



**HAL**  
open science

## **Désintermédiation financière ou diversification internationale ? Le cas des pays développés.**

Michel Boutillier, Jean-Charles Bricongne

### ► **To cite this version:**

Michel Boutillier, Jean-Charles Bricongne. Désintermédiation financière ou diversification internationale ? Le cas des pays développés.. 2008. <hal-04140737>

**HAL Id: hal-04140737**

**<https://hal.science/hal-04140737v1>**

Preprint submitted on 26 Jun 2023

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

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



HAL Authorization

## Document de Travail

Working Paper

**2008-22**

---

### Désintermédiation financière ou diversification internationale ? Le cas des pays développés

---

Michel Boutillier  
Jean-Charles Bricongne



UMR 7166 CNRS

Université Paris X-Nanterre  
Maison Max Weber (bâtiments K et G)  
200, Avenue de la République  
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07  
Email : [secretariat-economix@u-paris10.fr](mailto:secretariat-economix@u-paris10.fr)



Université Paris X Nanterre

# Désintermédiation financière ou diversification internationale ? Le cas des pays développés<sup>1</sup>

Juin 2008

Michel Boutillier<sup>2</sup>, Jean-Charles Bricongne<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient les nombreux collègues de la Banque de France pour leurs relectures et leurs suggestions sur des versions antérieures de ce travail (en particulier MM. Cousseran, Chazelas, Branthomme, Grandjean et Mme Durant), notamment celles qui avaient conduit à un article publié dans le bulletin de la Banque de France en février 2006. Les auteurs restent cependant seuls responsables des erreurs et des jugements qui figurent dans ce travail. En particulier, ce travail reflète les idées personnelles de leurs auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de la Banque de France.

<sup>2</sup> EconomiX, Université Paris X-Nanterre et Banque de France

<sup>3</sup> Service des études et des statistiques des opérations financières, Direction des études et des statistiques monétaires, Banque de France

## Résumé

*La mesure d'un taux d'intermédiation est un bon moyen de caractériser de manière synthétique l'importance du rôle des intermédiaires financiers dans l'économie et leur positionnement face à l'essor de la finance de marché. Ce travail a pour objet d'en présenter et d'en discuter les résultats pour la France, en les replaçant dans une perspective chronologique et en y ajoutant des éléments de comparaison internationale, autorisant notamment une appréciation de la convergence des systèmes financiers en Europe et dans le monde. Ces résultats témoignent d'un recul assez sensible du taux d'intermédiation financière en France sur la période étudiée, marquée par un fort développement des marchés de capitaux et un recours croissant des agents non financiers résidents aux financements désintermédiés.*

*Pour significative qu'elle puisse paraître, cette évolution mérite néanmoins d'être relativisée pour plusieurs raisons. D'abord, parce qu'elle découle en fait largement du mouvement d'internationalisation des opérations de financement et de placement des institutions financières résidentes comme des financements de marché reçus par les agents non financiers. Ainsi, une part de plus en plus élevée de l'actif des institutions financières résidentes est détenue sur des non-résidents et une part croissante des financements reçus par les résidents provient du « Reste du monde », et notamment des institutions financières non résidentes. Ensuite, parce que l'analyse de la formation des revenus des intermédiaires financiers confirme la transformation de leurs modes de tarification et le redéploiement de leurs activités. Ces évolutions structurelles témoignent plus de profonds changements du rôle de ces acteurs dans l'économie nationale que de son affaiblissement. Enfin, parce que le choix qui se présente aux agents non financiers ne se résume pas en une simple alternative entre passer par un intermédiaire ou s'adresser directement au marché, si l'on en juge notamment par le rôle clé que les institutions financières continuent de remplir dans le lancement et le placement des émissions de titres de leur clientèle d'entreprises sur les marchés de capitaux.*

*Le présent article s'attachera, dans un premier temps, à analyser l'évolution du taux d'intermédiation financière en France, globalement et par type de bénéficiaire. Des comparaisons internationales fourniront des indications sur le caractère potentiellement durable des évolutions observées ces dernières années. L'observation sur longue période des taux d'intermédiation financière au sens strict et au sens large met en évidence le rôle croissant du Reste du monde, avec comme contrepartie la baisse de la part des financements apportés par les IF résidentes à l'économie nationale. Réciproquement, les IF résidentes ont développé leurs opérations avec le Reste du monde, diversifiant ainsi leur clientèle. Une analyse complémentaire des revenus d'intermédiation permet de mesurer l'évolution des rémunérations perçues par les intermédiaires financiers résidents et d'appréhender les adaptations qui leur ont permis de maintenir leurs revenus. Des éléments de comparaison avec les revenus versés au Reste du monde sont également proposés, permettant d'apprécier les écarts de coût entre les services rendus aux agents non financiers résidents par les apporteurs de capitaux non-résidents et par les IF résidentes. L'article revient enfin sur l'intérêt d'un élargissement du concept d'intermédiation afin de dépasser le premier constat d'un déclin apparent de l'intermédiation financière.*

Mots clés : Taux d'intermédiation financière, agrégats d'intermédiation, marchés de capitaux, crédits immobiliers, intermédiaires financiers, intégration financière internationale, diversification géographique des placements, tarification bancaire, revenus d'intermédiation, services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), production des institutions financières

Codes JEL : E01, E21, F36, G2

|   |           |
|---|-----------|
| <b>I. INTRODUCTION .....</b>  | <b>4</b>  |
| <b>II. UNE HAUSSE RECENTE DU TAUX D'INTERMEDIATION FINANCIERE<br/>DANS LES PAYS DEVELOPPES.....</b>                               | <b>5</b>  |
| A. ANALYSE GLOBALE DES TAUX D'INTERMEDIATION FINANCIERE.....  | 5         |
| <b>En France .....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Dans d'autres pays développés .....</b>  | <b>7</b>  |
| B. ANALYSE PAR ANF ET SUR LONGUE PERIODE DES TAUX D'INTERMEDIATION<br>FINANCIERE .....  | 8         |
| <b>Aux États-Unis .....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>En France .....</b>  | <b>10</b> |
| Un mouvement de désintermédiation imputable à l'évolution du financement des<br>APU et des SNF .....                              | 12        |
| Une remontée durable du taux d'intermédiation semble peu probable.....  | 13        |
| <b>III. LA PART CROISSANTE DU RESTE DU MONDE ET<br/>L'INTERNATIONALISATION DES IF .....</b>                                       | <b>14</b> |
| A. ROLE CROISSANT DU RESTE DU MONDE .....   | 14        |
| Les ANF résidents prennent peu de part au financement désintermédié de l'économie<br>française.....                               | 15        |
| Part croissante des apports du Reste du monde dans les financements de marché   | 16        |
| B. APPARENT AMOINDRISSEMENT DU ROLE DES IF RESIDENTES.....  | 16        |
| Diminution de l'écart entre les deux taux d'intermédiation.....   | 16        |
| Évolutions de la part des IF résidentes .....   | 17        |
| C. DIVERSIFICATION INTERNATIONALE DES PLACEMENTS DES IF .....   | 19        |
| Etude de la structure des placements des IF résidentes.....   | 19        |
| Un mouvement généralisé de diversification internationale des emplois des IF?   | 19        |
| <b>IV. EVOLUTIONS COMPAREES DES REVENUS DES IF RESIDENTES ET<br/>DES IF NON-RESIDENTES .....</b>                                  | <b>22</b> |
| A. ANALYSE DES REVENUS D'INTERMEDIATION DES IF RESIDENTES.....  | 22        |
| <b>SIFIM et marges d'intérêt bancaires .....</b>  | <b>23</b> |
| <b>Production et valeur ajoutée des IF .....</b>  | <b>26</b> |
| B. COMPARAISON DES REVENUS DES PLACEMENTS FINANCIERS DU RESTE DU<br>MONDE ET DES IF RESIDENTES .....                              | 29        |
| <b>Les non résidents ont renforcé la part des titres de créance dans leurs<br/>        portefeuilles de titres français .....</b> | <b>29</b> |
| <b>Comparaison entre les revenus générés par les placements des non-résidents<br/>        et ceux des résidents .....</b>         | <b>31</b> |
| <b>Actions .....</b>  | <b>31</b> |
| <b>Titres de créance.....</b>   | <b>34</b> |
| <b>Les non-résidents ne semblent pas mieux rémunérés que les résidents</b>  | <b>36</b> |
| <b>V. CONCLUSION.....</b>   | <b>36</b> |
| A. UNE DESINTERMEDIATION NI GENERALE NI IRREVERSIBLE.....   | 36        |
| B. EVOLUTION DES MODES D'INTERMEDIATION ET AGREGATS D'INTERMEDIATION<br>.....   | 37        |

## I. Introduction

Une attention particulière a été maintes fois portée à la question de la mesure du développement financier avec le souci de relier celui-ci à l'expansion de l'économie réelle, l'auteur le plus représentatif de cette lignée étant certainement Goldsmith (1969). Au-delà de cette préoccupation, les premières difficultés apparaissent rapidement car le développement peut s'entendre au moins selon deux acceptions différentes : une appréhension quantitative qui va mettre l'accent sur un indicateur global de développement de la sphère financière et une appréhension qualitative qui va chercher à mettre en lumière la différenciation au sein de cette sphère, plutôt que son degré de développement et sa taille. Dans certains cas, le choix des indicateurs pourra même ambitionner de caractériser son degré de sophistication.

Si on se concentre sur les approches qualitatives, qui vont s'attacher à souligner la différenciation ou la sophistication de cette sphère financière, on est vite amené à se positionner par rapport à l'opposition entre la finance directe et la finance intermédiée. Cette opposition est depuis longtemps la colonne vertébrale d'une description qualitative de la sphère financière. Elle a par exemple fourni la matière des réflexions qui ont conduit Gurley et Shaw à la rédaction de leur célèbre ouvrage en 1960 (Cf. bibliographie). Cette vision s'est révélée fort utile pour établir une typologie qui a connu son heure de gloire dans les années 60 et 70 avec les catégories d'économie d'endettement et d'économie de marchés financiers. La situation s'est un peu compliquée avec le développement de l'intermédiation de marché<sup>4</sup>, mais cette vision reste d'actualité et se retrouve dans des travaux récents (Levine, 2002) où sont présentés des ratios rapprochant un indicateur du développement des intermédiaires (voire des seules banques) et un autre supposé traduire le développement des marchés.

Plus rares sont les travaux qui s'attachent à appréhender le partage de la sphère financière entre deux composantes principales, caractérisées l'une par l'intermédiation et l'autre par les opérations de marché, à partir de représentations normalisées, telles que celles offertes par les tableaux d'opérations financières ou les comptes de patrimoine financier (Schmidt *et alii*, 1999). C'est pourtant une voie qui a fait l'objet de travaux exploratoires en France à la fin des années 80 (Monfront-Moncomble, 1989), poursuivis dans le cadre des rapports du Conseil national du crédit et du titre (CNCT). Le calcul de taux d'intermédiation financière a aussi connu un certain écho dans les milieux universitaires (par exemple Boutillier *et alii*, 2002, ou Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran, 2003). Compte tenu de l'intérêt suscité, il a paru opportun au Conseil national de l'information statistique (CNIS) de préconiser la reprise par la Banque de France de ces travaux en s'appuyant cette fois-ci essentiellement sur les comptes financiers dont la publication trimestrielle est désormais régulière.

L'objet du présent article est de replacer le calcul de taux d'intermédiation financière pour la France dans une problématique plus vaste permettant d'en restituer l'apport. En effet, d'une part, nous effectuons une généralisation européenne et internationale et, d'autre part, une confrontation avec d'autres indicateurs fondés notamment sur les revenus, plutôt que sur les encours. C'est la section 2 qui se concentrera sur les taux d'intermédiation financière et leurs évolutions, pour la France et quelques pays développés, tandis que la section 3 rapprochera ces évolutions récentes de l'intégration financière croissante des économies développées et de la diversification internationale des portefeuilles qui en est la manifestation la plus éloquente. Nous examinerons dans la section 4 quelques-unes des conséquences de ces évolutions pour la formation des revenus, principalement des institutions financières. La section 5 conclura en proposant une perspective d'élargissement du concept d'intermédiation.

Rappelons que le taux d'intermédiation représente la part prise par les intermédiaires financiers résidents (hors auxiliaires financiers), à savoir les établissements de crédit, OPCVM et sociétés d'assurance, dans l'enveloppe globale des financements obtenus par les agents non financiers (ANF)<sup>5</sup>. Si l'on s'en tient aux seuls crédits octroyés par les intermédiaires financiers, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens strict. Il est également possible de distinguer, au sein de ce taux « étroit », les crédits accordés par les institutions financières hors OPCVM et sociétés d'assurance, qui sont largement majoritaires.

---

<sup>4</sup> Contrats d'assurance en unités de compte, OPCVM, fonds de fonds ou fonds nourriciers, fonds de pension dont la gestion est transférée de facto à d'autres intermédiaires...

<sup>5</sup> ANF : sociétés non financières (SNF), ménages y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages, administrations publiques (APU).

Lorsque les placements de ces intermédiaires en titres émis par les ANF (actions, obligations ou titres de créances négociables) sont également pris en compte, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens large. Par construction, la différence entre le total des financements reçus par les ANF résidents et ceux qui sont intermédiés par les institutions financières résidentes correspond aux financements directement consentis soit par les ANF résidents eux-mêmes, soit par des non résidents, financiers ou non financiers. Au cours des dernières années, le Reste du monde a pris une part croissante au financement des ANF résidents alors que les intermédiaires financiers résidents ont largement développé leurs concours à l'étranger et ce, pour des montants approximativement équivalents. Nous allons voir plus loin que cette internationalisation croissante des financements se reflète dans l'évolution des taux d'intermédiation.

Du point de vue de leur mode de calcul, ces deux indicateurs reprennent très largement l'approche naguère suivie par l'ancien Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT)<sup>6</sup>. Les sources et les méthodes de calcul utilisées aujourd'hui peuvent toutefois s'en écarter sur certains aspects (Cf. encadré 1). Pour autant, sur la période commune à la présente analyse et aux travaux antérieurs du CNCT (1994-2000), les résultats demeurent très proches.

Les calculs sont désormais réalisés, pour l'essentiel, à partir des comptes nationaux financiers trimestriels établis par la Banque de France et publiés sur son site<sup>7</sup>. Les comparaisons internationales s'appuient également sur les comptes nationaux financiers des pays correspondants (pour les aspects méthodologiques du taux en France et dans ces pays étrangers, Cf. annexe 1).

## **II. Une hausse récente du taux d'intermédiation financière dans les pays développés**

### **A. Analyse globale des taux d'intermédiation financière**

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du taux d'intermédiation pour différentes définitions : taux d'intermédiation bancaire au sens strict ne reprenant que les crédits aux ANF des seuls établissements de crédit, taux d'intermédiation financière au sens strict, incluant les crédits des OPCVM et des assurances, et enfin taux d'intermédiation au sens large prenant en compte la détention par les institutions financières résidentes de titres émis par les ANF (actions, obligations ou titres de créances négociables).

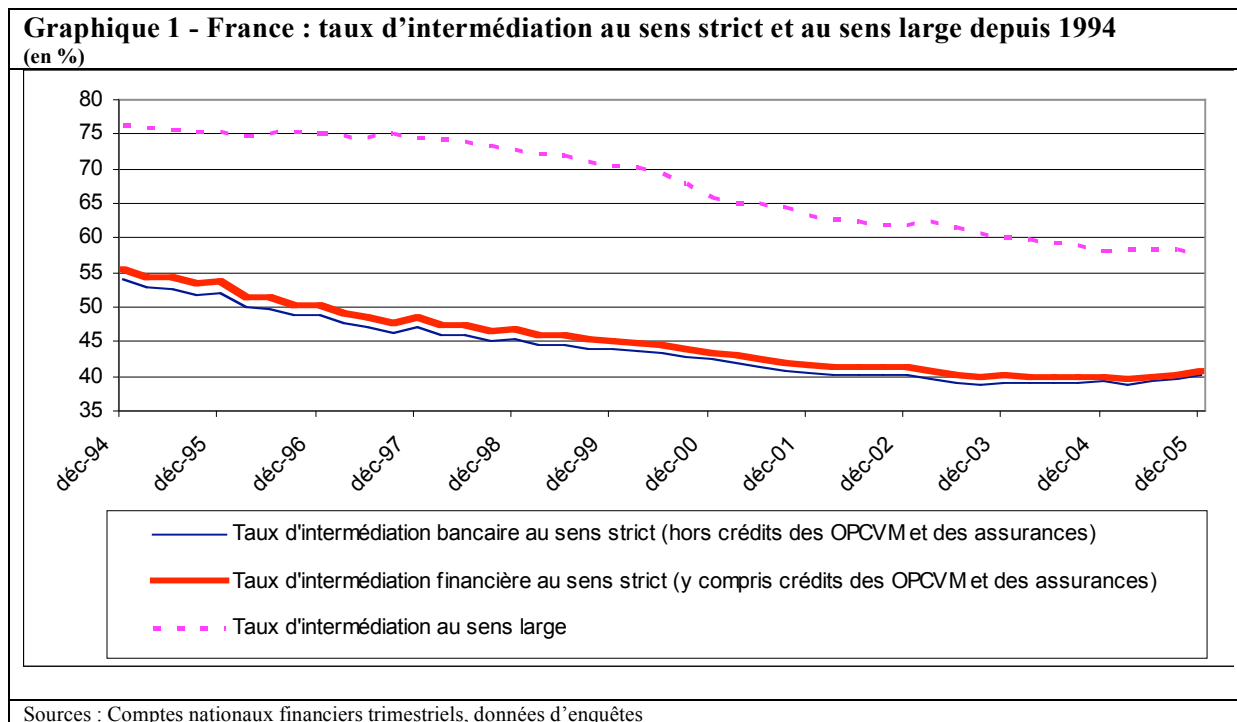
---

<sup>6</sup> Cf. notamment le Rapport 2001 du CNCT : Le taux d'intermédiation financière, aspects méthodologiques (Wilhelm, 2002).

<sup>7</sup> Ces séries sont disponibles sur : [http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm)

La méthodologie se trouve sur : [http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/telechar/comptefi/nationaux.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/comptefi/nationaux.pdf)

## En France



Les taux d'intermédiation au sens strict (qu'ils intègrent ou non les crédits accordés par les OPCVM et les sociétés d'assurance) comme au sens large ont régulièrement diminué depuis le milieu des années 90 (Cf. graphique 1). Entre 1994 et 2005, ces indicateurs sont ainsi tombés respectivement :

- de 54% à 40,1% pour le taux d'intermédiation bancaire au sens strict (hors crédits des OPCVM et des sociétés d'assurance) ;
- de 55,4% à 40,9% pour le taux d'intermédiation financière au sens strict (y compris les crédits des OPCVM et des sociétés d'assurance) ;
- de 76,1% à 57,9% s'agissant du taux d'intermédiation financière au sens large.

En baisse régulière de 1994 à 2003, le taux d'intermédiation au sens strict a touché un point bas en 2004, avant d'amorcer une légère remontée en 2005 du fait de l'accélération de la distribution des crédits des intermédiaires financiers résidents aux SNF et aux ménages. Il a atteint 40,9 % fin 2005, après 40,0 % fin 2004.

Également orienté à la baisse depuis la fin des années 1990, le taux d'intermédiation au sens large s'est quasiment stabilisé en 2005 (57,9 % à la fin 2005, après 58,1 % à la fin 2004), l'augmentation des crédits distribués aux ANF par les intermédiaires financiers résidents ayant presque compensé la diminution de leurs investissements nets en titres émis par les ANF.

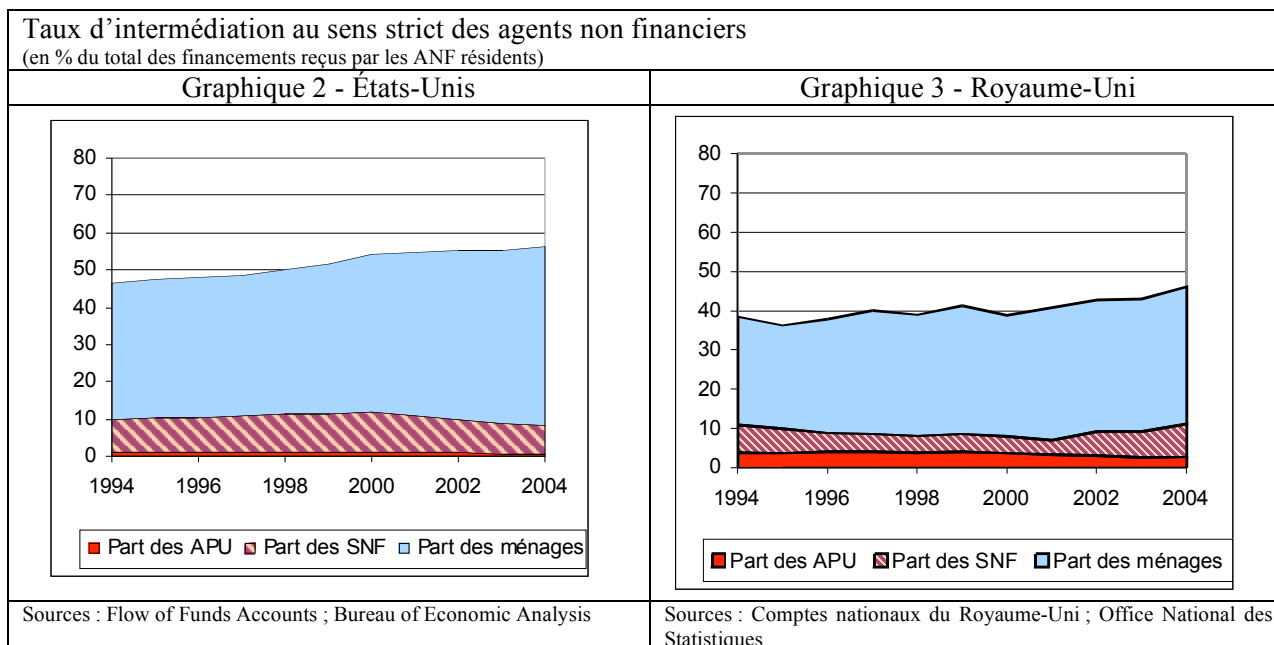
## Dans d'autres pays développés

Compte tenu des contraintes de disponibilité des données, ce volet comparatif se limite au taux d'intermédiation au sens strict et à quatre pays (Cf. annexe 2 pour les données chiffrées), à savoir l'Allemagne et trois autres pays – États-Unis, Royaume-Uni et Espagne – dont les structures financières laissent a priori davantage de place aux financements de marché (Cf. graphiques 2 à 5). Pour ces trois derniers, il est intéressant de noter que :

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

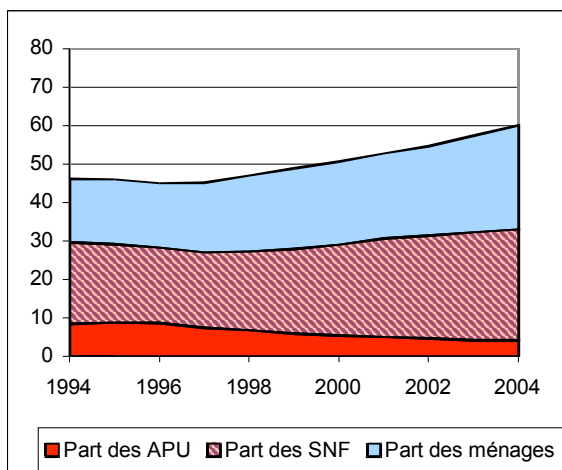
S'agissant de l'Allemagne, les constats sont en revanche sensiblement différents :

- déjà plus élevé que dans les autres pays étudiés (y compris la France) en début de période, le taux d'intermédiation augmente jusqu'en 2000, se stabilise pour un temps et amorce une diminution à compter de 2003 ;
- les parts respectives des financements intermédiés bénéficiant à chaque secteur évoluent toutefois de manières quelque peu différentes : celle des APU marque un sommet en 1996 tandis que celles des ménages et des SNF n'atteignent leurs maxima qu'en 1999 et 2002 respectivement. Le mouvement le plus notable concerne les APU, pour lesquelles le recul des financements intermédiés, qui s'amorce dès 1997, est beaucoup plus accentué que pour les autres secteurs (passant d'une part de 11,5% du total en 1996 à 8,8% en 2004) ;
- à la différence des autres pays, on n'observe pas de hausse des financements intermédiés consentis aux ménages. Cette particularité témoigne de la relative atonie du crédit à l'habitat outre-Rhin, qui s'explique par l'orientation médiocre du marché de l'immobilier résidentiel depuis le choc de la réunification.



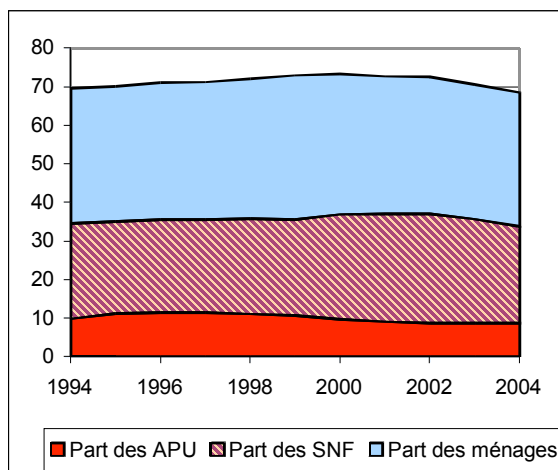
<sup>8</sup> Cette part correspond ici à la proportion des crédits reçus par les ménages par rapport à l'ensemble des financements reçus par les agents non financiers résidents.

Graphique 4 – Espagne



Source : Banque d'Espagne

Graphique 5 – Allemagne



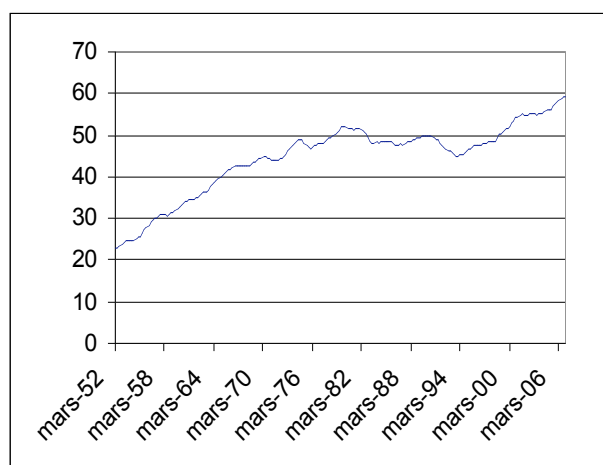
Source : Banque fédérale d'Allemagne

## B. Analyse par ANF et sur longue période des taux d'intermédiation financière

### Aux États-Unis

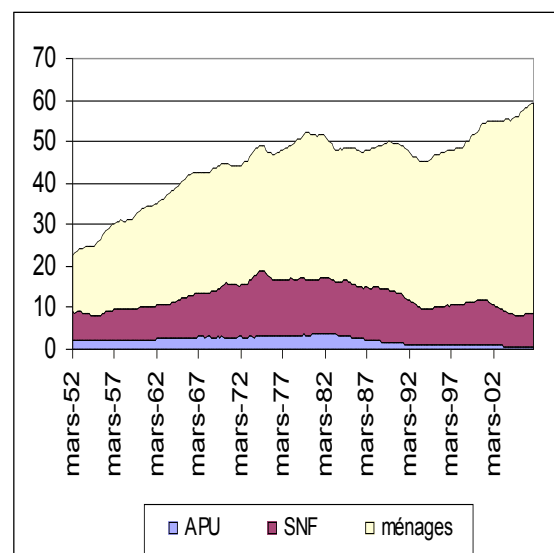
Aux États-Unis, une analyse en série longue (Cf. graphique 6) montre une forte montée de l'intermédiation depuis le milieu des années 1990, après une vingtaine d'années de progression irrégulière. Une analyse par agent (Cf. graphique 7) montre que ce sont essentiellement les crédits aux ménages qui ont contribué à cette évolution.

Graphique 6 - États-Unis : taux d'intermédiation financière au sens strict (%)



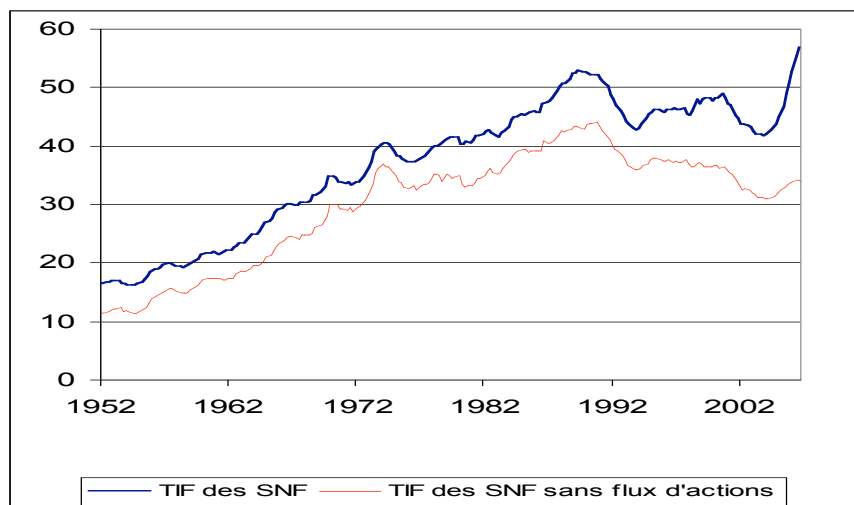
Source : Flow of Funds Accounts

Graphique 7 - États-Unis : contribution des différents ANF au taux d'intermédiation financière au sens strict (%)



Source : Flow of Funds Accounts

Graphique 8 - États-Unis : TIF au sens strict des SNF<sup>9</sup> (y compris flux d'actions) et recalculé sans les flux d'actions (%)



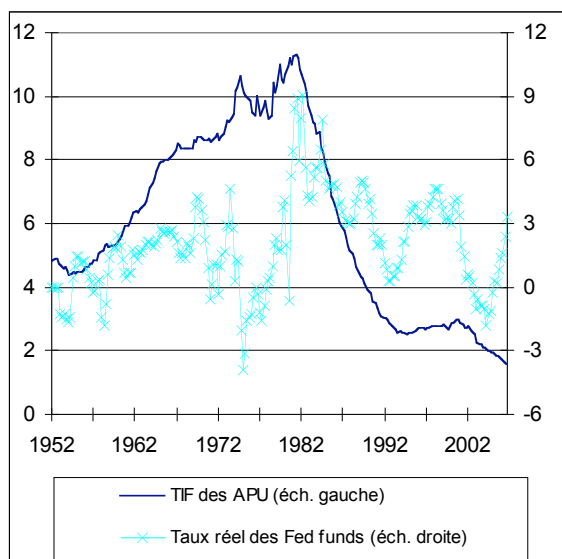
Source : Flow of Funds Accounts

Les crédits aux ménages expliquent très largement les évolutions du taux d'intermédiation au sens strict de l'ensemble des ANF. Les taux d'intermédiation calculés pour les SNF et les APU suivent quant à eux des tendances particulières. Le taux d'intermédiation des SNF a crû de façon assez régulière jusqu'à la fin des années 1980. Il est ensuite retombé, et n'a retrouvé puis dépassé le niveau de la fin des années 80 qu'en 2006 (Cf. graphique 8). La croissance exceptionnellement forte du taux d'intermédiation sur les deux dernières années d'étude n'est pas tant le fait de l'augmentation du recours au crédit (hausse du numérateur) que des rachats d'actions (baisse du dénominateur). Le graphique 8 présente une variante du taux d'intermédiation financière au sens strict pour ce qui concerne les SNF, recalculé en excluant les flux d'actions sur la période (mais en conservant l'encours de départ, afin de partir du même point). Il montre que le développement dans les années 1990 des rachats d'actions a contribué à rehausser le taux d'intermédiation du financement des SNF. Par ailleurs la décroissance de la courbe sans flux d'actions dans le graphique 8 semble montrer que la fin des années 80 marque une rupture dans l'évolution du mode de financement des SNF : dans la mesure où le développement du recours au crédit s'est interrompu.

La même rupture peut être relevée pour les APU, mais la baisse du taux d'intermédiation est plus précoce puisqu'elle date du début des années 1980, sans doute sous l'effet de la hausse des taux directs réels (Cf. graphique 9).

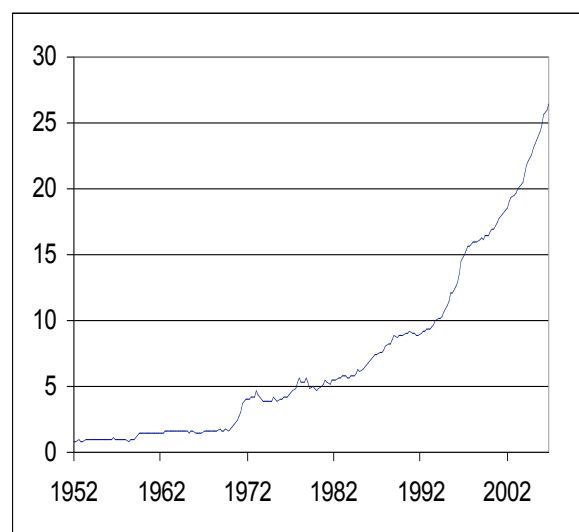
<sup>9</sup> Il convient de noter que le taux d'intermédiation d'un ANF donné (les SNF, par exemple) et sa « contribution » au taux d'intermédiation total ont le même numérateur (les financements intermédiés de l'ANF). En revanche, le dénominateur du taux d'intermédiation de l'ANF ne contient que ses seuls financements, alors que le dénominateur de la contribution regroupe l'ensemble des financements de tous les ANF.

Graphique 9 - États-Unis : taux d'intermédiation financière des APU et taux de référence (%)



Source : Flow of Funds Accounts

Graphique 10 - États-Unis : part des financements en crédits et titres de créance des ANF résidents consentis ou détenus par des non résidents (%)



Source : Flow of Funds Accounts

La dette des ANF des États-Unis détenue, sous forme de crédits ou de titres de créance, par des non résidents augmente régulièrement pour représenter une part significative du total en 2006 (environ 26%, Cf. graphique 11). Cette part, quoiqu'importante, est encore inférieure à ce que l'on observe pour la France (Cf. infra). Cela peut s'expliquer par le poids relatif plus important aux États-Unis de l'endettement des ménages dont le financement est assuré quasi-exclusivement par des intermédiaires financiers résidents, et par le fait que les ménages résidents aux États-Unis y détiennent davantage de titres « en direct ».

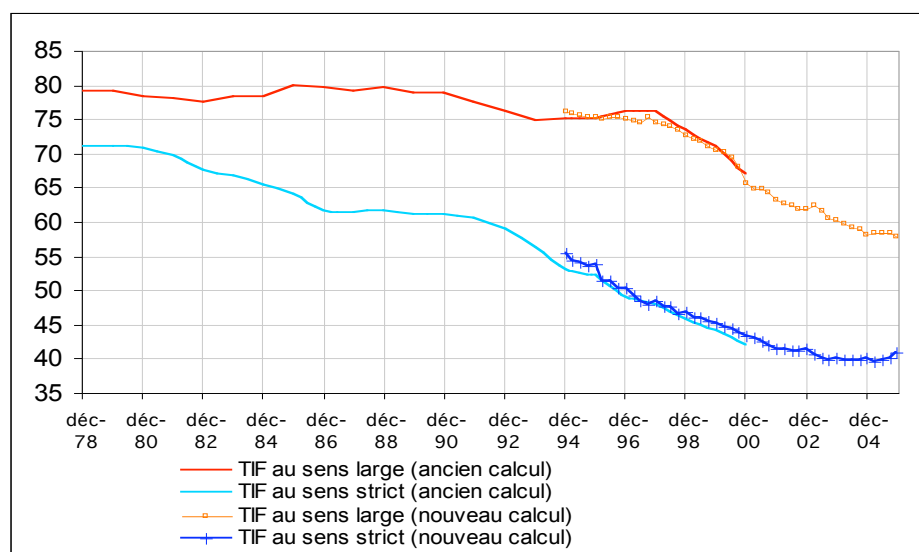
La montée du taux d'intermédiation, manifeste depuis le milieu des années 1990, pourrait donc être contenue par le ralentissement de l'endettement des ménages qu'on peut attendre des perturbations récentes sur le marché immobilier. De même, l'importante contribution des rachats d'actions des SNF à la hausse du taux d'intermédiation pourrait finir par se modérer (du fait, par exemple, de changements de la fiscalité qui pourraient conduire les entreprises à arbitrer en faveur de la distribution de dividendes au détriment des rachats d'actions).

### **En France**

Dans le cas de la France, la tendance longue à la désintermédiation (Cf. encadré 1) semble, sinon s'inverser durablement, du moins se ralentir en fin de période.

### **Encadré 1 : comparaison entre le nouveau taux d'intermédiation et le taux d'intermédiation calculé antérieurement pour le CNCT**

Graphique 11 - France : taux d'intermédiation financière (TIF) au sens strict et large (%)



Source : Comptes nationaux financiers trimestriels et annuels

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

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

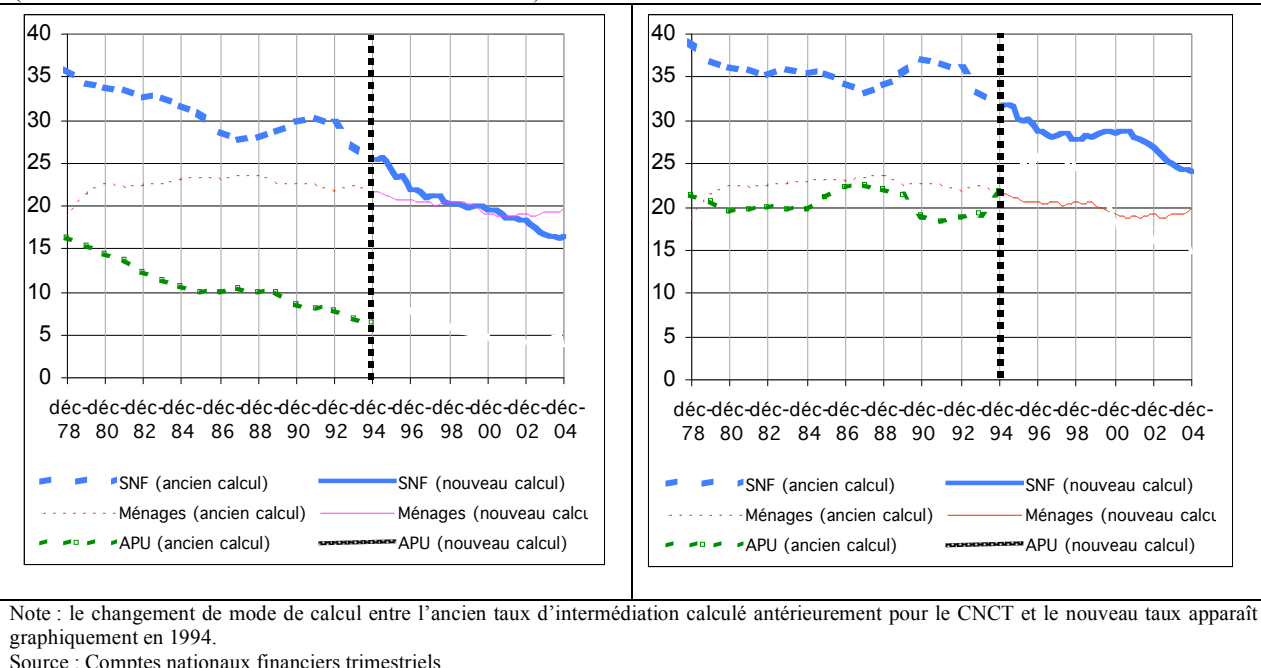
Ainsi, les données utilisées dans le nouveau calcul sont tirées des comptes financiers nationaux alors que celles qui étaient exploitées précédemment provenaient des statistiques monétaires. En particulier, les données de comptabilité nationale concernant les APU sont désormais fournies par la Direction Générale de la Comptabilité Publique et peuvent désormais inclure, en complément des données déclarées par les établissements de crédit, des concours consentis par d'autres secteurs.

Par ailleurs, dans l'ancien calcul, les flux d'émissions d'actions nets des remboursements étaient diminués d'un taux de faillite. Cette convention n'a plus cours dans le calcul actuel. En revanche, les flux d'actions émises pour recapitaliser ou acheter une société dans le même secteur de comptabilité nationale sont désormais consolidés afin d'éviter une double comptabilisation.

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

## Un mouvement de désintermédiation imputable à l'évolution du financement des APU et des SNF

Graphiques 12 (g.) et 13 (d.) - France : contribution des secteurs bénéficiaires aux taux d'intermédiation financière au sens strict (graphique de gauche) et au sens large (graphique de droite)<sup>10</sup>  
(en % du total des financements accordés aux ANF résidents)



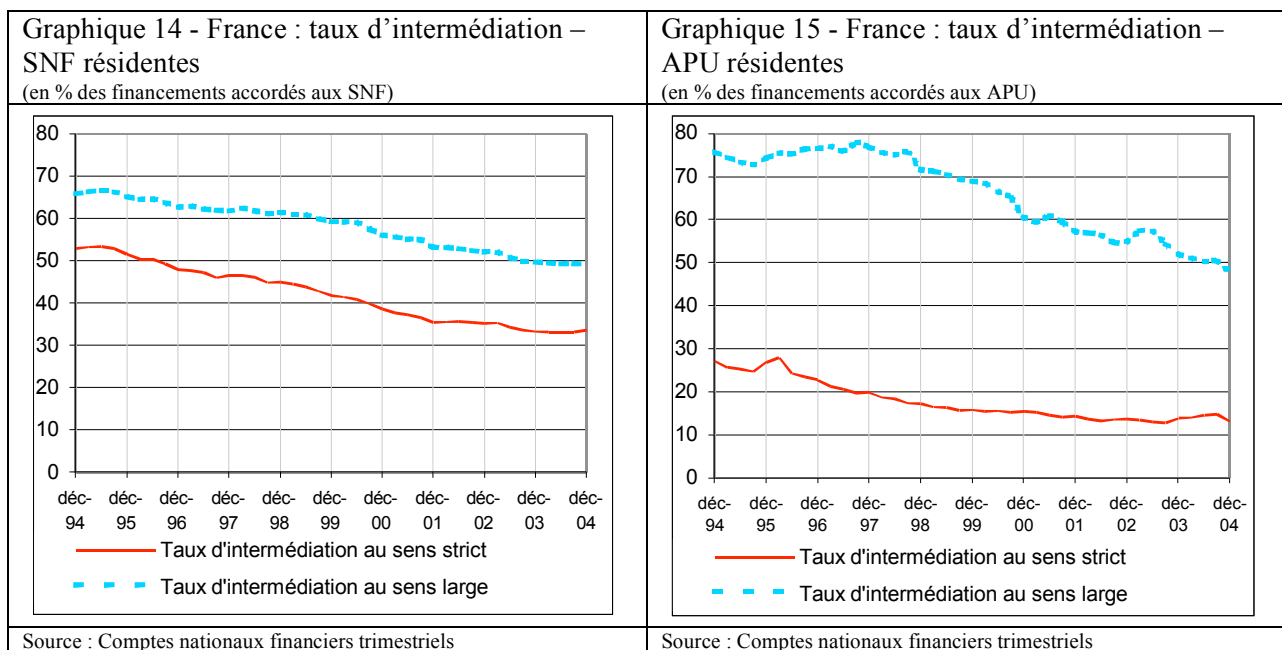
Sur l'ensemble de la période, les SNF et les APU contribuent très largement à la baisse des taux globaux d'intermédiation financière, au sens strict (Cf. graphique 12) comme au sens large (Cf. graphique 13). Ainsi, la baisse du taux d'intermédiation financière au sens strict observée depuis 1978 est principalement imputable à la diminution du poids relatif des crédits aux SNF et dans une moindre mesure aux APU. En revanche, la contribution des crédits aux ménages est en fin de période voisine de son niveau de fin 1978. Entre-temps, elle s'est renforcée jusqu'à la fin des années quatre-vingt, puis a fléchi jusqu'en 2001, avant d'entamer une remontée progressive, en liaison avec le redémarrage de l'endettement, notamment immobilier, des ménages.

La baisse du taux d'intermédiation au sens large est moins marquée en début de période, du fait notamment du développement des encours de portefeuille titres détenus par les institutions financières résidentes au début des années 80. Ce taux au sens large ne commence ainsi à baisser qu'à partir de 1990 avec l'amointrissement de la contribution des financements intermédiés des SNF, partiellement compensé par l'augmentation, jusqu'en 1998, des financements intermédiés des APU<sup>11</sup>. Il connaît ensuite une phase de repli plus prononcé, la contribution des financements intermédiés des APU diminuant fortement avec l'introduction de l'euro qui déclenche un important mouvement de diversification géographique des portefeuilles.

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

<sup>10</sup> Le changement de mode de calcul entre l'ancien taux d'intermédiation calculé antérieurement pour le CNCT et le nouveau taux apparaît graphiquement en 1994.

<sup>11</sup> Celle-ci reflète notamment le développement des encours de titres d'Etat détenus par les sociétés d'assurance, corrélativement à la croissance de la collecte d'assurance-vie.



De 1996 à 2001, c'est la diminution des crédits distribués aux SNF par les intermédiaires financiers résidents qui alimente la baisse des taux d'intermédiation de ce secteur, au sens strict comme au sens large<sup>12</sup> (Cf. graphique 14). En 2004, le taux d'intermédiation au sens strict marque une stabilisation pour ce secteur, alors que le taux au sens large continue de baisser du fait du recul de la détention de titres de SNF par les institutions financières. Pour sa part, le taux d'intermédiation des APU au sens large montre un profil d'évolution moins régulier (Cf. graphique 15) : relativement stable de 1994 à 1997, il décroît rapidement pratiquement tout au long de la période 1998-2004, du fait du renforcement régulier de la détention de titres publics, notamment de titres d'État, par les non-résidents.

### Une remontée durable du taux d'intermédiation semble peu probable

On peut tirer les conclusions partielles suivantes concernant les ANF :

- La baisse du taux d'intermédiation au sens strict des APU semble proche de son étiage, compte tenu notamment du fait que certaines d'entre elles (par exemple parmi les collectivités locales) peuvent difficilement envisager de lever des fonds sur les marchés de capitaux.
- La tendance du taux d'intermédiation des SNF est à la baisse et la perspective d'un redressement nourri par des rachats d'actions à l'image de l'évolution observée aux États-Unis semble peu probable. La poursuite de son repli n'est toutefois pas certaine. En effet, la préférence donnée en fin de période au recours au crédit par rapport aux titres de créance du fait de taux d'intérêt relativement plus avantageux montre que les SNF peuvent arbitrer de façon adéquate entre différentes sources de financement suivant les circonstances.
- La contribution des ménages au taux d'intermédiation global des ANF ne connaît que des fluctuations de faible amplitude. Elle augmente en fin de période, les plaçant en tête des utilisateurs de financements intermédiés. En effet, les ménages ont abondamment eu recours au crédit ces dernières années, principalement pour réaliser des achats immobiliers. Il est toutefois probable que, compte tenu des niveaux inédits, tout au moins en France, atteints par les ratios dette/épargne brute ou dette/revenu disponible brut<sup>13</sup>, et de la conjoncture actuelle (ralentissement des transactions immobilières, hausse du coût des emprunts), la croissance des encours de crédit des ménages sera amenée à se modérer dans les prochaines années. La place des ménages en tant que bénéficiaires de financements intermédiés devrait ainsi rester nettement moins prépondérante qu'aux États-Unis.

<sup>12</sup> Entre 1996 et 2001, ce phénomène s'accompagne toutefois d'un accroissement, de la différence entre les deux taux d'intermédiation des SNF, au sens large et au sens strict, le poids des financements intermédiés au sens strict diminuant progressivement par rapport à celui des financements intermédiés au sens large.

<sup>13</sup> Cf. par exemple Bricongne (2005)

Au total, une remontée prolongée du taux d'intermédiation, au sens strict et plus encore au sens large, semble plutôt improbable dans les prochaines années dans la mesure où les phases successives de l'évolution des taux d'intermédiation ont consacré des changements importants et, semble-t-il, durables, comme la montée de la part des non-résidents dans les achats de titres résidents émis par les ANF.

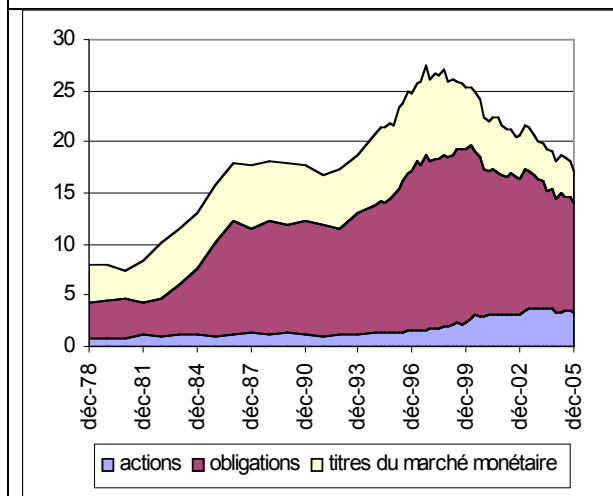
### **III. La part croissante du Reste du monde et l'internationalisation des IF**

#### **A. Rôle croissant du Reste du monde**

Venant détailler le graphique de l'encadré 1, les graphiques 16 à 19 ci-dessous, nous fournissent quelques indications supplémentaires dans le cas de la France sur les types d'instruments utilisés pour les financements :

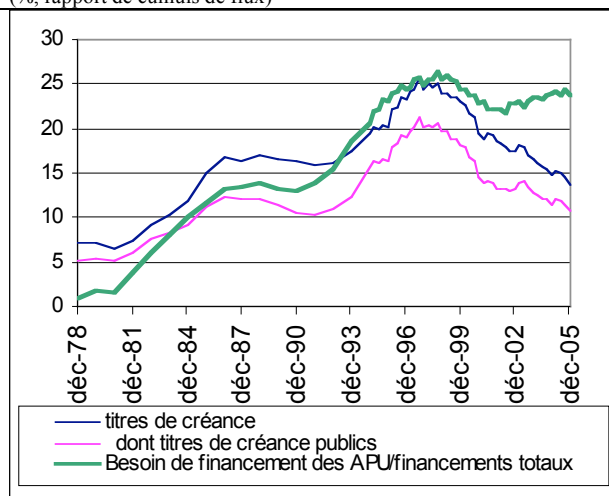
- La tendance depuis 1978 est à la décroissance de la part des concours accordés par les établissements de crédit, hormis des périodes de stabilisation liées en particulier aux poussées du marché immobilier (fin des années 1980, années 2000) et/ou à un arbitrage des SNF et des APU en faveur du crédit, au détriment des titres, compte tenu notamment des différentiels de taux d'intérêt.
- Le taux d'intermédiation financière au sens large se maintient à un niveau élevé jusqu'aux années 90, les intermédiaires financiers remplaçant à leur actif les encours de crédit par des titres émis par des ANF. Les différentes catégories de portefeuilles titres se développent toutefois de façon inégale : les portefeuilles d'actions croissent régulièrement, mais restent limités en proportion des financements totaux. Les évolutions principales concernent les titres de créance, notamment les obligations, les titres de créance négociables représentant des montants moindres (Cf. graphique 16).
- Le montant total des émissions de titres de créance souscrits par des institutions financières résidentes est largement déterminé par le volume des émissions de titres publics, qui évoluent elles-mêmes en étroite relation avec les besoins de financement des administrations publiques (Cf. graphique 17). Cette relation devient toutefois plus lâche en fin de période (importance croissante des financements apportés par des non-résidents, phénomène accéléré par l'introduction de l'euro).
- Les différents marchés de titres de créance (obligations (Cf. graphique 18) ou titres de créance négociables (TCN, Cf. graphique 19)) sont généralement dominés par les émissions publiques. Cette règle souffre toutefois quelques exceptions, comme sur la deuxième moitié des années 80 lorsque les émissions « *corporate* » à court terme ont partiellement remplacé les émissions publiques. Cela tenait à plusieurs facteurs : moindres besoins de financement publics, développement du marché des TCN grâce aux réformes du milieu des années 80...

Graphique 16 - France : proportion des titres souscrits par des intermédiaires financiers résidents, par rapport au total des financements  
(%, rapport de cumulés de flux)



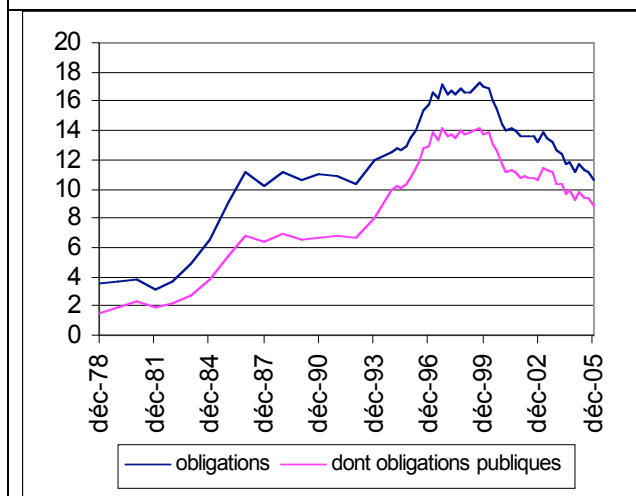
Source : comptes nationaux financiers

Graphique 17 - France : titres de créance souscrits par des intermédiaires financiers résidents et besoin de financement des APU, par rapport au total des financements  
(%, rapport de cumulés de flux)



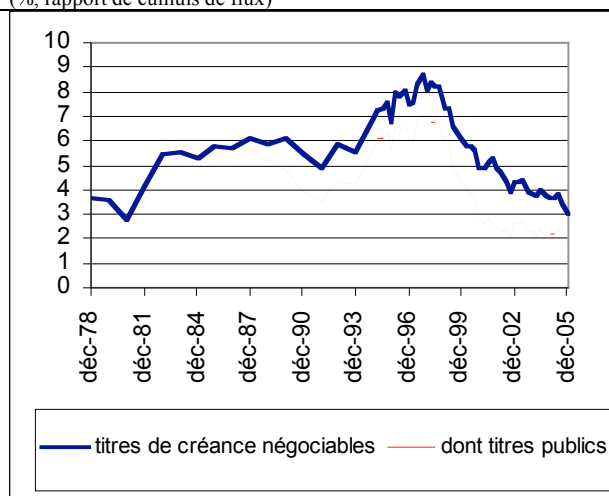
Source : comptes nationaux financiers

Graphique 18 - France : obligations souscrites par des intermédiaires financiers résidents, par rapport au total des financements  
(%, rapport de cumulés de flux)



Source : comptes nationaux financiers

Graphique 19 - France : titres de créance négociables souscrits par des intermédiaires financiers résidents, par rapport au total des financements  
(%, rapport de cumulés de flux)



Source : comptes nationaux financiers

### Les ANF résidents prennent peu de part au financement désintermédié de l'économie française

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

- l'importance relative de la détention d'actions par les APU décroît, du fait des opérations d'ouverture de capital et de privatisation de SNF menées au cours de la période sous revue. En cumul de 1994 à 2004, le solde des flux d'apports en capital et de cessions d'actions de SNF par les APU est très faiblement positif ;
- la détention en direct de titres par les ménages demeure limitée, qu'il s'agisse de titres émis par les APU ou par les SNF

## **Part croissante des apports du Reste du monde dans les financements de marché**

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

La fin des années 90 apparaît comme une période charnière pour plusieurs raisons. En premier lieu, la naissance de l'euro scriptural le 1<sup>er</sup> janvier 1999 a constitué une date importante en ce qu'elle a favorisé une diversification géographique des investissements financiers en euros, à la faveur de la disparition du risque de change pour les investisseurs membres de la zone euro, et qu'elle a permis la constitution d'un marché de la dette en euros sur une grande échelle. Par ailleurs, le financement d'opérations transfrontières de très grande ampleur à la fin des années 90 et au début des années 2000 a été à l'origine de flux exceptionnellement élevés d'investissements directs et d'investissements de portefeuille qui se sont traduits in fine par une baisse du taux d'intermédiation financière sur la période charnière 1998-2000. Ce phénomène n'est d'ailleurs pas propre à la France puisque l'on a observé, sur la même période, une croissance très forte des opérations de fusions-acquisitions transfrontières (Cf. par exemple les rapports de la CNUCED).

### **B. Apparent amoindrissement du rôle des IF résidentes**

#### **Diminution de l'écart entre les deux taux d'intermédiation**

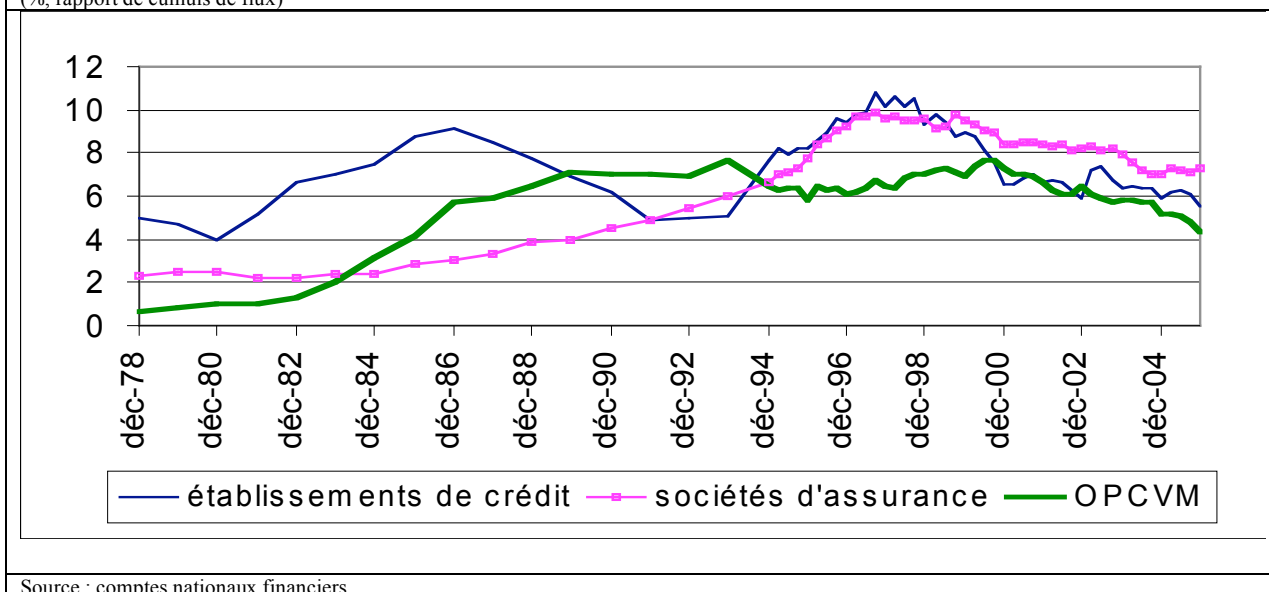
S'agissant du comportement des secteurs qui achètent les titres émis par les ANF résidents, on peut formuler les remarques suivantes (Cf. graphique 20) :

- La part des sociétés d'assurance augmente régulièrement jusqu'en 1999, en liaison avec le développement des souscriptions de contrats d'assurance-vie.
- Les OPCVM, notamment les OPCVM monétaires, se développent particulièrement jusqu'au début des années 1990, en lien avec les rémunérations très élevées alors servies sur les titres à court terme (illustrée par l'inversion de la courbe des taux à partir de la réunification allemande)<sup>14</sup>. A noter que les placements en titres d'OPCVM ont été effectués tant par les agents non financiers que par les institutions financières (sociétés d'assurance, établissements de crédit, mais aussi OPCVM eux-mêmes).
- Les placements des établissements de crédit en titres émis par des agents non financiers résidents évoluent de façon plus erratique, compte tenu des mouvements sur les crédits qu'ils accordent par ailleurs : la décrue des crédits et du taux d'intermédiation au sens strict de 1980 à 1986 entraîne un retour des établissements de crédit vers les titres, mouvement qui s'inverse entre 1986 et le début des années 1990, en liaison avec la reprise du crédit, notamment immobilier. Les mêmes phénomènes s'observent respectivement de 1993 à 1998 et après 1998, l'introduction de l'euro (Cf. point suivant) venant s'ajouter au regain de dynamisme des crédits sur cette dernière période pour expliquer un désengagement relatif sur les titres des agents non financiers résidents.
- Tous les intermédiaires financiers voient leur part décroître à partir de 1999, du fait de l'effet accélérateur qu'a joué l'introduction de l'euro dans la diversification internationale de leurs portefeuilles.

---

<sup>14</sup> On peut aussi y voir l'effet de la réglementation de la rémunération des dépôts à terme (alors que celle des OPCVM restait libre) ainsi que l'invention des OPCVM de capitalisation permettant de bénéficier de modalités d'imposition (plus-values) plus favorables que sur les intérêts perçus.

Graphique 20 - France : part des financements apportés sous forme de titres par les intermédiaires financiers résidents par rapport au total des financements apportés aux agents non financiers résidents (% , rapport de cumulés de flux)



Source : comptes nationaux financiers

### Évolutions de la part des IF résidentes

L'évolution de la part des IF résidentes en France depuis 1978 (et par comparaison avec d'autres pays) peut se comprendre par la superposition de tendances, de cycles et d'événements particuliers.

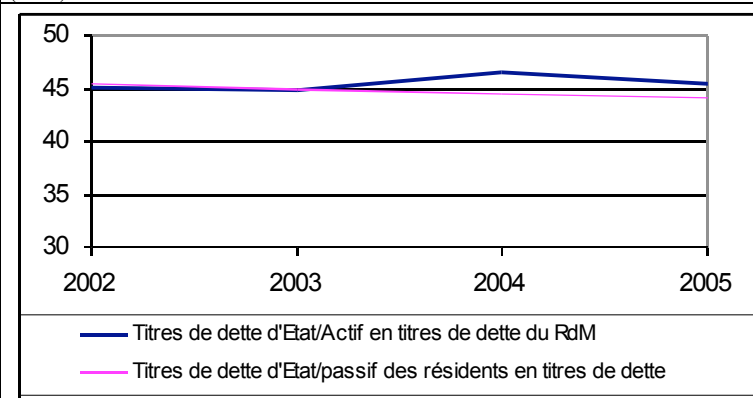
1/ Sur la période d'étude, on observe ainsi en France une tendance des APU et des SNF à limiter leur recours au crédit. Dans le cas des États-Unis, pour lesquels on dispose de séries plus longues, la rupture se situe au début des années 80 pour les APU (baisse durable du taux d'intermédiation à partir de la période caractérisée par des taux d'intérêt directs élevés et des écarts importants par rapport aux taux obligataires, Cf. graphique 10) et des années 90 pour les SNF (fin de la tendance à la hausse qui prévalait depuis le début des années 50 ; la rupture apparaît encore plus marquée, si on ne prend pas en compte le phénomène particulier des rachats d'actions, qui a pris une ampleur particulière aux États-Unis ces dernières années notamment pour des raisons fiscales, Cf. graphiques 8 et 9).

L'essor des financements de marché se traduit mécaniquement par le recul de la part des crédits. Il est en général, au moins pendant quelques années, alimenté par les IF résidentes, à la faveur du développement de certains produits financiers. On peut penser en premier lieu à l'assurance-vie (et, hors de France, aux fonds de pension) qui investit structurellement en titres, et qui suscite l'expansion d'une population d'institutions spécialisées (sociétés d'assurance/fonds de pension et OPCVM).

Toutefois, les IF résidentes finissent par être supplantées par les non-résidents, en France et aux États-Unis. Ce phénomène peut être catalysé par des événements particuliers de type « passage à l'euro ». Ce financement des ANF résidents par les non-résidents se développe concomitamment aux placements des intermédiaires financiers résidents en titres du Reste du monde. Il est probable que ces flux croisés de financements internationaux privilégient, au moins dans un premier temps, les placements en titres publics étrangers (titres d'État essentiellement), même si, au bout de quelques années, ceux-ci ne sont pas nécessairement surpondérés dans les portefeuilles (Cf. graphique 21 pour le cas de la France<sup>15</sup>).

<sup>15</sup> On voit que la proportion des titres d'État (qui peut varier selon la durée des titres : BTF, BTAN ou OAT) dans le portefeuille de titres de créance détenus par le Reste du monde est comparable à leur part dans le total des émissions des résidents, autour de 45/46%. Les titres publics français ne bénéficient donc pas d'une faveur particulière de la part des investisseurs étrangers en fin de période. C'est bien sur l'ensemble des titres de créance émis par des résidents, publics ou privés, que s'est appliquée la diversification internationale des portefeuilles de ces dernières années, accélérée encore par l'introduction de l'euro.

Graphique 21 - France : part des titres d'État<sup>16</sup> détenus par le Reste du monde (en %)



Source : comptes financiers trimestriels (Banque de France)

2/ Ces tendances sont modulées par les effets des cycles. Pour les ménages résidant en France, il s'agit en premier lieu des cycles immobiliers, dans la mesure où les crédits immobiliers représentent une part très prépondérante de leur passif. A ceux-ci s'ajoutent les crédits à la consommation, qui peuvent être conséquents (cas des États-Unis, où ils représentent de l'ordre de 20% du total des crédits aux ménages) et qui évoluent, dans une certaine mesure, en liaison avec la conjoncture.

Les APU, et encore plus les SNF, peuvent moduler leur recours au crédit en fonction de la conjoncture (écarts de coûts de financement entre les crédits et les obligations, épisodes de restructuration de la dette par certaines grandes entreprises, éventuels effets d'éviction lorsque les APU émettent beaucoup d'obligations...).

3/ L'impact des évolutions tendancielle ou cycliques du taux d'intermédiation de chaque agent sur le taux d'intermédiation agrégé dépend du poids de son endettement. En effet, les répercussions des évolutions du taux d'intermédiation d'un ANF sur le taux global sont d'autant plus fortes que le poids de cet ANF dans le total des financements est élevé.

Ceci peut être formalisé de la façon suivante en notant TIF le taux d'intermédiation financière, FI les financements intermédiés, FT les financements totaux (par secteur ou pour l'ensemble des secteurs) et « mén » les ménages :

$$TIF \text{ total} = FI_{ANF}/FT_{ANF}$$

$$TIF \text{ total} = (FI_{SNF}+FI_{APU}+FI_{mén})/FT_{ANF}$$

$$TIF \text{ total} = FT_{SNF}/FT_{ANF} * FI_{SNF}/FT_{SNF} + FT_{APU}/FT_{ANF} * FI_{APU}/FT_{APU} + FT_{mén}/FT_{ANF} * FI_{mén}/FT_{mén}$$

$$TIF \text{ total} = FT_{SNF}/FT_{ANF} * TIF_{SNF} + FT_{APU}/FT_{ANF} * TIF_{APU} + FT_{mén}/FT_{ANF} * TIF_{mén}$$

Le taux d'intermédiation total est donc la somme des taux d'intermédiation par agent, pondérés par leurs poids dans le total des financements.

Les ménages recourant quasi-exclusivement aux crédits accordés par des IF résidentes, leur taux d'intermédiation est proche de 100%. L'évolution de leur contribution au taux d'intermédiation total reflète donc l'évolution de leur poids dans le total des financements des ANF.

En France, où les APU sont relativement endettées, et où l'endettement des ménages reste modéré, quoiqu'en augmentation sensible sur les dernières années, l'impact des cycles immobiliers sur le taux d'intermédiation global (contribution à la stabilisation à la fin des années 80 et au milieu des années 2000) est moindre qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Espagne (contribution à une forte hausse en fin de période).

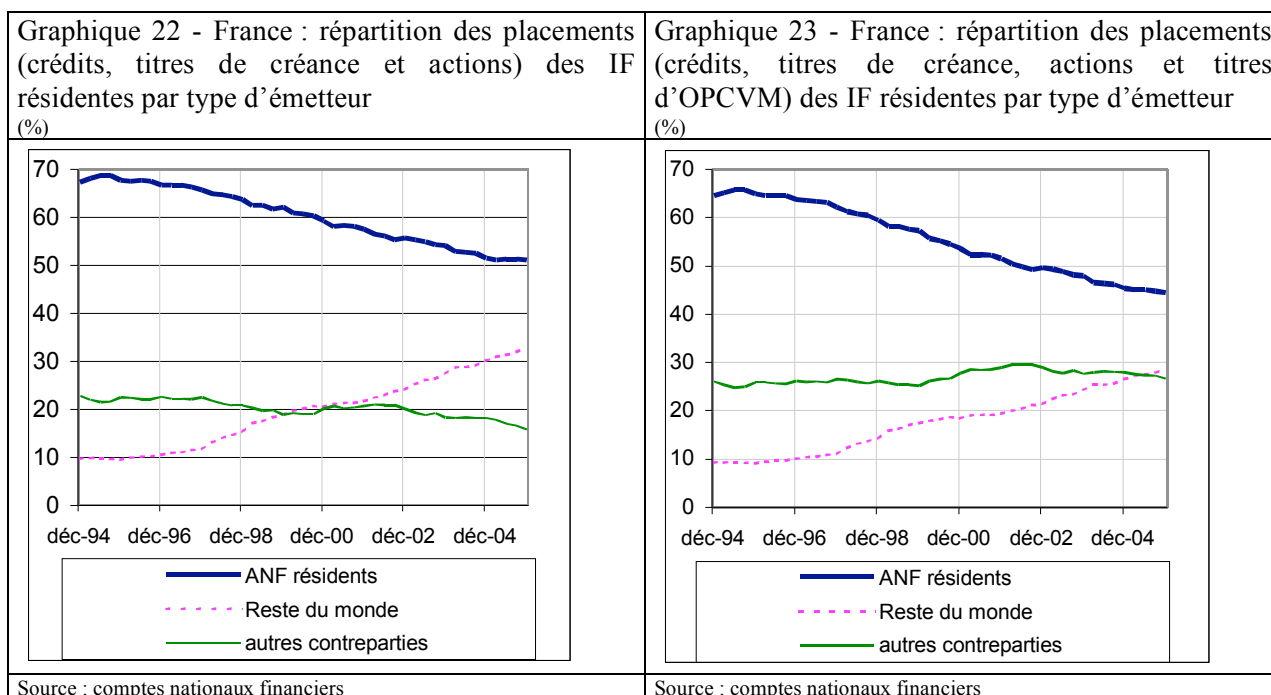
<sup>16</sup> Les données utilisées sont des encours des comptes nationaux, qui sont donc valorisés, et non des cumuls de flux. Toutefois, la valorisation des obligations est relativement limitée par rapport à d'autres titres comme les actions, et les titres de dette à court et moyen termes ne sont pas valorisés. De plus, les numérateurs et les dénominateurs sont homogènes en ce qu'ils utilisent tous des encours de titres de dette valorisés.

Dans les pays où l'endettement des ménages est important, les cycles immobiliers peuvent ainsi imprimer leurs évolutions sur le taux d'intermédiation financière des ANF, contribuant à augmenter le poids des IF résidentes.

### C. Diversification internationale des placements des IF

#### Etude de la structure des placements des IF résidentes

L'analyse à laquelle nous avons procédé sur les financements des ANF peut être utilement complétée par une approche symétrique, portant sur la structure des placements des IF résidentes.



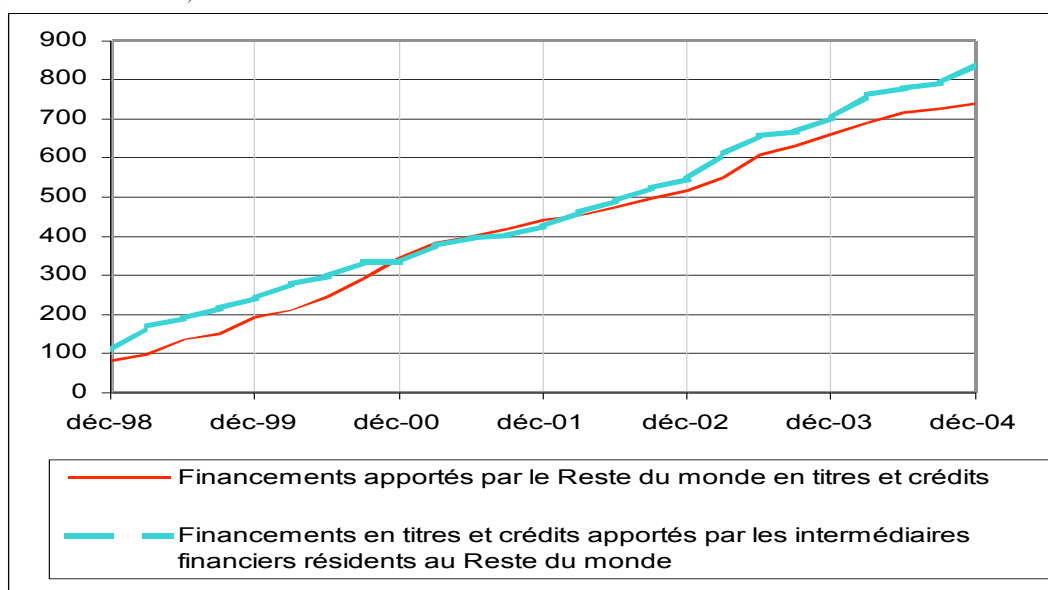
Si l'on s'intéresse aux bénéficiaires des placements des IF résidentes, on observe que la part des ANF résidents décroît au profit du Reste du monde, les autres contreparties (en l'occurrence les agents financiers résidents) ayant une part relativement stable (cf. graphique 22). Ce constat est à peu près le même que l'on considère les seuls placements sous forme de crédits, de titres de créance ou d'actions, pour retrouver le périmètre d'opérations utilisé pour le calcul du taux d'intermédiation financière, ou que l'on y ajoute (deuxième graphique ci-dessus) les placements en titres d'OPCVM pour avoir une vision plus exhaustive des investissements des IF sous forme de titres (Cf. graphique 23).

#### Un mouvement généralisé de diversification internationale des emplois des IF?

**Le relatif recul de la part des intermédiaires financiers résidents dans le financement des ANF résidents est contrebalancé par le développement de leurs achats de titres étrangers et de leurs prêts au Reste du monde.** Sur la période 1998-2004, les flux de placements à l'étranger des IF résidentes sont globalement équivalents, voire légèrement supérieurs aux flux de placements en France du Reste du monde sous forme de crédits octroyés aux ANF résidents<sup>17</sup> et d'acquisitions de titres émis par ces derniers (Cf. graphique 24).

<sup>17</sup> Les opérations interbancaires, qui donnent lieu à des flux entrants et sortants importants, peuvent expliquer une part de la corrélation des courbes des graphiques 24 et 25. Le calcul du solde correspondant n'est toutefois pas réalisable.

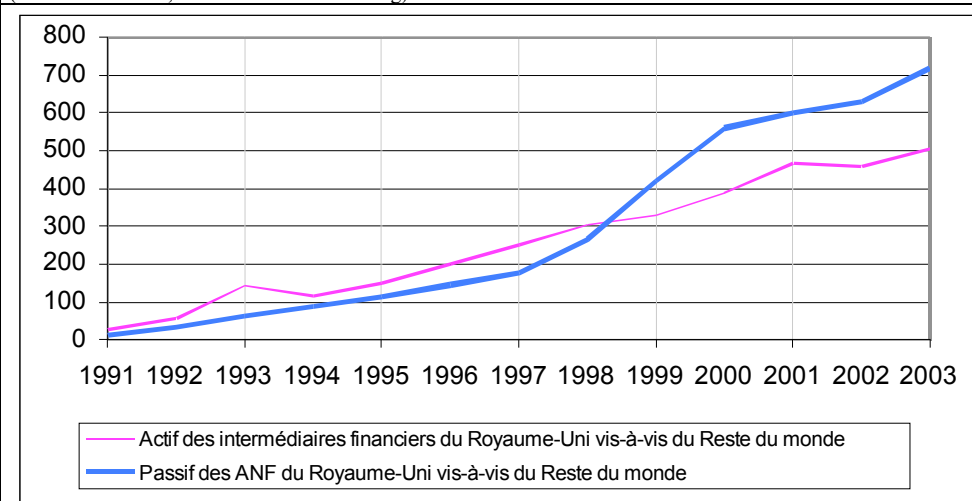
Graphique 24 - France : financements apportés aux ANF par le Reste du monde (RdM) en titres et crédits, et financements en titres et crédits apportés par les intermédiaires financiers résidents au RdM (en milliards d'euros<sup>18</sup>)



Source : Balance des Paiements ; Comptes nationaux financiers trimestriels

Un mouvement analogue s'observe dans d'autres pays comme le Royaume-Uni (en limitant l'observation aux titres), sur la période 1991-2003 (Cf. graphique 25).

Graphique 25 - Placements en titres étrangers effectués par les intermédiaires financiers du Royaume-Uni et placements des non-résidents en titres émis par des agents non financiers du Royaume-Uni (flux nets cumulés, milliards de livres sterling)



Sources : Eurostat, FMI (Balance des Paiements du Royaume-Uni), Office National des Statistiques (ONS)

Les flux de placements en titres effectués par les intermédiaires financiers du Royaume-Uni à l'extérieur de ce pays et de placements des non-résidents en titres des agents non financiers du Royaume-Uni suivent des tendances similaires sur la période considérée, même si la deuxième série devient supérieure, à la faveur des années 1999 et 2000 (Cf. graphique 25). On peut y voir une conséquence de l'engouement de cette période pour la « nouvelle économie » des technologies de l'information et de la communication dont a pu bénéficier particulièrement le Royaume-Uni (Cf., par exemple, la fusion entre Vodafone et Mannesmann en 2000 portant sur environ 180 milliards d'euros qui a pu nécessiter des financements extérieurs. Comme les calculs

<sup>18</sup> En cumul de flux à partir de 1998.

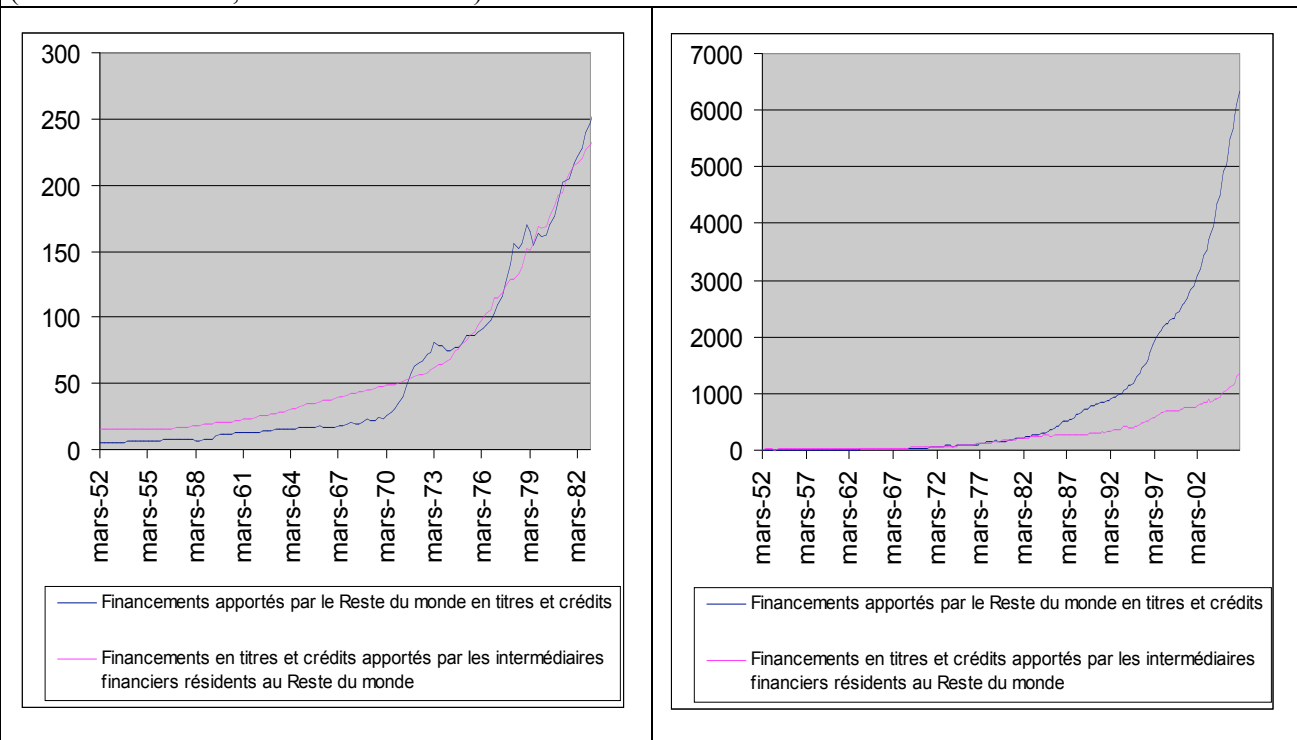
sont effectués en cumul de flux, une opération exceptionnelle fait sentir ses effets sur toutes les années postérieures)<sup>19</sup>.

**Plutôt qu'une désintermédiation « subie », qui dénoterait un effacement des intermédiaires financiers résidents au profit des investisseurs étrangers, on observe donc plutôt une désintermédiation « choisie »,** donnant lieu à des flux croisés de placements entre intermédiaires financiers résidents et non-résidents dont une part prépondérante est probablement constituée également d'intermédiaires financiers.

Une étude sur plus longue période des données concernant les États-Unis (Cf. graphiques 25 bis et 25 ter) illustre, sur ce cas extrêmement particulier, différentes phases de l'essor des mouvements internationaux de capitaux :

- De 1952 jusqu'à la fin des années 60, les IF résidentes aux États-Unis investissent plus auprès du Reste du monde que les non-résidents auprès des ANF résidents.
- De la fin des années 60 (déséquilibres liés à la guerre du Vietnam...) jusqu'au début des années 80, après un rattrapage rapide de l'écart entre les deux séries, les flux sont globalement équilibrés.
- Du début des années 80 (politique monétaire restrictive et début de la politique budgétaire expansionniste de l'administration Reagan) à 2006, les flux entrants investis auprès des ANF deviennent largement prépondérants.

Graphiques 25 bis et 25 ter - États-Unis : financements apportés aux ANF par le Reste du monde en titres et crédits, et financements en titres et crédits apportés par les intermédiaires financiers résidents au Reste du monde, de 1952 à 1982 et de 1952 à 2006 (Flux nets cumulés, milliards de dollars)



Source : Flows of Funds

Cet essor quasi symétrique des flux financiers entrants et sortants observé en France, au Royaume-Uni et, dans les années 70, aux États-Unis mériterait sans doute d'être étudié plus systématiquement pour un plus grand nombre de pays développés. Il semblerait donc que le Reste du monde, dans certains pays développés

<sup>19</sup> Sur un plan plus statistique, la série « passif des ANF du Royaume-Uni vis-à-vis du Reste du monde », approximée par la partie « engagements » des « autres secteurs » des séries de Balance des paiements est peut-être surestimée. En effet, les entreprises d'investissement et les sociétés d'assurance et fonds de pension qui appartiennent à ce secteur, au même titre que les ANF, ont aussi pu bénéficier de flux d'investissements élevés pendant cette période.

du moins, n'ait pas pour souci premier de combler les besoins de financement des ANF résidents non satisfaits par les IF résidentes mais de procéder à une diversification géographique de son portefeuille d'actifs.

#### **IV. Évolutions comparées des revenus des IF résidentes et des IF non-résidentes**

Comme souligné précédemment, les IF ont procédé à une diversification géographique de leurs placements financiers au cours du temps. Dans le même temps, elles ont modifié la structure de leurs revenus, les commissions prenant le relais des revenus d'intermédiation traditionnels perçus sous la forme de marges d'intérêt.

Les banques ont donc accompagné le mouvement de désintermédiation en procédant à une diversification multiforme :

- de la nature de leurs revenus,
- de la destination géographique de leurs placements financiers et de leurs implantations.

##### **A. Analyse des revenus d'intermédiation des IF résidentes**

Une évaluation de la place des institutions financières au sein de l'économie nationale peut être obtenue en considérant la description de leur activité que n donne le compte de production de la comptabilité nationale. Ce dernier distingue notamment, au sein de la production des institutions financières, la production de services d'intermédiation rémunérés par une marge d'intérêt, autrement appelés services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM, cf. encadré 2). La mesure des SIFIM fait actuellement l'objet d'une harmonisation au niveau européen<sup>20</sup>, ouvrant ainsi de nouvelles possibilités de comparaisons internationales. L'accent est donc mis ici sur une analyse comparative avec quelques grands pays européens, qu'autorise la relative homogénéité des données disponibles en la matière, mais aussi avec les États-Unis et, dans la mesure du possible, avec le Japon.

#### **Encadré 2 : les SIFIM**

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

Cette production de SIFIM est calculée comme la somme :

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

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

<sup>20</sup> Celle-ci est néanmoins mouvante comme l'indique l'annexe 3 où figurent les SIFIM centralisés par l'OCDE et correspondant pourtant à des calculs conformes au SEC 95. Dans le corps du texte, hormis pour l'Italie et le Royaume-Uni, nous exploiterons les informations issues des derniers développements concernant les SIFIM en conformité avec le SEC 95 (intégrés dans la « base 2000 » de comptabilité nationale en France) et mises à disposition par les instituts nationaux.

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

Pour tenir compte de cette évolution, l'étude de l'indicateur « SIFIM rapportés au PIB » est complétée par l'analyse du ratio de l'ensemble de la production des sociétés financières rapportée au PIB. Cette production reprend, en sus des SIFIM, les services rémunérés explicitement par des commissions. Restent toutefois exclues d'autres recettes traditionnelles des établissements financiers telles que les produits des opérations sur titres (dividendes ou plus-values). Les deux indicateurs se concentrent donc sur l'activité des intermédiaires bancaires — entendue comme l'octroi de crédit, la collecte des dépôts et la gestion des moyens de paiement — et non bancaires — courtage de valeurs mobilières, gestion d'actifs pour compte de tiers, assurance vie et capitalisation... —. Notons toutefois que, si le premier concerne exclusivement les établissements bancaires (et assimilés), le second est attaché à l'ensemble des institutions financières, bancaires et non bancaires<sup>21</sup>. Enfin, notre examen se conclura en envisageant, toujours pour l'ensemble des institutions financières, le rapport de la valeur ajoutée au PIB ; cette dernière analyse se justifie par le fait que la complexité croissante de la sphère financière se traduit par une progression forte des opérations internes au secteur et donc par l'accroissement parallèle de la production et des consommations intermédiaires. Pour apprécier l'apport de l'ensemble des intermédiaires financiers à l'économie « réelle », il convient donc de reporter notre attention de la production à la valeur ajoutée, en retranchant ces consommations intermédiaires.

### **SIFIM et marges d'intérêt bancaires**

Commençons notre étude des revenus de l'intermédiation par l'examen du premier ratio : les SIFIM rapportés au PIB. Deux graphiques en retracent l'évolution : le premier sur la période 1995-2004 (Cf. graphique 26), qui est analogue à la période envisagée dans le reste de ce travail et pour laquelle nous disposons d'informations pour huit pays, et le second sur la période 1970-2005 (Cf. graphique 27), qui élargit la perspective grâce aux informations obtenues pour les États-Unis, la France, l'Italie, et le Royaume-Uni.

L'examen de l'évolution sur plus de trois décennies du rapport des SIFIM au PIB met en évidence d'importantes différences de niveaux et de parcours entre pays européens. Au total, sur une période bien plus longue que celle envisagée dans les premières parties de cet article, il n'est toujours pas question de conclure à la disparition des activités traditionnelles, y compris et même surtout dans les pays anglo-saxons, comme une lecture superficielle de l'évolution des taux d'intermédiation financière au sens strict pourrait le laisser supposer. Cette situation ne doit pas masquer que des indices aussi synthétiques recouvrent des réalités très diverses. En effet, comme le montrent en partie les analyses précédentes, certains systèmes bancaires privilégient depuis longtemps la clientèle particulière (Royaume-Uni) tandis que d'autres fondent leur activité sur le maintien d'un lien très fort avec leur tissu industriel (Allemagne mais aussi Italie).

---

<sup>21</sup> En particulier les entreprises d'assurance pour lesquelles la production correspond pour l'essentiel à l'écart entre cotisations reçues et prestations (ou indemnités) versées.

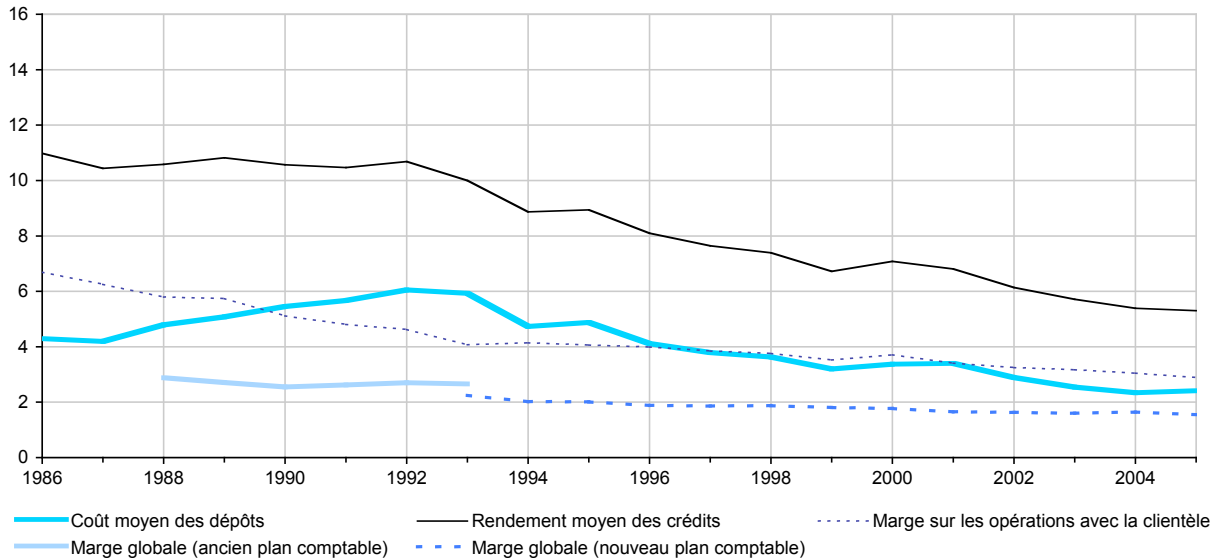
## Graphiques 26 (courte période) et 27 (longue période) - SIFIM (en % du PIB)



Sources : comptes nationaux (données nationales)

Dans le cas de la France, on retrouve la hausse des revenus d'intermédiation obtenus à travers la marge d'intérêt qui a suivi l'inflation croissante des années 70, du fait d'une élasticité par rapport à l'inflation plus faible pour les taux créditeurs que pour les taux débiteurs, puis la dégrèue consécutive à la baisse des taux d'intérêt mais aussi à la désintermédiation observée durant les années 80. Ces dernières informations peuvent être utilement rapprochées des statistiques décrivant les marges des établissements de crédit pour l'ensemble de leurs opérations de crédits et de dépôts (Cf. graphique 28) sur une période assez longue et, pour une période encore plus longue, pour les seules banques AFB (Cf. graphique 29).

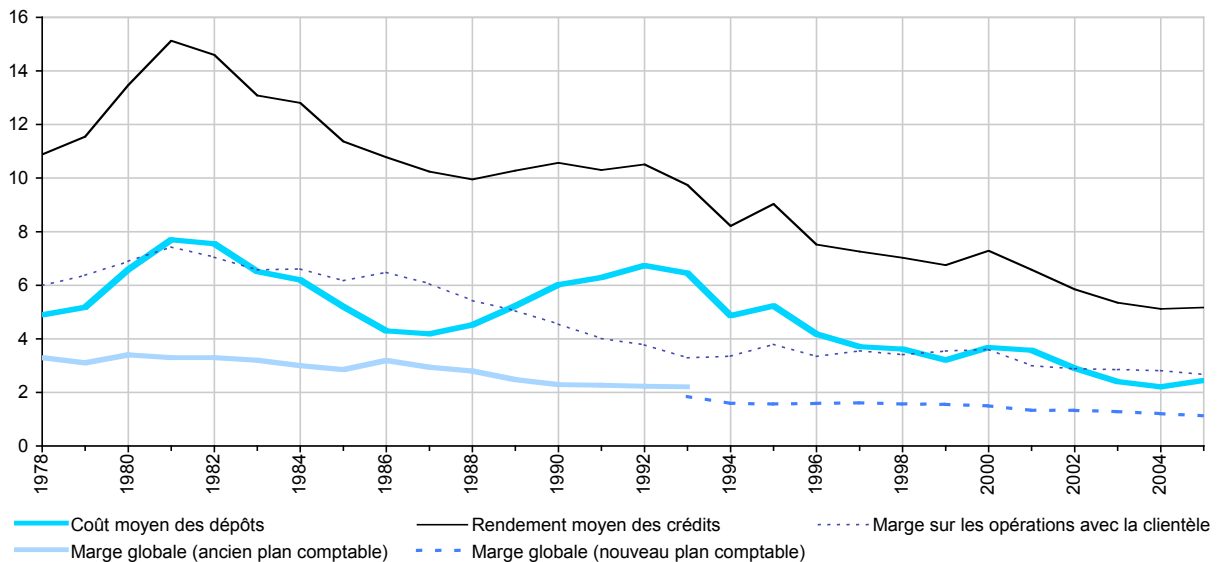
**Graphique 28 - Marges bancaires (activité métropolitaine) : ensemble des établissements de crédit (%)**



Sources : Commission bancaire et calculs des auteurs

On observe que le recul des taux d'intérêt débiteurs a été plus prononcé que celui des taux d'intérêt créditeurs, conduisant à une baisse tendancielle marquée de la « marge sur les opérations avec la clientèle ». La marge globale (qui prend en compte toutes les formes de revenus des établissements de crédit) suit une tendance également baissière, mais beaucoup moins marquée. Cette observation donne à penser que la contraction des revenus traditionnels a incité les établissements à développer d'autres sources de revenus. Ce constat nous amène naturellement ensuite à considérer l'ensemble de la production des intermédiaires financiers, et non plus seulement les SIFIM, pour tenter d'apprécier leur poids dans l'économie.

**Graphique 29 - Marges bancaires (activité métropolitaine) : banques AFB (%)**

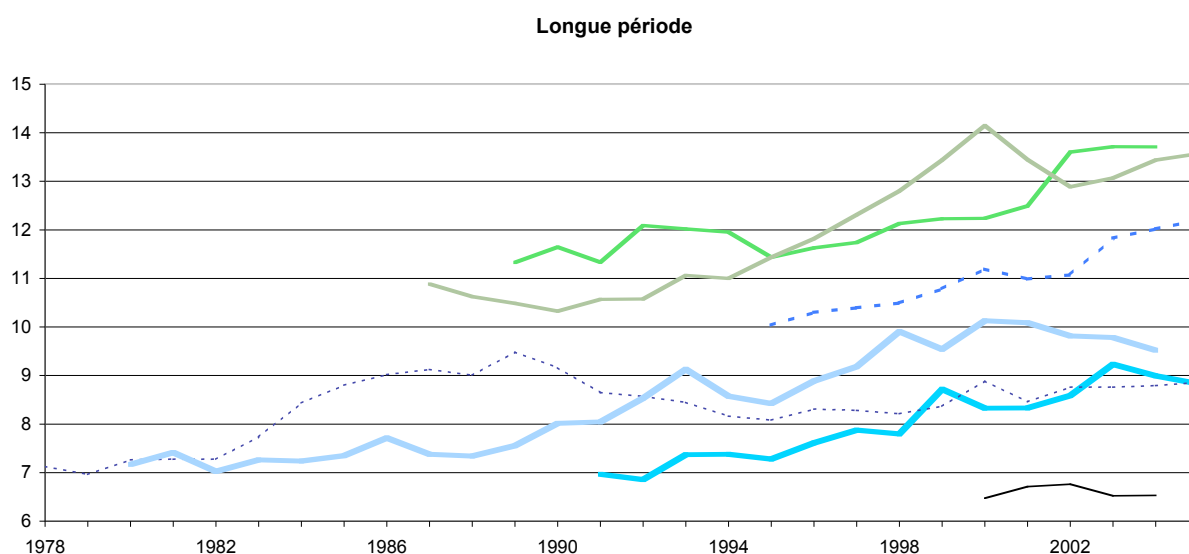
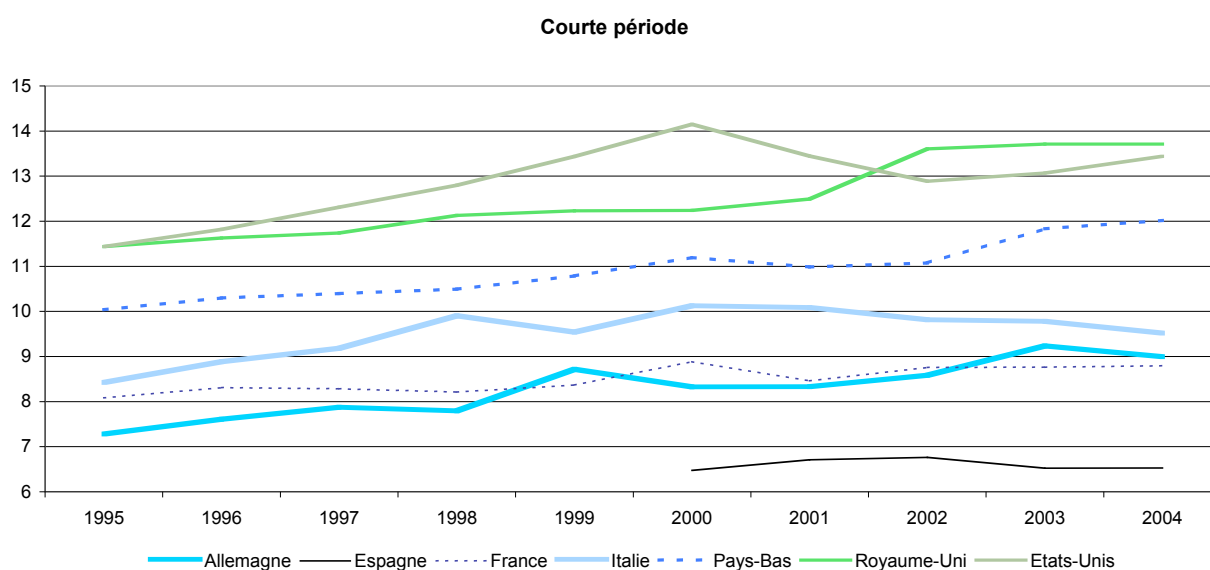


Sources : Commission bancaire et calculs des auteurs

## Production et valeur ajoutée des IF

Lorsqu'on examine l'indicateur de production, on peut encore moins conclure au déclin de l'intermédiation financière, cet indicateur suivant généralement une tendance haussière, que ce soit à court terme (Cf. graphique 30) ou à long terme (Cf. graphique 31). La production des institutions financières calculée dans les comptes nationaux intégrant également les commissions et prenant en compte une plus large population d'établissements (alors que les SIFIM ne concernent de fait que ceux pratiquant l'intermédiation bancaire), les niveaux obtenus se situent au-dessus de ceux commentés supra. Pour l'Allemagne et la France, ainsi que pour l'Espagne et les Pays-Bas, mais pour des périodes plus courtes, cet indicateur est cohérent avec les modifications effectuées lors du dernier changement de base des comptes nationaux (« base 2000 » en France). Les comptes nationaux américains comportent un indicateur comparable tandis que les comptes japonais ne font pas figurer de production au niveau du secteur des IF, ce qui nous oblige à écarter le Japon de notre analyse. Enfin, pour l'Italie et le Royaume-Uni, les informations publiées que nous avons retenues ne sont pas toujours totalement conformes aux prescriptions du SEC 1995.

### **Graphiques 30 et 31 (courte et longue période) - Production des sociétés financières (en % du PIB)**



Sources : comptes nationaux (données nationales)

Au-delà des disparités de niveaux qui apparaissent et qu'il faudrait, au demeurant, interpréter avec précaution, notamment à cause de l'hétérogénéité des données disponibles, on relève que, sur les derniers points, cet indicateur se consolide dans la plupart des pays, après avoir connu une importante augmentation au cours des périodes précédentes. C'est notamment le cas pour la France où on n'observe nullement la décroissance tendancielle repérée dans les graphiques précédents. Ces évolutions ne témoignent donc pas d'un amoindrissement de l'activité bancaire et financière. Le repli du crédit bancaire dans le financement des (grandes) entreprises, qu'illustre la baisse du taux d'intermédiation au sens strict au cours de la dernière décennie (cf. supra), ne remet pas en cause la place dans l'économie des banques et des autres intermédiaires puisque d'autres clients ou d'autres produits sont susceptibles d'alimenter à leur tour leur chiffre d'affaires. Rien n'interdit non plus de penser que l'exercice des activités traditionnelles, même si leur poids relatif diminue, comporte d'importants avantages, notamment pour attirer et fidéliser une clientèle, aller jusqu'à servir de produits d'appel, comme en témoignent les pratiques bancaires sur certains segments du marché du crédit et notamment le crédit immobilier. D'une manière plus générale, le développement du secteur financier n'implique pas que certains segments en supplantent d'autres (par exemple le développement des marchés aux dépens des banques). Tout au contraire, il repose sur la différenciation et la sophistication croissantes des acteurs de la sphère financière : l'émergence d'intervenants aux spécialisations les plus diverses multiplie les complémentarités et les synergies pour assurer de manière efficace et rentable le financement de l'économie.

Enfin, comme nous l'avons noté plus haut, pour éclairer complètement la place de l'intermédiation dans l'économie, cette analyse des revenus doit également prendre en compte l'importance croissante des opérations entre agents financiers, retracées en comptabilité nationale dans la rubrique des consommations intermédiaires. En retranchant ces dernières de la production, on obtient la valeur ajoutée, variable la plus significative du montant des services rendus aux autres secteurs par le secteur financier. C'est pourquoi nous concluons ce paragraphe par l'examen rapide d'un dernier ratio : le rapport de la valeur ajoutée des institutions financières au PIB.

**Graphiques 32 (courte période) et 33 (longue période)  
Valeur ajoutée (brute) des sociétés financières (en % du PIB)**



Sources : comptes nationaux (données nationales)

Par construction, ce rapport se situe à un niveau inférieur au ratio précédent, mais dans des proportions variables selon les pays. De fait, il fait « rentrer dans le rang » des pays comme les Pays-Bas ou le Royaume-Uni, bien que les toutes dernières années voient ces pays « en ressortir » légèrement (Cf. graphique 32). Ceci confirme bien que dans ces pays où les services financiers sont particulièrement importants, les revenus tirés des transactions entre intermédiaires sont très développés. Il reste que, en dépit de cette correction, l'importance relative de la sphère financière est nettement plus marquée dans l'économie américaine que dans les autres pays ; de surcroît, sa contribution est en hausse, marquant ainsi un processus de spécialisation au sein de l'économie mondiale. Le graphique de long terme (Cf. graphique 33) conforte ce diagnostic et confirme, au-delà de variations erratiques à court terme, la relative stagnation de la contribution du secteur financier à la formation du revenu national dans la plupart des autres pays.

Au total, un examen détaillé, à partir des comptes sectoriels des comptes nationaux, des revenus tirés de l'intermédiation financière confirme et complète nos analyses des taux d'intermédiation. La complexification et la sophistication croissante de la sphère financière vont dans le sens d'une interpénétration croissante entre

intermédiaires et marchés ; le développement des seconds ne signifie donc nullement l'effacement des premiers mais plutôt leur repositionnement.

### **B. Comparaison des revenus des placements financiers du Reste du monde et des IF résidentes**

On procède ici à des comparaisons des rémunérations obtenues par les résidents et les non résidents sur les seuls placements en titres. Certes, les financements apportés par le Reste du monde sous forme de crédits d'institutions financières ne sont pas négligeables. Le rapport sur la balance des paiements et la position extérieure de la France pour 2003 évalue à plus de 10 % la part des crédits aux sociétés non financières (SNF) accordés par des non-résidents.

Néanmoins une analyse plus approfondie des conditions des financements de ce type apportés par le Reste du monde reste difficile, pour les raisons suivantes :

- Les agents non financiers autres que les SNF ne recourent que de façon très limitée aux crédits du Reste du monde. Les crédits qu'obtiennent les ménages sont plutôt des financements « de proximité », et les administrations publiques recourent surtout à des financements de marché, sauf peut-être les APU locales.
- Peu d'informations sont disponibles sur le coût du crédit accordé par les non-résidents<sup>22</sup>, hormis quelques données d'enquêtes, car l'essentiel des informations collectées par les autorités prudentielles françaises concernent bien entendu les établissements prêteurs résidents, et les données provenant des emprunteurs sont rares. De plus, certaines opérations telles que les prêts syndiqués, dont l'importance s'est accrue en 2005/2006 (Cf. rapport 2006 sur la balance des paiements et la position extérieure de la France), sont encore mal appréhendées.
- La clientèle à laquelle les établissements non-résidents accordent des prêts n'est pas nécessairement comparable à celle des banques résidentes. Par exemple, en France, les prêts syndiqués internationaux ont surtout été contactés par de grands groupes du CAC 40, afin de financer des opérations de fusions-acquisitions ou de restructurer leur dette. Les évolutions observées en 2006 témoignent toutefois d'une réorientation du marché vers des entreprises de plus petite dimension.

Nous concentrerons donc plutôt l'analyse sur les financements apportés sous forme de titres, pour lesquels la part du Reste du monde peut être conséquente, voire prépondérante.

### **Les non résidents ont renforcé la part des titres de créance dans leurs portefeuilles de titres français**

À ce titre, il peut être intéressant d'analyser quels sont les supports privilégiés par les investisseurs non résidents pour leurs placements en titres français<sup>23</sup>. Le graphique 34 donne, pour les investisseurs non résidents et pour les principaux investisseurs résidents (hors ménages), la part des placements en titres de créance, par rapport au total des placements sous forme de titres (titres de créance, actions, titres d'OPCVM).

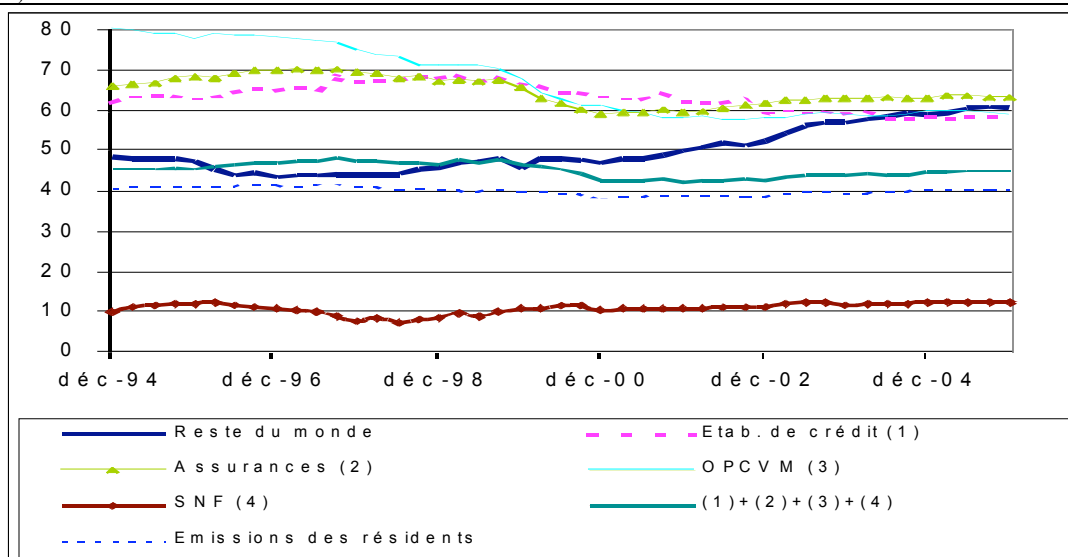
---

<sup>22</sup> Le système de déclaration à la Direction de la balance des paiements, en France, basé sur les déclarants directs, n'est pas exhaustif (déclaration au-delà de certains seuils) et le détail publié ne permet pas de distinguer les intérêts payés sur les crédits.

<sup>23</sup> Les placements effectués à destination de la France n'étant pas nécessairement représentatifs des placements effectués dans les autres pays..

Graphique 34 - France : part des placements en titres de créance, par rapport au total des placements sous forme de titres<sup>24</sup>

(%)



Source : comptes financiers trimestriels (Banque de France)

De ce graphique, on peut tirer les observations suivantes :

- 1) Alors que la proportion des titres de créance dans les émissions de titres des résidents est quasiment stable, autour de 40% sur l'ensemble de la période, elle est plus élevée pour l'actif du Reste du monde, et tend à croître au cours du temps.
- 2) La proportion des titres de créance connaît un point bas vers 2000/2001 dans les placements des résidents (hors ménages), en liaison avec les évolutions sur les marchés d'actions, et en 1996 pour les placements des non-résidents, les années postérieures marquant une hausse quasi-ininterrompue.
- 3) Des observations 1) et 2), il semble apparaître que l'internationalisation a plutôt favorisé les titres de créance. Cela peut toutefois être lié à un effet de rattrapage, par rapport aux intermédiaires financiers résidents (Cf. remarque 4/) ou par rapport aux placements en actions et titres d'OPCVM, dont l'internationalisation était déjà assez développée, l'introduction de l'euro n'ayant fait qu'élargir le mouvement aux titres de créance.
- 4) On voit que la part des placements du Reste du monde sous forme de titres de créance, quoique moins élevée que pour les agents financiers résidents en début de période, tend à croître et à atteindre un niveau comparable en fin de période. De ce point de vue, on peut penser que l'introduction de l'euro<sup>25</sup>, en éliminant les risques de change, a eu tendance à harmoniser les comportements de placement et à favoriser notamment le développement des placements en titres de créance, dont l'offre de supports sans risque de change a été formidablement accrue, par rapport aux autres types de placements en titres. Cette remarque est moins vraie pour les placements en actions, surtout s'ils ont pour vocation une prise de participation stratégique, le revenu lié au risque de change étant alors un paramètre moins déterminant que pour les obligations.

<sup>24</sup> Les données présentées dans le graphique sont des ratios effectués sur des cumuls de flux, à partir de l'encours de départ, afin d'éliminer autant que possible les effets de valorisation.

<sup>25</sup> Les séries de placements des résidents et des non-résidents ne sont pas exactement comparables dans la mesure où la diversification géographique des portefeuilles obligataires consécutive à l'introduction de l'euro, est retracée par des flux positifs de placements du Reste du monde en titres français alors que la substitution de titres étrangers à des titres français dans les portefeuilles des résidents est sans effet sur les flux nets.

## **Comparaison entre les revenus générés par les placements des non-résidents et ceux des résidents**

Le rôle croissant joué par les non-résidents dans les financements obtenus par les agents non financiers résidents conduit à comparer l'évolution des revenus versés au Reste du monde à celle des revenus versés aux intermédiaires financiers résidents.

Outre le flux de revenus générés (intérêts, dividendes), l'analyse inclura également la plus ou moins value perçue sur les titres (titres de créance et actions).

Les effets attendus a priori sont rassemblés dans le tableau 1.

**Tableau 1 : effets jouant potentiellement sur les revenus des placements des non-résidents**

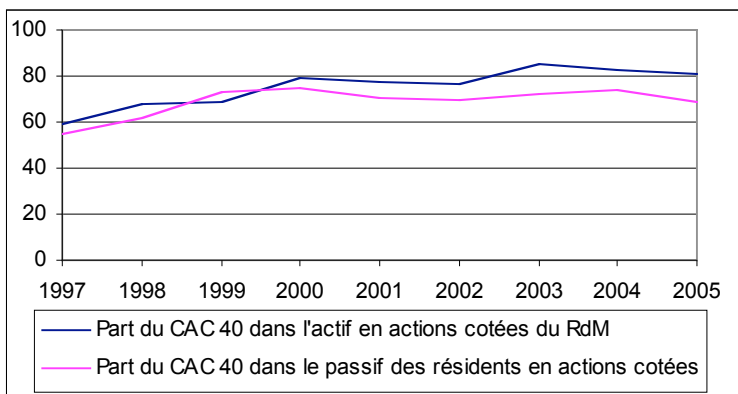
|                   | Rémunération supérieure versée au Reste du monde   | Rémunération comparable versée au Reste du monde   | Rémunération inférieure versée au Reste du monde  |
|-------------------|--|--|---|
| Crédits           |  |  | Nécessité de proposer des crédits à taux moins élevés pour conquérir des parts de marché à l'extérieur                        |
| Titres de créance | Rémunération supérieure exigée pour compenser un éventuel risque de change   | La plupart des titres de créance, en particulier publics, sont banalisés et ouverts à tous les investisseurs                             |   |
| Actions           | Pouvoir de décision lié à la concentration de la détention du capital d'entreprises par certains agents non-résidents (investisseurs institutionnels...) | Efficiences du marché parisien et expertise correcte par les investisseurs non résidents (ou délégation à des intermédiaires pertinents) | Asymétrie d'information au détriment des investisseurs du Reste du monde qui ont une moins bonne connaissance du marché local |

### **Actions**

Concernant les actions, il convient d'apporter plusieurs précisions préalables :

- L'investissement en actions étrangères peut être relativement ancien et partiellement décorrélié de la recherche de rendements (logique d'investissements stratégiques).
- Les placements des investisseurs internationaux concernent en général plutôt les actions de grandes entreprises (Cf. graphique 35), pour lesquelles l'information est plus largement diffusée, surtout si elles sont cotées, en direction des non-résidents.
- Le caractère discriminant de l'accès à l'information s'inscrit dans la problématique du « biais domestique », c'est-à-dire de la propension des investisseurs à privilégier les opportunités de placement domestiques au détriment de leurs concurrentes étrangères (Cf. Stulz et al., 1997, par exemple).

Graphique 35 - France : part des actions composant le CAC 40 dans les actions cotées (%)



Sources : Direction de la Balance des Paiements et comptes nationaux financiers trimestriels

On voit que la part des actions du CAC 40 dans l'actif du Reste du monde en actions cotées françaises est toujours supérieure (sauf en 1999) à leur part dans le passif des résidents en actions cotées. L'écart dépasse même 10 points en fin de période. Ceci montre que les non-résidents ne sont pas indifférents à cette appartenance à un indice emblématique. Les actions du CAC 40 apparaissent donc comme des réceptacles privilégiés des placements du Reste du monde.

### Gains en capital sur les placements en actions

L'enquête titres de la Banque de France (cf. annexe 1) permet de calculer des indices de valorisation<sup>26</sup> sur les placements actions (quasi-exclusivement des actions cotées<sup>27</sup>) pour les différents secteurs. Il peut alors être intéressant d'analyser les performances, trimestre par trimestre, en classant les différents secteurs (Cf. tableau 2). On peut par exemple attribuer la valeur « 1 » lorsque le secteur réalise la meilleure performance, « 2 » lorsqu'il réalise la deuxième meilleure performance, etc. et sommer les performances sur l'ensemble de la période. Le secteur le plus performant est donc celui qui a la somme la moins élevée.

Tableau 2 - Somme des performances des différents secteurs sur les placements en actions (somme des classements par trimestre sur l'ensemble de la période)

|  |     |
|--|-----|
| Sociétés non financières                                       | 157 |
| Établissements de crédit                                       | 131 |
| OPCVM  | 146 |
| Sociétés d'assurance   | 114 |
| Administrations publiques                                      | 158 |
| ISBLSM (institutions sans but lucratif au service des ménages) | 154 |
| Ménages  | 142 |
| Reste du monde   | 150 |

Source : enquête titres (Banque de France)

Ce classement montre que la performance du Reste du monde est plutôt médiocre en termes de valorisation des actifs détenus, en comparaison de celles qu'obtiennent les sociétés d'assurance et les établissements de crédit résidents. Les non-résidents n'obtiennent d'ailleurs pas une seule fois la meilleure performance sur l'ensemble de la période d'étude (32 trimestres). Toutefois, les ISBLSM, les APU et les SNF enregistrent d'encore moins bons résultats que le Reste du monde.

<sup>26</sup> Les indices de valorisation sont calculés comme le ratio entre (l'encours de fin de période – la demi somme du flux sur la période) et (l'encours de début de période + la demi somme du flux sur la période).

<sup>27</sup> A signaler que, pour être exhaustive, l'étude devrait également couvrir les actions non cotées, qui sont peu ou pas couvertes par l'enquête titres. Le fait qu'il existe moins d'informations sur ces titres et que leur valorisation soit en partie conventionnelle rendrait toutefois cet exercice difficile.

Par ailleurs, il convient de souligner que les performances des non-résidents sont très corrélées avec l'indice CAC 40, cette corrélation étant plus forte que pour les secteurs résidents. Cela semble cohérent avec l'hypothèse d'une préférence du Reste du monde pour les valeurs des entreprises les plus importantes, se manifestant tant pour les placements directs dans ces valeurs que par le biais d'une gestion indicielle.

### Revenus tirés des actions (cotées ou non)

En contrepartie de leurs placements, les détenteurs d'actions cotées peuvent réaliser des plus-values, percevoir des dividendes, ou bénéficier de rachats de leurs actions par les émetteurs.

Compte tenu de l'importance des opérations de rachat d'actions par les sociétés non financières (notamment aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en France), il convient de s'interroger sur leur utilisation :

- annulation d'actions, auquel cas la valorisation des actions restantes augmente. Cet effet est pris en compte dans la valorisation du portefeuille étudiée précédemment ;
- distribution d'actions gratuites correspondant en quelque sorte au versement d'un revenu.

Du fait de l'importance des rachats d'actions en France (même s'ils sont relativement moins développés qu'aux États-Unis, où il leur arrive certaines années de dépasser les versements de dividendes, comme cela est développé par Quiry et Le Fur, 2003), et pour prendre en compte le fait qu'une partie des rachats d'actions peut s'analyser comme un versement de revenus, il a été choisi d'étudier deux cas : 1/ le versement des seuls dividendes et 2/ le versement des dividendes et les montants de rachats d'actions, qui représentent un majorant de la distribution de revenus par les entreprises à leurs actionnaires.

Les données utilisées reprennent les chiffres de lettre\_Vernimmen.net (2004), pour les seules SNF du CAC 40 présentes dans l'échantillon de l'étude réalisée par Georgeson Shareholder France pour le compte du journal Le Monde (Cf. tableau 3). Cet échantillon représente 55,1% de l'encours d'actions cotées de SNF françaises en 2003, soit une part prépondérante du portefeuille d'actions françaises cotées des non-résidents et, dans une moindre mesure, des résidents..

Le taux de rémunération moyen pondéré par la capitalisation de chaque entreprise du CAC 40 peut donc être supposé, sinon complètement représentatif de l'ensemble du portefeuille d'actions cotées des non-résidents et des résidents, du moins constituer un bon indicateur. En effet, peu de PME sont cotées et les SNF du CAC 40 représentent une part nettement majoritaire de l'ensemble de la capitalisation des SNF en France (environ 70,5% de l'encours total en 2003).

Tableau 3 - France : taux moyen de dividende (d) et de dividende+rachat d'actions (d+ra) versé par les SNF du CAC 40 présentes sur la période, pondéré par la possession du capital, pour les non-résidents et les résidents

|             | Titres détenus par le RdM | Titres détenus par le RdM (hors société Total) | Titres détenus par les résidents | Titres détenus par les résidents (hors société Total) |
|-------------|---------------------------|--|----------------------------------|---|
| 2003 (d)    | 1,926%                    | 1,508%   | 1,815%                           | 1,606%  |
| 2003 (d+ra) | 3,468%                    | 1,963%   | 2,84%                            | 2,047%  |

Sources : Lettre Vernimmen, étude du Monde réalisée par Georgeson Shareholder France, comptes financiers trimestriels

De ces résultats, il ressort que les non-résidents obtiennent des revenus, en moyenne pondérée, plus élevés que l'ensemble des résidents si l'on considère les dividendes, et plus encore si l'on y ajoute les rachats d'actions.

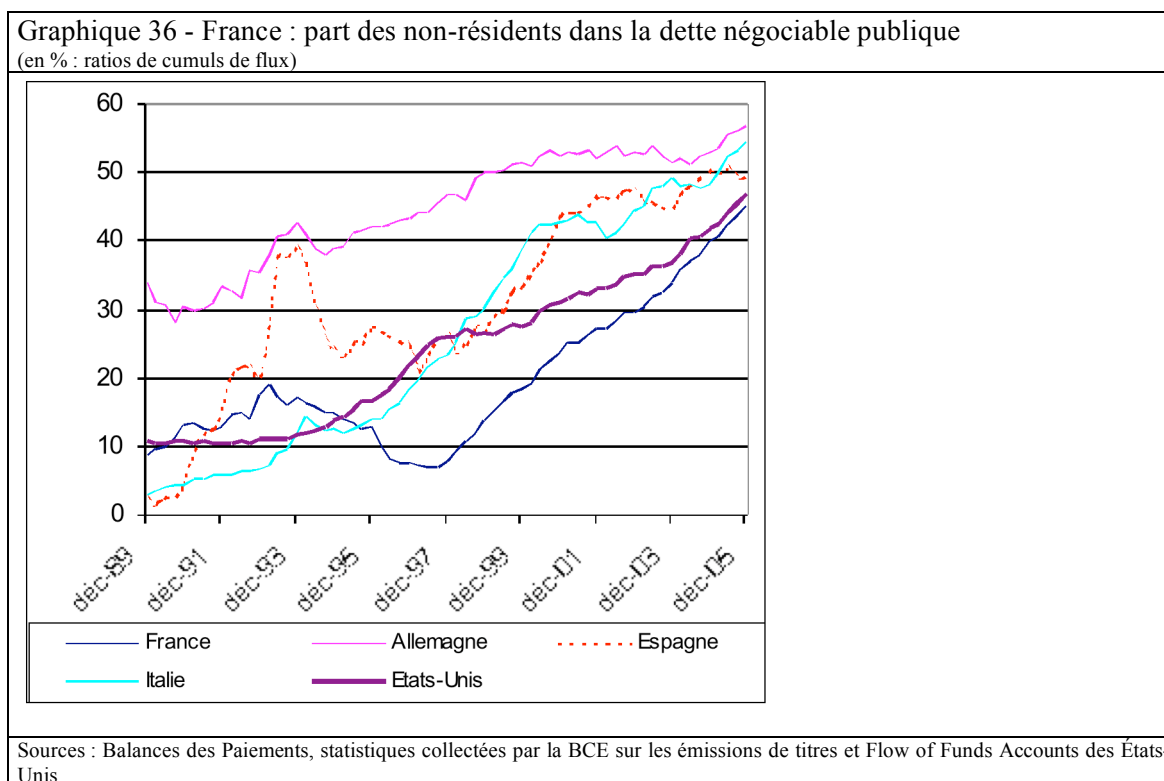
Toutefois, ces résultats dépendent en grande partie de la politique de versements de quelques sociétés, notamment Total, qui est la première entreprise résidente en termes de versements de dividendes et de rachats d'actions. Si l'on exclut Total de l'échantillon, les résultats redeviennent comparables, et s'inversent même légèrement.

On ne peut, dans ces conditions, conclure à la réalité d'exigences de rémunération sur actions des non-résidents supérieures à celles des résidents. Il conviendrait de prolonger l'analyse sur séries longues.

### Titres de créance

Comme nous l'avons vu précédemment, un des éléments importants d'évolution du taux d'intermédiation au sens large est la part de la dette négociable publique détenue par les non-résidents.

Le graphique 36 montre que la croissance de la part du financement de la dette publique par le Reste du monde sous forme de titres de créance n'est pas un phénomène limité à la France.



Du graphique représentant la part des non-résidents dans la dette négociable publique, on peut tirer les observations suivantes :

1/ Mis à part quelques périodes de baisse, la tendance est à la hausse sur l'ensemble de la période.

2/ Si des événements tels que l'introduction de l'euro ont favorisé l'internationalisation des flux de placements, les effets ne sont toutefois pas les mêmes selon les pays :

- France et Espagne ont vu la part des non-résidents dans la dette publique négociable augmenter avec l'arrivée de l'euro, alors qu'elle avait fléchi les années précédentes..
- En Allemagne, où elle était très supérieure aux autres pays, la part des non résidents s'est mise à stagner avec l'arrivée de l'euro et n'a repris son essor qu'en fin de période<sup>28</sup>.
- En Italie, l'ascension de la part des non résidents s'est poursuivie de la même façon, avant comme après l'arrivée de l'euro.

<sup>28</sup> On peut y voir un des effets de la fin des réserves de change en Deutsche Mark.

## Gains en capital sur les placements en obligations

|  |     |
|--|-----|
| Sociétés non financières                                       | 178 |
| Établissements de crédit                                       | 105 |
| OPCVM  | 185 |
| Sociétés d'assurance   | 167 |
| Administrations publiques                                      | 159 |
| ISBLSM (institutions sans but lucratif au service des ménages) | 117 |
| Ménages  | 61  |
| Reste du monde   | 180 |

Source : enquête titres (Banque de France)

En raisonnant, comme pour les actions, sur la somme des performances réalisées chaque trimestre (Cf. tableau 4), le Reste du monde figure en avant-dernière position, devant les OPCVM. Sur les 32 trimestres, il ne réalise d'ailleurs la meilleure performance qu'à une occasion<sup>29</sup>.

Ces résultats semblent montrer la prise de risque limitée des non-résidents dans leurs placements obligataires, du moins pour ce qui est de la valorisation/plus-value qui peut en être retirée. Ces résultats pourraient également tenir, moins probablement, à des prises de risques intempestives par rapport à une gestion plus « statique ».

### Revenus tirés des obligations

De plus, pour chaque fin d'année considérée, on a comparé, en utilisant une source « titre par titre » sur les obligations, le taux de rendement (actuariel) moyen et l'échéance résiduelle moyenne des placements en OAT (obligations assimilables du Trésor) des non-résidents et des résidents. On pondère chacune de ces moyennes par les montants de chaque souche détenus d'un côté par le Reste du monde et de l'autre par les résidents, pour mettre en évidence les éventuelles différences d'horizon de placement de ces deux catégories d'investisseurs. Le choix des OAT permet de disposer de titres sur lesquels les investisseurs sont actifs et pour lesquels la valeur de marché est significative et disponible régulièrement.

|                    | taux d'intérêt pondéré détenu par le RdM | durée résiduelle pondérée détenue par le RdM | taux d'intérêt pondéré détenu par les résidents | durée résiduelle pondérée détenue par les résidents |
|--------------------|--|--|---|---|
| 2005               | 2,50                                     | 4182,1                                       | 2,47  | 4599,5  |
| 2004               | 2,89                                     | 4172,1                                       | 2,90  | 3983,2  |
| 2003               | 3,92                                     | 3805,8                                       | 3,84  | 3223,0  |
| 2002               | 3,79                                     | 4568,3                                       | 3,04  | 3375,8  |
| 2001               | 5,19                                     | 4539,1                                       | 4,22  | 3333,7  |
| 2000               | 5,69                                     | 4919,4                                       | 4,4   | 3350,67   |
| valeur moyenne (1) | 4,00                                     | 4364,5                                       | 3,48  | 3644,3  |
| écart-type (2)     | 1,25                                     | 390,5  | 0,79  | 540,3   |
| (1)/(2) (en %)     | 31,23                                    | 8,9  | 22,62   | 14,8  |

Source : base obligataire (Banque de France)

<sup>29</sup> La performance des ménages peut sembler remarquable, mais elle tient surtout à l'accès privilégié à certaines émissions aux rémunérations relativement plus attractives.

On observe (Cf. tableau 5) que les non-résidents investissent entre 2000 et 2003 à plus long terme que les résidents, ce qui leur permet d'obtenir des rémunérations un peu supérieures. L'écart de durée d'investissement entre le Reste du monde et les résidents diminue ensuite, pour s'inverser en 2005, les écarts de rémunération devenant alors peu significatifs.

### **Les non-résidents ne semblent pas mieux rémunérés que les résidents**

Des observations faites précédemment sur les placements en obligations, et sous forme d'actions cotées, on peut conclure que les non-résidents semblent privilégier les placements à forte liquidité, à savoir des titres de créance et des actions cotées de SNF importantes. S'agissant des actions cotées, s'ils obtiennent de moindres plus-values, les rémunérations semblent comparables avec celles obtenues par les résidents. Ce résultat est toutefois fragile et serait à confirmer sur longue période et en considérant le cas particulier de certaines grosses entreprises (cas de Total en France).

S'agissant des obligations (OAT), les préférences des non résidents rejoignent celles des résidents en termes de maturité, et, en conséquence, de rendements.

Par ailleurs, l'appétence particulière des non résidents pour certains types de titres (titres publics longs du Trésor américain) peut contribuer à en faire baisser le rendement (Cf. le modèle à correction d'erreur en annexe 4. Dans la partie de l'équation de long terme, le coefficient relatif à la part des non-résidents est bien négatif, et égal à -0.09. Il témoigne de l'impact de l'internationalisation du marché des titres de dette américains, liée notamment à la constitution d'importantes réserves de change par un certain nombre de pays (banques centrales notamment asiatiques, investisseurs institutionnels privés...)), conduisant à une moindre rémunération perçue par l'ensemble des détenteurs, y compris résidents, toutes choses égales par ailleurs.

Les non résidents, en particulier les IF non résidentes, ne semblent donc pas bénéficier de revenus plus avantageux que les résidents, quels qu'ils soient. S'ils élèvent par leur présence et par leur activisme le niveau des rendements, ceci profite à tous les agents. Cette externalité positive est cohérente avec l'hypothèse d'un marché efficient où tout est public et où il n'y a pas de rente de situation ou d'information. Ainsi, concernant les actions cotées, il n'est pas exclu que les résidents bénéficient indirectement des comportements « actifs » en termes d'exigences de gouvernement d'entreprise et de rendement qu'adoptent en général certains investisseurs non-résidents dès lors qu'ils ont un poids suffisant.

## **V. Conclusion**

### **A. Une désintermédiation ni générale ni irréversible**

Nombre des observations rassemblées dans ce travail nous conduisent à rejeter l'idée d'un mouvement généralisé de désintermédiation qui serait à l'œuvre dans les différents pays développés :

- Tous les pays ne suivent pas les mêmes évolutions au cours du temps : la France a connu un mouvement de désintermédiation depuis une trentaine d'années, alors que les États-Unis voient leur taux d'intermédiation monter depuis les années 50.
- A l'inverse, même si la plupart des pays considérés ici voient leur taux d'intermédiation au sens strict monter depuis quelques années, à l'exception notable de l'Allemagne, il ne faudrait pas en conclure à une tendance durable, le facteur principal lié à l'endettement immobilier des ménages étant sans doute appelé à ralentir dans les prochaines années.

Au-delà des différences, certains traits communs peuvent être soulignés :

- Les APU ont tendance à réduire, en termes relatifs, leur recours aux crédits au cours du temps, mouvement qui n'est toutefois pas sans limites (cas de la France, où les APU locales n'ont pas toutes les moyens de recourir à des émissions de titres de créance et privilégient le financement par crédit).
- Les SNF, du fait de leur diversité en taille et en stratégie, et compte tenu des contraintes pesant sur elles, recourent de façon opportuniste au cours du temps aux financements par crédit ou par titres de créance, pouvant même procéder à des émissions nettes d'actions négatives (cas des États-Unis), soutenant ainsi la hausse du taux d'intermédiation.

- Le développement de la demande de crédit des ménages contribue le plus souvent, au fil des cycles de l'immobilier résidentiel, de façon importante (France) voire prépondérante (États-Unis, Royaume-Uni) aux évolutions du taux d'intermédiation<sup>30</sup>.

Les comparaisons menées entre pays développés, les évolutions de ces dernières décennies, et les niveaux qu'atteignent en fin de période les taux d'intermédiation agrégés, **conduisent à nuancer l'opposition entre « pays à financement intermédié » et « pays à financement de marché »**. En effet, le Royaume-Uni et les États-Unis, réputés appartenir à la seconde catégorie, voient leur taux d'intermédiation croître au cours du temps et dépasser celui de la France. L'évolution des crédits aux ménages n'est d'ailleurs pas seule en cause, puisque les SNF voient leur taux d'intermédiation augmenter également en fin de période aux États-Unis.

Dans le cas de la France, la baisse, quelque peu singulière, du taux d'intermédiation financière sur la majeure partie de la période mérite d'être relativisée à plusieurs titres.

Il convient d'abord de noter que le taux d'intermédiation était relativement élevé en début de période et que l'ouverture aux mouvements internationaux de capitaux est intervenue plus tard qu'aux États-Unis, par exemple, et a mis davantage de temps à faire sentir ses effets. Or, l'internationalisation des financements et des portefeuilles a été le principal facteur de diminution du taux d'intermédiation financière en France.

De fait, la baisse du taux d'intermédiation en France est largement la résultante de la diversification géographique des placements des intermédiaires financiers résidents : **les montants qu'ils ont investis à l'étranger auraient largement suffi à maintenir constant le taux d'intermédiation financière en France** s'ils avaient été alloués aux ANF résidents. L'analyse des revenus des intermédiaires financiers tend également à confirmer que l'évolution de leurs modes de tarification et le redéploiement en cours de leur activité contribuent à maintenir leur poids dans l'économie nationale.

Enfin, les intermédiaires financiers continuent de jouer un rôle essentiel dans la préparation et la réalisation des levées de capitaux des SNF et des APU sur les marchés financiers. Les choix offerts, notamment aux entreprises non financières, couvrent en fait un vaste éventail de services et de prestations de la part de ces intermédiaires, allant bien au-delà de la simple alternative entre financements intermédiés et financements de marché.

## **B. Évolution des modes d'intermédiation et agrégats d'intermédiation**

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

A cet effet, on peut concevoir une approche en termes « d'agrégats d'intermédiation », selon un découpage en fonction du degré d'intermédiation des financements apportés aux ANF résidents (Cf. graphique 37) :

- $I_0$  = crédits accordés par les établissements de crédit résidents aux ANF résidents ;
- $I_1$  =  $I_0$  + crédits accordés par les OPCVM et les sociétés d'assurance résidents ;
- $I_2$  =  $I_1$  + titres émis par les ANF résidents souscrits par les établissements de crédit résidents ;
- $I_3$  =  $I_2$  + titres émis par les ANF résidents souscrits par les OPCVM et les sociétés d'assurance résidents ;
- $I_4$  =  $I_3$  + financements apportés aux ANF résidents par les intermédiaires financiers non-résidents sous forme de crédits et de titres détenus en portefeuille ;
- le complément de  $I_4$  au total des financements correspond alors à la somme des titres émis par les ANF résidents détenus par d'autres ANF résidents<sup>31</sup>, des dépôts au Trésor Public et des titres émis par des ANF résidents détenus par des ANF non résidents.

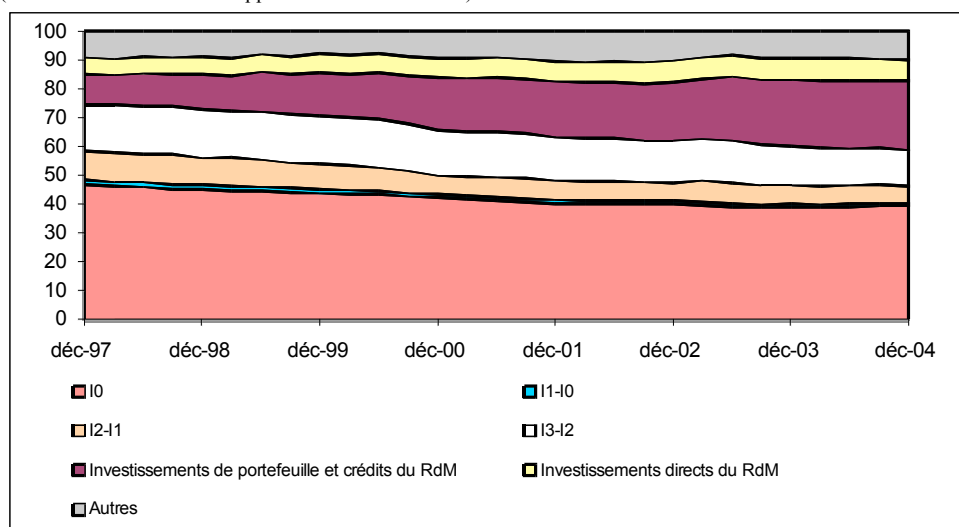
<sup>30</sup> Pour avoir une vision plus complète de leur situation, il faudrait rapprocher l'endettement des ménages avec leur actif. A ce sujet, Cf. le focus Évolution de la situation patrimoniale des ménages en France, Bulletin mensuel de la Banque de France n°158, février 2007.

<sup>31</sup> Les financements intersectoriels ne sont pas consolidés, à l'exception des actions émises et détenues par des SNF résidentes (Cf. annexe 1).

Les statistiques actuellement disponibles sur les relations financières entre la France et le Reste du monde ne permettent pas toutefois de distinguer les opérations des intermédiaires financiers non résidents de celles des autres investisseurs ou prêteurs non résidents. Dans ces conditions, l'agrégat I4 ne peut pas être mesuré avec précision. Il peut néanmoins être approché en ajoutant à I3 les financements apportés par les non-résidents aux ANF résidents sous forme de crédits et via des investissements de portefeuille. Dans ces derniers, le poids des institutions financières non résidentes est vraisemblablement prépondérant car celles-ci sont a priori plus actives que les ANF non résidents sur ce genre d'opérations. Cette intuition semble confirmée par l'enquête CPIS<sup>32</sup> : parmi les pays qui investissent de façon notable en France au titre des investissements de portefeuille en 2003 figurent par exemple le Royaume-Uni (pour lequel plus de 80% des flux totaux de 2003 ont été le fait des institutions financières) et le Luxembourg (où le secteur financier est prépondérant par rapport aux ANF). En revanche, les financements apportés aux ANF résidents par le Reste du monde via des investissements directs sont en général effectués par des ANF (en l'occurrence des sociétés non financières) non résidents. Avec les titres d'ANF résidents détenus par des ANF résidents, ils constituent le noyau dur des financements désintermédiés.

A la lecture du graphique 37, on observe que la somme de la part des investissements directs du Reste du monde et des « autres »<sup>33</sup> est quasiment stable sur la période, ce qui tend à confirmer que la désintermédiation mise en évidence pour la France dans la section 2 n'a pas conduit au développement des financements apportés par des ANF, qu'ils soient résidents ou non, mais plutôt à ceux intermédiés par des agents financiers non résidents.

Graphique 37 - Stratigraphie des types de financements reçus par les ANF en France<sup>34</sup>  
(en % du financement total apporté aux ANF résidents)



Source : Balance des Paiements ; comptes nationaux financiers trimestriels

Étant donné le rôle important joué par le secteur du Reste du monde, il pourrait être pertinent d'élargir le concept d'intermédiation, en s'appuyant sur les agrégats d'intermédiation. Cet élargissement du concept s'inscrirait dans la logique qui avait conduit à construire un taux d'intermédiation au sens large (correspondant à l'agrégat I3), venant compléter les analyses basées sur le taux d'intermédiation au sens strict (correspondant à l'agrégat I1).

<sup>32</sup> Menée annuellement sous l'égide du FMI, l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) recense les stocks d'investissements de portefeuille des résidents en titres de dette et en actions cotées et non cotées (les investissements directs sont exclus du champ de l'enquête).

<sup>33</sup> Correspondant à la somme des titres émis par les ANF résidents détenus par d'autres ANF résidents, des dépôts au Trésor Public et des titres émis par des ANF résidents détenus par des ANF non résidents.

<sup>34</sup> Pour effectuer les calculs en cumul de flux à partir d'un encours nominal de départ, les chiffres étaient disponibles en valeur nominale et en valeur de marché pour les investissements directs, et en valeur de marché uniquement pour les investissements de portefeuille. Les valeurs de marché ont été converties en valeurs nominales.

## **Bibliographie**

Direction de la Balance des paiements de la Banque de France (2006)  
La balance des paiements et la position extérieure de la France, rapport annuel

Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Lévy N. & Oheix V. (2002)  
« Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes »  
Revue d'Economie Politique, 112 (4), 499-544, juillet-août

Bricongne J.-C. (2005)  
« Les comptes financiers de la Nation en 2004. Forte poussée de l'endettement immobilier des ménages »  
Bulletin mensuel de la Banque de France, n°137/INSEE Première, n°1019, mai

Bulletin mensuel de la Banque de France (2007)  
Evolution de la situation patrimoniale des ménages en France, n°158, février

Capelle-Blancard G. & Couppey-Soubeyran J. (2003)  
« Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant »  
Economie et Statistique, n°366, novembre

CNUCED (2003)  
Rapport sur l'investissement dans le monde

Goldsmith R. W. (1969)  
Financial structure and development, New Haven : Yale University Press

Gurley J. & Shaw E. (1960)  
Money in a theory of finance, Brookings Institution

Lettre Vernimmen.net (2004)  
Rachats d'actions et versements de dividendes en 2003, n°27, mars

Levine R. (2002)  
« Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? »  
Journal of Financial Intermediation, 11, 1-30

Monfront-Moncomble R. (1989)  
« L'évolution du système financier français à travers le TERF »  
Cahiers économiques et monétaires, 34, 45-51

Quiry P. & Le Fur Y. (2003)  
Les rachats d'actions remplacent-ils les dividendes ? , lettre Vernimmen.net n°17, mars

Schmidt R.H., Hackethal A. & Tyrell, M. (1999)  
« Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison. »  
Journal of Financial Intermediation, 8, 36-67

Stulz R. M. & alii (1997)  
« Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan »  
Journal of Financial Economics, 46(1), 3-28

Wilhelm F. (2002)  
« Le taux d'intermédiation financière, aspects méthodologiques »  
Rapport 2001 du CNCT (Conseil National du Crédit et du Titre), 269-272

## **Annexe 1 : éléments méthodologiques**

### **I. Éléments méthodologiques concernant la France**

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

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

#### **Principes de comptabilisation et de calcul**

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

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

#### **Périmètre retenu**

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

Les OPCVM comprennent les OPCVM monétaires (S122F) et non monétaires (S123B).

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

S'agissant des opérations :

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

- **Méthodologie utilisée dans l'exploitation des résultats de l'enquête titres**

L'enquête titres est réalisée par la Banque de France auprès d'un échantillon représentatif de conservateurs de titres résidents (environ 80% des encours de titres des conservations françaises, ce taux de couverture étant toutefois variable selon les secteurs émetteurs).

Les données utilisées concernent les encours valorisés, les flux de transaction, les mouvements sans contreparties monétaires (du type changement de secteur d'une entité) et les effets de valorisation. Ces informations permettent d'obtenir des indices de valorisation par secteur, pour les obligations, les actions et les titres d'OPCVM.

Ces indices par secteur sont ensuite comparés entre eux, et avec des indices de référence.

L'enquête titres a été préférée aux comptes financiers trimestriels car ces derniers peuvent avoir subi des arbitrages entre différentes sources. Une source unique, l'enquête-titres, a donc été choisie, même si elle ne couvre pas 100% des opérations, sachant que cette couverture incomplète permet de calculer des indices de valorisation de façon fiable, pour autant que l'échantillon soit représentatif (ce qui est le cas).

## **II. Eléments méthodologiques concernant les pays étrangers étudiés**

### **A. États-Unis**

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

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

### **B. Royaume-Uni**

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

Le total des crédits (F411+F419+F421+F429) au passif des agents non financiers résidents du Royaume-Uni est donc utilisé comme base de calcul. Dès lors, pour ne retenir que les seuls crédits consentis à ces agents (F411+F421), il convient de déduire les crédits accordés par les ANF résidents eux-mêmes et par les ANF non-résidents (F419+F429). Ce retraitement conduit ainsi à soustraire les crédits accordés par les ANF résidents (en écartant les prêts au titre d'investissements directs) et les crédits accordés par le Reste du monde (hors ceux octroyés par des institutions financières non résidentes), que ce soit au titre de crédits aux ANF ou dans le cadre d'investissements directs.

Concernant les flux croisés de placements et de financements avec le Reste du monde, le graphique pour le Royaume-Uni a été obtenu en effectuant certaines hypothèses :

- Pour calculer l'actif des intermédiaires financiers du Royaume-Uni, les séries d'investissement direct et d'investissement de portefeuille des « banques » (au sens de la Balance des Paiements, donc en fait des institutions financières et monétaires, qui incluent les OPCVM monétaires) ont été additionnées avec celles des « autres secteurs », auxquelles on a retranché les séries d'avoirs en actions des sociétés non financières (SNF) vis-à-vis du Reste du monde, qui étaient fournies par ailleurs. Il resterait donc à soustraire les achats de titres de dette du Reste du monde par des SNF et les achats de titres d'émetteurs non-résidents par les ménages, qui font également partie de la rubrique « autres secteurs » de la Balance des Paiements. Ces montants doivent toutefois être limités.
- Pour ce qui est du passif des agents non financiers du Royaume-Uni, il a fallu considérer là aussi la rubrique des « autres secteurs » pour ce qui est des financements au titre des investissements de portefeuille, ce qui conduit à surévaluer un peu les montants, compte tenu du fait que les SNF côtoient les sociétés d'assurance et les entreprises d'investissement dans cette rubrique. Il est toutefois probable que les SNF sont prépondérantes par rapport aux autres secteurs dans cette rubrique. Par contre, pour les investissements directs, il a été possible de ne retenir que les financements des agents non financiers, dans la mesure où il existe une source (Eurostat) détaillant le type de secteur qui bénéficie des investissements directs.

### **C. Espagne**

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

### **D. Allemagne**

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

**Annexe 2 : taux d'intermédiation au sens strict des ANF**  
**aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne, en Allemagne et en France**

**A. États-Unis**

Taux d'intermédiation au sens strict des ANF aux États-Unis (en %)

|  | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Taux d'intermédiation des ANF          | 46,4 | 47,5 | 48,0 | 48,6 | 50,2 | 51,8 | 54,4 | 54,9 | 55,1 | 55,3 | 56,3 |
| dont part des crédits à LT aux ménages | 27,6 | 27,4 | 27,6 | 27,8 | 28,7 | 29,8 | 31,1 | 32,4 | 33,9 | 35,6 | 37,3 |
| dont part des crédits à CT aux ménages | 8,9  | 9,6  | 9,9  | 10,0 | 10,2 | 10,5 | 11,3 | 11,6 | 11,4 | 11,0 | 10,6 |
| dont part des crédits aux SNF          | 8,9  | 9,3  | 9,3  | 9,7  | 10,2 | 10,5 | 11,0 | 10,1 | 8,9  | 8,0  | 7,6  |

Sources : Flow of Funds Accounts, Bureau of Economic Analysis

**B. Royaume-Uni**

Taux d'intermédiation au sens strict des ANF au Royaume-Uni (en %)

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

Sources : Comptes nationaux du Royaume-Uni, Office National des Statistiques

**C. Espagne**

Taux d'intermédiation au sens strict des ANF en Espagne (en %)

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

Sources : Banque d'Espagne

**D. Allemagne**

Taux d'intermédiation au sens strict des ANF en Allemagne (en %)

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

Source : Banque fédérale d'Allemagne

**E. France**

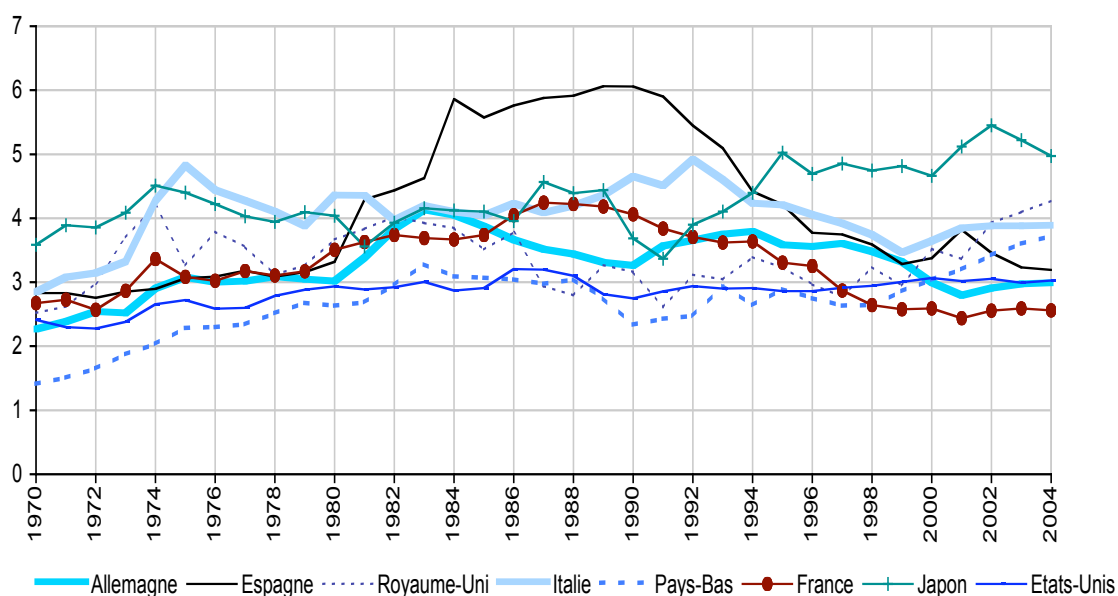
Taux d'intermédiation au sens strict des ANF en France (en %)

Source : Banque de France

### Annexe 3 : SIFIM centralisés par l'OCDE

Pour mémoire, nous reportons ici un graphique comparable aux premiers graphiques de la section IV-A. Celui-ci est établi à partir de la seule source OCDE (ou presque, seuls faisant exception les SIFIM américains qui sont ceux considérés dans le corps de l'article) ; on a donc pour la quasi-totalité des pays des SIFIM qu'ils ont fournis à l'OCDE mais sur la base de méthodologies révisées depuis dans la plupart des pays européens. Globalement, les diagnostics reportés dans le corps du texte ne sont pas infirmés.

**SIFIM (en % du PIB)**  
**Source : comptes nationaux OCDE**  
**(sauf pour les SIFIM des Etats-Unis)**



#### Annexe 4 : modèle à correction d'erreur pour les taux publics américains à long terme

On applique un modèle à correction d'erreur (le terme de long terme figurant entre crochets) sur les taux obligataires du Trésor américain à dix ans. Sur la période comprise entre le premier trimestre de 1985 et le troisième trimestre de 2007, on trouve l'équation suivante, dont tous les termes sont significatifs au seuil de 5% (entre parenthèses figurent les  $t$  de Student) et dont le résidu satisfait les tests habituels (hétéroscédasticité...) :

$$\begin{aligned} d(\text{TX10Y}) = & 1,45 - 0,31 \cdot [\text{TX10Y}(-1) - 0,33 \cdot \text{TX3M}(-1) - 0,22 \cdot \text{GTA\_PIB}(-1) - 0,60 \cdot \text{GTA\_PXPIB}(-1) \\ & (4,4) \quad (-6,8) \qquad (5,9) \qquad (2,9) \qquad (4,4) \\ & + 0,09 \cdot \text{PFUSTREAS}(-1)] + 0,33 \cdot d(\text{TX10Y}(-1)) + 0,43 \cdot d(\text{TX3M}) - 0,42 \cdot d(\text{TX3M}(-1)) + 0,05 \cdot d(\text{GTA\_PIB}) \\ & (-7,4) \qquad (4,0) \qquad (5,4) \qquad (-5,9) \qquad (2,8) \\ & + 0,17 \cdot d(\text{GTA\_PXPIB}) \\ & (4,9) \end{aligned}$$

$R^2$  ajusté = 0,98, Durbin-Watson = 2,18, critère d'Akaike = 0,29

Avec :

- TX10Y : taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis
- TX3M : taux à 3 mois américain (LIBOR en dollars)
- GTA\_PIB : glissement trimestriel annualisé du PIB américain
- GTA\_PXPIB : glissement annuel du déflateur du PIB américain
- PFUSTREAS : part des titres américains détenus par des non-résidents