

Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004)

Michel BOUTILLIER
Université Paris X-Nanterre

Jean-Charles BRICONGNE
Banque de France

La mesure d'un taux d'intermédiation est un bon moyen de caractériser de manière synthétique l'importance du rôle du secteur financier dans l'économie et son positionnement face à l'essor de la finance de marché.

La Banque de France s'est, de longue date, attachée à mener ce genre d'exercice, tant pour ses besoins propres que pour répondre aux attentes de l'Université, en particulier dans le cadre des travaux menés au cours des années quatre-vingt-dix pour le compte du Conseil national du Crédit et du Titre (CNCT). Conformément à une recommandation formulée, en 2005, par le Conseil national de l'information statistique (CNIS), ces travaux ont été repris récemment à partir, cette fois-ci, des comptes financiers nationaux que la Banque de France établit et publie régulièrement.

L'objet de cet article est d'en présenter les premiers résultats, en les mettant en perspective sur la décennie 1994-2004 et en y ajoutant des éléments de comparaison internationale. Ceux-ci témoignent d'un recul assez sensible du taux d'intermédiation financière sur cette période marquée par un fort développement des marchés de capitaux et un recours croissant des agents non financiers résidents aux financements désintermédiés.

Pour significative qu'elle puisse paraître, cette évolution mérite néanmoins d'être relativisée pour plusieurs séries de raisons. D'abord, parce qu'elle découle en fait largement du mouvement d'internationalisation des opérations de financement et de placement des institutions financières résidentes comme des financements de marché reçus par les agents non financiers. Ainsi, une part de plus en plus élevée de l'actif des institutions financières résidentes est détenue sur des non-résidents et une part croissante des financements reçus par les résidents provient du « reste du monde », et notamment des institutions financières non résidentes. Ensuite, parce que l'analyse de la formation des revenus des intermédiaires financiers tend à confirmer une transformation de leurs modes de tarification et un redéploiement de leur activité, deux évolutions structurelles contribuant à maintenir le rôle de ces acteurs dans l'économie nationale. Enfin, parce que le choix qui se présente aux agents non financiers ne se résume pas en une simple alternative entre crédits ou placements intermédiés et instruments de marché, si l'on en juge notamment par le rôle clé que les institutions financières continuent de remplir dans la mise en place des opérations d'émission de titres de leur clientèle d'entreprises sur les marchés de capitaux.

Mots clés : Taux d'intermédiation financière, agrégats d'intermédiation, marchés de capitaux/financements de marché, crédits/financements immobiliers, intermédiaires financiers, internationalisation/diversification géographique des placements, non-résidents, tarification/revenus d'intermédiation, services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), production des institutions financières

Code JEL : G2 (*Financial Institutions and Services*)

I | Évolution des taux d'intermédiation en France

Le taux d'intermédiation représente la part prise par les institutions financières résidentes (établissements de crédit, OPCVM et sociétés d'assurance) dans l'enveloppe globale des financements accordés aux agents non financiers (ANF)¹. Si l'on s'en tient aux crédits distribués par ces institutions, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens étroit². Lorsque les placements de ces institutions en titres émis par les ANF (actions, obligations ou titres de créances négociables) sont également pris en compte, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens large. Par construction, la différence entre le total des financements reçus par les ANF résidents et celui des fonds intermédiés par les institutions financières résidentes correspond aux financements directement consentis soit par les ANF résidents eux-mêmes, soit par des non-résidents, financiers ou non financiers. Au cours des dernières années, le « reste du monde » a pris une part croissante au financement des ANF résidents tandis que les institutions financières résidentes ont largement développé leurs concours à l'étranger, et ce pour des montants approximativement équivalents. Cette internationalisation croissante des financements se reflète dans l'évolution des taux d'intermédiation.

Du point de vue de leur mode de détermination, ces deux indicateurs reprennent très largement l'approche naguère suivie par l'ancien Conseil national du Crédit et du Titre (CNCT)³. Les sources et les méthodes de calcul utilisées aujourd'hui peuvent toutefois s'en écarter sur certains aspects (cf. encadré 1). Pour autant, les résultats sur la période couverte à la fois par la présente analyse et celles antérieurement menées par le CNCT (1994-2000) demeurent très similaires.

Les calculs sont désormais réalisés, pour l'essentiel, à partir des comptes nationaux financiers trimestriels établis par la Banque de France et publiés sur son site. Les comparaisons internationales s'appuient également sur les comptes nationaux financiers des pays correspondants (cf. annexe 1 sur la méthodologie de calcul du taux d'intermédiation en France et dans ces pays étrangers).

¹ ANF : sociétés non financières (SNF), ménages y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages, administrations publiques (APU)

² Il est également possible de calculer un taux d'intermédiation bancaire (au sens strict) dont le numérateur se limite aux concours accordés aux ANF par les établissements de crédit.

³ Cf. notamment Wilhelm (2002)

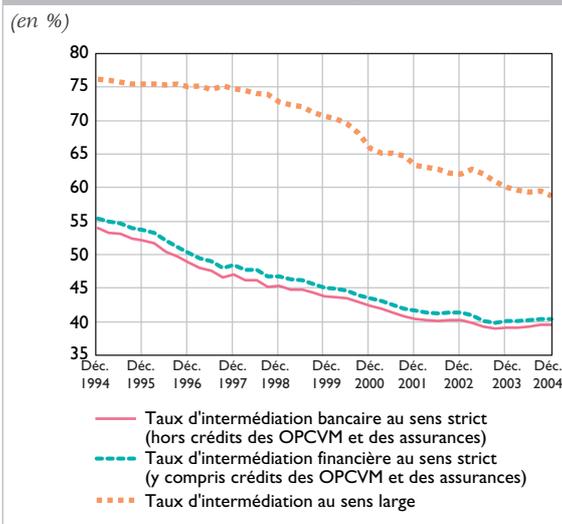
III | Évolution des taux d'intermédiation globaux

Les taux d'intermédiation au sens strict (qu'ils intègrent ou non les crédits accordés par les OPCVM et les sociétés d'assurance) comme au sens large ont régulièrement diminué au cours des dix dernières années. Entre 1994 et 2004, ces indicateurs sont ainsi tombés respectivement :

- de 54 % à 39,5 % pour le taux d'intermédiation bancaire au sens strict (hors crédits des OPCVM et des sociétés d'assurance) ;
- de 55,4 % à 40,4 % pour le taux d'intermédiation financière au sens strict (y compris les crédits des OPCVM et des sociétés d'assurance) ;
- de 76,2 % à 58,8 % s'agissant du taux d'intermédiation financière au sens large.

Assez prononcée au cours de la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, cette tendance à la baisse s'est toutefois nettement atténuée au cours des trois derniers exercices de la période sous revue, tout particulièrement en ce qui concerne les taux d'intermédiation bancaire ou financière au sens strict.

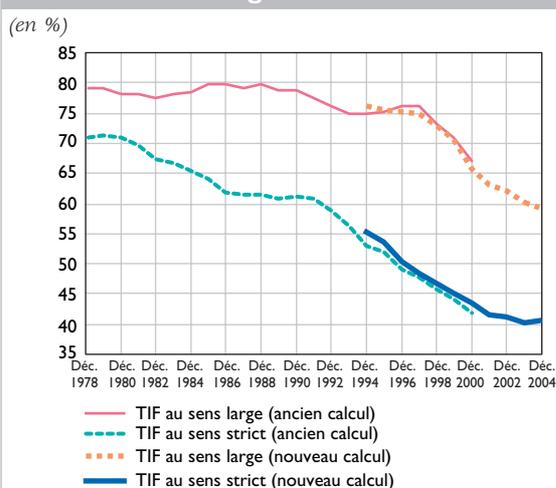
Graphique I Taux d'intermédiation au sens strict et au sens large depuis 1994



ENCADRÉ I

Comparaison entre le nouveau et l'ancien taux d'intermédiation calculé antérieurement pour le CNCT

Taux d'intermédiation financière (TIF) au sens strict et large



Source : Comptes nationaux financiers trimestriels et annuels

Les deux séries de taux d'intermédiation issues de l'ancien et du nouveau mode de calcul présentent des profils d'évolution globalement comparables, mais peuvent apparaître des différences de niveaux allant parfois jusqu'à 1 ou 2 points de pourcentage.

Ces écarts tiennent d'abord à des sources et des conventions de comptabilisation ou de calcul différentes.

Ainsi, les données utilisées dans le nouveau calcul sont tirées des comptes financiers nationaux alors que celles qui étaient exploitées dans l'ancien calcul provenaient des statistiques monétaires. En particulier, les données de comptabilité nationale concernant les APU, qui se fondent sur les données fournies par la direction générale de la Comptabilité publique et non sur les données déclarées par les établissements de crédit, peuvent désormais inclure des crédits en provenance d'autres secteurs que celui des institutions financières monétaires.

En outre, dans l'ancien calcul, les flux d'émissions d'actions nets des remboursements étaient diminués d'un taux de faillite, ce qui tendait à les sous-estimer. Cette convention n'a plus cours dans le calcul actuel. Au surplus, les flux correspondant aux actions émises pour recapitaliser ou acheter une filiale dans le même secteur de comptabilité nationale sont désormais consolidés afin d'éviter une double comptabilisation.

Enfin, les comptes nationaux ont fait l'objet, sur la période, d'un changement de base qui a conduit parfois à des révisions importantes sur certaines séries de données.

I | 2 Évolution des taux d'intermédiation par secteur bénéficiaire

Sur l'ensemble de la période, les SNF et les APU contribuent très largement à la baisse des taux d'intermédiation financière, au sens strict comme au sens large. Ainsi, la baisse du taux d'intermédiation financière au sens strict observée depuis 1978 est principalement imputable à la diminution du poids relatif des crédits aux SNF et dans une moindre mesure aux APU. En revanche, la contribution des crédits aux ménages varie peu et est en fin de période voisine de son niveau de fin 1978. Entre-temps, elle s'est renforcée jusqu'à la fin des années quatre-vingt, puis a fléchi jusqu'en 2001, avant d'entamer une remontée progressive, en liaison

avec le redémarrage de l'endettement, notamment immobilier, des ménages.

Le profil d'évolution du taux d'intermédiation au sens large se révèle quelque peu différent et montre une relative inertie en début de période compte tenu, notamment, du développement des encours de portefeuille titres détenus par les institutions financières résidentes au début des années quatre-vingt. Ce taux au sens large ne commence ainsi à baisser qu'à partir de 1990 du fait de l'amointrissement de la contribution des financements intermédiés des SNF, celui-ci étant partiellement compensé par l'augmentation des financements intermédiés des APU observée jusqu'en 1998⁴. Il connaît ensuite une phase de repli

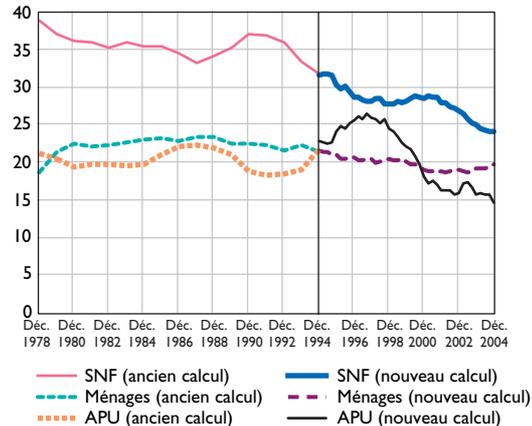
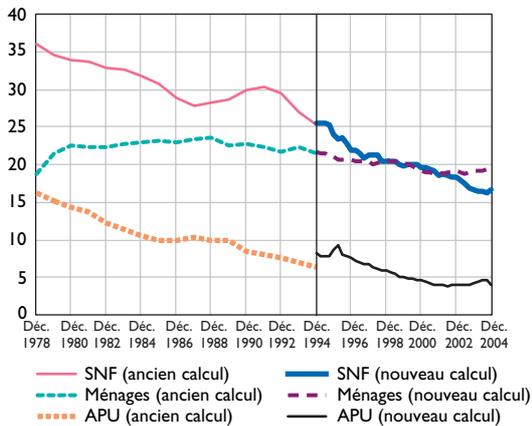
⁴ Celle-ci reflète notamment le développement des encours de titres d'État détenus par les sociétés d'assurance, corrélativement à la croissance de la collecte d'assurance-vie.

Graphique 2 Contribution des secteurs bénéficiaires aux taux d'intermédiation financière

Au sens strict

Au sens large

(en % du total des financements accordés aux ANF résidents)



Note : Le changement de mode de calcul entre l'ancien taux d'intermédiation calculé antérieurement pour le CNCT et le nouveau taux apparaît graphiquement en 1994.

Source : Comptes nationaux financiers trimestriels

plus prononcé, cette fois principalement sous l'effet de la diminution de la contribution des financements intermédiés des APU.

Au-delà de ces observations générales, il est intéressant de se pencher sur les évolutions des taux d'intermédiation se rapportant spécifiquement aux SNF et aux APU, et dont l'assiette ne recouvre que les financements accordés à chacun de ces secteurs.

De 1996 à 2001, c'est la diminution des concours distribués aux SNF par les établissements de crédit qui alimente la baisse des taux d'intermédiation de

ce secteur, au sens strict comme au sens large ⁵. De 2002 à 2004, si le taux d'intermédiation au sens strict marque une stabilisation pour ce secteur, le taux au sens large continue en revanche de baisser du fait du recul de la détention de titres de SNF par les institutions financières. Pour sa part, le taux d'intermédiation des APU au sens large montre un profil d'évolution plus contrasté : s'il marque une relative stabilité de 1994 à 1997, il décroît par la suite de manière accentuée, et ce pratiquement tout au long de la période 1998-2004, du fait du renforcement régulier de la détention de titres publics, notamment de titres d'État, par les non-résidents.

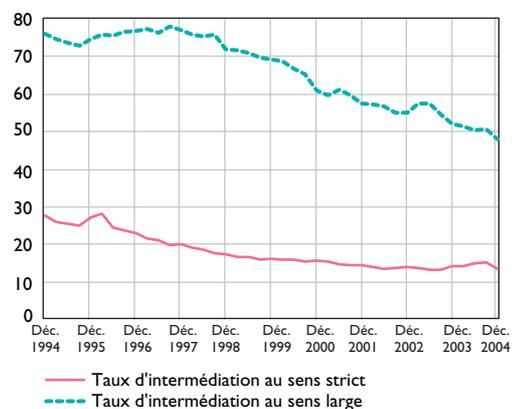
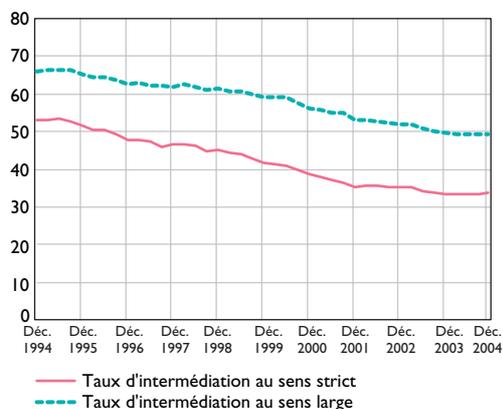
Graphique 3 Taux d'intermédiation

SNF résidentes

APU résidentes

(en % des financements accordés aux SNF)

(en % des financements accordés aux APU)



Source : Comptes nationaux financiers trimestriels

⁵ Entre 1996 et 2001, ce phénomène s'accompagne toutefois d'un accroissement de la différence entre les deux taux d'intermédiation des SNF, au sens large et au sens strict, le poids des financements intermédiés au sens strict diminuant progressivement par rapport à celui des financements intermédiés au sens large.

2| Évolution du financement non intermédié des agents non financiers résidents

2|1 Financements apportés par les agents résidents autres que les intermédiaires financiers

La baisse du taux d'intermédiation au sens strict témoigne du **recours accru des SNF et des APU aux financements de marché** sur la période. Pour autant, elle ne reflète pas une extension du rôle des ANF résidents dans le financement non intermédié de l'économie. Celui-ci reste en fait limité, et ce pour plusieurs raisons :

- l'importance relative de la détention d'actions par les APU décroît, du fait des opérations d'ouverture de capital et de privatisation de SNF menées au cours de la décennie sous revue. En cumul sur la période, le solde des flux d'apports en capital et de cessions d'actions de SNF par les APU est très faiblement positif ;
- la détention en direct de titres par les ménages demeure très limitée, qu'il s'agisse de titres émis par les APU ou par les SNF.

2|2 Financements apportés par le « reste du monde »

Alors même que les financements de marché apportés par les ménages et les APU restent limités, ceux apportés par les intermédiaires financiers résidents voient leur importance diminuer sur la période, comme en témoigne la baisse de l'écart entre le taux d'intermédiation au sens large et le taux d'intermédiation au sens strict.

À l'inverse, les financements de marché apportés par les non-résidents se développent fortement, au point de représenter, en cumuls de flux à partir de 1998, plus de 80 % des financements non intermédiés des ANF résidents. Ainsi, c'est avant tout l'importance des financements de marché apportés par les non-résidents, dont les flux d'investissement portent sur toutes les catégories de titres, qui constitue le principal facteur explicatif de la baisse du taux

d'intermédiation (au sens large comme au sens strict) sur la période.

3| Différents modes d'intermédiation concourent au financement des ANF

On a vu que le concept de taux d'intermédiation retenu dans le cadre de cet article conduit à classer dans les financements non intermédiés l'ensemble des apports des non-résidents, en dépit du fait que la population de ces derniers comporte de nombreuses institutions financières. Cette remarque conduit à nuancer l'opposition qui a été introduite entre financements intermédiés et financements non intermédiés. Il paraît en définitive plus pertinent de se référer à un *continuum* de circuits de financement, allant du plus intermédié (les crédits octroyés aux ANF résidents par les établissements de crédit résidents) au moins intermédié (les achats directs de titres d'ANF par des ANF, qu'ils soient résidents ou non).

À cet effet, on peut concevoir une approche en termes « d'agrégats d'intermédiation », selon un découpage en fonction du degré d'intermédiation des financements apportés aux ANF résidents :

- I0 = crédits accordés par les établissements de crédit résidents aux ANF résidents ;
- I1 = I0 + crédits accordés par les OPCVM et les sociétés d'assurance résidents ;
- I2 = I1 + titres émis par les ANF résidents souscrits par les établissements de crédit résidents ;
- I3 = I2 + titres émis par les ANF résidents souscrits par les OPCVM et les sociétés d'assurance résidents ;
- I4 = I3 + financements apportés aux ANF résidents par les intermédiaires financiers non résidents sous forme de crédits et de titres détenus en portefeuille ;
- le complément de I4 au total des financements correspond alors à la somme des titres émis par les ANF résidents détenus par d'autres ANF résidents⁶, des dépôts au Trésor public et des titres émis par des ANF résidents détenus par des ANF non résidents.

⁶ Les financements intra sectoriels ne sont pas consolidés, à l'exception des actions émises et détenues par des SNF résidentes (cf. annexe 1).

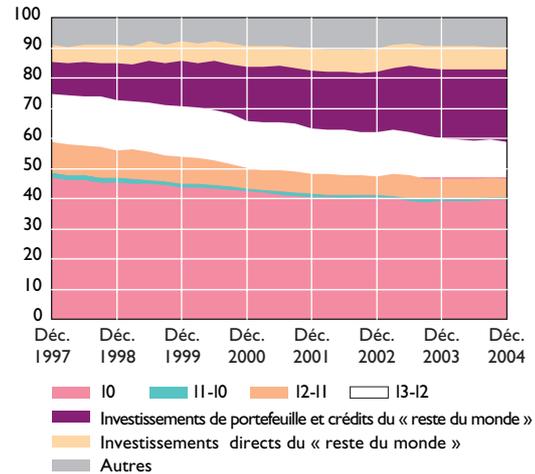
Les statistiques actuellement disponibles sur les relations financières entre la France et le « reste du monde » ne permettent pas toutefois de distinguer les opérations des intermédiaires financiers non résidents de celles des autres investisseurs ou prêteurs non résidents. Dans ces conditions, l'agrégat I4 ne peut pas être mesuré avec précision. Il peut néanmoins être approché en ajoutant à I3 les financements apportés par les non-résidents aux ANF résidents sous forme de crédits et *via* des investissements de portefeuille. Dans ces derniers, il est probable que le poids des institutions financières non résidentes soit prépondérant car celles-ci sont *a priori* plus actives que les ANF non résidents sur ce genre d'opérations. Cette intuition semble confirmée par l'enquête CPIS⁷ : parmi les pays qui investissent de façon notable en France au titre des investissements de portefeuille en 2003 figurent, par exemple, le Royaume-Uni (pour lequel plus de 80 % des flux totaux de 2003 ont été le fait des institutions financières) et le Luxembourg (où le secteur financier est prépondérant par rapport aux ANF). En revanche, les financements apportés aux ANF résidents par le « reste du monde » *via* des investissements directs sont en général effectués par d'autres ANF (en l'occurrence des sociétés non financières) non résidents. Ajoutés à la fraction « autres » (qui recouvre, outre les dépôts au Trésor public, les financements apportés par les ANF résidents *via* leur détention de titres émis par d'autres ANF résidents), ils constituent le noyau dur des financements désintermédiés.

La diminution des financements sous forme de crédits des institutions financières résidentes et, inversement, l'augmentation des investissements de portefeuille et des crédits du « reste du monde » (ces derniers étant présumés provenir d'institutions financières en majorité), ressortent de manière très nette.

Cela étant, le déclin relatif du rôle des intermédiaires financiers résidents dans le financement des ANF résidents est contrebalancé par le développement de leurs flux d'achats de titres étrangers et de prêts au « reste du monde », qui, sur la période 1998-2004, sont globalement équivalents, voire légèrement supérieurs aux flux de placements du « reste du monde » en titres émis par les ANF résidents et sous forme de crédits. La baisse du taux d'intermédiation témoigne ainsi, dans une large mesure, du mouvement d'internationalisation des opérations des institutions financières résidentes.

Graphique 4 Agrégats indicatifs de financement pour le secteur du « reste du monde »

(en % du financement total apporté aux ANF résidents)

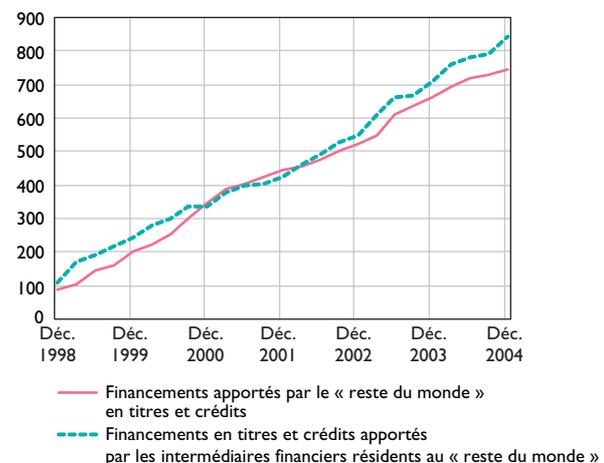


Note : Pour effectuer les calculs en cumul de flux à partir d'un encours nominal de départ, les chiffres étaient disponibles en valeur nominale et en valeur de marché pour les investissements directs, et en valeur de marché uniquement pour les investissements de portefeuille. Les valeurs de marché ont été converties en valeurs nominales

Sources : Balance des paiements, Comptes nationaux financiers trimestriels

Graphique 5 Financements apportés aux ANF par le « reste du monde » (RdM) en titres et crédits/ financements en titres et crédits apportés par les intermédiaires financiers résidents au RdM

(en milliards d'euros)



Note : En cumul de flux à partir de 1998

Sources : Balance des paiements, Comptes nationaux financiers trimestriels

⁷ Menée sous l'égide du FMI, l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (Coordinated Portfolio Investment Survey) est effectuée selon un rythme annuel. Elle recense les stocks d'investissements de portefeuille des résidents en titres de dette et en actions cotées et non cotées (les investissements directs sont exclus du champ de l'enquête).

4| Une analyse complémentaire en termes de revenus d'intermédiation

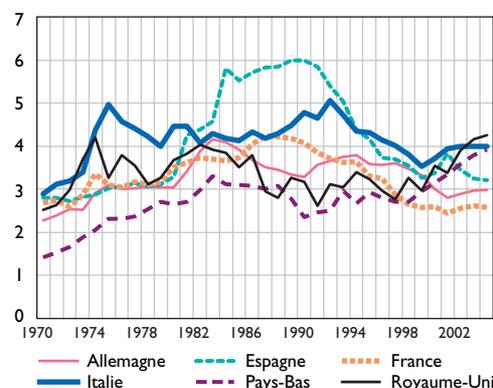
Une approche complémentaire permet de conforter le diagnostic du maintien de l'activité des institutions financières au sein de l'économie. Elle passe par l'analyse des revenus de ces institutions et fait donc appel au compte de production de la comptabilité nationale qui, pour les institutions financières, isole notamment la production de services d'intermédiation rémunérés par une marge d'intérêt (Services d'intermédiation financière indirectement mesurés – SIFIM, cf. encadré 2). À la différence des développements antérieurs, l'accent est mis ici sur une analyse comparative avec quelques grands pays européens, analyse qu'autorise la relative homogénéité des données disponibles en la matière.

Les SIFIM correspondent au mode traditionnel de rémunération de l'activité d'intermédiation – crédits et dépôts – sous forme de marge d'intérêt. Ils ne couvrent donc pas les services faisant l'objet d'une tarification explicite sous la forme de commissions. Or, au cours des deux dernières décennies, les établissements financiers se sont attachés à développer la facturation explicite des services proposés à leur clientèle, politique qui permet notamment de réduire les subventions croisées entre produits et de faire prévaloir les conditions d'une concurrence plus efficace entre établissements. Dans toute l'Europe, la part prise par les commissions dans la valeur ajoutée des institutions financières s'est accrue et est désormais proche de celle des revenus d'intermédiation traditionnels.

Pour tenir compte de ce phénomène, l'indicateur « SIFIM rapportés au PIB » est complété par le ratio de l'ensemble de la production des institutions financières rapportée au PIB. Cette production reprend, en sus des SIFIM, les services rémunérés explicitement par des commissions. Restent toutefois exclues d'autres recettes traditionnelles des établissements financiers telles que celles tirées des placements en titres (dividendes ou plus-values). Les deux indicateurs se concentrent donc sur l'activité des intermédiaires bancaires – entendue comme l'octroi de crédit, la collecte des dépôts et la gestion des moyens de paiement – et non bancaires – courtage de valeurs mobilières, gestion d'actifs pour compte de tiers, assurance vie et capitalisation, etc.

Graphique 6 SIFIM

(en % du PIB)



Source : Comptes nationaux publiés par l'OCDE

L'examen de l'évolution sur plus de trois décennies du rapport des SIFIM au PIB met en évidence d'importants écarts de niveaux et des profils d'évolution variés entre pays européens.

Cette dispersion de l'indicateur reflète des réalités très diverses. En effet, certains systèmes bancaires concentrent depuis longtemps leurs efforts sur la clientèle particulière (Royaume-Uni) tandis que d'autres ont bâti leur réputation sur leur lien très fort avec leur tissu industriel (Allemagne mais aussi Italie).

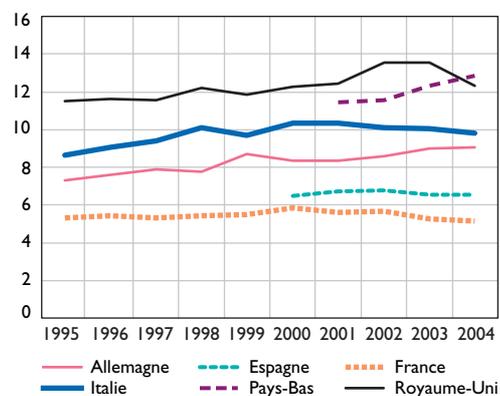
Au total, l'évolution sur longue période des SIFIM n'indique guère de dépérissement des activités traditionnelles des établissements financiers, comme une lecture hâtive de l'évolution des taux d'intermédiation au sens strict pourrait le laisser supposer. C'est encore plus vrai si on examine l'indicateur de production. Ce dernier intégrant également les commissions, ses niveaux se situent logiquement au-dessus de ceux atteints par le ratio SIFIM/PIB.

Au-delà des disparités de niveaux qu'il laisse apparaître et qu'il faudrait, au demeurant, interpréter avec précaution, notamment à cause de l'hétérogénéité des données disponibles sur ce volet, cet indicateur de production montre une relative stabilité. Il n'est donc pas possible de déduire de ses évolutions des signes d'un amoindrissement de l'activité bancaire. Le repli du crédit bancaire dans le financement des entreprises, illustré par celui du taux d'intermédiation au sens strict au cours de la dernière décennie (cf. graphique 1),

masque le fait que d'autres clients ou d'autres produits sont susceptibles d'alimenter à leur tour le chiffre d'affaires des intermédiaires financiers. En outre, même si les activités traditionnelles voient leur poids relatif diminuer, celles-ci conservent des avantages indéniables du point de vue commercial ne serait-ce que pour distribuer des produits d'appel comme en témoignent les pratiques bancaires sur certains segments du marché du crédit et notamment le crédit immobilier. D'une manière plus générale, le développement du secteur financier ne saurait signifier l'essor de certains segments au détriment des autres (par exemple le développement des marchés aux dépens des banques). Tout au contraire, il s'appuie sur une diversification et une sophistication croissantes des acteurs de la sphère financière qui supposent l'émergence d'intervenants aux statuts toujours plus divers mais aussi capables d'assurer des fonctions très complémentaires pour contribuer de manière efficace et rentable au financement de l'économie.

Graphique 7 Production des institutions financières

(en % du PIB)



Source : Comptes nationaux (données nationales)

ENCADRÉ 2

SIFIM

Au sein des comptes nationaux, le compte de production des institutions financières présente la spécificité de reprendre à la fois les commissions perçues en rémunération de services facturés ainsi que la marge d'intérêt prélevée par les établissements sur leurs opérations de dépôts et de crédits, marge qui rémunère leur service d'intermédiation. Cette deuxième composante reçoit, dans le système de comptabilité nationale actuellement en vigueur, l'appellation de « services d'intermédiation financière indirectement mesurés » (SIFIM).

Cette production de SIFIM est calculée comme la somme :

- du surcroît d'intérêts que les intermédiaires perçoivent sur les crédits qu'ils consentent par rapport aux conditions de marché pour des financements comparables,
- et des retenues opérées par les intermédiaires sur la rémunération des dépôts qu'ils collectent par rapport aux conditions de marché pour des placements comparables.

Dans les deux cas, les écarts par rapport aux taux de marché se justifient par les services spécifiques que rendent les intermédiaires aux agents non financiers en effectuant de la transformation, en gérant des risques de crédit, de liquidité, de change ou de taux pour ne citer que les plus connus. Ces écarts nourrissent une marge d'intérêt nette qui constitue encore la source première des revenus des établissements bancaires.

5| Éléments de comparaison internationale

Compte tenu des contraintes de disponibilité des données, ce volet comparatif se limite au taux d'intermédiation au sens strict et à quatre pays (cf. annexe 2 pour les données chiffrées), à savoir l'Allemagne et trois autres pays – États-Unis, Royaume-Uni et Espagne – dont les structures financières laissent *a priori* davantage de place aux financements de marché. Pour ces trois derniers, il est intéressant de noter que :

- sur la décennie 1994-2004, les taux d'intermédiation présentent en début de période des niveaux plus faibles qu'en France, mais ils sont ensuite orientés à la hausse jusqu'en fin de période ;
- pour les États-Unis et le Royaume-Uni, la hausse du taux d'intermédiation s'explique quasi-exclusivement par l'augmentation de la part des crédits aux ménages (à long terme, mais aussi à court terme)⁸. De même, la part des crédits à long terme aux ménages, qui recouvre très largement des financements immobiliers, reste prépondérante pour l'Espagne ;
- la part des financements intermédiés concernant les APU est faible et/ou décroissante.

S'agissant de l'Allemagne, les constats sont en revanche sensiblement différents :

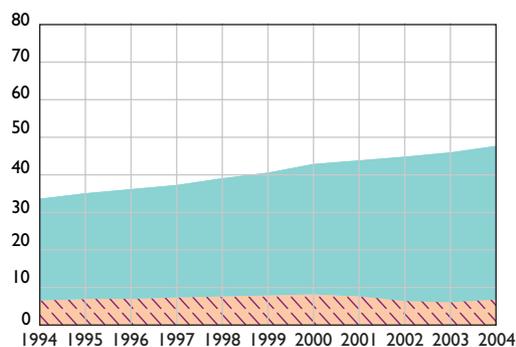
- déjà plus élevé que dans les autres pays étudiés (y compris la France) en début de période, le taux d'intermédiation augmente jusqu'en 2000, avant de se stabiliser pour un temps et d'amorcer une diminution à compter de l'année 2003 ;
- les parts relatives à chaque secteur bénéficiaire de financements intermédiés évoluent toutefois de manière quelque peu différente : celle concernant les APU marque un sommet en 1996 tandis que les parts relatives aux ménages et aux SNF n'atteignent leurs maxima, respectivement, qu'en 1999 et 2002 ;
- le mouvement le plus notable concerne les APU, pour lesquels le recul des financements intermédiés, qui s'amorce dès 1997, est beaucoup plus accentué que pour les autres secteurs ;
- à la différence des autres pays, aucune tendance forte à la hausse des financements intermédiés n'est à relever pour ce qui concerne les ménages. Cette particularité témoigne de la relative atonie du crédit à l'habitat outre-Rhin compte tenu de l'orientation plutôt médiocre du marché de l'immobilier résidentiel depuis le choc de la réunification.

⁸ Cette part correspond ici à la proportion des crédits reçus par les ménages par rapport à l'ensemble des financements reçus par les agents non financiers résidents.

Graphique 8 Taux d'intermédiation au sens strict des agents non financiers

(en % du total des financements reçus par les ANF résidents)

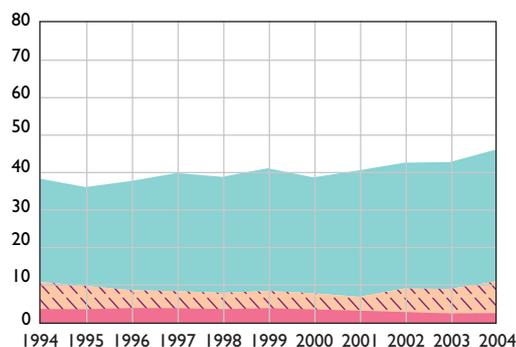
États-Unis



■ Part des APU ■ Part des SNF ■ Part des ménages

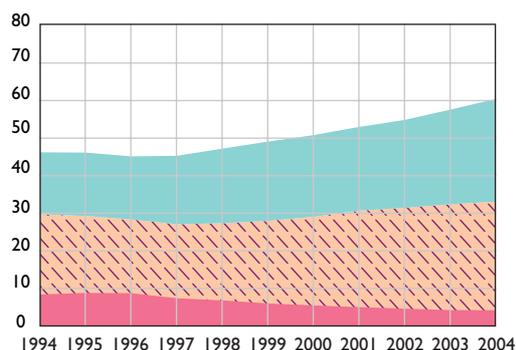
Sources : Flow of Funds Accounts, Bureau of Economic Analysis

Royaume-Uni



Sources : Comptes nationaux du Royaume-Uni, Office national des statistiques

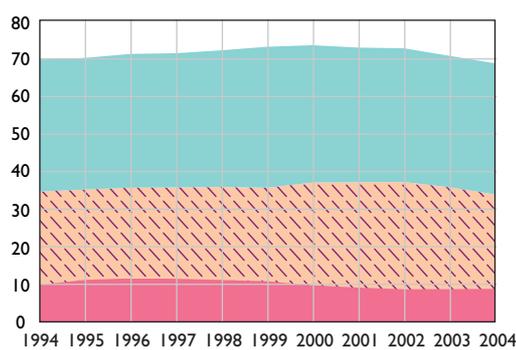
Espagne



■ Part des APU ■ Part des SNF ■ Part des ménages

Source : Banque d'Espagne

Allemagne



Source : Banque fédérale d'Allemagne

6| Une désintermédiation à relativiser

Aux États-Unis ou au Royaume-Uni, pays pourtant réputés pour le degré de développement des financements de marché, le taux d'intermédiation au sens strict a eu tendance à augmenter sur la période, essentiellement du fait de l'accroissement des crédits à long terme accordés aux ménages, et notamment des prêts immobiliers, qui se sont inscrits en forte augmentation sur les dernières années.

Ce phénomène est sans doute le principal facteur d'augmentation du taux d'intermédiation financière dans ces deux économies.

L'arrêt de l'érosion du taux d'intermédiation financière au sens strict en France à partir de 2002 mérite également d'être relevé, même s'il ne s'agit que d'une stabilisation sans véritable inversion de tendance. Cette inflexion est essentiellement imputable à l'accélération de l'endettement bancaire des ménages à partir de cette date, et en particulier à la hausse de leur endettement immobilier⁹.

⁹ Cf. Bricongne (2005)

Dans le cas de la France, si le taux d'intermédiation financière au sens large est en baisse sur la majeure partie de la période, cette évolution quelque peu singulière mérite d'être relativisée à plusieurs titres. Il convient d'abord de noter que le taux d'intermédiation était relativement élevé en début de période. En outre, l'ouverture aux mouvements internationaux de capitaux est intervenue plus tard qu'aux États-Unis par exemple, et a mis davantage de temps à faire sentir ses effets. Or, l'internationalisation des financements et des portefeuilles a été le principal facteur de diminution du taux d'intermédiation financière au sens large.

On peut ensuite nuancer la portée de la baisse du taux d'intermédiation au sens large en France dans la mesure où elle est largement la résultante d'un choix de diversification géographique des placements des intermédiaires financiers résidents, dont les

montants investis à l'étranger auraient plus que suffi à maintenir constant le taux d'intermédiation financière des ANF résidents s'ils avaient été orientés vers cette clientèle. Dans le même ordre d'idées, l'analyse des revenus des intermédiaires financiers tend à confirmer qu'une redéfinition de leur tarification et un redéploiement de leur activité sont en cours, qui contribuent à maintenir leur poids dans l'économie nationale.

Enfin, les intermédiaires financiers continuent de jouer un rôle essentiel dans la préparation et l'exécution des levées de capitaux des SNF sur les marchés boursiers et obligataires. Les choix qui se présentent aux entreprises non financières couvrent en fait un vaste éventail de services et de prestations de la part de ces intermédiaires et vont donc bien au-delà de la simple alternative entre financements intermédiés et financements de marché.

Bibliographie

Boutillier (M.), Labye (A.), Lagoutte (C.), Lévy (N.) et Oheix (V.) (2002)

« Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes », *Revue d'Économie Politique*, n° 112 (4), juillet-août, p. 499-544

Bricongne (J.-C.) (2005)

« Les comptes financiers de la Nation en 2004. Forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », *Bulletin de la Banque de France*, n° 137/INSEE Première, n° 1019, mai

Capelle-Blancard (G.) et Couppey-Soubeyran (J.) (2003)

« Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant », *Économie et Statistique*, n° 366, novembre

Levine (R.) (2002)

"Bank-based or market-based financial systems: Which is better?", *Journal of Financial Intermediation*, n° 11, p. 1-30

Monfront-Moncomble (R.) (1989)

« L'évolution du système financier français à travers le TERF », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 34, p. 45-51

Schmidt (R.H.), Hackethal (A.) et Tyrell (M.) (1999)

"Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison", *Journal of Financial Intermediation*, n° 8, p. 36-67

Wilhelm (F.) (2002)

« Le taux d'intermédiation financière, aspects méthodologiques », *Rapport 2001 du Conseil national du Crédit et du Titre (CNCT)*, p. 269-272

ANNEXE I

Éléments méthodologiques

Éléments méthodologiques concernant la France

La source principale de calcul est constituée par les CFT (comptes nationaux financiers trimestriels) produits par la Banque de France, qui sont au format de la comptabilité nationale et calés sur les comptes nationaux financiers annuels jusqu'à l'année du compte semi-définitif, voire jusqu'à l'année du compte provisoire pour certaines séries.

Les données concernant les obligations et les actions n'étant pas disponibles avec tout le détail des positions par secteur contrepartie, des hypothèses sont faites (calcul de clés...) en tant que de besoin pour les répartir par secteur détenteur.

Principes de comptabilisation et de calcul

Les encours de titres sont comptabilisés pour leur valeur à l'émission. Pour le calcul des encours d'obligations et d'actions, il est procédé à des cumuls de flux à partir d'un encours de départ (lui-même obtenu en général par le biais d'un cumul de données plus anciennes, le plus souvent annuelles et pouvant remonter jusqu'en 1978).

Pour effectuer les consolidations sectorielles des données relatives aux actions, des taux de détention (issus de sources telles que le Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) et les enquêtes-titres de la Banque de France notamment) sont appliqués aux séries de cumuls de flux concernant les opérations du marché financier.

Périmètre retenu

Les établissements de crédit (EC) comprennent les institutions financières monétaires (IFM) hors S122F (OPCVM monétaires) et le 123A (institutions financières diverses et assimilées, qui comprennent notamment les entreprises d'investissement — EI). Les OPCVM comprennent les OPCVM monétaires (S122F) et non monétaires (S123B).

Le S124 (auxiliaires financiers) est exclu du périmètre de l'analyse.

S'agissant des opérations :

- sont pris en compte les crédits des établissements de crédit aux agents non financiers ainsi que ceux accordés par les OPCVM et les sociétés d'assurance. Sont ainsi exclus les crédits commerciaux et les prêts entre agents non financiers (comptes courants d'associés, comptes de filiales...);
- les dépôts au passif des APU ne sont pas consolidés ;
- les émissions d'actions des SNF résidentes sont nettes de leurs détentions d'actions émises par d'autres SNF résidentes. Ainsi, seul le solde entre les flux des actions émises par les SNF et ceux des actions détenues par d'autres SNF est pris en compte dans les financements, le développement des participations internes au secteur des sociétés non financières correspondant davantage à un mouvement de structuration des groupes qu'à l'apport de ressources nouvelles. Ce mode de calcul constitue la principale innovation par rapport à l'approche antérieure du CNCT.

Éléments méthodologiques concernant les pays étrangers étudiés**États-Unis**

Pour les données se rapportant aux crédits, sont repris notamment les crédits à la consommation, les crédits hypothécaires, et les autres types de crédits. Concernant la sectorisation de ces concours, qu'il s'agisse du secteur prêteur ou emprunteur, le détail disponible dans les « *Flow of Funds accounts* » est en général supérieur à celui utilisé par les comptes nationaux français, et compatible. S'agissant des institutions financières, sont ainsi repris les banques commerciales, les sociétés de crédit hypothécaire, ainsi que divers autres organismes (« *Saving Institutions* », « *Credit Unions* »...). Les données disponibles permettent de distinguer les crédits accordés aux ANF par les institutions financières de ceux octroyés par d'autres ANF.

Les émissions d'actions étant consolidées entre SNF résidentes, elles ne nécessitent pas d'hypothèses de calcul ni de retraitements particuliers.

Royaume-Uni

Les crédits entre agents non financiers (à court terme : F419 et à long terme : F429) ne sont pas distingués des crédits des institutions financières aux agents non financiers (à court terme : F411 et à long terme : F421). Pour éliminer les crédits entre agents non financiers, le calcul est mené à partir du passif des agents non financiers plutôt qu'à partir de l'actif des intermédiaires financiers résidents, celui-ci présentant l'inconvénient d'inclure les crédits au « reste du monde ».

Le total des crédits (F411 + F419 + F421 + F429) au passif des agents non financiers résidents du Royaume-Uni est donc utilisé comme base de calcul. Dès lors, pour ne retenir que les seuls crédits consentis à ces agents (F411 + F421), il convient de déduire les crédits accordés par les ANF résidents eux-mêmes et par les ANF non résidents (F419 + F429). Ce retraitement conduit ainsi à soustraire les crédits accordés par les ANF

résidents (en écartant les prêts au titre d'investissements directs) et les crédits accordés par le « reste du monde » (hors ceux octroyés par des institutions financières non résidentes), que ce soit au titre de crédits aux ANF ou dans le cadre d'investissements directs.

Espagne

Les retraitements sont analogues à ceux effectués pour les données du Royaume-Uni, sauf en ce qui concerne les crédits entre agents non financiers. Pour ces derniers, le retraitement consiste à soustraire du passif des ANF résidents leur actif sous forme de crédits. Les crédits accordés par les ANF non résidents ne sont en revanche pas déduits de cette composante.

Allemagne

Les retraitements sont peu ou prou identiques à ceux effectués pour l'Espagne et le Royaume-Uni, si ce n'est que les encours d'actions émises par les SNF sont diminués des encours d'actions de SNF détenus au sein même de ce secteur. À noter également que l'année de base de l'encours, à partir duquel les cumuls de flux sont effectués, est l'année 1995.

ANNEXE 2

Taux d'intermédiation au sens strict des ANF aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne et en Allemagne

États-Unis

(en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux d'intermédiation des ANF	33,6	35,1	36,2	37,3	39,1	40,6	42,9	43,8	44,8	46,0	47,7
dont : part des crédits à LT aux ménages	20,1	20,4	21,1	21,6	22,8	23,8	25,1	26,4	28,1	29,7	31,5
part des crédits à CT aux ménages	7,0	7,7	8,1	8,4	8,6	8,9	9,6	9,8	9,7	9,5	9,3
part des crédits aux SNF	6,6	6,9	7,0	7,4	7,7	7,9	8,2	7,7	7,1	6,8	6,8

Sources : Flow of Funds Accounts, Bureau of Economic Analysis

Royaume-Uni

(en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux d'intermédiation des ANF	38,5	36,3	37,9	40,0	39,0	41,3	38,9	40,7	42,7	43,0	46,2
dont : part des crédits à LT aux ménages	23,0	21,9	24,4	26,2	25,5	26,9	25,1	27,3	27,2	28,0	29,1
part des crédits à CT aux ménages	4,5	4,5	4,7	5,3	5,4	5,8	5,7	6,4	6,3	5,8	6,0
part des crédits aux SNF	7,2	6,2	4,7	4,5	4,4	4,6	4,3	3,7	6,3	6,5	8,4
part des crédits aux APU	3,8	3,7	4,0	4,0	3,7	4,0	3,7	3,4	3,0	2,6	2,7

Sources : Comptes nationaux du Royaume-Uni, Office national des statistiques

Espagne

(en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux d'intermédiation des ANF	46,1	46,0	45,0	45,1	47,0	48,9	50,6	52,8	54,6	57,4	60,2
dont : part des crédits à LT aux ménages	14,8	15,1	15,0	16,5	18,2	19,4	20,1	20,8	21,9	23,7	25,8
part des crédits à CT aux ménages	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
part des crédits aux SNF	21,3	20,4	19,6	19,6	20,5	21,9	23,5	25,6	26,7	28,1	28,8
part des crédits aux APU	8,4	8,7	8,7	7,3	6,8	6,0	5,5	5,0	4,6	4,2	4,2

Source : Banque d'Espagne

Allemagne

(en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux d'intermédiation des ANF	69,6	70,0	71,1	71,2	72,0	73,0	73,4	72,7	72,5	70,5	68,6
dont : part des crédits à LT aux ménages	31,7	31,8	32,4	32,7	33,3	34,5	33,6	33,1	33,0	32,6	32,7
part des crédits à CT aux ménages	3,3	3,2	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,5	2,2	2,0
part des crédits aux SNF	24,7	23,9	24,1	24,2	24,7	24,8	27,3	28,0	28,5	27,0	25,1
part des crédits aux APU	9,8	11,1	11,5	11,4	11,1	10,8	9,7	9,1	8,7	8,7	8,8

Source : Banque fédérale d'Allemagne

