



**HAL**  
open science

## Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : L'approche en volume

Gunther Capelle-Blancard

► **To cite this version:**

Gunther Capelle-Blancard. Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : L'approche en volume. 1999. halshs-03592456

**HAL Id: halshs-03592456**

**<https://shs.hal.science/halshs-03592456v1>**

Submitted on 11 May 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

**Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière :  
L'approche en volume**

Gunther CAPELLE-BLANCARD

1999.13

# Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : L'approche en volume<sup>1</sup>

*Août 1999*

Gunther CAPELLE-BLANCARD

TEAM – Théorie Et Applications en Microéconomie et Macroéconomie

ESA 8059 du CNRS

Université Paris I *Panthéon-Sorbonne*

*Adresse professionnelle* : TEAM  
Maison des Sciences Economiques  
Université Paris I *Panthéon-Sorbonne*  
106-112, Bd de l'Hôpital 75647 Paris Cedex 13

*Téléphone* : 01 55 43 42 71  
*Fax* : 01 55 43 42 70

*Adresse personnelle* : 93, rue Nationale 75013 Paris

---

<sup>1</sup> Cet article est extrait d'une étude menée au sein du Centre de Recherche de la Banque de France (DEER-DGE) sous la direction de Monsieur Pierre Sicsic. Elle a bénéficié à cet égard de la collaboration du SESOF et des précieux conseils de Pierre Sicsic et Pascal Jacquinot envers lesquels je suis très reconnaissant. Je tiens également à remercier pour leurs remarques, Christian de Boissieu, Jezabel Couppey, Jean-Olivier Hairault, Bertrand Maillet ainsi que les participants du séminaire TEAM.

## Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : L'approche en volume

**Résumé :** A en croire les études antérieures, la désintermédiation financière observée en France durant les années quatre-vingt n'est due qu'à un déplacement du champ d'activité des intermédiaires financiers. Cette assertion se fonde principalement sur la distinction entre les taux d'intermédiation en termes de demande et en termes d'offre. Mais lorsque les champs et les méthodes sont comparables, ces deux approches conduisent à des conclusions identiques : les tendances à la désintermédiation semblent confirmées dans les deux cas, même si, par définition, le niveau du degré d'intermédiation est plus élevé lorsque l'on considère le point de vue des établissements financiers. Il semble pourtant erroné de croire que les profonds changements qui ont affecté la sphère financière durant les années quatre-vingt (nouvelles technologies, innovations financières, déréglementation) ont eu, en France, une influence déterminante sur le comportement des agents non financiers en matière de financement (à l'exception notable de l'État). La valorisation des encours conduit en effet à amplifier les tendances à la désintermédiation financière de l'économie française. Cet article propose donc une mesure originale du degré d'intermédiation financière : la méthode consiste à utiliser des séries en encours, corrigées des phénomènes de valorisation, afin de ne retenir, parmi l'augmentation de la capitalisation boursière, que l'aspect « nouveau financement ». Cette approche, qui se traduit par le calcul d'un taux d'intermédiation *en volume*, dépasse le clivage traditionnel qui oppose le taux d'intermédiation en termes de demande et celui en termes d'offre. Mesuré sur la période 1980-1996, le degré d'intermédiation de l'économie française corrigé des phénomènes de valorisation est alors relativement stable.

*Classification JEL :* G10, G21, G32, G38.

*Mots-clés :* Intermédiation financière, marchés de capitaux.

## A new measure of the financial intermediation rate : the approach in volume

**Abstract :** Following former studies, the financial disintermediation observed in France in the 1980's was only due to important changes in the activities of financial institutions. This assertion is mainly based on the distinction between the intermediation rates in terms of demand and in terms of supply. But when fields and methods are comparable, these two approaches lead to identical conclusions : trends in the financial disintermediation seem confirmed in both cases, even if, by definition, the level of the intermediation rate is highest when it is considered from a financial establishment point of view. Yet, it seems wrong to believe that the deep changes which have affected the financial sphere during 1980's (new technologies, financial innovations, deregulation) have had a deciding influence on the behaviour of non-financial agents in France (to the notable exception of the State). The valorization of stock amplifies trends to financial disintermediation in the French economy. This article therefore proposes an original measure for the intermediation rate: the method consists of using stock data, correct by valorization phenomena, this retaining, within the increase of market capitalization, only the "new financing" aspect. This approach, translated into the calculation of a rate of intermediation in volume, exceeds the traditional cleavage, which opposes the intermediation rate in terms of demand and that in terms of supply. Based on the period 1980-1996, the intermediation rate of the French economy corrected by valorization phenomena is then relatively stable.

*JEL classification :* G10, G21, G32, G38.

*Keywords :* Financial intermediaries, capital markets.

## Introduction

Il n'est guère de présentation de la mutation financière qui ne fasse usage du concept de désintermédiation. Ce concept, qui a séduit nombre d'analystes et d'observateurs, signifie le déclin de l'intermédiation financière au profit des relations de financements directs sur les marchés de capitaux. Pourtant, conceptuellement, la désintermédiation recouvre une pertinence assez limitée en raison de la complémentarité fondamentale qui unit intermédiaires et marchés financiers. Pour cette raison, la mesure du degré d'intermédiation financière a été le sujet de vives polémiques jusqu'à la fin des années quatre-vingt<sup>2</sup>, même si, aujourd'hui, il fait l'objet d'un rare consensus.

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

Une telle lecture des enchaînements économiques, n'est pourtant pas confirmée par l'examen des taux d'intermédiation en termes de demande et en termes d'offre publiés par le Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT).<sup>3</sup> En effet, ces résultats, s'ils appuient l'idée d'une désintermédiation, ne confirment pas le processus de ré-intermédiation : les approches en termes de demande et en termes d'offre concordent, si ce n'est en niveau, au moins en tendance ; autrement dit, la baisse de la part des crédits dans le financement externe des agents non financiers (ANF) n'est pas atténuée par le redéploiement des intermédiaires financiers (IF) sur les marchés de capitaux.

Cet article vise donc à remettre en question le mouvement de désintermédiation tout en illustrant le renouveau de l'intermédiation financière. Pour cela, nous proposons d'utiliser des séries en encours, corrigées des phénomènes de valorisation, afin de ne retenir, parmi l'augmentation de la capitalisation boursière, que l'aspect « nouveau financement ». La

---

<sup>2</sup> À ce sujet, on pourra consulter la controverse qui oppose Biacabe (1988) et Ullmo (1988).

<sup>3</sup> Le premier est défini comme le rapport des emprunts des agents non financiers sur le total de leurs financements externes ; le second comme la part des financements offerts par les intermédiaires financiers aux agents non financiers sur le total de leurs financements externes.

diminution du taux d'intermédiation, telle qu'elle apparaît dans les approches antérieures, n'est en effet due qu'à la très forte croissance de la capitalisation boursière. Or ce mouvement reflète à la fois l'augmentation des financements par émissions sur le marché primaire, et le renchérissement des titres sur le marché secondaire. Ce dernier ne constitue cependant pas une nouvelle source de financement pour les entreprises et ne devrait, de ce fait, pas être comptabilisé comme un financement direct. L'orientation à la baisse des taux d'intermédiation en flux, qui ne tiennent pas compte des phénomènes de valorisation, est d'ailleurs peu marquée, notamment pour les sociétés non financières. Seulement, ces évolutions sont très heurtées, particulièrement ces dernières années ; il est alors difficile de se prononcer sur l'évolution du degré d'intermédiation sur longue période. Nous proposons donc une nouvelle mesure du taux d'intermédiation (approche dite *en volume*), qui neutralise les effets de la valorisation sur l'encours des actions émises. L'idée sous-jacente est en effet que le phénomène de désintermédiation constaté jusqu'à présent ne traduit que le formidable essor des marchés de capitaux.

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

## **1. Retour sur la notion d'intermédiation financière**

Le taux d'intermédiation cherche à mesurer, parmi les financements externes, ceux qui relèvent du concours d'agents spécifiques : les établissements de crédit et plus généralement les institutions financières. Mais la distinction entre le financement direct et indirect ne dépend pas seulement de la nature de l'agent prêteur ; il dépend aussi, et surtout, des

conditions dans lesquelles s'opèrent les transactions<sup>4</sup>. On a coutume de distinguer l'approche en termes de demande de financement et celle en termes d'offre. La différence essentielle repose sur l'agent à l'initiative de l'opération : considère-t-on le point de vue des agents non financiers qui sollicitent l'intervention d'intermédiaires ? ou au contraire celui des institutions financières qui se portent contrepartie ?

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

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

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

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

En contrepartie des primes encaissées, les *compagnies d'assurance* se doivent d'effectuer des versements dont le montant et l'échéance ne sont pas connus avec certitude. Ces versements futurs sont comptabilisés au passif des compagnies d'assurance (dont ils sont la composante principale) au titre des réserves techniques : réserves mathématiques et réserves primes et sinistres. Les réserves mathématiques correspondent aux contrats

---

<sup>4</sup> Tandis que le financement indirect est l'objet d'une relation bilatérale entre l'emprunteur et l'intermédiaire et fonctionne sur le principe de mutualisation des risques, la finance directe opère *via* le marché selon le principe d'une information collective et se borne à transférer les risques (Y. Ullmo et M. Castel, 1991).

d'assurances vie souscrits par les ménages, souvent dans le but de percevoir un capital ou une rente à l'échéance du contrat (complément de retraite par exemple). Cette épargne collectée par les compagnies d'assurance leur sert principalement à investir sur les marchés boursiers et obligataires. En ce sens, l'activité des compagnies d'assurance est très proche de celle des OPCVM ; cette raison nous pousse à les considérer comme des IF<sup>5</sup>. Les réserves primes et sinistres résultent d'engagements à court terme des compagnies d'assurance envers leurs clients au titre de l'assurance dommage. Economiquement ce poste s'analyse comme une dette des assureurs à l'égard des assurés, soit un financement direct entre prêteurs et emprunteurs ultimes. À ce titre, les compagnies d'assurance agissent en tant qu'ANF.

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

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

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

La première approche du taux d'intermédiation consiste à rapporter les crédits distribués par les IF au total des financements obtenus par les ANF. Cette approche est souvent qualifiée *d'approche par la demande* puisqu'elle traduit la volonté de l'agent

---

<sup>5</sup> Le succès de ce type de placements auprès des particuliers se traduit depuis le milieu des années quatre-vingt, par une explosion de l'encours des réserves mathématiques (multiplié par 10 en 10 ans).



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

Selon Gurley et Shaw, le taux d'intermédiation est le rapport entre le montant des *titres indirects* (émis par les institutions financières) et le montant des *titres primaires*<sup>6</sup> (émis par les ANF) au cours de la même période. Mais dans la mesure où les fonds recueillis grâce aux titres indirects sont affectés par les IF à l'achat de titres primaires, nous pouvons écrire que le taux d'intermédiation est égal au rapport des titres primaires acquis par les IF et des titres primaires émis par les ANF (Blanchon et Ferrandier, 1988). Cette approche, qui consiste à recenser l'ensemble des financements assurés par les IF, qu'il s'agisse de titres émis par les ANF (titres de créances négociables, obligations, actions) ou de crédits accordés par les établissements bancaires ou l'État, est qualifiée *d'approche par l'offre*. Il s'agit à l'évidence d'une conception élargie par rapport au taux d'intermédiation en termes de demande de financements.

## **2. Le mouvement de désintermédiation en question**

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

---

<sup>6</sup> Soit « l'ensemble de toutes les dettes et de toutes les actions émises par les agents non financiers ». (Gurley et Shaw, 1960, page 88).

## 2.1. Le calcul du taux d'intermédiation financière

Les séries utilisées sont extraites du tableau des opérations financières annuel (TOFA) de la Banque de France<sup>7</sup>. Les données couvrent une période allant de 1969 à 1996 pour les encours, de 1970 à 1996 pour les flux<sup>8</sup>. Chaque taux est calculé à la fois en encours et en flux, pour les ANF, comme pour les sociétés non financières.

Quelle que soit l'approche retenue, le dénominateur du taux d'intermédiation se compose des *titres primaires*, soit l'ensemble des dettes et des titres émis par les emprunteurs ultimes. Il est le même que l'on retienne une définition plus ou moins large de la notion d'intermédiaire puisqu'il ne fait appel qu'au passif des ANF. De fait, les calculs en termes de demande et d'offre ne se distinguent que par le montant des financements intermédiés (au numérateur).

Concernant l'intermédiation en termes de demande, le champ des IF se compose exclusivement des établissements de crédit résidents (S41) ; seuls les crédits figurent au numérateur<sup>9</sup>.

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

où :  $k$  désigne le code secteur des ANF ( $k = 10, 50, 60, 80, 90$ ) ;

$j$  désigne le code opération ( $i = 30, 40, 50$ ).

---

<sup>7</sup> Lecture : F\_ : nomenclature des opérations financières ; S\_ : nomenclature des secteurs institutionnels.

<sup>8</sup> Comparativement, les derniers travaux en date ne portent que sur une quinzaine d'années : Monfront (1989) 1970 à 1987 ; Hairault et Portier (1991) 1977 à 1987, Odonnat (1992) 1978 à 1992.

<sup>9</sup> L'État accorde également des prêts, le plus souvent sous forme d'avances (en particulier aux autres administrations publiques). Pour autant, il ne saurait être considéré comme un intermédiaire financier. Pour lever cette ambiguïté nous choisissons, à la suite d'Odonnat (1992), d'assimiler les prêts accordés par l'État à ceux distribués par les établissements de crédit, sachant que ces derniers représentent en 1996, 97 % du montant total des prêts accordés aux agents non financiers. Le cas des *intermédiaires financiers non-résidents* est particulier. En toute rigueur, dans la mesure où l'on adopte le point de vue des agents non financiers (*respectivement* intermédiaires financiers) nationaux, il convient de retenir le secteur reste du monde comme un intermédiaire financier (*respectivement* agent non financier). Seulement en pratique, cela conduit à des disparités entre le montant des financements demandés par les ANF résidents et le montant des financements offerts aux ANF résidents et non-résidents (les écarts auxquels peuvent conduire éventuellement ces hypothèses antinomiques ne sont d'ailleurs pas en mesure de modifier nos conclusions). Cette situation nous conduit à considérer, sur le marché financier, le reste du monde comme un agent non financier et à assimiler les prêts des établissements de crédit résidents et non-résidents. Enfin, dans le cas des opérations de refinancement (F64) menées par les agents non financiers sur le marché monétaire, nous les supposons intermédiées par les établissements de crédit.

S'agissant de l'intermédiation des financements offerts aux ANF, figure au numérateur les financements offerts aux ANF par les établissements de crédit (S41), les OPCVM (S42) et les compagnies d'assurance (S50), calculés comme la part des titres détenus par ces IF<sup>10</sup>, multipliés par le montant des titres émis, augmentés des crédits obtenus par les ANF.

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

où :  $k$  désigne le code secteur des ANF ( $k = 10, 50, 60, 80, 90$ ) ;

$i$  désigne le code secteur des IF ( $i = 41, 42, 50,$ ) ;

$j$  désigne le code opération ( $i = 30, 40, 50$ ).

## 2.2. Une remise en cause de l'interprétation traditionnelle

Les différentes mesures effectuées font ressortir une diminution assez nette du taux d'intermédiation (*cf.* graphique 1). Calculé en encours, le taux d'intermédiation en termes de demande de financements – défini comme le rapport entre les dettes bancaires des ANF et le total de leurs financements externes – est progressivement passé de 55 % en 1970 à 67 % en 1977, pour redescendre de façon régulière jusqu'à 33 % fin 1996. Le même taux, en flux, comporte des à-coups beaucoup plus marqués. Il accuse en effet des replis très nets entre 1983 et 1986 (-35 points) et entre 1990 et 1993 (-50 points), replis suivis de reprises sensibles (+33 points et +15 points) dans les deux années qui suivent. Ces tendances sont identiques alors même qu'il s'agit des seules sociétés non financières.

Le taux d'intermédiation des financements offerts aux ANF (respectivement sociétés non financières) par les établissements de crédit a également perdu 30 points (respectivement

---

<sup>10</sup> Les données statistiques ne permettent pas d'isoler, parmi les financements sur titres destinés aux agents non financiers, ceux qui sont accordés par les agents financiers. Nous avons donc recours à des « clés de répartition », notée  $K(-)$ , (calculées à partir des séries en encours) qui permettent d'estimer la part des titres détenus par les institutions financières. En distinguant trois compartiments sur le marché des capitaux et trois catégories d'intermédiaires nous obtenons au total neuf clés de répartition où figurent, pour chacun d'entre eux : au numérateur, les titres, les obligations ou les actions détenus à l'actif des établissements de crédit (S41), des OPCVM (S42) et des compagnies d'assurances (S50) ; au dénominateur, les titres, les obligations ou les actions détenus à l'actif de l'ensemble des secteurs (S98).

26 points) entre 1977 et 1996<sup>11</sup>. Suite à la déréglementation et au décloisonnement des métiers de la finance, on a toutefois assisté, dans les années quatre-vingt, au développement des compagnies d'assurance et au redéploiement des institutions financières, *via* les OPCVM, sur les marchés de capitaux. Ce phénomène explique l'augmentation du degré d'intermédiation des financements offerts aux ANF par ces nouveaux intermédiaires. Ces derniers ont en effet considérablement accru leurs parts de marché dans la fourniture de dettes et de fonds propres, et occupent aujourd'hui une place qui ne cesse de croître dans la satisfaction des besoins de financement des ANF : c'est le mouvement qualifié de ré-intermédiation. Le stock des financements intermédiés offerts aux ANF est ainsi passé de 7 à 1 189 milliards de francs pour les OPCVM, et de 19 à 1 537 milliards de francs pour les compagnies d'assurance entre 1970 et 1996. Les taux d'intermédiation correspondant atteignent aujourd'hui 6 à 7 % alors qu'ils étaient proches de 1 % il y a encore 15 ans.

Dans tous les cas, les tendances à la désintermédiation se trouvent donc confirmées. Le fait d'élargir les financements intermédiés aux titres détenus par les établissements financiers, toute chose égale par ailleurs, modifie faiblement la physionomie du degré d'intermédiation de l'économie française. Même si le *niveau* du taux d'intermédiation en termes d'offre est, de fait, supérieur à celui en termes de demande, le *profil* du taux d'intermédiation est orienté à la baisse dans les deux cas.

Cette interprétation, qui conclut à un déclin relatif des activités bancaires traditionnelles est cependant ambiguë puisqu'elle suggère une véritable diminution du montant des prêts accordés par les banques. Le montant des crédits offerts aux ANF est pourtant passé de 582 à 7 192 milliards de francs entre 1970 et 1996. On ne saurait donc parler de recul des crédits (au numérateur), à plus forte raison s'agissant des financements intermédiés au sens large et de l'approche par l'offre. Aussi il est préférable d'attribuer la baisse du taux d'intermédiation à l'augmentation plus importante des financements directs par l'émission de titres (au dénominateur). Si ces deux interprétations sont, en toute logique, identiques (baisse relative du numérateur dans le premier cas, hausse relative du dénominateur dans le second), cette relecture des résultats empiriques nous oblige à nous interroger sur le formidable essor des marchés financiers qui affectent négativement les taux d'intermédiation, et ce, indépendamment du rôle joué par les IF<sup>12</sup>.

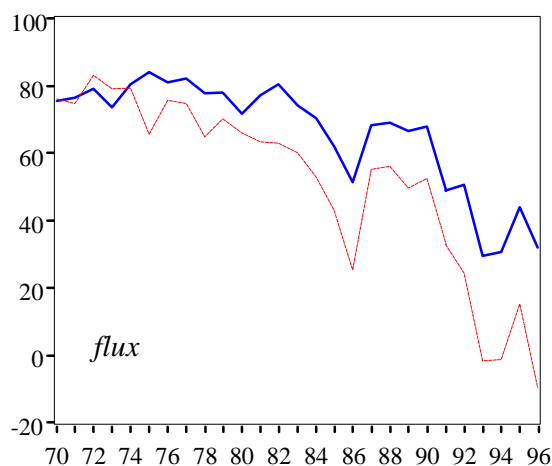
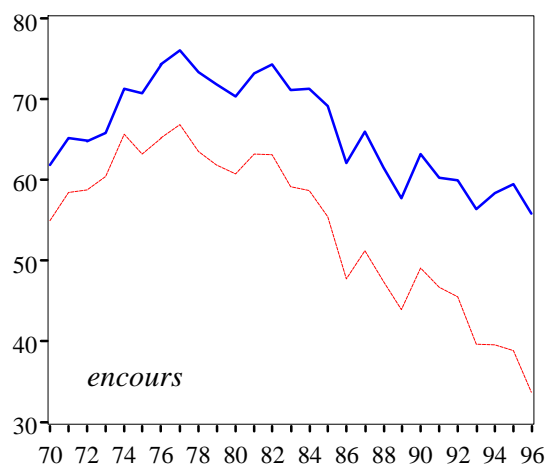
---

<sup>11</sup> Depuis 1970, ce mouvement est beaucoup moins marqué, le taux d'intermédiation a en effet enregistré une hausse de 14 points (respectivement 16 points) de 1970 à 1977, témoin du caractère cyclique du degré d'intermédiation financière

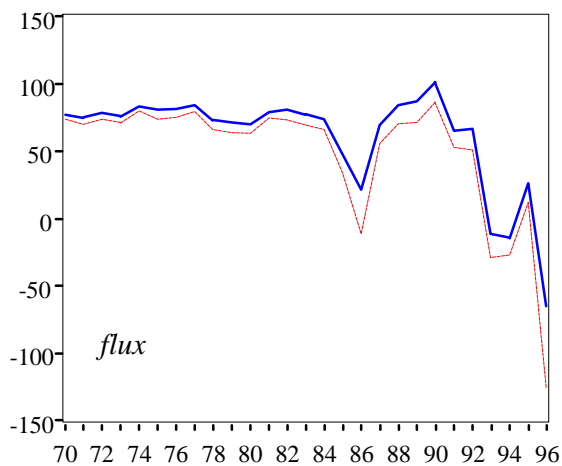
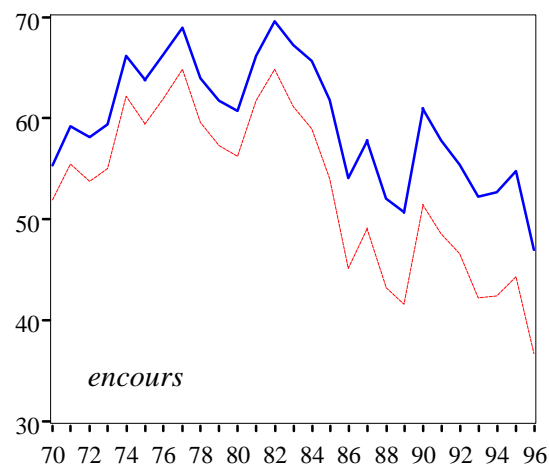
<sup>12</sup> Tous les travaux antérieurs se proposent au contraire de ré-interpréter le phénomène de désintermédiation en montrant l'importance des liens qui unissent les intermédiaires financiers et les marchés.

**Graphique 1 : Deux approches du taux d'intermédiation financière**

**Taux d'intermédiation des agents non financiers**



**Taux d'intermédiation des sociétés non financières**



Légende : approche en termes de demande : pointillés  
 approche en termes d' offre : traits pleins

### 3. Une nouvelle approche du taux d'intermédiation

L'émergence de nouveaux IF n'a donc vraisemblablement pas suffi à compenser la chute du taux d'intermédiation constatée sur les deux dernières décennies. Il est tentant d'expliquer cette baisse par le développement qualitatif des marchés de capitaux : face aux innovations financières qui ont caractérisé les années quatre-vingt, les ANF ont disposé d'une panoplie d'instruments de financement élargie, progrès au détriment des établissements de crédit. Il est pourtant erroné de croire que la France, à l'instar des pays anglo-saxons, est en passe de basculer d'une économie d'endettement à une pure économie de marchés de capitaux. Pour cela il faudrait notamment que les ménages détiennent une fraction plus importante de leur patrimoine sous forme d'actions ou de titres participatifs. Or tel n'est pas le cas. Comme le montre une étude menée par Jaillet et Sicsic (1997), seules 30 % des actions françaises cotées (y compris les actions à actif des OPCVM) sont détenues par les ménages, contre 64 % aux Etats-Unis<sup>13</sup>. Dans ces conditions, comment expliquer la chute du taux d'intermédiation de l'économie française ?

#### 3.1. Sensibilité du taux d'intermédiation à la méthode de valorisation

Sur la période 1970-1996, le montant des titres émis par les ANF (titres du marché monétaire, obligations et actions) a été multiplié par trente.<sup>14</sup> Dans le même temps, les crédits offerts aux ANF sont « seulement » douze fois plus importants.<sup>15</sup> Seulement, la forte progression de la capitalisation boursière cache en réalité deux tendances distinctes : l'augmentation des émissions d'actions (soit en raison de l'avènement de nouvelles sociétés, soit par augmentation de capital des sociétés déjà existantes), et le renchérissement des actions plus anciennes. Seules les premières répondent à une logique de financement des entreprises. Or ces dernières années, c'est le second effet qui domine<sup>16</sup>. Aussi, l'orientation à la baisse du taux d'intermédiation en encours provient pour l'essentiel de la formidable croissance de l'indice boursier.

Un moyen simple pour s'affranchir de ces problèmes de valorisation consiste à

---

<sup>13</sup> Jaillet et Sicsic, 1998, Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande de crédit : quelques implications pour la politique monétaire, Bulletin de la Banque de France n°53.

<sup>14</sup> D'après le TOFA, le montant des titres émis par les ANF est passé de 477 à 14 174 milliards de francs.

<sup>15</sup> D'après le TOFA, le montant des prêts accordés aux ANF est passé de 582 à 7 192 milliards de francs.

<sup>16</sup> L'indice CAC 40 a ainsi augmenté de 131,6 % entre 1987:4 et 1996:4.

calculer le taux d'intermédiation financière en termes de flux. C'est d'ailleurs la méthode adoptée par le Conseil National du Crédit et du Titre. La difficulté consiste alors à se défaire des heurts conjoncturels qui marquent ces séries, d'autant plus que nous cherchons à mettre en évidence une tendance de long terme. Ce problème est du reste souvent évoqué. Odonnat (1992)<sup>17</sup> souligne par exemple que si « les calculs en encours fournissent des enseignements plus nets en longue période, ils sont toutefois affectés par les changements de valorisation des titres qui peuvent déformer les structures ». Avant lui Monfront (1989)<sup>18</sup> notait déjà que « les encours permettent de s'abstraire des heurts conjoncturels mais posent des problèmes de valorisation ; les flux, quant à eux, sont parfois assez heurtés, même en utilisant des séries annuelles, ce qui donne trop de poids aux aléas ». Hairault et Portier (1991) concèdent même que « les phénomènes de valorisation alourdissent les encours d'actions en portefeuille ».

### 3.2. Le taux d'intermédiation en volume

Une autre approche consiste à construire, à partir des encours du TOF annuel, des séries corrigées de l'indice de valorisation, ce dernier étant obtenu en appliquant la formule suivante aux actions émises par les sociétés non financières<sup>19</sup> :

$$\begin{cases} \text{Indice}_t = 1 & ; t = 1980 \\ \text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} \times \frac{(E100050P_t - F100050P_t/2)}{(E100050P_{t-1} + F100050P_t/2)} & ; \forall t \geq 1981 \end{cases}$$

Un tel traitement des données permet en définitive de neutraliser les effets d'une éventuelle bulle spéculative sur le calcul du taux d'intermédiation.<sup>20-21</sup> Par analogie aux séries corrigées de l'inflation, nous proposons de baptiser cette approche *l'approche en volume* (base 1980), tandis que *l'approche en valeur* et celle qui utilise des séries en encours. La

<sup>17</sup> Odonnat, 1992, fiche thématique n°3, rapport annuel du CNC 1992, page 252.

<sup>18</sup> Monfront, 1989, L'évolution du système financier français à travers le TERF, Cahiers économiques et monétaires, n°34, page 47.

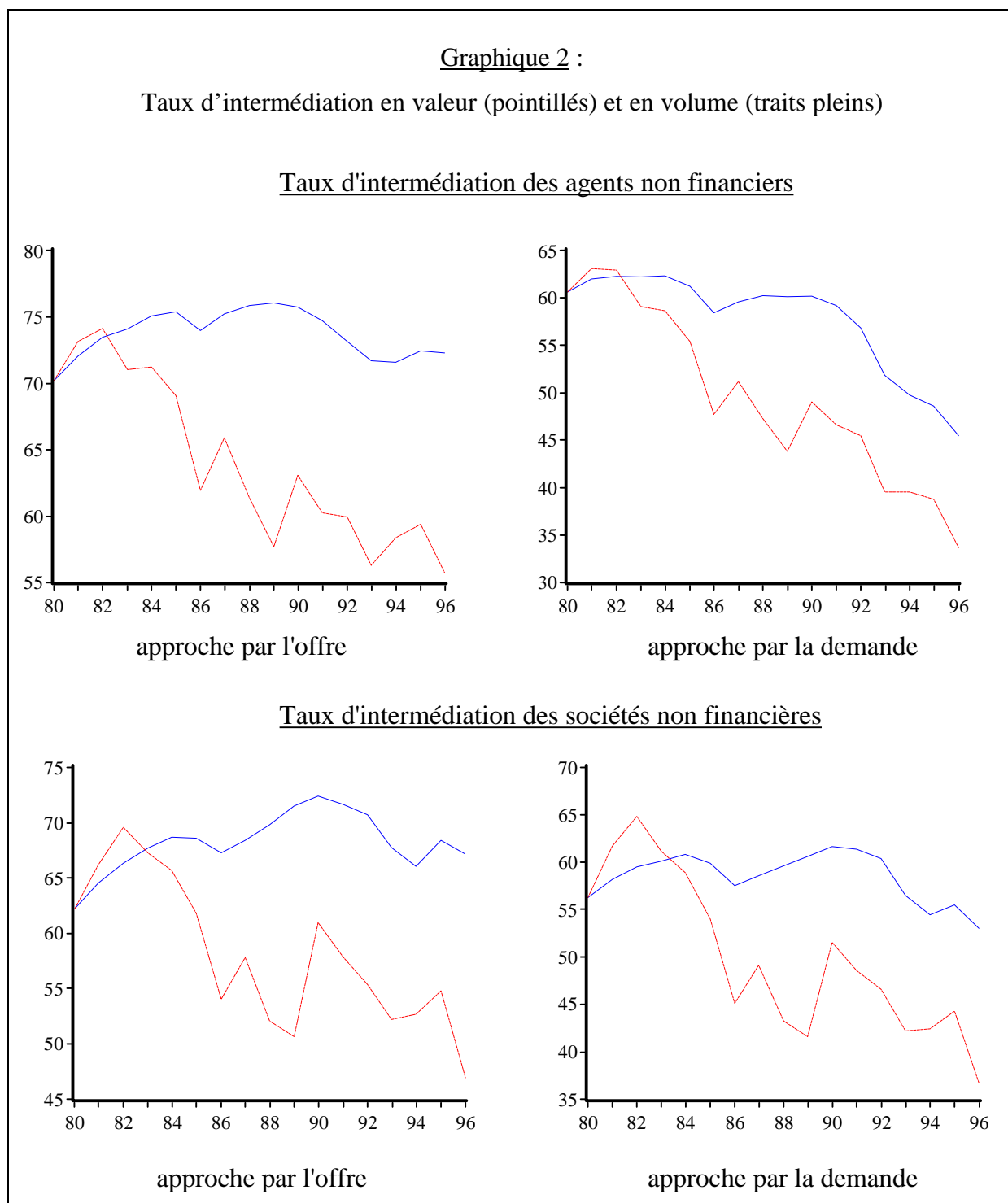
<sup>19</sup> Les actions ne sont pas les seuls titres soumis à la valorisation, mais c'est pour elles que ses effets sont les plus importants.

<sup>20</sup> Le renchérissement des titres sur le marché secondaire peut également illustrer le fait que les entreprises s'autofinancent par rétention des profits. Toutefois, le calcul du taux d'intermédiation ne s'intéresse qu'aux financements externes.

<sup>21</sup> Une autre raison pour appliquer un tel traitement des données est que 85 % du stock d'actions émis par les entreprises ne fait pas l'objet d'une cotation publique. Pourtant dans les comptes nationaux, c'est la totalité des actions qui subissent l'influence du marché boursier, *via* l'indice de valorisation qui leur est affecté Cette hypothèse *ad hoc*, influence fortement le profil du taux d'intermédiation.

distinction entre les financements demandés et offerts par les ANF est toutefois conservée.

De cette nouvelle approche, il ressort que les profonds changements qui ont affecté la sphère financière durant les années quatre-vingt (nouvelles technologies, innovations financières, déréglementation) semblent ne pas avoir eu en France une forte influence sur le comportement des ANF en matière de financement (à l'exception notable de l'Etat) car, d'une manière générale, l'intermédiation financière en volume est stable sur la période 1980-1996.





La part des crédits dans le financement externe des ANF s'est réduite ; le taux d'intermédiation correspondant est passé, en volume, de 60 à 45 % entre 1980 et 1996. Cette orientation à la baisse est toutefois imputable à l'État. Le développement des marchés de capitaux a en effet largement bénéficié de l'importance des émissions de titres publics. La croissance du déficit budgétaire depuis le début des années quatre-vingt a conduit l'État à moderniser la gestion de la dette publique, tant sur le marché des capitaux à court terme qu'à long terme. Ainsi, avec un encours en 1996 de plus de 1 000 milliards de francs, soit 55 % des titres émis par les agents non financiers sur le marché des titres de créances négociables, la contribution des bons du Trésor négociables - BTF ou BTAN - dans le total des titres du marché monétaire émis par les agents non financiers est la plus importante. En liaison avec cet essor du marché des capitaux à court terme, les pouvoirs publics ont largement encouragé le développement du marché obligataire qui occupe aujourd'hui, à la différence des grandes places financières étrangères, une place prépondérante. Les administrations publiques constituent ainsi, avec presque 40 % des émissions brutes d'obligations en 1996, soit un montant de près de 2 500 milliards de francs, le secteur le plus dynamique.

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

L'approche par l'offre, qui traduit le point de vue des IF, enregistre quant à lui une légère hausse, qu'il s'agisse des ANF ou seulement des sociétés non financières. Plus de la moitié des financements des sociétés non financières passe par l'octroi de prêts. Les établissements de crédits détiennent en outre 6 % des actions émises par les entreprises ; leur contribution n'a donc pas tendance à décroître. Mais phénomène nouveau, les compagnies d'assurance et les OPCVM détiennent respectivement 5 % et 3,5 % des actions émises par les entreprises contre 2,5 % et 1 % en 1980.

Les conditions de financements des ANF n'ont donc pas été fondamentalement bouleversé par les mutations de la sphère financière (à l'exception évidemment de l'Etat). Ces mutations ont revanche largement bénéficié aux IF qui ont profité du décloisonnement des métiers de la finance pour élargir leurs domaines d'activités.

## Conclusion

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

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

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

## Bibliographie

Biacabe P., 1988, *D'une intermédiation financière à l'autre : le cas de la désintermédiation*, Revue d'Economie Financière n°4.

Blanchon et R. Ferrandier, 1988, *Evolution récente du système français*, Economies et Sociétés n°41.

Capelle-Blancard G., 1997, *La mesure du taux d'intermédiation financière*, Note CR 97/67 - Banque de France.

Courbis B., 1987, *Peut-on parler de désintermédiation en France ?* Economie et Humanisme n°294.

Gurley J., et E. Shaw, 1973 (Brooking, 1960), *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Edition Cujas.

Hairault J.O. et F. Portier, 1991, *Une analyse méthodologique et empirique de l'intermédiation financière en France à travers dix ans de TOF en flux et en encours*, Revue d'Economie Financière n°16.

Jaillet P. et P. Sicsic, 1998, *Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire*, Bulletin de la Banque de France n°53.

Monfront R., 1989, *L'évolution du système financier français à travers le TERF*, Cahiers Economiques et Monétaires n°34.

Odonnat I., 1992, *Fiche thématique n°3*, Rapport Annuel du Conseil National du Crédit.

Ullmo Y., 1988, *Intermédiation, intermédiaires financiers et marchés*, Revue d'Economie Politique n°5.

Ullmo Y. et M. Castel, 1991, *La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises*, Revue d'Economie Financière n°16.

Taux d'intermédiation des agents non financiers, en encours

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

Taux d'intermédiation des sociétés non financières, en encours

<i>(encours en milliards de francs)</i>	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes (b=b1+b2)</b>	<b>682</b>	<b>724</b>	<b>849</b>	<b>926</b>	<b>958</b>	<b>1 146</b>	<b>1 248</b>	<b>1 375</b>	<b>1 629</b>	<b>1 837</b>	<b>2 095</b>	<b>2 183</b>	<b>2 399</b>	<b>2 888</b>	<b>3 278</b>	<b>3 696</b>	<b>4 472</b>	<b>4 426</b>	<b>5 714</b>	<b>6 675</b>	<b>6 104</b>	<b>6 965</b>	<b>7 599</b>	<b>8 122</b>	<b>7 923</b>	<b>7 653</b>	<b>8 963</b>
- Emissions de titres (b1)	328	322	393	416	363	466	475	484	659	786	917	836	843	1 122	1 348	1 700	2 454	2 250	3 243	3 901	2 961	3 581	4 058	4 694	4 563	4 262	5 675
- Crédits des établissements financiers (b2)	354	401	456	509	595	680	773	891	970	1 052	1 179	1 348	1 556	1 766	1 930	1 996	2 018	2 176	2 471	2 774	3 143	3 384	3 541	3 428	3 360	3 392	3 289
<b>Financements intermédiés (a)</b>	<b>377</b>	<b>429</b>	<b>493</b>	<b>550</b>	<b>634</b>	<b>731</b>	<b>827</b>	<b>948</b>	<b>1 042</b>	<b>1 134</b>	<b>1 321</b>	<b>1 492</b>	<b>1 719</b>	<b>1 993</b>	<b>2 202</b>	<b>2 330</b>	<b>2 461</b>	<b>2 622</b>	<b>3 042</b>	<b>3 466</b>	<b>3 777</b>	<b>4 055</b>	<b>4 286</b>	<b>4 278</b>	<b>4 240</b>	<b>4 330</b>	<b>4 433</b>
- par les établissements de crédits (a1)	359	408	465	518	602	691	784	902	984	1 068	1 249	1 419	1 635	1 869	2 052	2 145	2 210	2 378	2 721	3 080	3 409	3 643	3 849	3 751	3 701	3 772	3 786
- par les OPCVM (a2)	5	6	9	9	8	10	11	11	14	16	20	24	29	52	73	102	148	139	180	223	210	233	230	288	272	242	272
- par les entreprises d'assurance (a3)	14	15	20	23	24	30	31	35	44	50	52	49	55	72	76	83	103	105	141	164	158	179	206	240	267	316	375
<b>Taux d'intermédiation des ANF (b2/b)</b>	<b>51,89</b>	<b>55,45</b>	<b>53,72</b>	<b>55,03</b>	<b>62,12</b>	<b>59,36</b>	<b>61,95</b>	<b>64,79</b>	<b>59,55</b>	<b>57,24</b>	<b>56,24</b>	<b>61,73</b>	<b>64,86</b>	<b>61,16</b>	<b>58,87</b>	<b>54,01</b>	<b>45,13</b>	<b>49,15</b>	<b>43,24</b>	<b>41,56</b>	<b>51,49</b>	<b>48,58</b>	<b>46,59</b>	<b>42,21</b>	<b>42,41</b>	<b>44,32</b>	<b>36,69</b>
<b>Taux d'intermédiation des IF (a/b)</b>	<b>55,31</b>	<b>59,23</b>	<b>58,10</b>	<b>59,40</b>	<b>66,18</b>	<b>63,77</b>	<b>66,25</b>	<b>68,93</b>	<b>63,97</b>	<b>61,72</b>	<b>63,05</b>	<b>68,34</b>	<b>71,67</b>	<b>69,00</b>	<b>67,16</b>	<b>63,05</b>	<b>55,04</b>	<b>59,24</b>	<b>53,25</b>	<b>51,93</b>	<b>61,88</b>	<b>58,21</b>	<b>56,40</b>	<b>52,67</b>	<b>53,52</b>	<b>56,58</b>	<b>49,46</b>
- par les établissements de crédits (a1/b)	52,59	56,31	54,74	55,99	62,91	60,25	62,84	65,60	60,40	58,10	59,60	64,99	68,16	64,70	62,61	58,04	49,43	53,74	47,63	46,14	55,85	52,30	50,65	46,18	46,71	49,28	42,25
- par les OPCVM (a2/b)	0,71	0,86	1,02	0,96	0,79	0,89	0,89	0,81	0,85	0,87	0,97	1,11	1,22	1,80	2,22	2,76	3,31	3,13	3,15	3,34	3,45	3,34	3,03	3,54	3,43	3,17	3,03
- par les entreprises d'assurance (a3/b)	2,01	2,05	2,34	2,45	2,48	2,64	2,52	2,52	2,72	2,75	2,47	2,23	2,29	2,50	2,33	2,25	2,30	2,37	2,47	2,45	2,58	2,57	2,71	2,95	3,38	4,13	4,18

Taux d'intermédiation des agents non financiers, en flux

<i>(flux en milliards de francs)</i>	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Financements externes (b=b1+b2)</b>	<b>91</b>	<b>119</b>	<b>148</b>	<b>142</b>	<b>168</b>	<b>253</b>	<b>138</b>	<b>294</b>	<b>317</b>	<b>381</b>	<b>430</b>	<b>538</b>	<b>676</b>	<b>605</b>	<b>635</b>	<b>607</b>	<b>697</b>	<b>843</b>	<b>989</b>	<b>1 263</b>	<b>1 155</b>	<b>1 051</b>	<b>1 175</b>	<b>1 071</b>	<b>1 137</b>	<b>1 113</b>	<b>1164</b>
- Emissions de titres (b1)	22	30	25	30	35	87	33	74	112	114	146	198	250	242	299	346	521	379	433	635	551	705	889	1 090	1 153	945	1277
- Crédits des établissements financiers (b2)	69	89	123	112	133	166	104	219	206	267	284	340	426	363	336	261	176	463	556	627	604	346	285	-18	-16	168	-113
<b>Financements intermédiés (a)</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>117</b>	<b>104</b>	<b>135</b>	<b>212</b>	<b>112</b>	<b>241</b>	<b>247</b>	<b>297</b>	<b>308</b>	<b>415</b>	<b>543</b>	<b>448</b>	<b>446</b>	<b>376</b>	<b>358</b>	<b>575</b>	<b>682</b>	<b>840</b>	<b>783</b>	<b>513</b>	<b>593</b>	<b>316</b>	<b>347</b>	<b>490</b>	<b>371</b>
- par les établissements de crédits (a1)	68	88	115	101	134	208	109	235	238	287	293	404	524	420	409	321	275	535	612	725	671	402	407	85	115	300	78
- par les OPCVM (a2)	0	1	1	1	0	1	1	2	2	3	4	4	7	13	21	32	54	29	43	81	67	62	119	109	127	95	114
- par les compagnies d'assurance (a3)	1	2	2	3	1	3	2	5	7	8	11	7	12	14	16	23	29	12	27	34	45	49	68	122	105	95	180
<b>Taux d'intermédiation des ANF (b2/b)</b>	<b>75,93</b>	<b>74,91</b>	<b>83,09</b>	<b>79,15</b>	<b>79,36</b>	<b>65,61</b>	<b>75,69</b>	<b>74,73</b>	<b>64,86</b>	<b>70,04</b>	<b>66,05</b>	<b>63,15</b>	<b>63,05</b>	<b>60,02</b>	<b>52,88</b>	<b>42,98</b>	<b>25,20</b>	<b>55,01</b>	<b>56,19</b>	<b>49,67</b>	<b>52,28</b>	<b>32,94</b>	<b>24,30</b>	<b>-1,70</b>	<b>-1,39</b>	<b>15,13</b>	<b>-9,69</b>
<b>Taux d'intermédiation des IF (a/b)</b>	<b>75,57</b>	<b>76,43</b>	<b>79,09</b>	<b>73,58</b>	<b>80,46</b>	<b>84,00</b>	<b>81,01</b>	<b>82,04</b>	<b>77,73</b>	<b>78,03</b>	<b>71,62</b>	<b>77,17</b>	<b>80,34</b>	<b>73,97</b>	<b>70,25</b>	<b>61,90</b>	<b>51,40</b>	<b>68,26</b>	<b>68,99</b>	<b>66,50</b>	<b>67,82</b>	<b>48,85</b>	<b>50,50</b>	<b>29,52</b>	<b>30,49</b>	<b>43,99</b>	<b>31,85</b>
- par les établissements de crédits (a1/b)	74,58	74,56	77,22	70,99	79,73	82,55	78,87	79,89	75,05	75,33	68,19	75,10	77,56	69,50	64,42	52,82	39,43	63,50	61,92	57,39	58,11	38,30	34,65	7,94	10,12	26,91	6,66
- par les OPCVM (a2/b)	0,26	0,50	0,52	0,48	0,18	0,39	0,55	0,51	0,62	0,67	0,95	0,72	1,06	2,09	3,32	5,31	7,74	3,39	4,37	6,38	5,81	5,89	10,10	10,19	11,14	8,55	9,76
- par les compagnies d'assurance (a3/b)	0,73	1,36	1,35	2,11	0,56	1,06	1,59	1,64	2,06	2,03	2,48	1,35	1,73	2,38	2,52	3,77	4,23	1,37	2,71	2,73	3,90	4,66	5,75	11,39	9,24	8,53	15,43

Taux d'intermédiation des sociétés non financières, en flux

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

Taux d'intermédiation des agents non financiers en volume

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

Taux d'intermédiation des sociétés non financières en volume

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