

Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant

Gunther Capelle-Blancard et Jézabel Couppey-Soubeyran*

Le degré d'intermédiation des financements de treize pays européens entre 1994 et 2001 est évalué à partir des comptes financiers nationaux (base Eurostat). Deux approches sont distinguées. L'approche par la demande adopte le point de vue des agents à besoin de financement qui sollicitent un crédit auprès d'un intermédiaire bancaire ou émettent des titres sur le marché. L'approche par l'offre enregistre l'activité des institutions financières qui contribuent au financement de l'économie, au-delà du crédit bancaire, en achetant des titres sur les marchés. Pour parvenir à une mesure du taux d'intermédiation en volume, les encours de titres sont corrigés de la valorisation boursière. L'idée est de capter uniquement, dans l'augmentation de la capitalisation boursière, l'aspect « nouveau financement ».

L'écart obtenu entre l'évaluation en valeur et celle qu'on préconise en volume montre l'importance du biais induit par les effets de valorisation boursière. L'écart entre l'approche par l'offre et l'approche par la demande révèle qu'une large part des financements « demandés » par les agents non financiers sont « offerts » par les intermédiaires financiers (IF). Quant aux écarts entre les différents pays, ils ne se situent guère au niveau des financements externes (financements de marché/financements intermédiés) mais bien plus à celui des modalités même de l'intermédiation, selon que l'activité des IF consiste davantage dans le crédit ou dans l'achat de titres.

Ces évaluations montrent que le degré d'intermédiation financière des financements s'est maintenu en Europe entre 1994 et 2001, dans une phase d'activité soutenue des marchés de capitaux. Cette évolution conforte l'idée que le développement des marchés financiers ne saurait se faire au détriment de celui des intermédiaires financiers.

* Gunther Capelle-Blancard appartient au Cadre (Université de Lille 2), et au Team (Université de Paris 1 et CNRS). Jézabel Couppey-Soubeyran appartient au Team (Université de Paris 1 et CNRS). Les noms et dates entre parenthèses renvoient à la bibliographie en fin d'article.

Depuis la fin des années 1970 et tout au long des années 1980 et 1990, au rythme des innovations financières et du progrès technologique, les marchés de capitaux ont connu un formidable essor. L'introduction de nouveaux titres, la création de nouveaux marchés ou de nouveaux segments de marchés ont assurément promu les financements par émission de titres. À cette expansion des financements de marché a parfois été associée l'idée de désintermédiation (1), comme si cet essor avait pu se nourrir exclusivement de l'épargne de petits porteurs accédant directement aux marchés, comme si le développement des marchés avait pu s'opérer au détriment des intermédiaires bancaires et financiers.

La grave crise de rentabilité traversée par un grand nombre de banques européennes au cours des années 1990 (Commission bancaire, 1996) et l'ampleur des restructurations du secteur bancaire à l'échelle européenne (Ayadi, Lima et Pujals, 2002) ont certes pu cautionner l'idée d'un déclin de l'intermédiation bancaire. Pourtant, la détérioration des marges bancaires ne provenait pas seulement d'une concurrence accrue des marchés ; elle s'expliquait aussi par le déploiement d'autres intermédiaires financiers (OPCVM (2) et autres entreprises d'investissement, sociétés d'assurances, etc.) pour lesquels le développement des marchés signifiait un élargissement considérable des perspectives d'activité et dont le propre développement était lui-même indispensable à celui des marchés. En outre, les banques ont su s'adapter (Boutillier, Pansard et Quéron, 2001). D'une part, en étendant leur activité à celles des intermédiaires financiers dont elles auraient sinon continué de subir la concurrence (bancassurance, gestion de fonds, etc.). D'autre part, en collectant sur les marchés des ressources leur permettant de compenser la baisse relative des dépôts de leurs clientèles et en y destinant également l'emploi de leurs ressources par l'accroissement de l'activité d'investissement en titres (Couppey-Soubeyran et Saïdane, 2002). Comme l'ensemble des intermédiaires financiers, les banques ont ainsi nourri de leurs investissements l'essor des marchés de capitaux, puisant réciproquement dans ces derniers les sources du redéploiement de leur activité (Allen et Santomero, 2001).

Ainsi, l'essor des marchés de capitaux n'entraîne pas automatiquement un déclin de l'intermédiation financière. Cet essor nécessite tout autant les apports massifs de liquidité des intermédiaires financiers qu'il assure à ces derniers les débouchés de nouvelles activités. La

désintermédiation n'est donc pas une conséquence naturelle du développement des marchés, ni une condition qui faciliterait leur essor. La complémentarité croissante entre intermédiation et marché rend toutefois plus floue la frontière entre finance directe et finance indirecte.

Pour distinguer entre finance directe et finance indirecte, deux points de vue sont à considérer : celui de l'agent à besoin de financement (approche par la demande) et celui des institutions financières (approche par l'offre). Pour combler son besoin, le premier choisit, soit de solliciter un intermédiaire bancaire pour l'obtention d'un crédit, soit d'émettre des titres sur les marchés de capitaux. Dans cette approche en termes de demande, le taux d'intermédiation des financements se limite à la part des crédits dans le total des financements externes des agents non financiers (ANF). Pertinente du point de vue des demandeurs de financements, cette première approche fait cependant l'impasse sur l'évolution de l'activité bancaire et sur la contribution croissante au financement de l'économie des fonds d'investissement et des sociétés d'assurances. D'où l'intérêt d'une seconde approche, en termes d'offre, qui enregistre l'activité des institutions financières. Le financement intermédié s'étend alors, au-delà des crédits que ces dernières accordent, aux concours qu'elles apportent par l'achat de titres. Le taux d'intermédiation se mesure donc en rapportant aux financements externes des ANF, la somme des crédits et des titres détenus par les intermédiaires. Une part de ce qui était considéré comme de la finance directe dans l'approche par la demande devient de la finance indirecte dans l'approche par l'offre.

Ce clivage a été bien perçu en France par le Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) qui s'est appliqué, dès 1992, à suivre, selon ces deux approches, le taux d'intermédiation des financements (Odonnat, 1992). Néanmoins, une telle distinction reste à élargir à d'autres pays. Tel est le premier objectif de cet article : comparer à partir des comptes financiers nationaux des pays européens le degré d'intermédiation des financements, selon qu'on adopte le point de vue de l'offre ou celui de la demande. Cette extension est d'autant plus souhaitable que beaucoup

1. Voir, pour la France, Biacabe (1988), Ullmo (1988), Monfront (1989), Castel et Ullmo (1991), Hairault et Portier (1991) et, pour l'Europe, le rapport de la BCE sur les effets éventuels de l'UEM sur le système bancaire (1999).

2. Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières.

d'études analysent le développement financier à partir d'indicateurs qui restreignent encore le financement intermédié au crédit bancaire et n'établissent pas de lien entre financement intermédié et financement de marché (tels que les ratios crédits sur PIB ou capitalisation boursière sur PIB, par exemple). C'est le cas dans le rapport de la BCE (1999) consacré aux effets éventuels de l'UEM sur les systèmes bancaires européens ou encore de Levine et Zervos (1998), Levine (2002) et de Rajan et Zingales (2003) qui tentent pourtant de relativiser la distinction traditionnelle entre les systèmes financiers orientés banque et les systèmes orientés marché.

Au-delà de ce clivage relatif au champ de l'intermédiation, apparaît une difficulté supplémentaire d'ordre méthodologique. Si la notion de désintermédiation a souvent été associée à celle de mutation financière, c'est parce que la mesure empirique du degré d'intermédiation financière semblait l'attester (cf. par exemple Schmidt, Hackethal et Tyrell (1999)). En France, notamment, les taux d'intermédiation financière, quelle que soit l'approche (demande/offre), semblent orientés à la baisse tout au long de la décennie 1990 qui restera comme une phase d'expansion considérable des marchés de capitaux. En réalité, ces évaluations n'ont pas cherché à discriminer entre les effets prix et les effets volume associés à l'augmentation en valeur des financements de marché. Or, si l'on ne corrige pas, au préalable, l'incidence de la valorisation boursière sur les encours de titres, on est nécessairement conduit, selon les périodes de hausse ou de baisse du marché boursier, à sous-estimer ou à surestimer le taux d'intermédiation. En période d'euphorie des marchés, par exemple, l'augmentation du prix des actifs financiers aura pour effet d'accroître artificiellement la part des actions dans les financements externes et donc d'amplifier la tendance à la désintermédiation financière. Il s'ensuivra une réduction mécanique du taux d'intermédiation. On peut, bien sûr, pour pallier ce problème, n'utiliser que des séries en flux. Toutefois, leur extrême variabilité d'année en année rend très délicates les comparaisons historiques. Le second objectif de cet article est d'appliquer une mesure du taux d'intermédiation en volume (Capelle-Blancard, 2000). La méthode consiste à utiliser des séries en encours, corrigées des phénomènes de valorisation boursière, afin de capter uniquement, dans l'augmentation de la capitalisation boursière, l'aspect « nouveau financement ».

L'harmonisation des systèmes de comptes nationaux européens dans le cadre du SEC 95

permet de disposer d'une base commune de données financières autorisant une comparaison à l'échelle européenne. L'objet de cet article n'est toutefois pas de brosser un panorama complet des systèmes financiers européens. Au-delà des particularités de chaque système financier, il s'agit de capter les évolutions communes du degré d'intermédiation des financements. L'évaluation du taux d'intermédiation en volume, appliquée à 13 pays européens (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Italie, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède) au cours de la période 1994-2001 – correspondant à une activité particulièrement soutenue des marchés de capitaux – confirme un maintien du degré d'intermédiation financière des financements, et conforte ainsi l'idée d'une activité étroitement imbriquée des intermédiaires et des marchés financiers.

L'utilisation des comptes financiers d'Eurostat

On utilise les comptes financiers nationaux en flux et en encours extraits de la base Eurostat (3). Ces comptes sont établis dans le cadre du système européen de comptes en base 1995 (SEC 95) (4). Les comptes financiers du SEC 95 ne sont disponibles qu'à partir de 1994, ou 1995 selon les pays, et jusqu'en 2000 ou 2001.

Tous les secteurs institutionnels résidents ainsi que le secteur du Reste du monde sont retenus dans l'article en distinguant deux sous-ensembles : les agents non financiers (ANF) et les intermédiaires financiers (IF). Le secteur des ANF comprend les sociétés non financières (S11), les administrations publiques (S13), les ménages y compris les entreprises individuelles (S14), les institutions sans but lucratif au service des ménages (S15) (5) et le reste du monde (S2). Considérer le secteur « Reste du monde » comme un ANF présente deux inconvénients. D'une part, parmi les concours apportés par les IF résidents aux non-résidents, certains le sont à d'autres IF (non résidents). D'autre part, cela suppose que tous les concours dont ont bénéficié les résidents proviennent d'IF résidents alors qu'une partie d'entre eux provient d'IF non résidents. En outre, cette hypothèse, qui est légitime lorsque l'on considère la perspective des IF

3. L'étude est réalisée à partir des comptes consolidés.

4. Pour une présentation de la base de données SEC 95, voir Boutillier et al. (2002).

5. Dans les comptes, les secteurs S14 et S15 sont regroupés.

(résidents), l'est moins si on considère le point de vue des ANF (résidents) qui demandent des financements (approche par la demande) ; le secteur du reste du monde devrait alors être davantage considéré comme un IF. Mais cela ne serait pas non plus sans inconvénients. Dans ce dernier cas, on supposerait que tous les financements accordés aux ANF par les non-résidents l'ont été par des IF et on exclurait les titres émis ou les crédits demandés par les ANF non résidents. En définitive, comme il convient de conserver la même hypothèse dans les deux approches pour pouvoir comparer les évaluations obtenues, on choisit de retenir le secteur reste du monde comme un ANF.

Le secteur institutionnel des IF retient au sein du secteur des sociétés financières (S12) : les « autres institutions financières monétaires [à l'exclusion de la banque centrale] » (S122) – catégorie regroupant principalement les banques et les caisses d'épargne ; les autres intermédiaires financiers (S123) qui regroupent différents types d'intermédiaires financiers exerçant des « activités de financement à long terme » (OPCVM (6) et autres gestionnaires d'actifs, etc.), les auxiliaires financiers (S124) qui exercent des « activités étroitement liées à l'intermédiation financière mais n'en faisant toutefois pas partie » comme les courtiers par exemple, et les sociétés d'assurances et fonds de pension (S125).

La nomenclature des comptes retient sept grandes catégories d'opérations financières : F1 : « or monétaire et droits de tirages spéciaux » ; F2 : « monnaie et dépôts » ; F3 : « titres autres qu'actions » ; F4 : « crédits » ; F5 : « actions et autres participations » ; F6 : « provisions techniques d'assurance » ; F7 : « autres comptes à recevoir/à payer ». Seules les catégories F3, F4 et F5 sont prises en compte.

Faute de pouvoir rattacher les crédits inter-entreprises à du financement direct ou indirect et étant donné que les crédits commerciaux (poste comptable censé les représenter) comprennent également des opérations qui ne relèvent pas du financement (par exemple les loyers des bâtiments à recevoir, les arriérés de paiement, etc.), on ne tient pas compte des crédits inter-entreprises contenus dans le poste F7. Autrement dit, pour ce qui est des crédits, on retient uniquement le poste F4. Dans une étude microéconomique où l'on s'intéresserait à la hiérarchie des financements des entreprises, la prise en compte du crédit inter-entreprises serait, en revanche, essentielle.

Au sein de la catégorie F3 (« titres autres qu'actions »), on ne retient que les titres de dettes à court, moyen ou long terme, à savoir le poste F33 (« titres autres qu'actions, à l'exclusion des produits dérivés »). Enfin, pour ce qui est des actions, on retient au sein de la catégorie F5 (« actions et autres participations »), lorsque les données le permettent, le poste F51, à savoir « les actions et autres participations à l'exclusion des parts d'OPCVM ».

La construction de ratios d'intermédiation financière

La part des financements intermédiés peut être déterminée en adoptant la perspective de l'approche par la demande, la plus étroite, ou bien celle plus large de l'approche par l'offre. Une fois délimité le champ de l'intermédiation, les taux d'intermédiation peuvent être exprimés en encours ou en flux. Ici, on ne retiendra que les encours qui, contrairement aux flux, autorisent des comparaisons historiques. Les séries d'encours sont toutefois affectées par la valorisation boursière qu'il convient de neutraliser.

Le taux d'intermédiation financière mesure la part des financements intermédiés dans le total des financements externes accordés aux ANF. Le recensement des opérations de financement externe, dont le total constitue le dénominateur du ratio, ne présente guère de difficulté. L'évaluation des financements intermédiés qui constitue le numérateur du ratio est plus délicate. Tout dépend de l'approche retenue pour définir le champ de l'intermédiation (les formules sont présentées dans l'encadré 1).

Pour obtenir le total des financements externes, on somme les crédits consentis par les IF et l'ensemble des titres (titres de créances négociables, obligations, actions et autres participations) émis par les ANF. En raison du champ très large de la catégorie « crédits » dans les comptes financiers du SEC 95 (dont relèvent aussi, par exemple, les créances des salariés sur leur entreprise découlant de leur participation aux bénéfices, les marges remboursables relatives à des produits financiers dérivés, les accords de rachat), on préfère retenir, quand cela est possible, les crédits à l'actif des IF plutôt que les crédits au passif des ANF. Les financements en fonds propres sont

6. Les OPCVM monétaires, dans les pays où ils existent (Allemagne, Autriche, Espagne, France, Finlande), sont classés dans les institutions financières monétaires, à part en Autriche où le secteur des sociétés financières n'est pas ventilé en sous-secteurs.

Encadré 1

CALCUL DES TAUX D'INTERMÉDIATION

Financements externes

Financements externes des ANF :

$E_{ANF} = \text{« F4 à l'actif des S12 »} + \text{« F33 au passif des S11, S13, S2 »} + \text{« F51 au passif des S11, S2 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}$.

Financements externes des APU :

$E_{APU} = \text{« F4 au passif des S13 »} + \text{« F33 au passif des S13 »}$.

Financements externes des SNF :

$E_{SNF} = \text{« F4 au passif des S11 »} + \text{« F33 au passif des S11 »} + \text{« F51 au passif des S11 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}$.

Financements demandés

Financements « demandés » par les ANF :

$D_{ANF} = \text{« F4 à l'actif des S12 »}$.

Financements « demandés » par les APU :

$D_{APU} = \text{« F4 au passif des S13 »}$.

Financements « demandés » par les SNF :

$D_{SNF} = \text{« F4 au passif des S11 »}$.

Titres détenus par les IF sur les ANF

Titres émis par les ANF et acquis par les S12 :

$I_{S12, ANF} = \text{« F33 au passif des S11, S13, S2 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S12 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}] + (\text{« F51 au passif des S11, S2 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}) \times [\text{« F51 à l'actif des S12 »} / \text{« F51 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Titres émis par les APU et acquis par les S12 :

$I_{S12, APU} = \text{« F33 au passif des S13 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S12 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Titres émis par les SNF et acquis par les S12 :

$I_{S12, SNF} = \text{« F33 au passif des S11 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S12 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}] + (\text{« F51 au passif des S11 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}) \times [\text{« F51 à l'actif des S12 »} / \text{« F51 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Titres émis par les ANF et acquis par les S122 :

$I_{S122, ANF} = \text{« F33 au passif des S11, S13, S2 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S122 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}] + (\text{« F51 au passif des S11, S2 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}) \times [\text{« F51 à l'actif des S122 »} / \text{« F51 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Titres émis par les ANF et acquis par les S123 et les S124 :

$I_{S123\&S124, ANF} = \text{« F33 au passif des S11, S13, S2 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S123_S124 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}] + (\text{« F51 au passif des S11, S2 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}) \times [\text{« F51 à l'actif des S123_S124 »} / \text{« F51 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Titres émis par les ANF et acquis par les S125 :

$I_{S125, ANF} = \text{« F33 au passif des S11, S13, S2 »} \times [\text{« F33 à l'actif des S125 »} / \text{« F33 à l'actif de tous les secteurs »}] + (\text{« F51 au passif des S11, S2 »} - \text{« F51 à l'actif des S11 »}) \times [\text{« F51 à l'actif des S125 »} / \text{« F51 à l'actif de tous les secteurs »}]$.

Taux en termes de demande de financements

Taux d'intermédiation des financements demandés par les ANF (taux global) :

$TD_{ANF} = D_{ANF} / E_{ANF}$.



obtenus en déduisant des actions enregistrées au passif des SNF, les actions qu'elles détiennent à l'actif, afin d'isoler dans le total des actions émises la partie qui correspond véritablement à du financement externe. En effet, certaines émissions d'actions servent uniquement à des prises de participations croisées et répondent juste à un impératif d'ordre organisationnel. Quelques statistiques sur l'encours (obtenu sous ces hypothèses) des financements externes des ANF en Europe (7) en 2000 sont présentées en annexe (cf. tableau A).

L'approche par la demande adopte le point de vue des ANF qui sollicitent un prêt auprès d'un établissement de crédit : le financement intermédié se réduit ici aux crédits inscrits à l'actif des IF ou au passif des ANF. Tout financement par titre est assimilable, dans cette première approche, à du financement direct et le champ des intermédiaires financiers se limite à ceux qui accordent des crédits. Le taux d'intermédiation global des financements demandés par les ANF est alors égal au rapport entre les crédits et le total des financements externes.

On peut associer à ce taux global deux taux sectoriels qui permettent d'étudier spécifiquement

le cas des SNF et celui des APU. Les crédits consentis par les IF n'étant pas ventilés par type de secteurs bénéficiaires (absence de « qui-à-qui »), il faut utiliser, dans ce cas, le montant des crédits figurant au passif du secteur considéré.

Le taux d'intermédiation en termes d'offre enregistre l'activité des IF qui contribuent au financement de l'économie, non seulement en octroyant des crédits mais également en achetant des titres (8). Le champ de l'intermédiation s'élargit donc ici aux achats de titres des IF qui figurent au numérateur du ratio. Le problème est qu'on ne dispose pas directement des données relatives à la part des titres émis par chacun des secteurs et détenue par chaque catégorie IF (S122, S123 et S124 ou S125). Ces concours peuvent toutefois être approchés en calculant la part des titres détenus par les IF sur l'ensemble des secteurs, multiplié par les montants de titres émis par les ANF. L'hypothèse implicite est que

7. Par « Europe », on entend les 13 pays considérés. Lorsqu'on évoque les financements en Europe, on entend par conséquent la somme des financements des 13 pays (seulement entre 1995 et 2000, en raison de l'indisponibilité des données 1994 ou 2001 pour certains pays).

8. On parle de taux en termes d'offre pour bien souligner qu'il s'agit d'une offre de financements intermédiés, même si cela correspond à une offre de crédit et à une demande de titres des IF.

Encadré 1 (suite)

Taux d'intermédiation des financements demandés par les APU (taux sectoriel) :

$$TD_{APU} = D_{APU}/E_{APU}$$

Taux d'intermédiation des financements demandés par les SNF (taux sectoriel) :

$$TD_{SNF} = D_{SNF}/E_{SNF}$$

Taux en termes d'offre de financements

Taux d'intermédiation des financements offerts par les IF aux ANF (taux global) :

$$TO_{ANF} = (D_{ANF} + I_{S12, ANF})/E_{ANF} = TD_{ANF} + I_{S12, ANF}/E_{ANF}$$

Taux d'intermédiation des financements offerts par les IF aux APU (taux sectoriel) :

$$TO_{APU} = (D_{APU} + I_{S12, APU})/E_{APU} = TD_{APU} + I_{S12, APU}/E_{APU}$$

Taux d'intermédiation des financements offerts par les IF aux SNF (taux sectoriel) :

$$TO_{SNF} = (D_{SNF} + I_{S12, SNF})/E_{SNF} = TD_{SNF} + I_{S12, SNF}/E_{SNF}$$

Taux d'intermédiation des financements offerts par les S122 aux ANF (taux global) :

$$TO_{ANF} = (D_{ANF} + I_{S122, ANF})/E_{ANF} = TD_{ANF} + I_{S122, ANF}/E_{ANF}$$

Taux d'intermédiation des financements offerts par les S123_S124 aux ANF (taux global) :

$$TO_{ANF} = (D_{ANF} + I_{S123\&S124, ANF})/E_{ANF} = TD_{ANF} + I_{S123\&S124, ANF}/E_{ANF}$$

Taux d'intermédiation des financements offerts par les S125 aux ANF (taux global) :

$$TO_{ANF} = (D_{ANF} + I_{S125, ANF})/E_{ANF} = TD_{ANF} + I_{S125, ANF}/E_{ANF}$$

la part des titres d'une certaine nature, émis par les ANF et acquis par une catégorie d'IF donnée, est supposée égale à la part des titres de la même nature détenus par l'IF considéré quel qu'en soit l'émetteur (Odonnat, 1992). Autrement dit, si les IF détiennent $x\%$ du total des obligations émises par l'ensemble des agents (financiers et non financiers), la part des obligations qu'ils détiennent sur les ANF, les APU ou les SNF sera supposée elle aussi égale à $x\%$. Le montant des obligations détenues par les IF sur les ANF, les APU ou les SNF sera obtenu en multipliant ce pourcentage par le montant des obligations émises par les ANF, les APU ou les SNF.

Le calcul se fait donc en deux étapes. Dans une première étape, on détermine le poids relatif du portefeuille de titres (titres de dettes ou fonds propres) des IF (dans leur ensemble ou pour chacune des trois catégories) par rapport aux autres secteurs. On calcule ainsi huit clés (2×4) de répartition en rapportant le montant des titres détenus par les IF au montant des titres détenus par tous les secteurs (résidents et non résidents). Dans une seconde étape, on détermine les concours des IF (par achats de titres) aux différents secteurs en multipliant, pour chaque sous-secteur et pour chaque catégorie de titre, la clé correspondante par le montant des titres émis par les ANF.

Le numérateur du taux d'intermédiation en termes d'offre s'écrit donc comme la somme des crédits et des titres que les IF détiennent sur les ANF. Le dénominateur demeure le total des financements externes des ANF.

Étant donné que l'intermédiation de marché fait intervenir plusieurs catégories d'IF, le taux en termes d'offre peut être exprimé par type d'intermédiaire, afin d'identifier les parts de marché respectives des « autres institutions financières monétaires (S122) » (établissements de crédits), des « autres intermédiaires financiers » et des « auxiliaires financiers » (S123 et S124) et des « sociétés d'assurance et fonds de pension » (S125). Enfin, à côté de ces taux exprimés pour l'ensemble des ANF, on peut également, comme dans l'approche par la demande, déterminer des taux sectoriels, à savoir les taux d'intermédiation des financements offerts respectivement aux SNF (9) et aux APU, soit par l'ensemble des IF, soit par chaque type d'IF.

Il y a au moins trois manières de considérer les deux taux qui viennent d'être présentés. On peut d'abord les considérer comme le résultat de deux approches exclusives (en termes de demande ou en termes d'offre) reflétant cha-

cune un point de vue différent : celui des ANF ou celui des IF. Il n'y a pas alors de relation à établir entre les deux taux obtenus. Cette première interprétation est intéressante dans la mesure où elle permet d'apprécier le comportement des ANF et des IF indépendamment l'un de l'autre.

On peut aussi défendre l'idée selon laquelle la frontière entre financement direct et indirect est devenue de plus en plus floue avec la libéralisation des systèmes financiers. Auquel cas, les deux taux correspondent, non plus à deux points de vue, mais plutôt à deux bornes entre lesquelles situer le niveau de l'intermédiation. L'approche en termes d'offre et celle en termes de demande ne sont plus que deux approches plus ou moins larges. L'écart entre les deux s'interprète alors, au mieux, comme une zone d'incertitude reflétant la difficulté de délimiter le champ de l'intermédiation. De l'ampleur de cette zone d'incertitude dépend toutefois la pertinence empirique de cette deuxième interprétation. Car, pour pouvoir considérer les évolutions du niveau de l'intermédiation dans le temps ou entre les pays comme significatives, il faut nécessairement qu'elles prient sur cette zone d'incertitude.

On peut enfin considérer que le taux en termes d'offre donne la mesure des deux grandes composantes de l'intermédiation totale qualifiées d'intermédiation de crédit et d'intermédiation de marché. L'intermédiation de crédit n'est autre que l'intermédiation en termes de demande de financements, tandis que l'intermédiation de marché, qui apparaît dès lors comme une forme d'intermédiation à part entière, correspond à la différence entre le taux en termes d'offre et celui en termes de demande. L'intérêt de cette troisième interprétation tient à ce qu'elle permet d'apprécier les modalités de l'intermédiation selon les pays dans l'optique d'une typologie des systèmes financiers. En effet, un même niveau d'intermédiation totale peut résulter d'une combinaison très différente de l'intermédiation de crédit et de l'intermédiation de marché.

L'évaluation en volume du taux d'intermédiation des financements

L'analyse de la mutation financière est restée très empreinte d'une vision dichotomique des systèmes financiers orientés banque/orientés

9. Pour une étude sur données françaises consacrée à l'évolution du financement et des placements des SNF entre 1978 et 2000, cf. Monfront (2002).

marché (Goux, 1994), l'idée étant que le développement des marchés devrait produire un basculement d'une économie d'endettement à une économie de marché de capitaux caractérisée par une désintermédiation des financements. Pour cela, il faudrait cependant que les agents non financiers à capacité de financement, en l'occurrence les ménages, détiennent une fraction de plus en plus importante de leur patrimoine sous forme de titres de marché action ou hors action. Or, ce n'est pas le cas. Les ménages sont, au contraire, de plus en plus enclins à détenir des produits de placement intermédiés (Branthomme, 2002). Même pour les États-Unis, dont on distingue pourtant souvent le comportement financier des ménages, Oheix et Séjourné (2002) évaluent à près de 67 % la part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages. En Europe, la même estimation dépasse les 80 %. Cela ne signifie pas seulement que les intermédiaires financiers jouent un rôle prépondérant dans la collecte de l'épargne des ménages, mais qu'ils continuent de jouer un rôle non moins important dans le financement des ANF : si la demande de financement des ANF à besoin de financement (SNF, APU) ne rencontre pas directement l'offre de financement des ménages, c'est nécessairement qu'elle est satisfaite par l'offre de fonds des IF.

Intuitivement, il devient donc difficile de justifier la désintermédiation des financements. Qu'est ce qui, dans les évaluations empiriques attestant d'une tendance à la désintermédiation, pose dès lors problème ? D'une part, une définition trop étroite de l'intermédiation qui associe la désintermédiation à la baisse relative des crédits dans le bilan des banques, sans prendre en considération ce qui est venu la compenser, à savoir la progression significative des investissements en titres réalisés par les banques, et sans prendre en compte non plus l'essor d'autres intermédiaires financiers. D'autre part, des évaluations du degré d'intermédiation des financements exclusivement en valeur, non corrigés des effets de valorisation boursière. Pour attester d'une désintermédiation des financements, on met, effectivement, souvent en avant la progression de la capitalisation boursière. Cette dernière cache cependant deux tendances distinctes : l'augmentation des émissions d'actions (soit en raison de l'avènement de nouvelles sociétés, soit par augmentation de capital des sociétés déjà existantes), et le renchérissement des actions plus anciennes. Or, seule la première répond à une logique de financement externe des entreprises. Dans le calcul du taux d'intermédiation en encours, ces deux effets

sont toutefois indissociables. Il est effectivement impossible de distinguer ce qui relève d'un effet « prix » et ce qui relève d'un effet « volume » puisque les titres sont enregistrés à leur valeur de marché. La tendance à la hausse du prix des actions alourdit cependant, de manière significative, le stock des titres émis par les ANF, sans qu'il s'agisse pour autant d'une augmentation des financements externes, avec un effet mécanique à la baisse sur le taux d'intermédiation des financements. Cette réduction est très nette dans l'approche par la demande, puisque cet effet à la hausse joue uniquement au dénominateur, atténuée, mais sensible, dans le cas de l'approche par l'offre, car l'effet atteint également la part des titres inscrits au numérateur.

Pour s'affranchir de ces problèmes de valorisation des actions (10), une première méthode consiste à cumuler les flux à partir des encours d'une année de base. C'est la méthode adoptée par le Conseil National du Crédit et du Titre depuis 1999. Son application ne va toutefois pas sans difficulté puisqu'il faut alors tenir compte de la mortalité affectant les stocks, ce qui impose notamment d'estimer un taux de défaillance des entreprises pour lequel on ne dispose d'aucune information dans la base Eurostat (11).

Une seconde méthode consiste à rapporter les encours de titres en valeur courante à un indice de prix. Concernant le choix de l'indice, il est possible de retenir un indice boursier, mais cela pose des problèmes de représentativité et ne permet pas de tenir compte de la valorisation (éventuelle) des actions non cotées (Bardos, Chazelas et Isnard, 2001) (12). Dans cet article, on préfère donc retenir un indice de prix calculé à partir des séries comptables d'encours et de

10. Des effets de valorisation existent également sur les marchés obligataires, mais sont d'une ampleur bien moindre. Surtout, ces effets sont limités dans le temps puisque les obligations sont des titres à durée de vie finie. Pour cette raison, on limite la correction au cas des actions.

11. Une comparaison des résultats, pour la France, avec ceux du CNCT est présentée dans le tableau C en annexe. Ces résultats ne sont pas directement comparables : les bases de données sont différentes ; le CNCT dispose de la ventilation du portefeuille des IF par catégories d'émetteurs tandis que l'on estime leur investissement en titres émis par des ANF à partir de clés de répartition ; enfin, et surtout, le CNCT retient 1945 comme année de référence pour corriger des effets de valorisation, contre 1995 dans cet article. Malgré ces différences méthodologiques, les tendances sont similaires. En revanche, en niveau, les taux d'intermédiation que l'on calcule ici sont inférieurs de 10 à 13 points environ dans le cas de l'approche par la demande, et de 4 à 9 points dans le cas de l'approche par l'offre.

12. C'est toutefois l'approche retenue par Rousseau et Wachtel (2000) pour corriger les indicateurs de développement financier proposés par Levine et Zervos (1998) des effets de valorisation.

flux. Plus précisément, on rapporte la valeur de fin de période des titres (actions) à leur valeur de début de période, à quantité constante. Le seul problème est de déterminer la quantité de titres sur laquelle porte la réévaluation. Deux cas polaires sont tout d'abord envisageables, selon que cette quantité exclut ou inclut complètement les flux de l'année courante.

Si cette quantité exclut les flux de l'année courante, en supposant que les flux sont tous enregistrés en fin d'année t , la valeur de début de période correspond alors à l'encours de fin d'année précédente (E_{t-1}) et la valeur de fin de période correspond à l'encours de fin de période (E_t) à laquelle on ôte les flux (F_t). L'indice s'écrit dans ce cas :

$$\text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} \times \frac{E_t - F_t}{E_{t-1}} \quad [1]$$

Si cette quantité inclut les flux de l'année courante, en supposant que les flux sont tous enregistrés en début d'année t , la valeur de début de période correspond alors à l'encours de fin d'année précédente (E_{t-1}) à laquelle s'ajoutent les flux (F_t), et la valeur de fin de période correspond à l'encours de fin de période (E_t). L'indice s'écrit dans ce cas :

$$\text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} \times \frac{E_t}{E_{t-1} + F_t} \quad [2]$$

Le problème est cependant que les flux se réalisent non pas tout en début de période ou tout en fin de période, mais tout au long de la période. De ce point de vue, les deux indices précédents [1] et [2] ne sont guère satisfaisants. Une bonne approximation peut cependant être obtenue en supposant que la moitié des flux se réalise en début de période et l'autre moitié en fin de période. Dans ce cas, la valeur de début de période correspond à l'encours de fin d'année précédente (E_{t-1}) à laquelle s'ajoute la moitié des flux ($F_t/2$), et la valeur de fin de période correspond à l'encours de fin de période (E_t) à laquelle on ôte la moitié des flux ($F_t/2$). C'est ce troisième indice qu'on utilise pour déflater les encours d'actions (13).

En définissant la base de l'indice égale à 1 en $t - 1$, il vient finalement (cf. encadré 2) :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} \times \frac{E_t - F_t/2}{E_{t-1} + F_t/2} \quad \forall t > 1995 \\ \text{avec} \quad \text{Indice}_{1995} = 1 \end{array} \right. \quad [3]$$

Les résultats reposeront donc sur neuf taux d'intermédiation financière, chacun calculé à partir d'encours (estimation en valeur), ou à partir d'encours corrigés de la valorisation boursière (estimation en volume) (14) :

- trois taux en termes de demande de financements (intermédiation au sens étroit ou intermédiation de crédit) :

- un taux global pour l'ensemble des ANF,
- deux taux sectoriels, un pour les APU et un pour les SNF ;

- six taux d'intermédiation en termes d'offre de financements (intermédiation au sens large ou intermédiation totale) :

- trois taux pour l'ensemble des IF, dont un taux global pour l'ensemble des ANF, et deux taux sectoriels, un pour les APU et un pour les SNF,
- trois taux, calculés pour l'ensemble des ANF et par type d'IF, dont un pour les établissements de crédit (S122), un pour les gestionnaires d'actifs et les auxiliaires financiers (S123 et S124) et un pour les sociétés d'assurances et fonds de pension (S125) (15).

Le biais induit par les effets de valorisation boursière

L'analyse comparative des systèmes financiers est un domaine de recherche récent (cf. Allen et Gale (2000) pour une synthèse). Cet article y participe sans toutefois prétendre discuter de l'efficacité des systèmes selon leur degré d'intermédiation, ni retracer les spécificités de chaque pays. L'utilisation d'une large base de données permet, en revanche, de dégager les principales tendances de l'évolution des financements intermédiés à l'échelle européenne.

La période considérée s'étend de 1994 à 2001. Si les manifestations les plus fortes de la mutation financière (accélération des innovations financières, libéralisation financière, etc.) sont antérieures à 1994, il n'en demeure pas moins qu'au cours de cette période, les marchés de capitaux ont poursuivi leur mouvement d'extension

13. On présente dans le tableau B en annexe, pour chaque pays, l'indice de valorisation et aussi l'indice de marché Eurostat. Les tendances sont les mêmes dans tous les pays. L'ampleur des variations est toutefois plus importante dans le cas de l'indice de marché.

14. Les résultats obtenus à partir des séries de flux sont disponibles auprès des auteurs.

15. Les résultats se rapportant aux taux d'intermédiation des financements offerts aux APU et aux SNF par les différentes catégories d'IF sont disponibles auprès des auteurs.

et de globalisation. De nombreux observateurs y ont associé la poursuite d'un mouvement de désintermédiation, sans cependant relier cette évolution à la très forte augmentation du prix des actions, qui est également caractéristique de cette période. Un autre trait caractéristique de la période est qu'elle correspond à la phase finale de l'intégration monétaire européenne, laquelle n'est pas sans incidence sur l'évolution des systèmes financiers européens.

Les mesures des taux d'intermédiation (Schmidt, Hackethal et Tyrell (1999), par exemple) réalisées à partir de flux ou d'encours *en valeur* font ressortir, depuis le milieu des années 1980, une tendance à la désintermédiation, c'est-à-dire une baisse de la part des financements intermédiés. Pour la période considérée dans cet article (1994-2001), on retrouve cette tendance lorsqu'on procède à des évaluations en valeur. Cependant, une fois corrigée des effets de valorisation, la part des financements intermédiés

n'affiche pas une baisse marquée, et ce, même en en réduisant le champ au crédit bancaire.

Le taux d'intermédiation en termes de demande, évalué à partir d'encours non corrigés (cf. tableau 1), se situe, en Europe, autour de 40 %. Une tendance à la baisse apparaît assez nettement puisque ce taux atteint près de 44 % en 1995 contre un peu moins de 34 % en 2000, soit une baisse de près de deux points en moyenne par an. Pour tous les pays de l'échantillon, sauf le Portugal (16), la part des financements

16. Au Portugal, le taux d'intermédiation s'élève continûment de 1995 (30 %) à 2000 (43 %). Cette période est, en effet, pour le Portugal celle d'une très forte croissance du crédit essentiellement due à une forte baisse des taux d'intérêt (à resituer dans le cadre du processus d'intégration européenne) et à la forte croissance du PIB jusqu'en 1999. De plus, la forte pénétration des groupes bancaires étrangers, au cours de la seconde moitié des années 1990, a participé à l'expansion du système bancaire portugais. La part de marché des banques non domestiques sur le marché du crédit à la consommation est, par exemple, passée de 7,6 % en 1996 à 17,9 % en 2000.

Encadré 2

CALCUL DE L'INDICE DE VALORISATION

L'idée est de déterminer un indice de prix de la forme $I_t = I_{t-1} \times p_t / p_{t-1}$ à partir des données comptables d'encours et de flux. Pour chaque période, on dispose de l'encours de titres en début d'année, valorisé au prix p_{t-1} , soit $E_{t-1} = p_{t-1} q_{t-1}$ et de l'encours de titres en fin d'année, valorisé au prix p_t , soit $E_t = p_t q_t$. On dispose également des flux, enregistrés en cours d'année à la valeur d'émission, notés F_t .

Le premier problème rencontré dans la construction de l'indice de prix est que les flux sont comptabilisés en cours d'année, entre la date t et la date $t-1$, à un prix qui est inconnu et qui ne permet donc pas d'isoler p_{t-1} et p_t . Le second problème est que les flux subissent eux-mêmes des effets de valorisation. Ces deux problèmes sont facilement résolus dans deux cas polaires.

On suppose, dans un premier temps, que les flux sont tous enregistrés en début d'année t , soit par conséquent au prix p_{t-1} :

$$H_1 : F_t = p_{t-1} [q_t - q_{t-1}]$$

Par ailleurs, on peut toujours écrire :

$$p_t / p_{t-1} = p_t q_t / p_{t-1} q_t \quad [1A]$$

$$p_{t-1} q_t = p_{t-1} q_{t-1} + p_{t-1} (q_t - q_{t-1}) \quad [2A]$$

En réarrangeant les termes des équations [1A] et [2A] on obtient bien :

$$p_t / p_{t-1} = p_t q_t / [p_{t-1} q_{t-1} + p_{t-1} (q_t - q_{t-1})] \quad [3A]$$

ce qui, par identification avec H_1 , permet d'écrire :

$$p_t / p_{t-1} = E_t / (E_{t-1} + F_t) \quad [4A]$$

On suppose maintenant que les flux sont tous enregistrés en fin d'année, soit au prix p_t :

$$H_2 : F_t = p_t [q_t - q_{t-1}]$$

On peut toujours écrire :

$$p_t / p_{t-1} = p_t q_{t-1} / p_{t-1} q_{t-1} \quad [5A]$$

$$p_t q_{t-1} = p_t q_{t-1} + (p_t q_t - p_t q_t) \quad [6A]$$

En réarrangeant les termes des équations [5A] et [6A] on obtient :

$$p_t / p_{t-1} = [p_t q_{t-1} + p_t (q_t - q_{t-1})] / p_{t-1} q_{t-1} \quad [7A]$$

ce qui, par identification avec H_2 , permet d'écrire :

$$p_t / p_{t-1} = (E_t - F_t) / E_{t-1} \quad [8A]$$

Ces deux premiers cas sont évidemment extrêmes car les flux ne se réalisent pas tous en début ou en fin d'année mais tout au long de l'année. Une hypothèse plus réaliste consiste à retenir une distribution uniforme des flux, ce qui revient à considérer que la moitié des flux se réalise en début de période (au prix de la fin d'année précédente) et l'autre moitié en fin de période (au prix de fin d'année courante). Il suffit alors d'écrire :

$$p_t / p_{t-1} = [p_t (q_t + q_{t-1}) / 2] / [p_{t-1} (q_t + q_{t-1}) / 2] \quad [9A]$$

En réaménageant les termes, on obtient :

$$p_t / p_{t-1} = [p_t q_t - p_t (q_t - q_{t-1}) / 2] / [p_{t-1} q_{t-1} + p_{t-1} (q_t - q_{t-1}) / 2] \quad [10A]$$

soit, toujours par identification :

$$I_t = [E_t - F_t / 2] / [E_{t-1} + F_t / 2] \quad [11A]$$

Tableau 1
Taux d'intermédiation en valeur des financements demandés par les agents non financiers

A - Agents non financiers

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	31,80	29,43 12	27,71 12	26,01 12	23,64 12	22,46 12	22,32 12	21,82
Danemark	49,35	49,57 4	48,63 4	47,47 3	48,43 3	46,44 3	45,97 3	-
Allemagne	-	62,19 1	60,94 1	58,77 1	55,77 1	52,47 1	52,21 1	52,46
Espagne	-	41,89 6	37,88 6	36,04 6	33,65 7	33,40 6	34,47 6	36,59
France	42,96	41,80 7	36,01 8	31,94 10	27,12 11	22,61 11	22,66 11	-
Italie	-	32,93 10	31,81 10	30,47 11	28,35 10	26,20 10	27,35 10	29,50
Pays-Bas	47,32	45,09 5	42,07 5	39,56 5	35,77 6	33,28 7	34,05 7	-
Autriche	-	60,53 2	59,45 2	56,48 2	53,56 2	49,65 2	48,15 2	48,03
Portugal	-	30,23 11	31,65 11	35,00 7	37,24 5	40,28 5	43,40 4	-
Finlande	-	27,35 13	25,06 13	22,46 13	18,60 13	12,46 13	13,07 13	15,48
Suède	-	41,31 8	36,27 7	33,82 9	31,45 9	27,19 9	28,50 9	-
Norvège	-	49,65 3	48,72 3	45,75 4	47,10 4	43,63 4	41,62 5	41,02
Royaume-Uni	35,77	34,63 9	35,05 9	33,97 8	32,66 8	30,30 8	32,30 8	35,74
Europe	-	43,96	41,51	39,18	36,52	33,20	33,87	40,68

B - Administrations publiques

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	20,35	16,40 8	13,63 8	12,25 9	11,47 9	11,83 9	11,29 10	10,98
Danemark	7,91	6,76 13	6,76 13	6,61 13	7,88 11	7,23 12	7,42 12	-
Allemagne	-	40,00 1	40,53 1	40,15 1	38,59 2	38,73 2	36,78 2	35,43
Espagne	-	21,82 6	19,60 6	16,13 7	14,40 7	14,24 7	14,06 8	13,76
France	30,76	29,28 5	24,49 5	22,41 5	19,12 5	18,82 5	17,83 6	-
Italie	-	7,68 12	6,88 12	6,95 12	5,92 13	6,65 13	5,99 13	6,10
Pays-Bas	39,06	33,76 2	30,73 4	27,57 4	24,53 4	22,14 3	20,27 3	-
Autriche	-	33,12 3	31,86 3	30,43 3	25,48 3	21,14 4	20,17 4	19,08
Portugal	-	10,69 9	8,98 11	7,62 11	7,51 12	8,20 11	8,06 11	-
Finlande	-	10,24 10	9,20 10	8,86 10	9,80 10	10,43 10	11,47 9	12,21
Suède	-	9,65 11	10,09 9	13,20 8	11,48 8	13,34 8	15,18 7	-
Norvège	-	29,93 4	32,02 2	33,16 2	40,93 1	44,28 1	54,55 1	56,51
Royaume-Uni	20,85	18,95 7	18,55 7	16,70 6	15,71 6	18,13 6	19,59 5	19,33
Europe	-	23,55	21,75	20,79	19,28	19,64	19,15	-

intermédiés diminue, avec un taux maximum en début de période (1994 ou 1995 selon les pays).

Toutefois, les années 1999-2000 marquent, pour la plupart des pays (Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Finlande, Suède et Royaume-Uni), un point de rupture à partir duquel le taux d'intermédiation des financements demandés remonte : la remontée est de l'ordre de trois points en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas et en Finlande, et de cinq points au Royaume-Uni qui recouvre presque son taux de début de période. Deux facteurs sont vraisemblablement à prendre en considération : d'une part, la reprise de la croissance en Europe à la fin des années 1990, qui constitue toujours un stimulant de la demande de crédit et, d'autre part, la crise boursière qui s'amorce au début de l'année 2000. La chute des valeurs boursières, en réduisant la valeur des encours de titres au dénominateur du ratio, produit un effet mécanique à la hausse sur le taux d'intermédiation, qui n'a cependant rien à voir avec une logique de financement.

À l'inverse, jusqu'à ce décrochage en 2000, la période étudiée est caractérisée par une envolée

des prix des actions (17). Avant que la bulle n'éclate, la forte valorisation boursière, dont rend bien compte au niveau européen l'évolution des indices Eurostat (cf. tableau B en annexe), a cette fois produit sur les taux d'intermédiation financière un effet mécanique à la baisse qu'il faut se garder d'assimiler à une désintermédiation. C'est précisément pour en corriger l'incidence (à la baisse comme à la hausse) et ne capter dans l'évolution des taux d'intermédiation que ce qui relève d'une logique de financement que l'on effectue une évaluation en volume.

Lorsqu'on prend soin de l'évaluer à partir d'encours corrigés des effets de valorisation boursière, la baisse du taux d'intermédiation en Europe, entre 1995 et 2000, est ramenée à 1,5 point environ, alors qu'elle était de l'ordre

17. La hausse des cours, observée au cours de la seconde moitié des années 1990, a concerné l'ensemble des secteurs mais plus particulièrement ceux de la nouvelle économie (secteurs des biotechnologies et des technologies de l'information et de la communication) à l'origine d'une bulle spéculative dont le dégonflement brutal en mars 2000 a produit ce qu'on appelé le « e-krach », avant d'accoucher d'une crise de confiance généralisée alimentée par de nombreux scandales (Enron, Worldcom, Ahold, etc.).

Tableau 1 (suite)

C - Sociétés non financières

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	47,86	46,10 9	45,96 8	44,84 7	39,66 8	41,99 6	41,43 8	39,05
Danemark	60,20	59,74 4	56,54 4	53,26 4	57,66 3	62,35 2	66,61 2	-
Allemagne	-	69,14 2	66,31 2	64,25 2	61,49 2	56,51 3	66,05 3	69,17
Espagne	-	46,51 8	41,75 9	39,52 9	36,09 10	37,11 9	42,79 7	49,12
France	43,62	43,38 10	37,03 10	33,98 11	27,69 11	22,12 12	24,50 12	-
Italie	-	63,95 3	61,25 3	57,82 3	54,88 4	50,88 4	54,66 4	65,45
Pays-Bas	55,33	53,16 6	48,91 6	43,03 8	41,82 7	37,72 8	41,35 9	-
Autriche	-	83,39 1	83,69 1	80,09 1	78,26 1	79,50 1	79,52 1	78,42
Portugal	-	34,75 11	34,44 11	35,22 10	36,99 9	39,83 7	45,39 6	-
Finlande	-	34,20 12	30,32 12	26,82 13	21,16 13	13,37 13	16,07 13	19,62
Suède	-	59,22 5	50,06 5	45,98 6	46,80 6	36,96 10	39,70 10	-
Norvège	-	48,39 7	47,50 7	47,54 5	52,57 5	46,49 5	47,70 5	47,36
Royaume-Uni	31,79	29,77 13	29,12 13	27,25 12	27,47 12	25,90 11	30,29 11	35,89
Europe	-	49,51	45,67	42,32	39,79	35,29	39,77	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.
Source : Eurostat et calculs des auteurs.

de 10 points en valeur. C'est le cas des 13 pays pris dans leur ensemble, mais également pour chacun d'entre eux (cf. tableau 2). Ainsi, la tendance à la désintermédiation est largement amoindrie lorsqu'on passe à l'évaluation en volume des financements demandés.

C'est pour la Finlande (- 12 points en valeur contre - 5 points en volume) et la France (- 20 points en valeur contre - 8 points en volume) que la correction est la plus notable. C'est effectivement dans ces deux pays, que le renchérissement des titres est le plus important (en 1999, l'indice de valorisation, base 100 en 1995, atteint 276 en France et 296 en Finlande). En France, le taux d'intermédiation en volume passe ainsi de plus de 42 % en 1994 à un peu plus de 34 % en 2000, contre respectivement, dans l'évaluation en valeur, près de 43 % en 1994 et moins de 23 % en 2000. Au Royaume-Uni, à partir de l'évaluation en volume, on peut même constater une assez forte progression du taux d'intermédiation des financements demandés par les ANF : on passe de moins de 34 % en 1994 à plus de 43 % en 2001 (contre moins de 36 % en 1994 et en 2001 en valeur).

L'ampleur de la correction conforte l'idée que la baisse du taux d'intermédiation en valeur provient bien, pour l'essentiel, de la valorisation boursière. Ces résultats confirment et étendent ceux obtenus par Capelle-Blancard (2000) qui évalue le taux d'intermédiation des financements en France au cours de la période 1980-1996. La suite des résultats reposera (sauf précision contraire) sur les évaluations en volume.

L'évolution contrastée de la demande de crédit par secteur

Pour l'ensemble des ANF, on a relevé la faible baisse du taux d'intermédiation des financements demandés. Mais cette relative stabilité cache des tendances très distinctes selon les secteurs. La part des crédits dans le financement externe respectivement des APU et des SNF présente, en effet, des évolutions contrastées. On distingue nettement la baisse de la part relative du crédit dans le financement des APU (prépondérance des « chandeliers noirs ») et, au contraire, la hausse de celle des SNF (un seul « chandelier noir ») (cf. graphiques I-A et I-B).

Tableau 2
Taux d'intermédiation en volume des financements demandés par les agents non financiers

A - Agents non financiers

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	31,42	29,43 12	28,13 12	27,42 12	26,93 12	26,09 12	26,10 12	25,38
Danemark	48,94	49,57 4	49,85 3	50,56 3	51,33 3	52,15 2	52,14 2	-
Allemagne	-	62,19 1	62,01 1	61,37 1	59,59 1	59,62 1	57,54 1	55,88
Espagne	-	41,89 6	40,00 6	39,68 6	39,96 6	41,82 7	43,10 6	44,35
France	42,33	41,80 7	38,81 8	37,25 9	34,92 10	34,58 10	34,12 10	-
Italie	-	32,93 10	32,74 10	32,60 11	31,38 11	31,97 11	33,47 11	33,52
Pays-Bas	45,77	45,09 5	44,39 5	44,74 5	41,61 5	42,59 6	42,12 7	-
Autriche	-	60,53 2	59,30 2	56,21 2	53,33 2	49,86 3	48,80 3	48,36
Portugal	-	30,23 11	32,35 11	36,38 10	39,83 7	43,14 5	45,95 4	-
Finlande	-	27,37 13	26,88 13	25,58 13	24,32 13	24,55 13	23,36 13	22,68
Suède	-	41,31 8	39,27 7	39,13 7	36,12 9	38,57 9	38,44 9	-
Norvège	-	49,65 3	49,72 4	48,12 4	47,17 4	47,32 4	45,04 5	45,30
Royaume-Uni	33,76	34,63 9	36,12 9	37,47 8	37,72 8	39,27 8	41,69 8	43,28
Europe	-	43,96	43,11	42,85	41,85	42,37	42,59	-

Tableau 2 (suite)

B - Administrations publiques

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	20,35	16,40 8	13,63 8	12,25 9	11,47 9	11,83 9	11,29 10	10,98
Danemark	7,91	6,76 13	6,76 13	6,61 13	7,88 11	7,23 12	7,42 12	-
Allemagne	-	40,00 1	40,53 1	40,15 1	38,59 2	38,73 2	36,78 2	35,43
Espagne	-	21,82 6	19,60 6	16,13 7	14,40 7	14,24 7	14,06 8	13,76
France	30,76	29,28 5	24,49 5	22,41 5	19,12 5	18,82 5	17,83 6	-
Italie	-	7,68 12	6,88 12	6,95 12	5,92 13	6,65 13	5,99 13	6,10
Pays-Bas	39,06	33,76 2	30,73 4	27,57 4	24,53 4	22,14 3	20,27 3	-
Autriche	-	33,12 3	31,86 3	30,43 3	25,48 3	21,14 4	20,17 4	19,09
Portugal	-	10,69 9	8,98 11	7,62 11	7,51 12	8,20 11	8,06 11	-
Finlande	-	10,24 10	9,20 10	8,86 10	9,80 10	10,43 10	11,47 9	12,21
Suède	-	9,65 11	10,09 9	13,20 8	11,48 8	13,34 8	15,18 7	-
Norvège	-	29,93 4	32,02 2	33,16 2	40,93 1	44,28 1	54,55 1	56,51
Royaume-Uni	20,85	18,95 7	18,55 7	16,70 6	15,71 6	18,13 6	19,59 5	19,33
Europe	-	23,55	21,75	20,79	19,28	19,64	19,15	-

C - Sociétés non financières

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	46,97	46,10 9	46,25 9	47,03 9	48,57 9	47,67 9	47,03 11	46,72
Danemark	58,86	59,74 4	59,04 5	60,52 4	62,74 4	70,22 3	76,20 3	-
Allemagne	-	69,14 2	69,75 2	71,37 2	73,40 2	77,05 2	78,98 1	78,33
Espagne	-	46,51 8	47,22 8	49,34 8	53,46 7	60,67 6	69,56 5	74,11
France	43,51	43,38 10	41,54 10	41,48 10	40,79 11	41,98 12	44,45 13	-
Italie	-	63,95 3	65,47 3	65,62 3	66,33 3	70,11 4	72,82 4	73,15
Pays-Bas	51,89	53,16 6	53,97 6	55,56 6	57,52 6	60,45 7	62,23 7	-
Autriche	-	83,39 1	83,36 1	79,61 1	77,83 1	77,34 1	78,05 2	77,11
Portugal	-	34,75 11	35,59 11	37,57 11	41,81 10	45,63 10	50,88 10	-
Finlande	-	34,23 12	33,61 12	32,51 13	34,24 13	37,39 13	44,89 12	43,25
Suède	-	59,22 5	59,28 4	59,51 5	60,40 5	63,49 5	63,75 6	-
Norvège	-	48,39 7	50,02 7	53,85 7	51,83 8	51,08 8	53,63 8	56,68
Royaume-Uni	28,48	29,77 13	31,43 13	33,82 12	37,67 12	43,45 11	52,32 9	57,01
Europe	-	49,51	49,52	50,38	52,59	55,90	60,67	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.

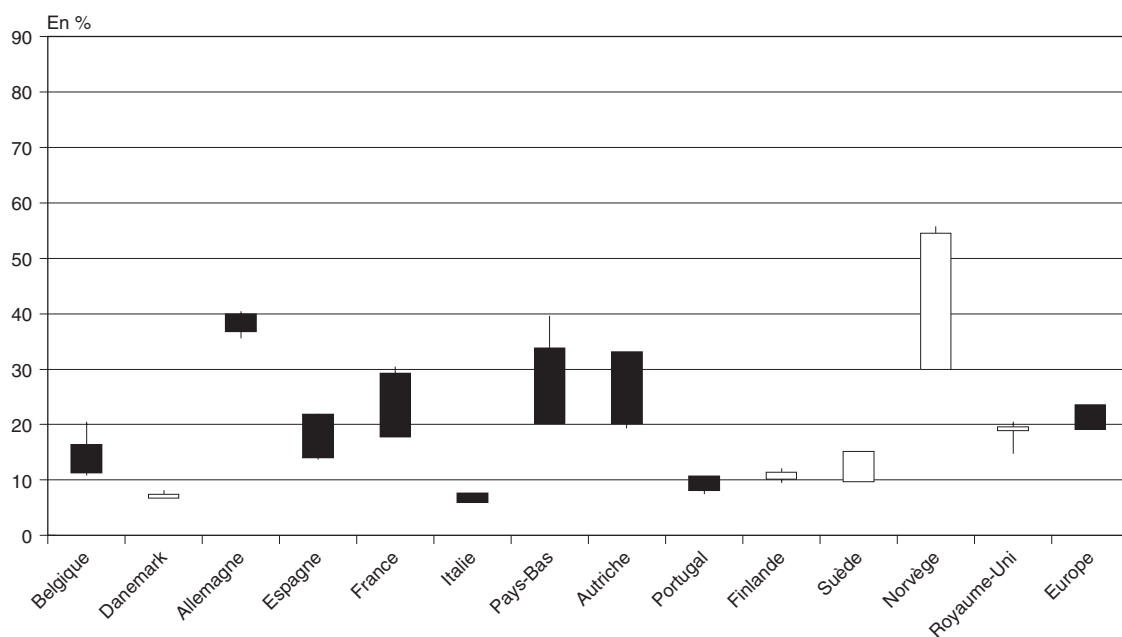
Source : Eurostat et calculs des auteurs.

Le taux d'intermédiation des financements demandés par les APU diminue de façon continue et significative, excepté dans les pays scandinaves et en Finlande. C'est le cas particulière-

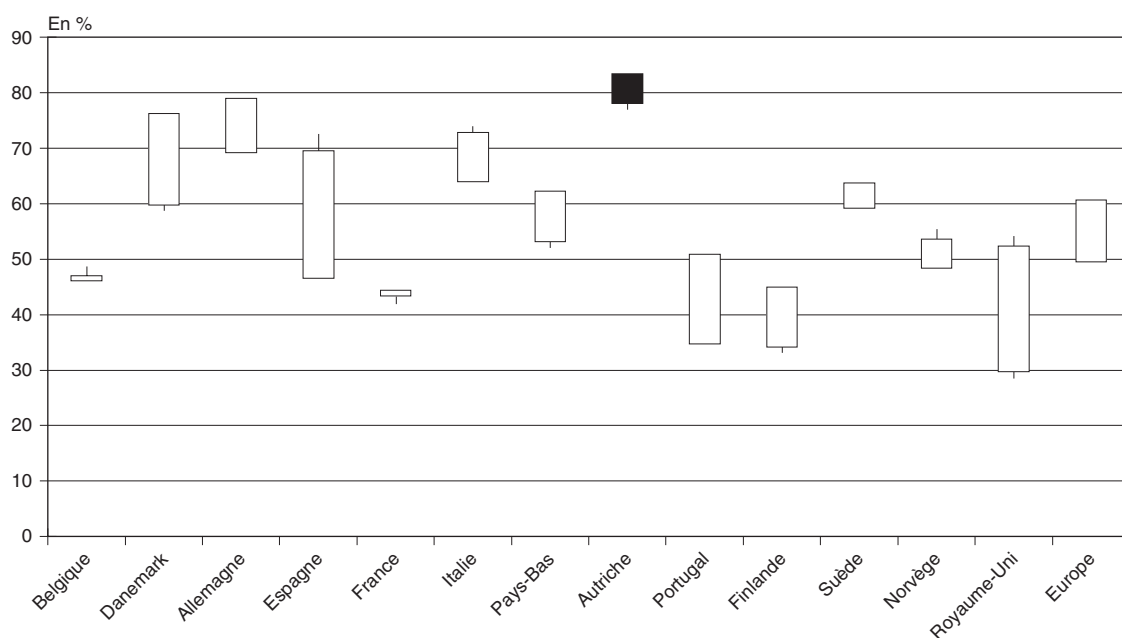
ment aux Pays-Bas, en Autriche, en France, en Espagne en Belgique et en Allemagne. Au niveau européen, le taux passe d'un maximum de 23 % en 1995 à un minimum de 19 % en 2000.

Graphique I
Évolution de la part des financements demandés en Europe entre 1995 et 2000

A - Administrations publiques



B - Sociétés non financières



Lecture : les « chandeliers » sont construits à partir des taux en 1995 et 2000, et des taux minimum et maximum. La hauteur de chaque rectangle mesure la différence entre le taux en 1995 et en 2000 ; il est noir (blanc) en cas de baisse (hausse). Les mèches de part et d'autre du rectangle indiquent les taux les plus hauts et les plus bas observés sur la période 1994-2001 ou 1995-2000 selon les pays. Les graphiques sont réalisés à partir des séries en volume.
Source : Eurostat et calculs des auteurs.

Cette orientation à la baisse de la demande de crédit des APU s'explique, essentiellement, par le fait qu'elles ont largement reporté leur financement sur les marchés de titres. Dans la plupart de ces pays, l'État a d'ailleurs été à l'origine des efforts de modernisation des marchés dans les années 1980, en grande partie afin de financer les déficits publics croissants. En France, par exemple, le poids des émissions publiques est important tant sur le marché des capitaux à court terme qu'à long terme. Les bons du Trésor négociables (BTF ou BTAN) représentent près de la moitié du total des titres émis par les agents non financiers sur le marché monétaire (18). En liaison avec cet essor du marché des capitaux à court terme, les pouvoirs publics français ont largement encouragé le développement du marché obligataire. Les administrations publiques y sont les principaux émetteurs (emprunt Balladur, etc.). Le poids de l'État sur le marché obligataire est également prédominant en Espagne et en Allemagne (Augury et Pansard, 2000a et 2000b).

Le taux d'intermédiation des financements demandés par les SNF en Europe gagne près de 11 points entre 1995 (49,5 %) et 2000 (60,7 %), soit plus de deux points de hausse en moyenne par an. Contrairement à celle des APU, la part des financements demandés par les SNF est partout, excepté en Autriche (où le taux perd en moyenne un point par an, mais demeure parmi les plus élevés), soit stable (France, Belgique), soit en progression (Danemark, Allemagne, Espagne, Italie, Pays-Bas, Portugal, Finlande, Suède, Norvège, Royaume-Uni). La progression est même la plus importante là où on ne s'y attend pas forcément : au Royaume-Uni, la part relative des financements intermédiés demandés par les SNF s'inscrit en forte hausse, passant de 28 % en 1994 à 57 % en 2001.

En 2000, la part des crédits dans l'ensemble des financements obtenus par les SNF demeure ainsi prépondérante en Europe (plus de 60 %). Elle atteint environ 78 % en Allemagne, 76 % au Danemark et 73 % en Italie, et dépasse toujours plus de 70 % en Autriche. Conformément à la théorie de la hiérarchie des financements (*Pecking order theory*) due à Myers et Majluf (1984), la dette, et plus particulièrement la dette bancaire, reste, après l'autofinancement, le mode de financement privilégié des entreprises, même si ces dernières ont vu s'élargir la palette des financements de marché. Pour les entreprises, et en particulier pour celles de taille moyenne, l'inscription du financement dans un cadre de relation de long terme (qui est précisé-

ment celle du crédit bancaire) est, en effet, essentielle à de nombreux égards, notamment pour adapter les caractéristiques du crédit (taille, taux, durée) à leurs besoins particuliers, pour produire l'information nécessaire au créancier, pour construire la réputation de l'entreprise si elle n'est pas encore acquise, pour une éventuelle renégociation du financement, etc. Bien entendu, des distinctions sont à faire selon la taille des entreprises (Biais, Hillion et Malécot, 1995) et leur secteur d'activité. Les plus grandes d'entre elles dont la réputation est acquise, ou bien de plus petites mais se développant dans des secteurs d'activité nouveaux dont les normes d'exploitation sont encore peu connues, peuvent pleinement profiter de financements de marché (segments traditionnels pour les premières, segments *ad hoc* type « nouveau marché » en France pour les secondes). Cela étant, la désintermédiation ne saurait être une tendance caractéristique de l'évolution du financement de l'ensemble des SNF.

Le redéploiement du financement intermédié sur le marché des titres

Si le crédit demeure un moyen de financement important, comme l'illustre l'approche précédente, sa gestion par les banques a considérablement évolué, de plus en plus adossée au marché, avec le développement de la *titrisation* et des dérivés de crédit. Cette imbrication croissante entre le marché et les activités d'intermédiation financière est une caractéristique forte des systèmes financiers actuels. De plus, la contribution des banques au financement des ANF ne se limite plus au crédit. Celle des autres intermédiaires financiers est également à considérer. L'approche par l'offre permet d'en rendre compte.

Les résultats obtenus dans l'approche par l'offre (cf. tableaux 3 et 4) sont nécessairement plus élevés que dans l'approche par la demande, puisque le numérateur est élargi, au-delà des crédits, aux titres détenus par les IF. Le taux d'intermédiation des financements offerts à l'ensemble des ANF, pour l'ensemble des pays, s'élève en 2000 à 67 % en volume (contre environ 59 % en valeur). Cette proportion importante

18. En France, l'encours des titres de créances négociables au 31/12/2002 se répartissait de la manière suivante : Certificats de Dépôts : 185,8 milliards d'euros ; Billets de Trésorerie : 72,9 milliards d'euros, Bons à Moyen Terme Négociables : 55 milliards d'euros ; Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) : 151,2 milliards d'euros ; Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF) : 88,2 milliards d'euros.

Tableau 3

Taux d'intermédiation en valeur des financements offerts aux agents non financiers**A - Agents non financiers**

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	53,84	53,20 12	52,86 11	51,42 11	48,15 12	47,43 12	45,92 12	46,90
Danemark	72,94	73,88 2	72,52 3	71,64 2	74,07 2	72,94 1	71,03 2	-
Allemagne	-	77,67 1	76,97 1	75,98 1	74,71 1	72,34 2	72,06 1	72,21
Espagne	-	65,44 7	64,10 7	62,56 7	62,44 7	61,05 6	59,01 7	61,05
France	64,96	64,67 8	61,61 9	58,78 9	54,92 9	49,12 10	49,01 11	-
Italie	-	54,55 10	53,43 10	52,37 10	52,80 10	51,16 9	51,00 9	54,97
Pays-Bas	68,28	67,89 5	67,12 5	66,16 5	65,74 5	61,92 5	61,69 5	-
Autriche	-	72,37 3	73,00 2	71,26 3	69,59 4	67,79 3	65,97 4	65,32
Portugal	-	60,99 9	62,26 8	60,83 8	61,47 8	60,30 7	61,56 6	-
Finlande	-	40,86 13	37,77 13	35,22 13	30,23 13	21,46 13	23,08 13	26,88
Suède	-	54,12 11	51,03 12	50,10 12	49,62 11	48,14 11	49,28 10	-
Norvège	-	66,77 6	66,16 6	62,93 6	62,87 6	59,88 8	55,47 8	53,84
Royaume-Uni	71,85	71,81 4	72,48 4	71,06 4	70,59 3	67,76 4	66,57 3	69,35
Europe	-	67,33	66,28	64,91	63,48	60,19	59,56	-

B - Administrations publiques

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	55,31	54,53 9	55,21 10	55,33 10	54,59 9	54,10 9	51,52 9	53,84
Danemark	56,42	58,61 8	57,60 8	59,85 8	64,33 8	65,29 7	66,16 5	-
Allemagne	-	71,15 6	71,95 6	72,12 4	72,64 5	71,37 3	69,73 2	68,50
Espagne	-	72,04 5	72,20 5	69,58 6	72,91 4	70,72 4	65,13 6	67,41
France	75,64	75,53 2	76,67 2	77,06 1	75,44 2	73,48 2	69,14 3	-
Italie	-	42,69 11	42,13 11	43,30 11	46,98 11	49,33 11	45,02 12	46,65
Pays-Bas	74,75	73,24 3	74,80 3	75,29 2	73,65 3	67,55 5	63,19 7	-
Autriche	-	53,87 10	55,76 9	55,67 9	52,84 10	50,85 10	48,39 10	47,01
Portugal	-	84,91 1	82,51 1	71,14 5	68,89 6	56,54 8	52,24 8	-
Finlande	-	37,24 12	35,95 12	37,35 12	37,03 13	36,40 13	37,29 13	36,61
Suède	-	28,81 13	30,50 13	33,91 13	37,37 12	40,11 12	45,34 11	-
Norvège	-	67,72 7	68,51 7	64,28 7	67,24 7	66,34 6	69,12 4	70,93
Royaume-Uni	72,85	72,26 4	73,17 4	74,49 3	75,52 1	76,48 1	74,76 1	73,88
Europe	-	62,29	62,47	63,21	64,46	64,07	61,23	-

Tableau 3 (suite)

C - Sociétés non financières

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	54,36	54,02 <i>11</i>	53,96 <i>10</i>	52,91 <i>9</i>	48,62 <i>11</i>	52,67 <i>10</i>	52,12 <i>11</i>	48,31
Danemark	75,90	75,48 <i>3</i>	73,13 <i>3</i>	69,96 <i>3</i>	74,62 <i>2</i>	77,34 <i>2</i>	78,65 <i>2</i>	-
Allemagne	-	77,69 <i>2</i>	75,80 <i>2</i>	75,10 <i>2</i>	73,56 <i>3</i>	71,31 <i>3</i>	77,61 <i>3</i>	79,59
Espagne	-	55,44 <i>10</i>	52,48 <i>11</i>	51,70 <i>11</i>	50,80 <i>9</i>	53,15 <i>9</i>	56,49 <i>9</i>	60,48
France	59,36	58,90 <i>8</i>	54,14 <i>9</i>	51,70 <i>10</i>	46,15 <i>12</i>	41,14 <i>12</i>	43,77 <i>12</i>	-
Italie	-	70,04 <i>4</i>	67,31 <i>4</i>	64,37 <i>5</i>	62,45 <i>7</i>	60,06 <i>6</i>	64,49 <i>4</i>	74,37
Pays-Bas	68,72	67,82 <i>6</i>	65,53 <i>6</i>	62,09 <i>6</i>	63,47 <i>6</i>	60,81 <i>5</i>	63,34 <i>5</i>	-
Autriche	-	87,92 <i>1</i>	88,36 <i>1</i>	86,02 <i>1</i>	84,93 <i>1</i>	86,40 <i>1</i>	86,33 <i>1</i>	85,23
Portugal	-	45,99 <i>12</i>	47,17 <i>12</i>	48,34 <i>12</i>	49,64 <i>10</i>	51,70 <i>11</i>	56,77 <i>8</i>	-
Finlande	-	42,86 <i>13</i>	38,40 <i>13</i>	34,71 <i>13</i>	28,89 <i>13</i>	19,67 <i>13</i>	22,99 <i>13</i>	27,64
Suède	-	68,33 <i>5</i>	61,78 <i>7</i>	59,48 <i>7</i>	60,18 <i>8</i>	54,68 <i>8</i>	56,04 <i>10</i>	-
Norvège	-	58,52 <i>9</i>	58,35 <i>8</i>	59,06 <i>8</i>	63,54 <i>5</i>	59,83 <i>7</i>	58,46 <i>7</i>	56,41
Royaume-Uni	67,46	67,19 <i>7</i>	67,30 <i>5</i>	64,40 <i>4</i>	64,42 <i>4</i>	62,28 <i>4</i>	62,54 <i>6</i>	66,82
Europe	-	66,17	63,84	61,66	59,53	56,35	58,85	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.

Source : Eurostat et calculs des auteurs.

Tableau 4

Taux d'intermédiation en volume des financements offerts aux agents non financiers**A - Agents non financiers**

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	53,25	53,20 <i>12</i>	53,62 <i>11</i>	54,05 <i>12</i>	53,66 <i>12</i>	53,17 <i>12</i>	51,69 <i>12</i>	52,74
Danemark	72,53	73,88 <i>2</i>	73,75 <i>2</i>	74,80 <i>2</i>	76,60 <i>2</i>	77,12 <i>1</i>	76,08 <i>1</i>	-
Allemagne	-	77,67 <i>1</i>	77,81 <i>1</i>	77,81 <i>1</i>	77,47 <i>1</i>	76,85 <i>2</i>	75,32 <i>2</i>	74,19
Espagne	-	65,44 <i>7</i>	66,25 <i>7</i>	66,29 <i>6</i>	68,81 <i>6</i>	68,32 <i>4</i>	66,06 <i>6</i>	68,00
France	64,14	64,67 <i>8</i>	64,83 <i>8</i>	65,09 <i>7</i>	64,83 <i>7</i>	64,19 <i>7</i>	62,70 <i>9</i>	-
Italie	-	54,55 <i>10</i>	54,78 <i>10</i>	55,35 <i>11</i>	57,17 <i>10</i>	58,97 <i>11</i>	58,06 <i>10</i>	58,98
Pays-Bas	66,82	67,89 <i>5</i>	68,70 <i>5</i>	69,98 <i>5</i>	69,22 <i>5</i>	67,71 <i>5</i>	66,73 <i>5</i>	-
Autriche	-	72,37 <i>3</i>	72,88 <i>4</i>	71,05 <i>4</i>	69,41 <i>4</i>	67,63 <i>6</i>	66,03 <i>7</i>	65,40
Portugal	-	60,99 <i>9</i>	63,21 <i>9</i>	62,36 <i>9</i>	64,63 <i>8</i>	63,44 <i>8</i>	64,31 <i>8</i>	-
Finlande	-	40,87 <i>13</i>	40,49 <i>13</i>	39,60 <i>13</i>	42,01 <i>13</i>	41,82 <i>13</i>	42,44 <i>13</i>	42,75
Suède	-	54,12 <i>11</i>	53,10 <i>12</i>	56,34 <i>10</i>	56,24 <i>11</i>	59,63 <i>10</i>	69,22 <i>4</i>	-
Norvège	-	66,77 <i>6</i>	66,97 <i>6</i>	64,24 <i>8</i>	61,89 <i>9</i>	61,07 <i>9</i>	57,05 <i>11</i>	57,25
Royaume-Uni	71,19	71,81 <i>4</i>	73,16 <i>3</i>	74,40 <i>3</i>	74,37 <i>3</i>	74,75 <i>3</i>	73,36 <i>3</i>	74,09
Europe	-	67,33	67,80	68,50	68,64	68,70	67,59	-

Tableau 4 (suite)

B - Administrations publiques

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	55,31	54,53 9	55,21 10	55,33 10	54,59 9	54,10 9	51,52 9	53,84
Danemark	56,42	58,61 8	57,60 8	59,85 8	64,33 8	65,29 7	66,16 5	-
Allemagne	-	71,15 6	71,95 6	72,12 4	72,64 5	71,37 3	69,73 2	68,50
Espagne	-	72,04 5	72,20 5	69,58 6	72,91 4	70,72 4	65,13 6	67,41
France	75,64	75,53 2	76,67 2	77,06 1	75,44 2	73,48 2	69,14 3	-
Italie	-	42,69 11	42,13 11	43,30 11	46,98 11	49,33 11	45,02 12	46,65
Pays-Bas	74,75	73,24 3	74,80 3	75,29 3	73,65 3	67,55 5	63,19 7	-
Autriche	-	53,87 10	55,76 9	55,67 9	52,84 10	50,85 10	48,39 10	47,01
Portugal	-	84,91 1	82,51 1	71,14 5	68,89 6	56,54 8	52,24 8	-
Finlande	-	37,24 12	35,95 12	37,35 12	37,03 13	36,40 13	37,29 13	36,61
Suède	-	28,81 13	30,50 13	33,91 13	37,37 12	40,11 12	45,34 11	-
Norvège	-	67,72 7	68,51 7	64,28 7	67,24 7	66,34 6	69,12 4	70,93
Royaume-Uni	72,85	72,26 4	73,17 4	74,49 3	75,52 1	76,48 1	74,76 1	73,88
Europe	-	62,29	62,47	63,21	64,46	64,07	61,23	-

C - Sociétés non financières

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	53,40	54,02 11	54,44 11	55,76 11	57,71 11	58,39 11	57,81 12	56,95
Danemark	74,84	75,48 3	75,33 3	76,14 3	78,41 3	82,14 3	85,18 2	-
Allemagne	-	77,69 2	78,31 2	79,84 2	81,62 2	84,24 2	85,67 1	85,29
Espagne	-	55,44 10	56,22 10	58,59 9	62,49 8	68,56 8	75,43 8	79,22
France	59,07	58,90 8	58,30 9	58,47 10	58,33 10	59,58 10	61,64 11	-
Italie	-	70,04 4	71,38 4	71,79 5	72,97 5	76,82 4	79,45 5	79,97
Pays-Bas	65,99	67,82 6	68,57 7	69,98 6	72,07 6	74,09 6	76,14 7	-
Autriche	-	87,92 1	88,12 1	85,66 1	84,60 1	84,50 1	84,89 3	84,12
Portugal	-	45,99 12	48,10 12	50,08 12	54,04 12	56,90 12	61,79 9	-
Finlande	-	42,88 13	42,42 13	41,15 13	47,67 13	50,06 13	57,68 13	57,59
Suède	-	68,33 5	68,58 6	72,18 4	73,44 4	76,73 5	84,27 4	-
Norvège	-	58,52 9	60,25 8	63,02 8	61,49 9	60,82 9	61,71 10	64,00
Royaume-Uni	66,49	67,19 7	68,59 5	69,76 7	70,86 7	73,91 7	77,01 6	79,79
Europe	-	66,17	66,84	67,91	69,29	71,86	74,71	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.

Source : Eurostat et calculs des auteurs.

montre qu'une large part des financements de marché est intermédiée, au sens où les financements « demandés » sur le marché par des ANF sont, pour partie, « offerts » par les IF. De plus, la part des financements intermédiés offerts à l'ensemble des ANF se révèle particulièrement stable. En moyenne, au cours de la période et pour l'ensemble des pays, le taux d'intermédiation en volume ne baisse pratiquement pas (alors qu'en valeur, la baisse atteindrait près de 1,5 point en moyenne par an). Il ne diminue sensiblement qu'en Autriche et en Norvège. Il perd environ un quart de point en moyenne par an en France, un peu plus d'un demi-point en Allemagne. En Belgique, le taux connaît quelques variations autour de 54 % mais demeure quasiment inchangé en moyenne sur toute la période. Partout ailleurs, le taux des financements offerts par les IF progresse. La hausse la plus importante s'observe en Suède où le taux en termes d'offre passe de 54 % en 1994 à près de 70 % en 2000, soit 10 à 30 points d'écart entre le taux en termes d'offre et le taux en termes de demande. Cela rend bien compte de l'évolution du financement intermédié : la part relative des crédits demandés par l'ensemble des ANF peut décliner mais se trouver largement compensée par la progression des achats de titres effectués par les IF qui contribuent de cette façon également au financement de l'économie.

En outre, l'offre de financements émanant d'IF est ici sous-estimée dans la mesure où, avec l'internationalisation des marchés, en particulier celui de la dette publique, des IF non résidents prennent une part croissante à l'investissement en titres. La diversification des portefeuilles s'est du reste accrue avec la mise en place de l'euro. Le point de vue retenu ici étant cependant celui des IF résidents (le RDM est supposé faire partie des ANF), les évaluations que l'on présente négligent cette offre étrangère de financements intermédiés.

Il est particulièrement intéressant de se concentrer sur les deux taux sectoriels (celui des APU et celui des SNF) et d'observer l'importance des écarts entre les taux en termes d'offre et ceux en termes de demande. Ces écarts, donnant la mesure de l'intermédiation de marché, sont très importants dans le cas des APU. Par exemple, dans le cas de la France, la part de l'intermédiation de marché dans le total des financements externes atteint, pour les APU, 45 à 55 points, soit les deux tiers environ de l'intermédiation totale. La baisse des crédits octroyés aux APU est ainsi largement compensée par la progres-

sion des investissements des IF dans des titres émis par ces mêmes APU. Le taux d'intermédiation des financements offerts aux APU se maintient au cours de la période pour l'ensemble des pays, puisqu'il perd moins d'un demi-point en moyenne par an.

Pour les SNF, les évaluations font bien ressortir que si elles se financent aujourd'hui davantage par titres qu'elles ne pouvaient le faire auparavant, elles ont encore souvent face à elles une offre de fonds émanant des IF. Le taux d'intermédiation des financements qui leur sont offerts progresse en moyenne de plus de 1,5 point par an dans l'ensemble des pays. Toutefois, dans le cas des SNF, la part de l'intermédiation de marché est sensiblement plus faible que dans le cas des APU. Pour reprendre l'exemple de la France, cette part est de 15 à 20 points, soit un quart environ de l'intermédiation totale.

Au final, si les financements par titres ont progressé, en particulier pour les APU, ceux-ci demeurent donc offerts dans une large mesure par les IF qui investissent massivement sur les marchés de capitaux. La demande de financements de marché rencontre ainsi l'offre de financements des IF. Les mutations financières ont, à cet égard, largement bénéficié aux intermédiaires financiers, qui ont notamment profité du décloisonnement des métiers de la finance pour élargir leurs domaines d'activités.

Les taux d'intermédiation des financements offerts aux ANF par type d'intermédiaires financiers (cf. tableaux 5 et 6) traduisent l'essor des nouveaux intermédiaires financiers, en particulier celui des gestionnaires d'actifs, OPCVM, etc. L'évaluation en volume des taux correspondants permet toutefois d'infléchir l'idée selon laquelle ce redéploiement de l'activité d'intermédiation financière sur le marché des titres se serait opéré au détriment des banques.

Constater, au cours de la période étudiée, que les parts de marché évoluent au détriment des établissements de crédit et au profit des autres intermédiaires financiers n'est, *a priori*, pas très surprenant. Cette évolution semble normale puisque ces derniers (investisseurs institutionnels, sociétés d'assurances) ont pour métier d'investir sur les marchés de titres, tandis que les banques ont pour vocation première d'attribuer des crédits. Cependant, l'évolution des parts de marché est déformée par les effets de valorisation boursière. Les estimations en valeur (cf. tableau 5) amplifient, en effet, l'évolution

Tableau 5
**Taux d'intermédiation en valeur des financements offerts aux agents non financiers
(par type d'intermédiaires financiers)**

A - Intermédiation par les établissements de crédit (S122)

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	49,06	47,83 9	47,16 9	45,21 7	40,91 9	39,66 7	37,90 9	38,80
Danemark	55,57	55,63 4	54,11 3	52,48 3	54,98 3	52,68 3	51,76 3	-
Allemagne	-	72,22 1	71,15 1	69,18 1	67,25 1	63,64 1	63,61 1	64,05
Espagne	-	57,55 3	53,98 4	50,30 4	47,21 6	47,45 5	47,49 5	50,10
France	53,80	52,48 6	48,00 7	44,14 9	39,68 10	34,43 11	33,89 11	-
Italie	-	46,46 10	44,15 10	41,09 11	37,53 11	34,81 10	35,15 10	37,86
Pays-Bas	52,01	50,18 8	47,49 8	45,11 8	42,37 7	38,36 8	39,09 8	-
Autriche	-	67,64 2	67,10 2	64,35 2	60,90 2	57,71 2	55,83 2	55,76
Portugal	-	50,58 7	50,01 6	48,44 6	48,64 5	48,41 4	50,74 4	-
Finlande	-	35,44 13	32,10 13	28,91 13	22,78 13	14,70 13	15,33 13	19,30
Suède	-	43,38 11	38,56 12	35,82 12	34,14 12	28,93 12	30,89 12	-
Norvège	-	53,75 5	52,91 5	48,99 5	49,95 4	46,07 6	43,62 6	42,94
Royaume-Uni	44,23	43,34 12	43,36 11	42,31 10	41,47 8	38,33 9	40,41 7	44,28
Europe	-	54,16	51,78	49,08	46,69	42,64	43,04	-

B - Intermédiation par les gestionnaires d'actifs et auxiliaires financiers (S123 et S124)

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	1,34	1,46 13	1,61 13	1,89 13	2,56 12	3,01 12	3,45 11	3,27
Danemark	5,08	4,98 3	5,08 5	5,48 6	5,60 8	6,27 8	6,54 6	-
Allemagne	-	3,10 9	3,51 10	4,21 10	4,81 10	5,82 10	5,85 9	5,58
Espagne	-	2,93 10	4,83 6	6,80 3	9,29 2	8,08 4	6,41 7	5,34
France	5,25	5,00 2	5,45 3	5,95 5	6,52 5	6,92 6	7,42 4	-
Italie	-	4,35 5	5,30 4	7,14 2	10,73 1	11,60 1	10,82 1	11,59
Pays-Bas	4,25	4,24 6	4,66 7	5,11 9	6,31 7	6,63 7	6,30 8	-
Autriche	-	3,28 8	4,24 8	5,18 7	6,91 4	8,25 3	8,48 2	7,80
Portugal	-	4,68 4	5,80 2	6,01 4	6,52 6	5,83 9	5,43 10	-
Finlande	-	2,02 12	1,80 12	2,04 12	2,56 13	2,28 13	2,87 13	2,46
Suède	-	3,33 7	4,05 9	5,12 8	5,47 9	8,54 2	8,12 3	-
Norvège	-	2,18 11	2,75 11	3,26 11	2,89 11	3,43 11	3,39 12	3,21
Royaume-Uni	7,06	7,01 1	7,68 1	7,61 1	7,20 3	7,53 5	7,23 5	7,77
Europe	-	4,41	5,11	5,83	6,67	7,20	7,05	-

Tableau 5 (suite)

C - Intermédiation par les sociétés d'assurances et fonds de pension (S125)

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	3,44	3,91 9	4,09 9	4,32 9	4,67 10	4,75 10	4,58 11	4,83
Danemark	12,30	13,27 3	13,32 3	13,69 3	13,50 3	13,99 3	12,72 3	-
Allemagne	-	2,35 12	2,31 12	2,60 12	2,65 12	2,88 12	2,61 12	2,59
Espagne	-	4,95 8	5,30 8	5,45 8	5,95 8	5,52 8	5,12 8	5,61
France	5,92	7,19 6	8,16 6	8,68 6	8,72 6	7,77 6	7,70 6	-
Italie	-	3,73 10	3,99 10	4,13 11	4,55 11	4,75 9	5,04 9	5,53
Pays-Bas	12,02	13,47 2	14,97 2	15,94 2	17,06 2	16,93 2	16,30 2	-
Autriche	-	1,45 13	1,67 13	1,72 13	1,78 13	1,83 13	1,66 13	1,76
Portugal	-	5,73 7	6,45 7	6,38 7	6,30 7	6,05 7	5,40 7	-
Finlande	-	3,39 11	3,87 11	4,27 10	4,90 9	4,48 11	4,88 10	5,12
Suède	-	7,41 5	8,42 5	9,17 5	10,01 5	10,67 4	10,27 4	-
Norvège	-	10,84 4	10,50 4	10,68 4	10,02 4	10,37 5	8,46 5	7,69
Royaume-Uni	20,56	21,47 1	21,44 1	21,13 1	21,92 1	21,91 1	18,93 1	17,30
Europe	-	8,75	9,39	10,00	10,12	10,35	9,47	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.

Source : Eurostat et calculs des auteurs.

Tableau 6

Taux d'intermédiation en volume des financements offerts aux agents non financiers (par type d'intermédiaires financiers)**A - Intermédiation par les établissements de crédit (S122)**

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	48,45	47,83 9	47,89 9	47,73 9	46,42 10	45,83 11	44,04 11	44,75
Danemark	55,15	55,63 4	55,40 4	55,72 3	58,02 3	58,66 2	58,28 2	-
Allemagne	-	72,22 1	72,16 1	71,69 1	70,94 1	70,34 1	68,73 1	67,23
Espagne	-	57,55 3	56,03 3	53,99 4	53,34 4	55,01 4	54,62 5	56,80
France	53,03	52,48 6	51,02 6	50,07 8	48,63 8	48,15 9	46,59 10	-
Italie	-	46,46 10	45,38 10	43,85 12	41,35 12	42,07 12	42,52 12	42,59
Pays-Bas	50,28	50,18 8	50,12 8	51,03 6	49,20 7	48,81 8	48,08 8	-
Autriche	-	67,64 2	66,97 2	64,12 2	60,71 2	58,02 3	56,61 3	56,19
Portugal	-	50,58 7	50,88 7	50,19 7	51,89 5	51,75 5	53,71 6	-
Finlande	-	35,46 13	34,37 13	32,90 13	29,69 13	29,05 13	27,54 13	27,12
Suède	-	43,38 11	41,75 12	44,07 11	42,87 11	46,10 10	55,21 4	-
Norvège	-	53,75 5	54,07 5	51,14 5	49,68 6	49,55 6	46,89 9	47,07
Royaume-Uni	41,87	43,34 12	44,88 11	46,74 10	47,74 9	49,31 7	51,53 7	53,12
Europe	-	54,16	53,60	53,34	52,79	53,01	53,02	-

Tableau 6 (suite)

B - Intermédiation par les gestionnaires d'actifs et auxiliaires financiers (S123 et S124)

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	1,39	1,46 <i>13</i>	1,54 <i>13</i>	1,70 <i>13</i>	2,07 <i>13</i>	2,15 <i>13</i>	2,59 <i>12</i>	2,63
Danemark	5,15	4,98 <i>3</i>	5,03 <i>5</i>	5,37 <i>6</i>	5,42 <i>8</i>	5,63 <i>8</i>	5,81 <i>7</i>	-
Allemagne	-	3,10 <i>9</i>	3,36 <i>9</i>	3,78 <i>10</i>	4,17 <i>11</i>	4,38 <i>9</i>	4,57 <i>10</i>	4,85
Espagne	-	2,93 <i>10</i>	4,93 <i>6</i>	6,87 <i>3</i>	9,67 <i>2</i>	7,91 <i>3</i>	6,37 <i>6</i>	5,54
France	5,24	5,00 <i>2</i>	5,31 <i>4</i>	5,65 <i>5</i>	6,19 <i>7</i>	6,26 <i>6</i>	6,69 <i>5</i>	-
Italie	-	4,35 <i>5</i>	5,39 <i>3</i>	7,38 <i>2</i>	11,38 <i>1</i>	12,39 <i>1</i>	10,84 <i>1</i>	11,21
Pays-Bas	4,42	4,24 <i>6</i>	4,13 <i>8</i>	3,97 <i>8</i>	4,19 <i>10</i>	4,15 <i>11</i>	4,34 <i>11</i>	-
Autriche	-	3,28 <i>8</i>	4,24 <i>7</i>	5,20 <i>7</i>	6,93 <i>5</i>	7,76 <i>5</i>	7,75 <i>3</i>	7,45
Portugal	-	4,68 <i>4</i>	5,86 <i>2</i>	5,89 <i>4</i>	6,57 <i>6</i>	5,87 <i>7</i>	5,36 <i>8</i>	-
Finlande	-	2,02 <i>12</i>	2,22 <i>12</i>	2,36 <i>12</i>	7,61 <i>4</i>	7,80 <i>4</i>	9,61 <i>2</i>	10,31
Suède	-	3,33 <i>7</i>	3,22 <i>10</i>	3,93 <i>9</i>	4,25 <i>9</i>	4,34 <i>10</i>	4,60 <i>9</i>	-
Norvège	-	2,18 <i>11</i>	2,50 <i>11</i>	2,65 <i>11</i>	2,66 <i>12</i>	2,49 <i>12</i>	2,52 <i>13</i>	2,62
Royaume-Uni	6,75	7,01 <i>1</i>	7,78 <i>1</i>	8,15 <i>1</i>	7,65 <i>3</i>	8,23 <i>2</i>	7,16 <i>4</i>	7,02
Europe	-	4,41	5,02	5,71	6,53	6,76	6,40	-

C - Intermédiation par les sociétés d'assurances et fonds de pension (S125)

En %

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	3,41	3,91 <i>9</i>	4,19 <i>9</i>	4,62 <i>9</i>	5,17 <i>9</i>	5,19 <i>9</i>	5,07 <i>10</i>	5,36
Danemark	12,23	13,27 <i>3</i>	13,32 <i>3</i>	13,71 <i>3</i>	13,16 <i>3</i>	12,83 <i>3</i>	12,00 <i>3</i>	-
Allemagne	-	2,35 <i>12</i>	2,29 <i>12</i>	2,34 <i>12</i>	2,37 <i>12</i>	2,13 <i>12</i>	2,02 <i>12</i>	2,11
Espagne	-	4,95 <i>8</i>	5,29 <i>8</i>	5,42 <i>8</i>	5,80 <i>8</i>	5,40 <i>8</i>	5,07 <i>9</i>	5,65
France	5,87	7,19 <i>6</i>	8,50 <i>5</i>	9,37 <i>5</i>	10,01 <i>4</i>	9,79 <i>4</i>	9,42 <i>4</i>	-
Italie	-	3,73 <i>10</i>	4,00 <i>10</i>	4,13 <i>11</i>	4,44 <i>11</i>	4,51 <i>11</i>	4,69 <i>11</i>	5,18
Pays-Bas	12,12	13,47 <i>2</i>	14,45 <i>2</i>	14,98 <i>2</i>	15,84 <i>2</i>	14,76 <i>2</i>	14,31 <i>2</i>	-
Autriche	-	1,45 <i>13</i>	1,67 <i>13</i>	1,73 <i>13</i>	1,76 <i>13</i>	1,85 <i>13</i>	1,66 <i>13</i>	1,75
Portugal	-	5,73 <i>7</i>	6,47 <i>7</i>	6,28 <i>7</i>	6,17 <i>7</i>	5,82 <i>7</i>	5,24 <i>8</i>	-
Finlande	-	3,39 <i>11</i>	3,90 <i>11</i>	4,34 <i>10</i>	4,71 <i>10</i>	4,96 <i>10</i>	5,30 <i>7</i>	5,32
Suède	-	7,41 <i>5</i>	8,13 <i>6</i>	8,35 <i>6</i>	9,13 <i>6</i>	9,20 <i>5</i>	9,41 <i>5</i>	-
Norvège	-	10,84 <i>4</i>	10,40 <i>4</i>	10,45 <i>4</i>	9,55 <i>5</i>	9,02 <i>6</i>	7,63 <i>6</i>	7,56
Royaume-Uni	22,58	21,47 <i>1</i>	20,50 <i>1</i>	19,50 <i>1</i>	18,98 <i>1</i>	17,20 <i>1</i>	14,68 <i>1</i>	13,94
Europe	-	8,75	9,18	9,45	9,33	8,93	8,17	-

Lecture : les chiffres en italique donnent le classement des pays.

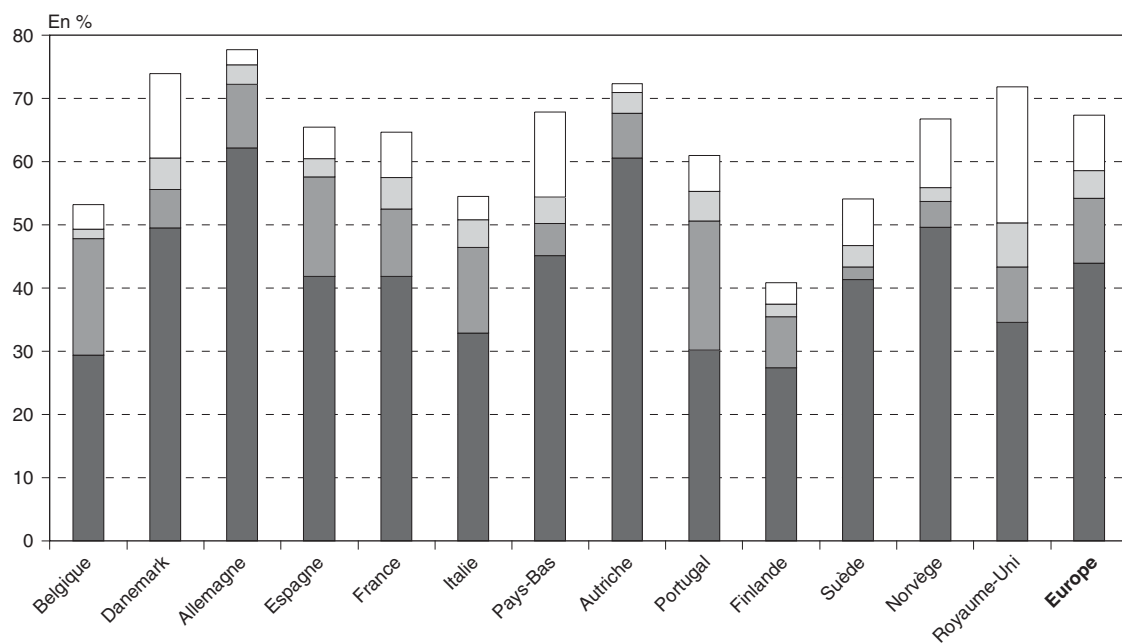
Source : Eurostat et calculs des auteurs.

des parts de marché entre les banques et les autres intermédiaires dans le financement. L'évaluation en volume (cf. tableau 6), qui corrige l'incidence des effets de valorisation boursière, atténue la progression des autres intermédiaires et réévalue la participation des banques.

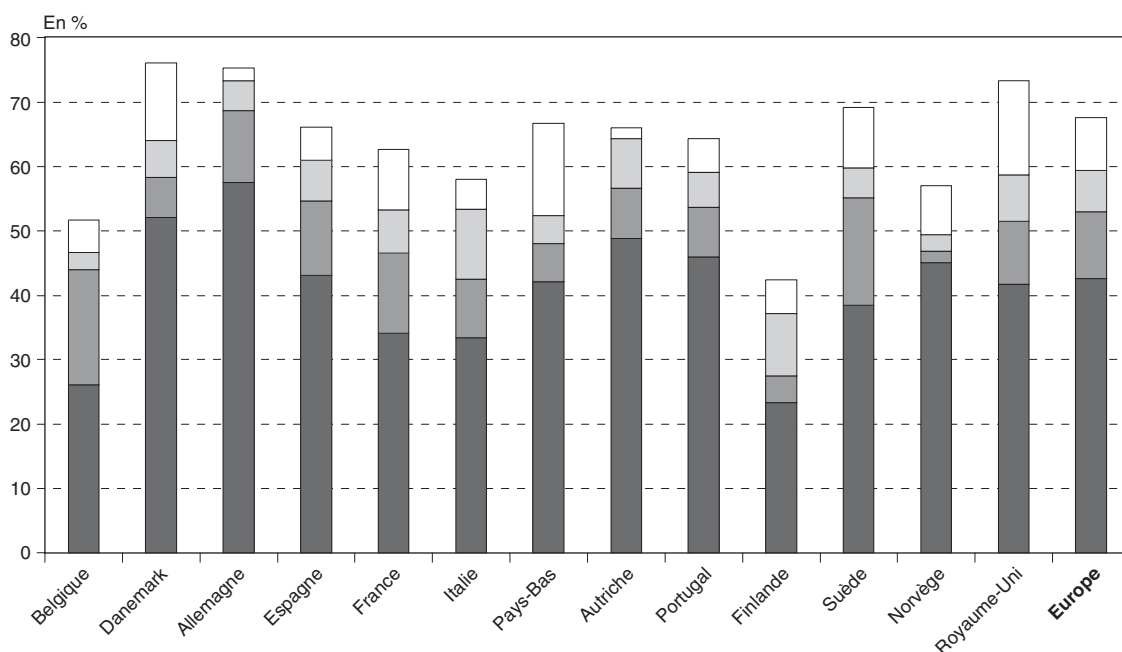
Le graphique II permet de visualiser la contribution de l'intermédiation de crédit et de l'intermédiation de marché à l'intermédiation totale et de distinguer, dans l'intermédiation de marché, la part de chaque type d'intermédiaire, y compris celle des établissements de crédit. En

Graphique II
Intermédiation de crédit et de marché des ANF en Europe en 1995 et 2000

A - En 1995



B - En 2000



Lecture : les « histogrammes empilés » donnent à partir de la base, intermédiation de crédit + intermédiation de marché des S122 + intermédiation de marché des S123 et des S124 + intermédiation de marché des S125. Les graphiques sont réalisés à partir des séries en volume.

Source : Eurostat et calculs des auteurs.

Europe, le taux d'intermédiation des financements offerts par les établissements de crédits perd moins de 0,2 point par an en moyenne entre 1995 et 2000 (contre, en valeur, une baisse de plus de 2 points par an), pour passer de 54 % à 53 %. Dans plusieurs pays (Danemark, Portugal, Suède, Royaume-Uni), les banques voient même leur part de marché progresser. Dans le même temps, la part des gestionnaires d'actifs dans le financement de l'économie a augmenté de moins d'un demi-point en moyenne par an pour atteindre plus de 6 % en 2000 (contre 7 % dans l'évaluation en valeur). Celle des sociétés d'assurances et des fonds de pension demeure presque inchangée quand on corrige l'incidence de la valorisation boursière (environ 8 % en 2000 comme en 1995). Cette stagnation semble toutefois en grande partie attribuable aux évolutions observées en Norvège et surtout au Royaume-Uni, où la part de marché des fonds de pension et sociétés d'assurances régresse sensiblement (passant de plus de 22 % en 1994 à moins de 14 % en 2001).

Alors que l'intermédiation bancaire aurait pu être atteinte par la réduction des coûts de transaction, en raison notamment d'un accès plus facile des ANF aux marchés de capitaux et d'une meilleure circulation de l'information, le fossé demeure entre les agents initiés aux opérations financières et ceux qui ne le sont pas. Les premiers ne sont autres que des intermédiaires financiers qui font face à de moindres coûts d'expertise sur les marchés de capitaux (Allen et Santomero, 1997 et 2001), et en l'occurrence des banques interlocutrices privilégiées des seconds dans les opérations financières qu'ils ont à mener.

Ce redéploiement de l'intermédiation sur le marché des titres est également à mettre en relation avec la demande de placements des ménages. La montée de l'inflation, dans le courant des années 1970, a rendu les ménages soucieux de la rentabilité de leurs placements bancaires traditionnels. Rentabilité et liquidité se devaient dès lors d'être mieux liées. Or, la rentabilité exige une prise de risque que les ménages gagnent toujours à déléguer aux IF. Par la mutualisation qu'ils opèrent, ces derniers sont en mesure d'offrir aux ménages des placements dont le degré de risque demeure sous contrôle. On comprend tout à la fois que, sous l'influence de cette demande de placements plus rentables donc plus risqués, les IF aient dû faire évoluer leur activité sur le marché des titres, tout en conservant vis-à-vis des petits épargnants leur avantage sur les marchés (Boutillier *et al.*, 2002).

Les différentes facettes de l'intermédiation dans les pays européens

En réunissant des pays aussi différents que le Royaume-Uni et l'Allemagne, l'Europe fournit, *a priori*, un éventail assez large des différents types de systèmes financiers. Existe-t-il pour autant des modèles de financement si différents en Europe ? Ces différences éventuelles se situent-elles au niveau du choix des financements externes, ou à celui des modalités de l'intermédiation elle-même ? Par ailleurs, sous l'effet de l'intégration européenne, ces systèmes financiers convergent-ils vers un modèle d'intermédiation commun ?

La typologie traditionnelle oppose les systèmes orientés *banque*, caractérisés par une forte implication des banques dans le financement et le contrôle des entreprises, et les systèmes orientés *marché*, où l'essentiel des fonds de long terme serait obtenu sur les marchés et où le contrôle des entreprises se ferait de l'extérieur sous la pression notamment des investisseurs institutionnels. L'Allemagne est souvent considérée comme une bonne représentation d'un système orienté banque tandis que le Royaume-Uni est souvent associé aux États-Unis pour désigner un modèle anglo-saxon typique des systèmes orientés marché. Les mesures du taux d'intermédiation réalisées ici confortent-elles cette typologie ?

L'Allemagne ressort effectivement comme le pays présentant la plus forte intermédiation sur le marché du crédit, assez proche de l'Autriche. En revanche, le taux d'intermédiation des financements demandés (intermédiation de crédit) n'est pas significativement plus faible au Royaume-Uni que dans les autres pays ; la Finlande, l'Italie, la Belgique et la France ou le Portugal selon les années, présentent des taux en termes de demande inférieurs. Mais surtout, l'Allemagne et le Royaume-Uni présentent des niveaux d'intermédiation totale comparables, supérieurs à 70 %. D'ailleurs, peu de pays se singularisent par un faible taux d'intermédiation totale (taux en termes d'offre), hormis peut-être la Finlande dont le taux progresse cependant pour atteindre plus de 42 % en 2001. Dans ces conditions, il apparaît donc difficile de départager la distribution en deux sous-ensembles, même très inégaux, conformes à la typologie traditionnelle systèmes orientés banque/systèmes orientés marché.

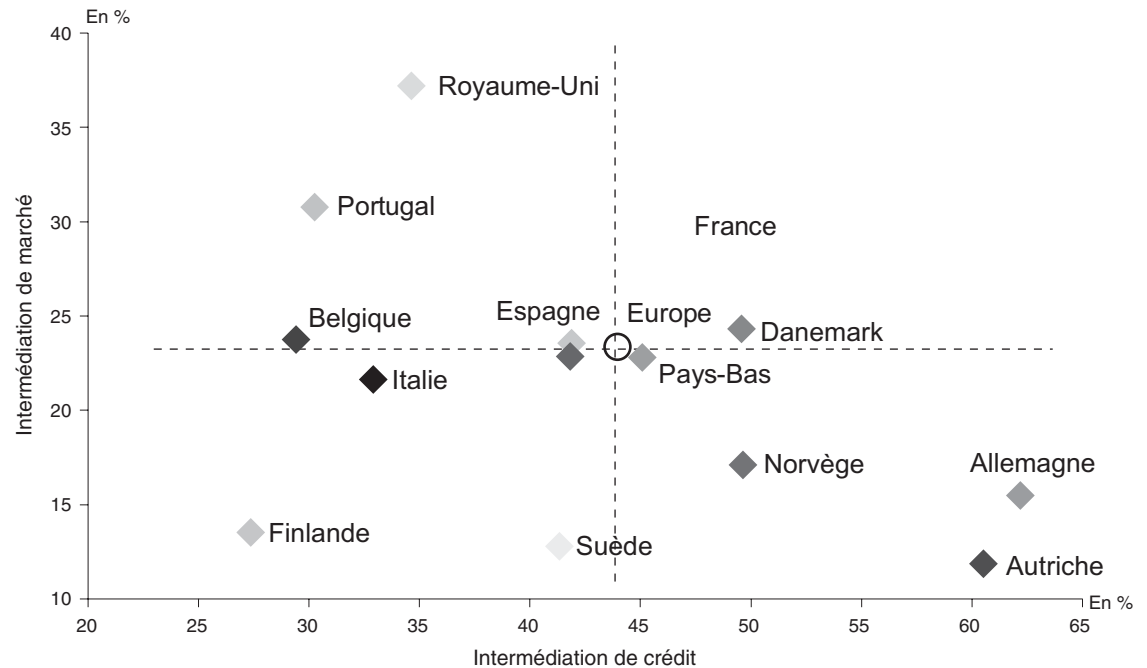
Le graphique III permet de mieux visualiser les caractéristiques du financement externe de

chaque pays. On y représente, pour chaque pays, le niveau de l'intermédiation de crédit (en abscisses) et celui de l'intermédiation de marché (en ordonnées). En traçant un axe horizontal

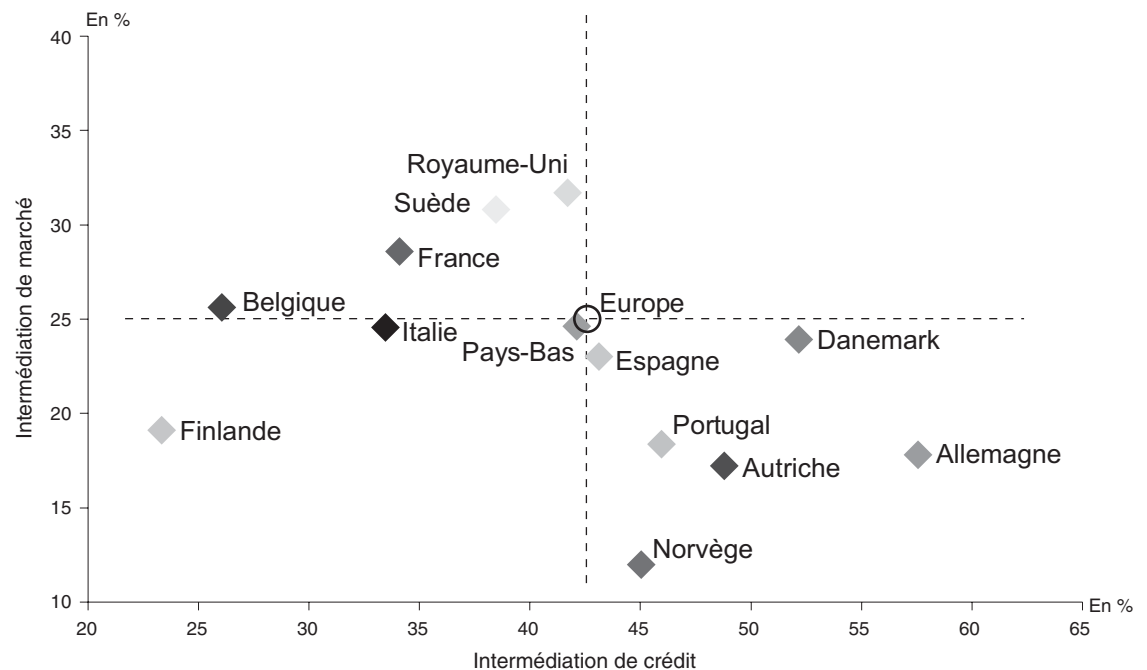
et un axe vertical (en pointillés) que l'on fait se croiser, arbitrairement, aux niveaux de l'Europe, on partage le plan en quatre quadrants. Le quadrant sud-ouest se caractérise par

Graphique III
Modèles d'intermédiation financière des pays européens

A - En 1995



B - En 2000



Lecture : l'intermédiation totale en pourcentage des financements externes est décomposée ici en intermédiation de crédit (taux en termes de demande en abscisses) et en intermédiation de marché (taux en termes d'offre - taux en termes de demande en ordonnées). Le taux européen (somme des financements intermédiés des 13 pays rapportée à la somme de leurs financements externes) se situe à l'intersection des pointillés. Les graphiques sont réalisés à partir des séries en volume.
Source : Eurostat et calculs des auteurs.

une faible contribution des financements intermédiés, quelle que soit leur nature (intermédiation de crédit et intermédiation de marché). Au contraire, les quadrants sud-est et nord-ouest se caractérisent par une part importante des financements intermédiés dans le total des financements externes. Cependant, alors que le niveau élevé de l'intermédiation résulte essentiellement des crédits dans le quadrant sud-est, la contribution des financements de marché intermédiés devient prédominante dans le quadrant nord-ouest. Enfin, le quadrant nord-est se caractérise par une forte intermédiation à la fois de crédit et de marché. Mais ce dernier quadrant est nécessairement tronqué dans la mesure où le taux d'intermédiation totale ne peut, par définition, excéder 100 %.

Si la répartition des pays se conformait à la typologie traditionnelle, tous les pays devraient se trouver répartis dans les deux quadrants sud : les systèmes orientés banque dans la zone sud-est et les systèmes orientés marché dans la zone sud-ouest. Le quadrant sud-est est bien représenté avec, en 2000, six pays : l'Allemagne (le plus excentré), l'Autriche, la Norvège, le Portugal, l'Espagne (le plus proche du taux européen) et le Danemark (proche de la frontière nord-sud). En revanche, le quadrant sud-ouest ne rassemble, en 2000, que trois pays dont deux très proches de la zone nord-ouest (Italie et Pays-Bas) et seule la Finlande est donc, en Europe, véritablement assimilable à un système orienté-marché (19). Enfin, le Royaume-Uni, la France, la Suède et la Belgique se situent dans la zone nord-ouest. Ces pays-là échappent à la typologie traditionnelle qui oppose financements de marché et financements intermédiés. En insistant sur le clivage entre les modes de finance-

ments externes, cette typologie a donc un faible pouvoir discriminant. Et ce pour deux raisons : d'une part, l'orientation-marché n'est pas représentative ; d'autre part, l'orientation-banque ne rend pas compte de l'intermédiation de marché.

Cela étant, le faible pouvoir discriminant de la typologie traditionnelle n'est pas seulement dû au taux d'intermédiation utilisé comme critère de démarcation entre systèmes orientés-banque et systèmes orientés-marché. En ce sens, re-qualifier l'orientation-banque en orientation-IF (autrement dit, substituer le taux en termes d'offre au taux en termes de demande) ne modifie en rien le problème : tous les pays, hormis la Finlande, se caractérisent par un niveau d'intermédiation totale supérieur à 50 %. Si la typologie traditionnelle ne s'accorde pas avec les résultats empiriques, ce n'est pas en raison de la difficulté à distinguer entre finance directe et indirecte.

Le clivage se situe, au moins en Europe, au sein même des financements intermédiés. Les résultats du tableau 7, dans lequel on présente, pour chaque année, la moyenne des écarts d'intermédiation (pondérés par le total des financements externes) entre tous les pays pris deux à deux, confirment bien que la frontière entre financements directs et indirects (quel que soit le champ, étroit ou large, de l'intermédiation) est moins discriminante que celle entre crédits et financements de marché intermédiés. L'écart moyen des niveaux d'intermédiation totale (de

19. Le cas particulier de la Finlande n'est sans doute pas complètement étranger à la gravité de la crise bancaire que le pays a traversée dans les années 1990.

Tableau 7
Écarts des taux d'intermédiation entre pays en Europe

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Intermédiation de crédit (k = 1) $M_{t,1}$	13,63	13,17	12,48	12,34	12,12	11,39
Intermédiation de marché (k = 2) $M_{t,2}$	8,98	9,19	8,90	8,39	8,27	7,05
Intermédiation totale (k = 3) $M_{t,3}$	11,69	11,81	11,82	11,36	10,98	10,52

Lecture : les écarts $M_{t,k}$ sont mesurés comme la moyenne, pondérée par le total des financements externes, des distances $D_{t,k}^{i,j}$ entre les taux d'intermédiation financière en volume de chaque pays i et j pris deux à deux :

$$M_{t,k=1,2,3} = \left[\sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n D_{t,k}^{i,j} \times (F_t^i + F_t^j) \right] / (n-1) \sum_{i=1}^n F_t^i$$

avec $D_{t,1}^{i,j} = |TD_t^i - TD_t^j|$, $D_{t,2}^{i,j} = |TO_t^i - TD_t^j| - |TO_t^j - TD_t^i|$, $D_{t,3}^{i,j} = |TO_t^i - TO_t^j|$, F_t^i le total des financements externes du pays en $t = [1995, 2000]$, et $n = 13$.

Source : Eurostat et calculs des auteurs.

10,5 à 12 points selon les années) est, en effet, largement inférieur à la somme des écarts moyens de ses composantes (11 à 14 points pour l'intermédiation de crédit et 7 à 9 points pour l'intermédiation de marché, soit 18 à 23 points pour la somme des deux). En d'autres termes, en matière de financement, la dispersion entre les pays européens se situe davantage au niveau des modalités de l'intermédiation qu'à celui de l'intermédiation totale dans le financement externe.

Ainsi, au moins dans le cas de l'Europe, c'est sur la distinction intermédiation de crédit/intermédiation de marché qu'il convient de refonder la typologie des systèmes financiers (20). C'est d'ailleurs la distinction qui permet le mieux d'illustrer la grande distance qui sépare l'Allemagne du Royaume-Uni. Cette distance n'est pas celle qui oppose un système orienté marché à un système orienté banque, mais précisément celle qui sépare un système où prédomine l'intermédiation de crédit et un système où prédomine l'intermédiation de marché (21). Plus largement, à la question de savoir quels modèles de financement existent en Europe, on peut répondre qu'il n'existe pas un modèle de financement de marché opposé à un modèle de financement intermédié, mais deux modèles d'intermédiation : l'un caractérisé par une forte intermédiation de crédit, l'autre caractérisé, non pas nécessairement par une faible intermédiation de crédit, mais par une forte intermédiation de marché, relativement à la moyenne européenne.

Vers une convergence des modèles d'intermédiation ?

Sur le graphique III, on observe une concentration relativement plus forte, en 2000, à la fois dans la zone sud-est du graphique correspondant à une prépondérance de l'intermédiation de crédit dans l'intermédiation totale, et dans la zone opposée nord-ouest correspondant à la prépondérance de l'intermédiation de marché dans l'intermédiation totale. La France s'inscrit parmi les pays où l'intermédiation de marché a assez nettement progressé. Le Royaume-Uni, qui figure dans la même zone que la France, se distingue en revanche par un déplacement vers l'est correspondant à une progression de l'intermédiation de crédit. La Finlande et l'Italie demeurent dans la zone sud-ouest correspondant à une intermédiation de crédit et de marché relativement faible par rapport à la moyenne. En revanche, la Suède gagne la zone nord-ouest du

fait d'une forte progression de l'intermédiation de marché.

L'évolution des écarts entre les taux d'intermédiation tend à montrer que les disparités entre pays se sont réduites (cf. tableau 7). Les écarts, au niveau de l'intermédiation de crédit (approche par la demande) sont de l'ordre de 13 points en début de période et de 11 points en fin de période, soit une réduction d'environ deux points. Pour l'intermédiation de marché, la résorption des écarts est du même ordre, ces derniers passant d'un peu moins de 9 points à un peu plus de 7 points en fin de période. Étant donné la compensation des écarts qui peut s'opérer au niveau de l'intermédiation de crédit et de l'intermédiation de marché, la réduction est logiquement plus faible pour l'intermédiation totale (l'approche par l'offre) mais elle reste sensible (diminution des écarts d'environ 1,1 point). Les écarts demeurent donc importants mais leur orientation à la baisse va dans le sens d'une plus grande convergence vraisemblablement liée à la dernière étape du processus d'intégration monétaire.

*
* *

Les résultats que l'on a obtenus tendent à montrer que la contribution des intermédiaires financiers au financement de l'économie n'a pas décliné avec l'essor des financements de marché en Europe. Il faut tout particulièrement se garder d'assimiler à de la désintermédiation une réduction des taux d'intermédiation due à l'effet mécanique de la valorisation boursière. Une évaluation en volume permet de corriger ce biais et de produire une évaluation des taux d'intermédiation restituant plus fidèlement ce qui résulte d'une logique de financement.

À partir d'une évaluation en volume du taux d'intermédiation, on montre que la part relative des financements demandés par les ANF (autre-

20. Plus fondamentalement, les résultats illustrent la nécessité d'affiner l'orientation-banque en la scindant en deux. De deux, on passe alors à trois types de systèmes financiers : ceux orientés marché, ceux orientés financement intermédiés, avec au sein de ces derniers, ceux pour lesquels domine l'intermédiation de crédit et ceux pour lesquels domine l'intermédiation de marché. Cela permet de conserver la typologie traditionnelle que l'on affine toutefois en considérant un niveau d'analyse supplémentaire. Cette nouvelle hiérarchie, étendue à deux dimensions, ne s'applique toutefois pas au niveau européen dans la mesure où aucun pays, hormis la Finlande, ne peut être classé parmi les systèmes orientés marché. Une seule dimension suffit dès lors à l'expression d'une typologie des systèmes financiers européens : l'intermédiation de crédit/intermédiation de marché.

21. Pour autant, ce clivage n'est pas celui évoqué par Rajan et Zingales (2003) entre les pays du Nord et ceux du Sud.

ment dit, celle du crédit) a peu diminué entre 1994 et 2001. Le taux global masque, en outre, des comportements sectoriels très contrastés. La part relative des crédits dans le financement des ANF n'a baissé de façon significative que pour les APU qui ont effectivement largement reporté leur financement sur les marchés de capitaux. En revanche, pour l'ensemble des pays de l'échantillon, le crédit demeure prépondérant dans le financement des SNF.

Lorsque la mesure des financements intermédiés est étendue aux achats de titres par les IF, on peut capter le redéploiement de l'intermédiation sur les marchés de titres, tant dans le cas des banques, que dans celui des autres IF (OPCVM, fonds de pension, sociétés d'assurances, etc.). Évalués à partir des encours corrigés des effets de valorisation, les taux en termes d'offre se révèlent particulièrement stables dans tous les pays, voire en progression pour certains. Les écarts entre le taux en termes d'offre et le taux en termes de demande traduisent bien l'évolution des financements intermédiés et l'imbrication parfois étroite entre financement intermédié et financement de marché. Le report du financement des APU sur le marché des titres n'a, de ce point de vue, pas exclu les intermédiaires financiers : une large part des financements demandés sur les marchés est satisfaite par l'offre de financement des IF. Loin de l'idée du déclin, c'est à un élargissement de l'intermédiation que l'on assiste. Les intermédiaires financiers ont profité du décloisonnement des métiers de la finance pour élargir leurs domaines d'activités.

L'évaluation en volume permet, de plus, d'infléchir l'idée selon laquelle le redéploiement de l'intermédiation sur le marché des titres se serait largement opéré au détriment des établissements de crédit. Ceux-ci ne voient pas tant leur part de marché diminuer dans le financement des ANF. De même, d'ailleurs, que les autres IF ne voient pas tant la leur progresser entre 1994 et 2001.

Les auteurs tiennent à remercier Pierre Sicsic, à l'origine de la méthode d'évaluation du taux d'intermédiation en volume, deux relecteurs d'une première version de cet article, ainsi que l'Observatoire de l'épargne européenne, en particulier Didier Davydoff, Laurent Grillet-Aubert et Grégoire Naacke, pour la mise à disposition des données de comptes nationaux.

En dépit de la disparité des situations européennes, la part des financements intermédiés (évaluée en volume et en termes d'offre) représente toujours plus de la moitié des financements externes, à l'exception de la Finlande. En 2001, au Royaume-Uni comme en Allemagne, le taux d'intermédiation des financements offerts atteint plus de 70 %. Bien qu'ils soient importants, les écarts entre pays semblent tenir davantage aux modalités de l'intermédiation elle-même (intermédiation de crédit/intermédiation de marché) qu'à celles des financements externes (financements intermédiés/financements de marché). En d'autres termes, la distinction entre intermédiation de crédit et intermédiation de marché est plus discriminante, au moins dans le cas de l'Europe, que la typologie traditionnelle des systèmes financiers qui oppose les systèmes orientés banque aux systèmes orientés marché. Toutefois, les écarts observés entre ces deux modèles d'intermédiation diminuent légèrement au cours de la période, ce qui indique une relative convergence des systèmes financiers en Europe.

Cette étude empirique conforte 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 Europe. Au contraire, les coûts d'expertise (Allen et Santomero, 1997 et 2001) et les problèmes d'asymétrie d'information entre les agents initiés aux opérations financières et ceux qui ne le sont pas justifient plus que jamais la présence des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux. Aussi, là où l'intermédiation de crédit ne prédomine pas, l'intermédiation totale n'est pas faible pour autant en raison du niveau plus important de l'intermédiation de marché. L'approche que l'on a retenue illustre justement cette interdépendance et permet en définitive de fonder empiriquement le concept d'« économie de marché intermédiée », où les financements de marché sont, pour une large part, intermédiés. □

BIBLIOGRAPHIE

- Allen F. et Gale D. (2000)**, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Allen F. et Santomero A.M. (1997)**, « The Theory of Financial Intermediation », *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, n° 11-12, pp. 1461-1485.
- Allen F. et Santomero A.M. (2001)**, « What do Financial Intermediaries do? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, n° 2, pp. 271-294.
- Augory C. et Pansard F. (2000a)**, « L'intermédiation financière en Europe », *Épargne et financement*, Caisse des Dépôts et Consignation, février.
- Augory C. et Pansard F. (2000b)**, « L'intermédiation financière au sein des principaux pays de la zone euro », *Lettre Économique de la Caisse des Dépôts et Consignation*, mai.
- Ayadi R., de Lima P. et Pujals G. (2002)**, « Les restructurations bancaires en Europe », *Revue de l'OFCE*, Hors série, pp. 325-382.
- Banque Centrale Européenne (1999)**, « Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term », Rapport présidé par Edgar Meister, <http://www.ecb.int/pub/pdf/emubnk.pdf>.
- Bardos M., Chazelas M. et Isnard R. (2001)**, « L'évaluation du patrimoine national en actions non cotées : les efforts d'harmonisation européenne et l'état de la réflexion en France », *Revue d'Économie Financière*, n° 64, pp. 225-234.
- Biacabe P. (1988)**, « D'une intermédiation financière à l'autre : le cas de la désintermédiation », *Revue d'Économie Financière*, n° 4, pp. 34-49.
- Biais B., Hillion P. et Malécot J.-F. (1995)**, « La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Économie et Prévision*, n° 120, pp. 15-27.
- Boutillier M., Labye A., Lagoutte Ch., Lévy N., Mpacko Priso A., Oheix V., Justeau S. et Séjourné B. (2002)**, « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforment en profondeur », *Économie et Statistique*, n° 354, pp. 85-102.
- Boutillier M., Pansard F. et Quéron A. (2001)**, « Le modèle français d'adaptation des banques au nouvel environnement financier », *Épargne et financement*, Caisse des Dépôts et Consignation, juillet 2000.
- Branthomme P. (2002)**, « Épargne et comportement financier des ménages européens entre 1996 et 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 105, pp. 77-91.
- Capelle-Blancard G. (2000)**, « Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : l'approche en volume », *Revue d'Économie Financière*, n° 59, pp. 163-187.
- Castel M. et Ullmo Y. (1991)**, « La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'Économie Financière*, n° 16, pp. 41-61.
- Commission Bancaire (1996)**, « La rentabilité des grandes banques internationales en 1995 », dans *Analyses comparatives*, vol. 2 : Résultats des établissements de crédits.
- Coupey-Soubeyran J. et Saïdane D. (2002)**, « Intermédiation bancaire », *Encyclopaedia Universalis*, édition électronique version 8.
- Goux J.-F. (1994)**, « La taxinomie des systèmes financiers : le renouvellement des typologies fondées sur le financement des entreprises », *Revue d'Économie Financière*, n° 29, pp. 201-228.
- Hairault J.O. et Portier F. (1991)**, « Dix ans d'intermédiation financière en France », *Revue d'Économie Financière*, n° 16, pp. 63-77.
- Levine R. (2002)**, « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: which is Better? », NBER Working Paper n° 9138.
- Levine R. et Zervos S. (1998)**, « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 537-558.
- Monfront R. (1989)**, « L'évolution du système financier français à travers le TERF », *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 34, pp. 45-51.
- Monfront R. (2002)**, « L'évolution des financements et des placements des sociétés non financières de 1978 à 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 98, pp. 51-66.
- Myers S. et Majluf N. (1984)**, « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have

Information that Investors do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, pp. 187-221.

Odonnat I. (1992), Fiche thématique n° 3, Rapport Annuel du Conseil National du Crédit, pp. 246-261.

Oheix V. et Séjourné B. (2002), « Les portefeuilles des ménages européens : des choix initiaux à l'affectation finale », *Revue d'Économie Financière*, n° 64.

Rajan R.G. et Zingales L. (2003), « Banks and Markets: the Changing Character of European Finance », NBER Working Paper n° 9595.

Rousseau P. et Wachtel P. (2000), « Financial Intermediation and Economic Performance : Historical Evidence from Five Industrial Countries », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, n° 4, pp. 657-678.

Schmidt R.H., Hackethal A. et Tyrell M. (1999), « Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, pp. 36-67.

Ullmo Y. (1988), « Intermédiation, intermédiaires financiers et marchés », *Revue d'Économie Politique*, vol. 98, n° 5, pp. 639-654.

Tableau A
Encours des financements externes des agents non financiers en Europe en 2000

En milliards d'euros

	Crédits (1)	Titres de dettes (2)	Titres actions (3)	Titres détenus par les		
				S122	S123 et S124	S125
Belgique	261	482	428	182	40	54
Danemark	255	132	168	32	36	71
Allemagne	3 168	1 340	1 559	691	355	159
Espagne	636	491	718	240	118	94
France	1 343	1 426	3 158	666	440	456
Italie	1 007	1 505	1 171	287	399	186
Pays-Bas	740	483	951	110	137	354
Autriche	284	222	83	45	50	10
Portugal	165	105	111	28	21	21
Finlande	84	100	461	15	18	32
Suède	280	206	497	24	80	101
Norvège	181	117	137	9	15	37
Royaume-Uni	2 541	1 688	3 638	638	569	1 489
Europe (4)	10 947	8 296	13 080	2 966	2 277	3 062

1. F4 à l'actif des IF.
2. F33 au passif des ANF.
3. F51 au passif des SNF - F51 à l'actif des SNF.
4. L'ensemble des 13 pays retenus.

Lecture : S122 : autres institutions financières monétaires, à l'exclusion de la banque centrale (principalement, banques et caisses d'épargne) ; S123 : autres intermédiaires financiers ; S124 : auxiliaires financiers ; S125 : sociétés d'assurances et fonds de pension. Les taux d'intermédiation de l'Europe s'obtiennent en rapportant la somme des financements intermédiés des 13 pays à la somme de leurs financements externes. Par exemple, en valeur, en 2000, le taux en termes de demande est égal à $10\,947 / (10\,947 + 8\,296 + 13\,080) = 33,87\%$.

Source : Eurostat.

Tableau B
Indices de valorisation boursière (base 100 en 1995)

		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	(1)	91	100	122	159	218	209	196	172
	(2)	95	100	106	123	156	165	166	163
Danemark	(1)	89	100	125	192	197	239	300	251
	(2)	96	100	114	135	133	163	164	-
Allemagne	(1)	91	100	126	182	210	280	285	224
	(2)	-	100	112	129	143	181	156	135
Espagne	(1)	90	100	136	201	266	322	260	237
	(2)	-	100	123	142	183	210	206	196
France	(1)	105	100	123	157	204	304	321	245
	(2)	96	100	124	153	195	276	270	-
Italie	(1)	108	100	114	175	243	295	338	248
	(2)	-	100	119	145	168	235	236	186
Pays-Bas	(1)	86	100	130	189	232	292	296	227
	(2)	90	100	117	142	153	190	178	-
Autriche	(1)	109	100	118	134	117	122	113	118
	(2)	-	100	97	95	96	104	110	105
Portugal	(1)	110	100	132	224	280	293	277	203
	(2)	-	100	106	112	124	128	123	-
Finlande	(1)	103	100	138	187	295	736	783	481
	(2)	-	100	115	129	161	296	260	196
Suède	(1)	86	100	138	179	194	313	301	242
	(2)	-	100	127	150	144	231	205	-
Norvège	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
	(2)	-	100	109	122	101	131	132	140
Royaume-Uni	(1)	83	100	111	139	156	184	171	142
	(2)	87	100	108	128	144	188	195	172

Lecture : (1) Indices de marché Eurostat. (2) Indices de valorisation : $Indice_{95} = 1$; $Indice_{t>95} = Indice_{t-1} \times (Encours_t - Flux_t/2) / (Encours_{t-1} + Flux_t/2)$.

Source : Eurostat.

Tableau C
Comparaison avec les résultats du CNCT pour la France

Encours corrigés de la valorisation	CNCT		Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran	
	Approche par la demande	Approche par l'offre	Approche par la demande	Approche par l'offre
1994	55,31	75,10	42,33	64,14
1995	55,21	75,10	41,80	64,67
1996	44,91	76,00	38,81	64,83
1997	44,79	76,10	37,25	65,09
1998	44,57	73,30	34,92	64,83
1999	44,43	71,20	34,58	64,19
2000	44,21	66,70	34,12	62,70
2001	44,09	65,20		

Sources : Banque de France DESM-SASM pour CNCT (et réalisé par cet organisme) et Eurostat pour Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran.