC, la Banque de France et la Direction de la prévision, et les recalculons sur une base statistique commune. Dans un second temps, nous dégagons une axiomatique de construction du taux d'intermédiation afin d'identifier un outil « idéal ». Cette axiomatique nous amène à la proposition de taux d'intermédiation de référence que nous confrontons avec les optiques déjà proposées et dont nous commentons l'évolution sur la période.

Les calculs de taux d'intermédiation déjà existants

Il nous est apparu, dans un premier temps, que les différences de sources statistiques rendaient difficile, dans les différents calculs déjà effectués, la distinction entre ce qui relevait des sources et ce qui relevait de la méthode. Nous avons donc procédé à un recalcul de chacun des taux, d'une manière la plus proche possible de la méthode initiale, et sur une base statistique cohérente.

Le calcul du Conseil national du crédit

L'optique retenue est celle du financement des ANF. Le taux d'intermédiation est défini par le CNC comme « le rapport entre la dette intermédiée des ANF résidents (crédits accordés par les établissements de crédit, y compris le crédit-bail) et le total de leur financement externe ». Ce taux possède deux caractéristiques essentielles : les OPCVM y sont transparents et l'ensemble des titres émis par des ANF et acquis par des IF sont considérés comme désintermédiés (à l'exception des bons du Trésor sur le marché monétaire). Ainsi, comme le mentionne le CNC, « la notion de désintermédiation, telle qu'elle est définie ici, ne peut être assimilée à la notion de financement par les marchés de capitaux ». Remarquons que ce taux correspond tout à fait à l'activité « traditionnelle » (collecte de liquidités, octroi de crédits) des IF « traditionnels » (banques, IFNB). Les travaux de la Direction de la prévision reprennent pour l'essentiel la même méthode ⁷.

Le calcul de ce taux sur la base du TOF nous conduit aux options de calcul suivantes :

— finance intermédiée = crédits à court, moyen et long terme reçus par les ANF (ménages, SQS, Etat, assurances, administrations privés et publiques), crédits accordés par le RDM + financement de l'Etat par collecte de liquidité ;

⁶ Sur ce point, on pourra également consulter Y. Ullmo (1988).

⁷ Le calcul du taux d'intermédiation, présenté dans un document de travail de F. Champarnaud (1986), est effectué sur la base des TFE (tableaux de financement de l'économie) élaborés par la Direction de la Prévision et la Direction du Trésor. Cette approche adopte une optique de demande. Les premiers calculs effectués par F. Champarnaud (tels qu'ils sont présentés dans le rapport 86 du CNC) posent la transparence des OPCVM (une étude sur la période 1980-1986 utilisant la nouvelle présentation des TFE a été effectuée au Bureau des Opérations Financières par J.-J. Santini).

— finance désintermédiée = émissions d'actions, d'obligations et de titres du marché monétaire + autres participations + crédits accordés par le RDM.

Le calcul du SEER

Le SEER propose deux séries de calculs relevant d'approches différentes. Le « taux 2 » dérive d'une optique d'offre de financement et rend compte de l'activité du secteur financier domestique. Il s'agit en fait de calculer « la part des prêts intermédiés dans l'ensemble des emprunts finals ». Le « taux 1 » développe une approche en termes de placement des ANF et calcule la part des placements intermédiés dans l'ensemble des placements primaires. A la différence du CNC et de la DP, les OPCVM sont analysés comme des IF.

Le calcul de ces taux sur la base du TOF nous conduit aux options de calcul suivantes :

- Type SEER 1 (optique de placement des ANF) :
 - finance intermédiée = liquidités déposées chez les IF par les ANF + titres émis par les IF détenus par des ANF ;
 - finance désintermédiée = titres acquis par les ANF émis par des ANF + réserves techniques d'assurance.
- Type SEER 2 (optique de financement par les IF) :
 - finance intermédiée = titres acquis par les IF émis par les ANF + crédits accordés par les IF ;
 - finance désintermédiée = titres émis par les ANF acquis par des ANF + liquidité collectée par l'Etat.

68

Construction d'un taux d'intermédiation

Nous nous proposons ici d'établir un mode de calcul le plus cohérent possible du taux d'intermédiation, et ceci à partir des données originales que présentent les TOF nouvelle base en flux et en encours.

Axiomatique du taux d'intermédiation

On appellera taux d'intermédiation le rapport entre le volume des relations financières intermédiées et l'ensemble des relations financières. Plus ce rapport est élevé, plus les intermédiaires jouent un rôle actif dans le circuit financier.

Une telle définition n'est applicable qu'une fois définis de manière précise le numérateur et le dénominateur du taux d'intermédiation. C'est pourquoi notre réflexion dans la première partie a porté sur la nature de l'intermédiation et sur l'identité des intermédiaires financiers. De plus, il existe quelques propriétés fondamentales (axiomes) que doit respecter un taux de référence.

Axiome 1 : Un taux d'intermédiation doit prendre en compte l'ensemble des intermédiaires financiers, cet ensemble étant identifié grâce à une définition opératoire de l'intermédiation.

Conséquence : Cet axiome est d'importance car nous avons vu plus haut qu'une définition de l'intermédiation financière n'allait pas de soi. Pour notre part, nous avons retenu comme critère la transformation de caractéristiques. Cette définition est opératoire dans la mesure où l'analyse du compte financier

d'un agent (actif et passif) permet de déceler une éventuelle activité d'intermédiaire financier. C'est cette démarche qui nous a conduit à retenir les OPCVM et les assurances, pour une partie de leur activité.

Axiome 2 : Un taux d'intermédiation doit considérer comme intermédié l'ensemble des relations entre IF et ANF, à défaut de toutes autres.

Conséquence : L'intermédiation est ici identifiée comme l'activité des intermédiaires financiers, bien que l'ensemble des activités des IF ne relève pas de l'intermédiation. Une fois ceux-ci reconnus, il ne saurait y avoir de finance intermédiée sans qu'ils apparaissent. Ainsi, les crédits commerciaux (entre ANF) ou les titres émis par des IF et souscrits par des IF ne figureront pas dans la finance intermédiée.

Axiome 3 : Un taux d'intermédiation doit se calculer sur l'ensemble des financements externes.

Conséquence : Alors que le précédent axiome concernait le numérateur du taux d'intermédiation, celui-ci concerne le dénominateur. Il implique une identification précise de l'ensemble des ANF. A ce titre, le statut du reste du monde doit être précisé. Soit celui-ci est systématiquement exclu, et les relations avec le RDM ne sont pas comptabilisées, soit celui-ci est introduit comme ANF si l'on s'attache plus particulièrement à l'activité des IF, soit il est introduit comme IF si l'on s'intéresse au financement des ANF.

Axiome 4 : Dans le calcul du taux d'intermédiation, on ne doit pas — sauf cas particulier — retrouver le même secteur pris en compte à la fois en créances et en dettes.

Conséquence : Il s'agit ici d'adopter une démarche cohérente dans le choix d'une optique de calcul. Ainsi, si l'on adopte une optique de financement par les IF, ces derniers apparaîtraient en dettes et les IF en créances. Ce sera bien sûr l'inverse dans une optique de placement des ANF.

Proposition de taux

Nous développons une approche spécifique du calcul du taux d'intermédiation en adoptant successivement deux optiques et en définissant pour chacune d'elles le taux de référence qui nous permettra par la suite d'évaluer l'évolution de l'intermédiation en France.

La première optique — optique de financement par les IF — décrit l'activité des IF et leur rôle dans le financement de l'économie nationale. C'est en quelque sorte la production d'un secteur d'activité, le secteur financier, qui est ici évaluée. La seconde optique — optique d'offre de placement des ANF - correspond typiquement à un comportement de choix de portefeuille. En fonction de critères objectifs (taux, risque, terme) et subjectifs (aversion au risque), chaque agent détermine une répartition optimale de sa richesse entre différents actifs financiers, dont certains (compte à vue, livret) sont directement « émis » par des IF.

Nous allons construire deux taux (taux A, taux B) correspondant respectivement aux optiques 1 et 2 (financement par les IF, placement des ANF) en partant des bilans du secteur des IF et du « secteur » des ANF.

TABLEAU 1

IF		ANF	
A(i,a)	P(i,a)	A(a,a)	P(a,a)
A(i,i)	P(i,i)	A(a,i)	P(a,i)

A(k,p) représente l'ensemble des créances du secteur k sur le secteur p, P(k,p) représente l'ensemble des dettes du secteur k sur le secteur p, i est l'indice des IF, a celui des ANF⁸.

Les développements précédents nous conduisent à choisir comme IF les banques, les IFNB, les OPCVM et pour une partie de leur activité les compagnies d'assurance. D'autre part, l'intermédiation sur titres et les réserves mathématiques d'assurance seront comptabilisées dans la finance intermédiaire. Le reste du monde est systématiquement exclu du calcul, tant comme ANF que comme IF. Nous avons alors :

— Construction du taux A (financement par les IF) :

$$\text{Taux A} = \frac{A(i,a)}{P(a,i) + P(a,a)}$$

avec :

A(i,a) = titres acquis par les IF émis par les ANF + crédits accordés par les IF collecte de liquidités par l'Etat.

P(a,i) = titres émis par les ANF et acquis par les ANF.

— Construction du taux B (placement des ANF) :

$$\text{Taux B} = \frac{P(a,i)}{A(i,a) + A(a,a)}$$

avec :

P(a,i) = titres acquis par les ANF émis par les ANF + liquidités de termes par les ANF + réserves mathématiques d'assurance.

A(a,a) = titres détenus par des ANF émis par des ANF.

Il est à noter que ces deux approches sont théoriquement équivalentes. En effet, en reprenant les identités 1 et 2, il vient immédiatement $\text{taux A} = \text{taux B}$. Ce double calcul nous paraît néanmoins nécessaire dans la mesure où les données statistiques du TOF ne sont que partielles⁹. Ainsi, nous sommes réduits à utiliser une clé de répartition pour ventiler le portefeuille des IF entre titres émis par des IF et titres émis par des ANF. Nous supposons pour cela que la structure IF/ANF du portefeuille des IF est la même que celle du marché dans son ensemble.

⁸ On vérifie aisément que, dans une économie à deux secteurs, on a :

$$P(i,a) = A(a,i)$$

$$A(i,a) = P(a,i)$$

⁹ Il manque notamment les informations contenues dans les tableaux de « qui à qui » — ie quels secteurs ont souscrit les titres émis par un secteur donné (en particulier pour le reste du monde).

UNE INDISCUTABLE DÉSINTERMÉDIATION SUR LA DERNIÈRE DÉCENNIE

L'observation des taux d'intermédiation sur la période 1977-1987 atteste d'un mouvement de désintermédiation. Les résultats de nos calculs sur les TOF sont présentés dans le tableau 1 et sur les graphiques 1 à 6.

TABLEAU 2

TAUX D'INTERMÉDIATION (en %)

		1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
CNC	F	78,9	74,7	77,6	71,0	79,6	79,2	73,0	65,8	58,3	42,8	54,8
	E	63,0	58,9	57,0	55,6	61,1	62,5	67,6	54,4	49,2	42,1	46,2
SEER 1	F	90,6	86,4	86,5	78,5	81,4	86,6	84,2	79,5	70,6	62,7	42,5
	E	77,3	74,5	72,5	71,2	72,9	73,3	68,0	65,4	61,1	57,3	59,5
SEER 2	F	80,5	81,6	86,7	78,9	83,9	82,1	81,5	78,3	73,1	75,4	75,4
	E	66,2	63,1	61,9	60,9	65,8	67,5	64,1	61,6	57,6	53,4	57,0
T.A.	F	85,6	83,7	89,8	81,2	87,8	86,0	85,7	84,3	82,0	82,1	79,3
	E	68,7	65,2	63,9	62,8	67,9	69,8	66,2	63,7	59,9	55,4	59,6
T.B.	F	84,1	81,9	82,5	76,0	74,8	79,8	81,3	82,1	74,0	72,5	70,3
	E	67,3	64,7	63,1	62,0	64,2	64,7	60,6	59,3	56,2	53,8	51,5

71

L'exploitation des taux encours relativement aux taux flux nous amène à une remarque préliminaire. Pour une optique de calcul donnée, les taux encours sont quasi systématiquement inférieurs aux taux en flux. Ce résultat apparaît comme paradoxal puisque montrer un phénomène de désintermédiation suppose que l'on parte d'un taux d'intermédiation plus haut que celui auquel on arrive. Comme les encours réagissent plus faiblement et avec retard aux chocs sur les flux, il est étonnant de constater une valeur plus forte en flux qu'en encours, sachant que les flux baissent. On peut apporter un élément d'explication à ce phénomène. Par définition, le dénominateur du taux d'intermédiation reprend l'ensemble des actions émises par les ANF. Or l'émission d'actions, si elle représente un moyen de financement, ne

matérialise pas un endettement, et par là ne s'éteint pas. De plus, des phénomènes de valorisation alourdissent encore les encours d'actions en portefeuille. Alors qu'une émission d'obligations disparaît des encours au bout de 25 ans au maximum, les encours d'actions s'ajoutent et se multiplient pratiquement sans aucune extinction, selon un phénomène de « boule de neige ». Ainsi, si le profil d'évolution des taux d'encours permettra de relativiser les chocs sur les flux, le niveau des premiers sera d'une interprétation plus délicate.

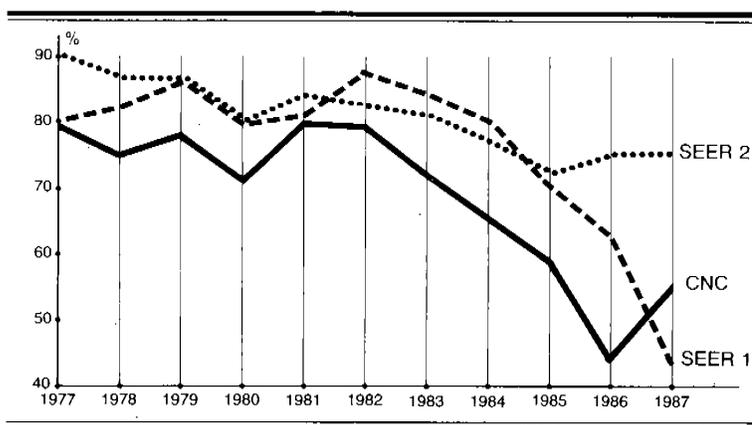
Une réduction globale de l'intermédiation

Il apparaît clairement à l'observation des taux « CNC », « SEER 1 » et « SEER 2 » que le mouvement de désintermédiation est indiscutable sur 1977-1986. Les taux A et B confirment bien ce fait, en montrant qu'un élargissement de la notion d'intermédiation financière et du champ des agents qui y participent ne remet pas en cause la baisse de ce taux, même si elle l'atténue. Les taux-flux passent ainsi de 84,1 % à 82,1 % pour le taux A et de 84,1 % à 72,5 % pour le taux B. Ce mouvement est confirmé dans l'évolution des taux encours qui chutent de 68,7 % à 59,6 % pour le taux A et de 67,3 % à 53,8 % pour le taux B. Nous remarquons également que le calcul du CNC, mis à plat sur nos données, sous-estime systématiquement l'intermédiation financière.

72

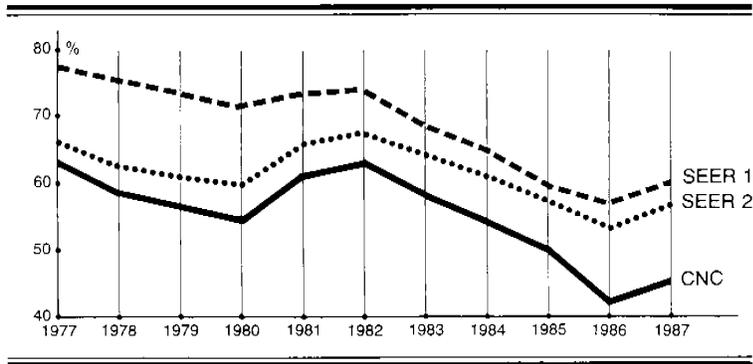
GRAPHIQUE 1

COMPARAISON DES TAUX CNC ET SEER EN FLUX



GRAPHIQUE 2

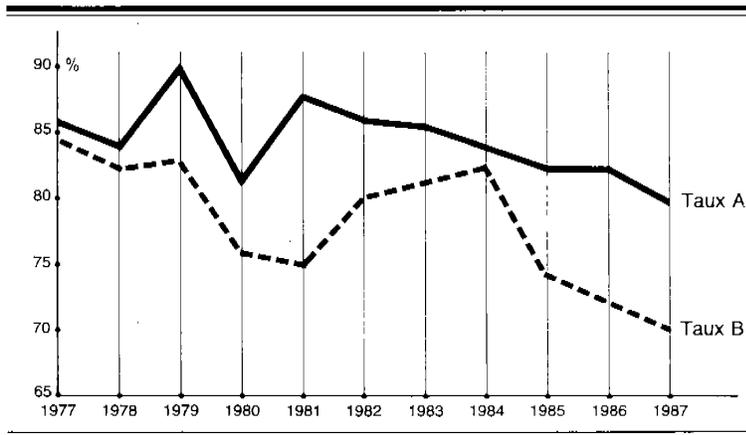
COMPARAISON DES TAUX CNC ET SEER EN ENCOURS



73

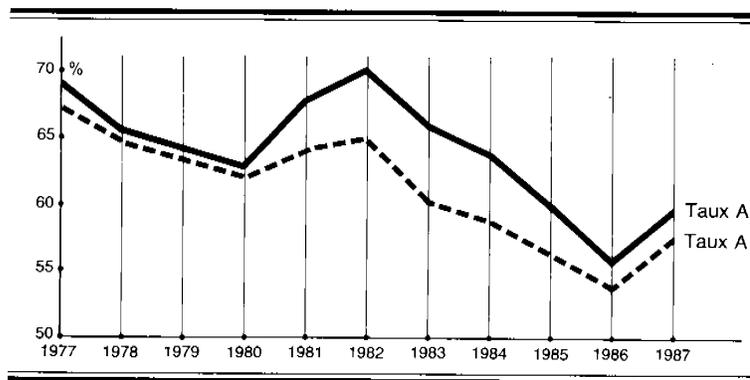
GRAPHIQUE 3

COMPARAISON DES TAUX A ET B EN FLUX



GRAPHIQUE 4

COMPARAISON DES TAUX A ET B EN ENCOURS



74

Notre réflexion méthodologique sur l'élaboration du taux d'intermédiation prend tout son sens pour l'année 1987. Le repli vers les IF traditionnels provoque une remontée importante du taux « CNC », qui passe en flux de 42,8 % en 1986 à 54,8 % en 1987, le taux encours remontant de 42,1 % à 46,2 %. Ce mouvement renvoie cependant à une redistribution des rôles au sein des IF au sens large, au détriment des OPCVM. C'est pourquoi les taux A et B, qui gommant cet effet de répartition entre les IF, poursuivent leur mouvement à la baisse en flux. Ici encore, les taux encours ne sont pas d'une interprétation immédiate. En effet, il faut attribuer leur baisse en 1987 à un effet négatif de valorisation de l'encours d'actions au numérateur du taux d'intermédiation.

Une redistribution au profit des « nouveaux » IF

Si nos calculs témoignent d'une réduction moins marquée de l'intermédiation que le taux du CNC, c'est que nous prenons en compte les OPCVM et les assurances ; agents dont l'activité d'intermédiation a fortement augmenté sur la période. Nous représentons sur les graphiques 5 et 6 le montant du taux d'intermédiation (A ou B) réalisé par ces nouveaux IF. Nous observons clairement une montée en puissance régulière à partir de 1981. Ainsi, en 1986, sur un taux A flux de 82,1 %, 39,3 points sont réalisés par les nouveaux IF, 29,7 points pour un total de 72,5 % avec le taux B. A ce titre, la croissance remarquable des réserves mathématiques sur les dix dernières années accrédite la thèse d'une nouvelle intermédiation financière réalisée par les assurances¹⁰. Les encours enregistrent pareillement cette redistribution de

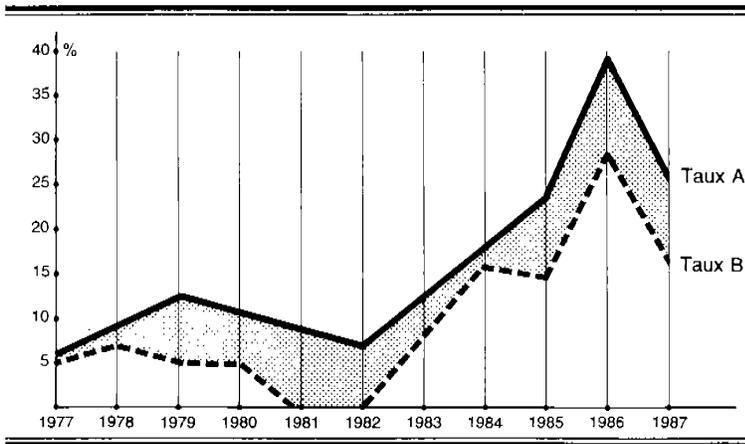
¹⁰ Les réserves Primes et réserves Sinistres suivent quant à elles l'évolution du PIB, étant directement corrélés à l'activité économique.

INTERMÉDIATION FINANCIÈRE EN FRANCE

l'intermédiation. A l'inverse, 1987 marque un repli de ces nouveaux IF, sous l'effet conjugué d'une valorisation négative des titres des marchés financiers (par lesquels passent l'essentiel de l'intermédiation de ces agents) et d'un relatif repli vers les IF traditionnels. Leur contribution à l'intermédiation passe ainsi en flux à 24,5 sur 79,3 % pour le taux A et 15,5 sur 70,3 % pour le taux B.

GRAPHIQUE 5

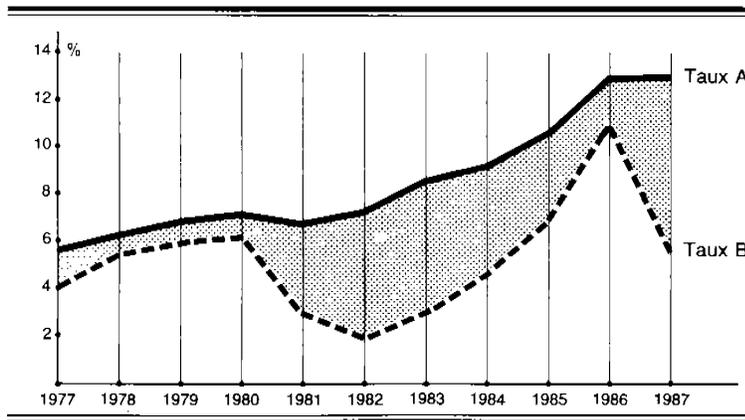
INTERMÉDIATION DES OPCVM ET DES ASSURANCES EN FLUX



75

GRAPHIQUE 6

INTERMÉDIATION DES OPCVM ET DES ASSURANCES EN ENCOURS



L'objectif de cette étude résidait dans la mise en évidence du processus de désintermédiation financière au sein du système financier français, processus qui a modifié ses propriétés en termes de stabilité et d'efficience. Nous nous contenterons ici d'évoquer certains phénomènes pouvant remettre en question sa stabilité, ou au moins l'affaiblir par rapport à la situation qui prévalait dans les années soixante-dix. Une analyse plus précise est fournie dans cette revue par M. Castel et Y. Ullmo (1990).

La perte de la rente de monopole des établissements de crédit, si on peut supposer que l'efficience du système économique s'en est trouvée renforcée, rend les intermédiaires financiers traditionnels plus vulnérables. En outre, la marchandisation de leur bilan implique une sensibilité accrue aux perturbations, parfois de nature purement spéculatives, provenant des marchés de capitaux. Ces deux phénomènes concourent à une fragilisation des intermédiaires financiers, et en particulier des banques ¹¹.

A un niveau macro-économique, la nouvelle redistribution des risques n'est pas réellement neutre. Le processus de désintermédiation implique une diminution du *risk pooling* ; en outre, le processus d'innovation financière est parfois si complexe qu'il est difficile de déterminer le porteur du risque. La propagation d'un choc isolé pourrait en être accrue.

Le Commissariat général au plan (1987) s'interrogeait sur la réelle appréciation des risques de la part des agents économiques, en ce qui concerne les nouveaux actifs. A ce titre, le krach d'octobre 1987 a sûrement accéléré le processus d'apprentissage des agents, et par là même contribué à un repli vers les IF traditionnels. Ce phénomène renforce la remontée du taux d'intermédiation CNC en 1987 et 1988, remontée que le CNC attribue à une reprise de l'activité économique.

11 Voir à ce titre l'analyse de C. de Boissieu (1987).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- P. Biacabe, « D'une intermédiation à une autre : le cas de la désintermédiation », *Revue d'Economie Financière*, n° 4, mars 1988.
- C. de Boissieu, « Mutation et fragilité du système financier français », *Revue d'Economie Financière*, n° 1, 1987.
- W.C. Brainard et J. Tobin, « Financial intermediaries and the effectiveness of monetary control », *The American Economic Review*, 1963.
- M. Castel et Y. Ullmo, « Nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'Economie Financière* (dans ce numéro), 1988.
- F. Champarnaud, *L'évolution du système financier français vue à travers un cadre comptable servant à l'élaboration de la politique monétaire : les TFE*, Direction de la Prévision, Document de travail, mars 1987.
- T. Chauveau et alii, « Le tableau d'équilibre des relations financières », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 23, 1986.
- Commissariat général au plan, « Perspectives du financement de l'économie française », *La Documentation Française*, 1987.
- Conseil national du crédit, *Rapports annuels de 1977 à 1988*.
- B. Courbis, « Peut-on parler de désintermédiation en France ? », *Economie et humanisme*, mars-avril 1987.
- J. Gurley et E. Shaw, *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Edition Française Cujas, 1973.
- J.O. Hairault et F. Portier, *Mobilisation et désintermédiation : dix ans de financement de l'économie française vus à travers les TOF nouvelle base en flux et en encours*, Document de travail, Direction de la Prévision, 1988.
- INSEE, *Système élargi de comptabilité nationale*, série C, 1989.
- R. Monfront, *Calcul d'un taux d'intermédiation à partir du TERF*, Banque de France, Direction générale des études, SEER, mars 1986.
- Y. Ullmo, « Intermédiation, intermédiaires financiers et marché », *Revue d'Economie Politique*, n° 5, septembre-octobre 1988.