



HAL
open science

De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers

Françoise Renversez

► **To cite this version:**

Françoise Renversez. De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers. 2008. hal-04140743

HAL Id: hal-04140743

<https://hal.science/hal-04140743v1>

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.



<http://economix.u-paris10.fr/>

Document de Travail

Working Paper

2008-15

De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers

Françoise Renversez



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



Université Paris X Nanterre

De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers

Une version abrégée de cet article est parue dans le numéro 3.mars 2008 de la revue Regards croisés sur l'économie : « Comprendre la finance contemporaine »

Françoise RENVERSEZ

Professeur émérite à l'Université Paris X-Nanterre
EconomiX-CNRS Paris X

Le système financier aujourd'hui en place en France est le fruit d'une politique de transformation engagée dans les années quatre vingt pour préparer l'entrée dans l'Union Economique et Monétaire. Le système financier français s'articulait alors très fortement autour de l'activité des banques et plus généralement du crédit. Des taux de croissance élevés et le rythme soutenu d'investissement qu'ils supposent suscitaient une demande forte de financement des entreprises dont les fonds propres n'étaient pas à la hauteur des besoins de financement de l'investissement, les marchés financiers ne répondant que partiellement à la demande des plus importantes d'entre elles. C'était donc les banques qui satisfaisaient la demande de financement des entreprises en assurant leur propre liquidité par un recours constant au refinancement de la Banque de France. Ce système, désigné sous le terme d'« économie d'endettement » dans les travaux de la Banque de France et de l'INSEE [Levy-Garboua V., 1978 ; Maarek G., 1978], ne doit pas être confondu avec celui de "debt economy", économie endettée, où n'existent pas nécessairement l'endettement et le refinancement permanent des banques auprès de la Banque Centrale qui sont la caractéristique majeure de l'économie d'endettement.

Ce système de financement qui repose sur l'anticipation, alors vérifiée, de la croissance pouvait être considéré comme largement administré à la fois en raison du mode de transmission des taux d'intérêt et de l'existence de circuits spécialisés marqués par des taux d'intérêt spécifiques. Dans ce cadre le marché monétaire était essentiellement un marché interbancaire.

La demande de refinancement des banques comme la demande de financement des entreprises était assez inélastique au taux d'intérêt et l'instrument de la régulation monétaire était donc quantitatif: la progression du volume du crédit était contrôlée par la pratique dite de "l'encadrement du crédit", pratique assouplie par la prise en compte de politiques spécifiques de soutien en particulier de l'exportation ou du financement du logement.

L'objectif de la réforme, appuyée sur les travaux du Commissariat Général du Plan, a été précisément de mettre en place un marché des capitaux décloisonné et d'une dimension qui lui permette d'affronter les mouvements internationaux de capitaux. Les entreprises devaient en retirer la possibilité d'accès à un marché élargi du capital où le taux d'intérêt serait un vrai prix. L'hypothèse était que la constitution de fonds propres par les entreprises en serait facilitée ainsi que leur accès aux ressources à long terme [Commissariat Général du Plan, 1978]. La charge financière des entreprises n'était pas dans les années 70 une préoccupation déterminante, car l'inflation allégeait sensiblement les taux d'intérêt: le taux d'intérêt réel a parfois été négatif. Il s'agissait d'adapter l'économie française, et particulièrement les marchés de capitaux à l'ouverture des économies : le contrôle des changes prend fin en France après une longue transition en 1988.

Comme toute action de politique économique cette mutation a suscité des comportements d'adaptation, ils ont été fort actifs en ce qui concerne les banques et les autres intermédiaires financiers qui ont multiplié les innovations financières. Les entreprises ont, elles, eu à faire face au double impact de la mutation du système financier modifiant à la fois leur structure de financement et le prix de leur financement. D'autant que la quasi disparition de l'inflation les a, dans les années 90, confrontées à des taux d'intérêt réels élevés. L'investissement ne paraît pas avoir autant bénéficié de la modernisation et de la diversification du système financier que ne l'espéraient les promoteurs de la réforme. Cependant la gestion financière des entreprises en a été profondément modifiée et est devenue source de rentabilité. On essaiera ici de présenter les éléments de la situation particulière de l'économie française mais au sein de l'UEM l'Allemagne a elle aussi connu, avec un calendrier et des modalités propres, une évolution de son système financier. Il faut observer que cette transformation s'est accomplie dans un environnement profondément modifié quant à la détermination des variables fondamentales de l'économie, taux d'intérêt, taux d'inflation, mais aussi taux d'investissement, taux de croissance de l'économie.

La transformation du système financier organisée par les pouvoirs publics en France en réponse aux contraintes de l'environnement économique (I) a abouti au passage à un système de financement qui relève de l'économie de marchés financiers (market based) selon la classification généralement admise [Allen et Gale 2000] (II).

I- Une transformation organisée en réponse aux contraintes de l'environnement économique

La place tenue aujourd'hui par les marchés de capitaux, dans le financement des entreprises en France est le résultat d'une évolution souhaitée et organisée par les pouvoirs publics et amorcée dès le début des années 80 (I-1). Il s'agissait d'adapter l'économie française aux contraintes de l'économie ouverte (I-2).

I.1- Un passage volontariste à l'économie de « fonds propres »

Si la transformation institutionnelle a été conduite dans les années 1984 et suivantes sous la responsabilité de Pierre Bérégovoy alors ministre de l'économie et des finances, dès 1969 le rapport Marjolin-Sadrin-Wormser sur « le marché monétaire et les conditions de crédit » souhaitait que soit mis un terme à la fragmentation du marché du capital. En mai 1978 le rapport Mayoux (Rapport sur le développement des institutions financières locales et régionales) mettait en cause le cloisonnement des marchés et le caractère contre-productif des mécanismes administrés de contingentement et de répartition du crédit. L'orientation vers la montée des fonds propres se manifeste avec la loi sur « l'orientation de l'épargne et le financement des entreprises » du 13 juillet 1978 dite loi Monory. Elle vise au renforcement des fonds propres des entreprises en suscitant les placements en actions des ménages par des avantages fiscaux étendus aux placements en SICAV comportant les actions d'au moins 60% de sociétés françaises cotées. La loi prend appui sur ce qui est encore en France une innovation financière : les SICAV autorisées par un décret de 1957 et un arrêté de 1963 ne sont effectivement apparues en France qu'en 1964.

La transformation prévisible de l'environnement économique par la mise en place du Marché Unique a donné de l'urgence à la remise en cause de l'organisation du financement inscrit dans le cadre d'une économie certes exportatrice mais fermée en ce sens qu'elle fonctionnait avec un contrôle des changes rigoureux. Celui-ci avait un double aspect : il

permettait le contrôle des mouvements de capitaux et donc de limiter la spéculation ,toujours active contre le franc, mais il limitait aussi l'apport de capitaux extérieurs aux marchés boursiers .

L'objet des réformes mises en œuvre par les gouvernements successifs est clairement défini par le rapport du CGP de 1987 sur la «Réforme du financement de l'économie française »dit rapport Lagayette : »l'objectif était de réaliser « un marché des capitaux unifié allant du jour le jour au très long terme, accessible à tous les agents économiques, au comptant et à terme avec la possibilité d'options ».

Il s'agissait donc à la fois d'ouvrir à l'ensemble des agents les marchés de capitaux traditionnels, d'en autoriser le décloisonnement c'est à dire le passage d'un compartiment à l'autre, et aussi de mettre en place les segments manquants en particulier en matière d'opérations à terme et d'options. Cette démarche a été accompagnée par un processus permanent d'innovation financière dont l'Etat a donné l'exemple par ses techniques d'emprunt.

Les avantages attendus se situaient à deux niveaux : celui du prix du marché du capital, les analyses du CGP soulignent que le prix administré n'est pas un vrai prix et ne permet donc pas une allocation rationnelle des ressources, celui de l'accroissement des ressources de financement pour les entreprises, notamment par l'apport de capitaux étrangers.

L'objectif final est l'instauration d'une économie de fonds propres c'est à dire d'une économie où les entreprises ne sont plus dépendantes de leur endettement bancaire soutenu éventuellement par les bonifications d'intérêt accordées par l'Etat mais investissent avec l'apport en capital des épargnants actionnaires. Ceux-ci sont rémunérés par un dividende et par la plus-value de leurs titres .Cet apport en capital n'alourdit pas l'endettement de l'entreprise mais c'est alors le marché qui décide de la validité de l'investissement.

La réalisation de l'objectif de mise en place d'une économie de fonds propres passe par le renforcement de la place financière de Paris avec pour modèle la City de Londres. Cette solution s'inscrit dans la tradition de financement des entreprises françaises qui contrairement aux entreprises allemandes étaient dans l'avant-guerre majoritairement financées par actions.

Un marché financier actif suppose que les opérations puissent être conduites pour chaque catégorie d'échéance temporelle et que tous les opérateurs financiers puissent accéder à chaque compartiment du marché, ce qui impliquait en France une réforme du marché monétaire. A l'exemple des plus grandes places financières étrangères il fallait aussi que des opérations à terme et optionnelles soient possibles. Le développement des marchés s'est appuyé sur un processus rapide d'innovations financières dans lequel l'Etat a été d'autant plus actif que les contraintes économiques s'accroissaient.

I.2- Les contraintes économiques en économie ouverte

La prise en compte de l'endettement des entreprises a donc été un élément déterminant de la volonté de réforme du système financier. Celle-ci a été renforcée, dans le contexte économique international consécutif au second choc pétrolier de 1979 par les contraintes résultant de l'adhésion au Système Monétaire Européen (SME).

Dès 1979 le respect d'une parité stable de change entre les pays membres du SME et l'obligation de maintenir le franc dans une marge de fluctuation de plus ou moins 2,25 % constitue une contrainte forte pour la politique économique et monétaire française. Or, le système financier de l'économie d'endettement où les banques financent un Produit anticipé aux prix courants est perçu, sinon comme une cause de l'inflation, à tout le moins comme un facteur favorable à celle-ci. Les anticipations par les entreprises de leurs recettes futures aux prix courants intègrent et reconduisent les taux d'inflation observés antérieurement observés .Les modèles macroéconomiques de l'époque se fondent sur cette analyse et utilisent les

anticipations extrapolatives.

L'encadrement du crédit, instrument essentiel de la politique monétaire, assortit les limitations quantitatives du crédit de taux de pénalisation croissants, que les entreprises dans un contexte de demande soutenue et d'inflation intègrent à leurs prévisions de prix.

L'entrée dans le SME contribue à imposer à la politique monétaire une référence internationale. L'ouverture des marchés devrait pour ses promoteurs substituer aux pratiques de l'économie d'endettement la référence aux taux internationaux. Il en est aussi attendu une baisse du coût de l'intermédiation financière [CGP 1984].

La seconde moitié de la décennie est marquée par une forte régression de l'inflation. La politique du « franc fort » commencée en 1983 atteint ses objectifs et la charge financière des entreprises cesse d'être fortement érodée voire annulée par l'inflation sous deux aspects. D'une part, le poids du remboursement en capital de la dette est alourdi, d'autre part, les taux d'intérêt nominaux se rapprochent des taux d'intérêt réels. L'effet de levier de l'endettement se transforme, selon une formule qui a cours à l'époque, en effet de massue. La période est marquée par de nombreuses faillites d'entreprises.

Cette situation a une incidence macro-économique considérable dont les effets se prolongent jusqu'à aujourd'hui sur l'économie française. Le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits, en d'autres termes les parts relatives du capital et du travail dans le partage du revenu produit évoluent défavorablement pour le facteur travail.

Le taux de marge des entreprises (en termes de comptabilité nationale le rapport Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée) s'élève progressivement. Ce qui signifie que les entreprises disposent d'une marge de profit plus importante qu'elles vont pouvoir affecter au financement de leurs investissements si leurs anticipations de la demande sont favorables. Effectivement, le financement de l'investissement sur fonds propres, mesuré par le taux d'autofinancement s'élève mais au cours des années le rapport devient d'autant plus favorable que le dénominateur: l'investissement s'affaiblit.

Lorsqu'en 1988 cesse le contrôle des changes, macroéconomiquement, les ressources des entreprises leur permettent d'assurer le financement de leur investissement. Dès lors l'assise dans le secteur productif de l'économie d'endettement, c'est à dire l'endettement des entreprises auprès des banques pour le financement de l'investissement donc du capital productif, n'est plus présente en France.

L'impact de cette évolution du comportement du secteur réel sur le secteur financier va conduire à une mutation du système financier.

II- Le passage à l'économie de marchés financiers

Une explosion des marchés de capitaux favorisée par l'innovation financière (II-1).est accompagnée par une évolution importante des comportements financiers des entreprises (II-2) La rapidité de cette mutation témoigne de l' adaptation des banques et de l'ensemble des intermédiaires financiers à la mise en place d'un nouveau système financier (II- 3).

II.1- L'essor des marchés

Provoqué en France par l'ouverture des économies et facilité par un processus intense d'innovations financières initié par l'État emprunteur et repris par le secteur privé, l'essor du financement de marché s'est opéré à la fois au travers du développement des marchés traditionnels et de la création de nouveaux marchés.

. Le développement des marchés traditionnels

Faire de Paris une place financière internationale impliquait à la fois le renforcement de la capitalisation des marchés boursiers et le développement du volume de leurs transactions.

En ce qui concerne la capitalisation le changement de dimension s'est opéré entre 1982 et 1986. Il avait été amorcé par des mesures fiscales mais en ce qui concerne le marché des actions la capitalisation a été multipliée par 6 entre 1982 et 1986. Le marché des obligations a commencé son évolution plus tôt, en 1978, et a vu sa capitalisation multipliée par 5 entre 1978 et 1986, et de 2,5 entre 1982 à 1986.

L'expansion s'est poursuivie au cours des dix années suivantes sans que les marchés boursiers français parviennent à atteindre la taille de celui de Londres dont les performances constituaient un objectif de la réforme initiale. Fin 1996, la capitalisation boursière en actions nationales classait la place de Paris au 6ème rang mondial avec un volume voisin de celui de l'ensemble des bourses allemandes mais égal au tiers de celui de Londres. A la même date, la capitalisation boursière en obligations rangeait Paris au même 6ème rang mondial mais avec un volume d'opérations égal environ aux 2/3 de celui de Londres.

En matière de transactions sur les actions, la place de Paris devançait dans cette période les bourses allemandes quoiqu'elle ait été toujours largement supplantée par Londres, mais les bourses allemandes comme Londres la surclassent pour les transactions sur obligations. Néanmoins, il faut observer que si l'on a pu parler en France d'explosion des marchés c'est en raison de la croissance des transactions des marchés boursiers dans la période 1978-1986. Elles ont été multipliées par 9 en ce qui concerne les actions et par 43 en ce qui concerne les obligations. Le processus s'est ensuite stabilisé.

Deux facteurs ont contribué à cette croissance des marchés traditionnels : d'une part le processus de titrisation de l'épargne (le terme étant souvent employé dans un sens plus technique on peut lui préférer celui moins courant de mobiliérisation) stimulant les placements des ménages et des entreprises, d'autre part l'ouverture des marchés facilitant les placements des investisseurs internationaux et particulièrement des fonds de pension.

Le processus de titrisation de l'épargne interne a été le premier support de la croissance des marchés en France. Les nouveaux produits financiers apparus dans la période [Metais J. et Szymezak Ph., 1986] sont souvent des adaptations d'innovations financières développées initialement aux États-Unis. Leur attractivité résulte de leur liquidité accrue par rapport aux titres classiques. En particulier les emprunts obligataires utilisent la forme des placements collectifs Ils permettent par leur portefeuille diversifié de diminuer le risque et d'accroître ainsi la liquidité des placements. Ils ont contribué à faire glisser une partie de l'épargne liquide, notamment sur livret, vers des formes à plus long terme: SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable) et FCP (Fonds Commun de Placement) offrant par leur négociabilité les avantages cumulés de la disponibilité et du risque en capital limité. Un infléchissement des comportements d'épargne des ménages et des entreprises a donc accompagné l'évolution des marchés financiers traditionnels.

Ceux-ci ont également bénéficié de la participation des non résidents, notamment en ce qui concerne les titres publics et parmi ceux-ci les OAT-obligations assimilables du Trésor ont constitué une innovation financière attractive en permettant l'émission de tranches successives à partir d'un emprunt initial. Les non résidents jouent également un rôle important dans le développement des nouveaux marchés boursiers.

. **Les nouveaux marchés boursiers**

Les nouveaux marchés boursiers ont d'une part été créés en complément des activités au comptant des marchés traditionnels et, d'autre part avec des conséquences beaucoup plus importantes pour permettre des opérations à terme et d'option.

Deux marchés répondent à l'objectif d'apporter des dimensions complémentaires à l'activité de marchés traditionnels.

. **Le Second marché** a été créé en 1983 pour faciliter l'accès des entreprises de taille moyenne au marché financier. Répondant à un véritable besoin de l'économie française, il a connu initialement un développement très rapide. Il a permis d'attirer une partie de l'épargne vers des entreprises moyennes. Ce marché a en particulier facilité la transmission successorale des entreprises en permettant le partage du capital. Le financement d'entreprises de taille assez moyenne entraîne un risque plus grand pour les épargnants. Le second marché a réduit ce risque grâce à des règles spécifiques de surveillance. De plus, la liquidité du marché est assurée par un contrat de liquidité mis en place lors de l'introduction d'un nouveau titre.

. **Le Nouveau marché**, a démarré en février 1996, créé sur le modèle du Nasdaq aux Etats-Unis, ce marché visait à financer le développement des entreprises innovantes n'ayant pas accès en raison de leur nouveauté et de leur dimension aux marchés traditionnels. Il est destiné à des entreprises à fort potentiel de développement. Elles peuvent être très récentes contrairement à la règle des marchés traditionnels et doivent avoir une activité portant sur des produits de haute technologie. Compte tenu du caractère risqué de l'investissement une part tout à fait prépondérante est accordée aux intermédiaires financiers dans la gestion du marché à la fois dans l'introduction des sociétés sur le marché et dans l'animation du marché. Ce marché a connu à ses débuts un réel succès.

La création de marchés à terme ferme ou sur options répondait au besoin de compléter la gamme des opérations possibles. L'objectif a été au départ convenablement rempli puisque le **MATIF**, marché à terme d'instruments financiers, devenu en juin 1988, Marché à terme international de France s'est classé le troisième du monde après Chicago et Londres au début des années 90. Sa création tardive (les textes l'autorisant sont de 1985, l'ouverture de 1986) lui a permis de bénéficier de l'expérience des marchés anglo-saxons dans la couverture des risques de taux d'intérêt ou de taux de change. Dans le contexte des années 80, marquées par la volatilité des taux d'intérêt, liée à celle des taux de change, il était important que la place de Paris offre aux opérateurs la possibilité de se couvrir du risque de taux sans que cette opération ait d'incidence sur le niveau du taux courant puisque la convention porte sur l'anticipation du taux futur. L'organisation du MATIF a eu pour support des contrats standardisés sur obligations notamment sur les OAT, et l'intervention d'une chambre de compensation assurant la liquidité de marché.

Le **MONEP** (Marché des options négociables de Paris), marché d'options à terme, ouvert septembre 1987, n'exige pas la réalisation de l'opération et permet ainsi à la fois la couverture du risque et la spéculation. Le MONEP est un marché des professionnels où la part des teneurs de marché et des investisseurs institutionnels est prépondérante. En 1996 ce marché traitait journalièrement 30.000 contrats, dont plus de la moitié étaient des contrats portant sur les indices. Le rachat en 2001 du Liffe de Londres par Euronext, structure fédérative constituée au départ entre les places de Francfort, Amsterdam et Paris, a conduit au transfert des activités en produits dérivés du Matif et des produits actions du Monep au Liffe.

Cette diversification des possibilités offertes en matière de transactions sur les capitaux sur les marchés boursiers s'est appuyée sur la réforme du **Marché monétaire**. Celle-ci fut un élément majeur du tournant du milieu des années 80 vers le financement de marché en France. Jusqu'en 1986 le marché monétaire était réservé aux institutions financières et à

quelques très grandes entreprises.

Le marché monétaire a été organisé en deux compartiments : le marché interbancaire et le marché des créances négociables. Le **marché interbancaire** est strictement réservé aux institutions de crédits et à la Banque Centrale, les compagnies d'assurance ont dû s'en retirer. Il apparaît ainsi clairement comme le marché de la liquidité bancaire et de la monnaie centrale, en revanche, le **marché des créances négociables** est ouvert à tous les agents. Les supports des opérations se sont diversifiés avec les certificats de dépôt émis par les banques, les bons des institutions financières spécialisées, les bons du Trésor négociables et les billets de trésorerie qui ont permis aux entreprises d'une certaine importance de choisir entre financement bancaire et financement par le marché pour leurs opérations de court terme.

Dans la période le comportement financier des entreprises s'est assez sensiblement transformé eu égard sans doute à l'évolution du système financier mais aussi à d'autres variables de leur activité.

II.2- Une évolution importante du comportement financier des entreprises

Deux aspects de la situation financière des entreprises apparaissent à la fin des années quatre vingt dix très différents de ce qu'ils étaient encore au milieu des années quatre vingt : leur capacité d'autofinancement et donc par accumulation progressive leur niveau de fonds propres et leur niveau d'endettement.

. Le niveau des fonds propres des entreprises

Si l'un des principaux objectifs de la réforme du système financier français dans les années quatre vingt était de permettre le passage d'une économie d'endettement à une économie de fonds propres cela signifiait qu'à un financement des entreprises très fortement articulé sur le crédit bancaire, les autorités économiques souhaitaient substituer un financement assuré principalement par l'épargne des entreprises et complété, notamment pour les investissements de développement, par un appel aux marchés de capitaux.

L'économie de fonds propres supposait donc au premier chef un accroissement de l'épargne des entreprises. Ce qui impliquait que deux conditions soient remplies : d'une part la croissance de leurs profits et donc de leur part dans le partage de la valeur ajoutée. (Celui-ci s'effectuait jusqu'au début des années 80 au bénéfice des salaires) et, d'autre part la diminution de leurs charges financières c'est-à-dire du poids conjugué du remboursement de leurs dettes et de la charge d'intérêt. La réduction puis la quasi disparition de l'inflation qui assurait l'allègement de la charge financière a contribué à la détermination des entreprises à se désendetter.

Le taux de marge, en termes de compatibilité nationale, le rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée est au niveau des comptes nationaux un bon indicateur du partage de la valeur ajoutée (cf. tableau 1). Il s'est effectivement accru passant de 23,3% en 1980 à 25,5 % en 1985 et à 31,4 % 1988 et s'est ensuite maintenu au-dessus de 30 %, le taux d'épargne des entreprises a également évolué dans le sens recherché passant de 11,2 % en 1985 à 18,2 % en 1988 s'abaissant ensuite aux environs de 16 % pour retrouver le niveau de 18,1 % en 1995.

Ce niveau d'épargne a été favorable à la montée des fonds propres [Conseil National du Crédit et du Titre 1994] on peut saisir la constitution au travers de l'évolution du taux d'autofinancement : rapport de l'Épargne brute à la formation brute du capital fixe (autofinancement au sens strict) ou Épargne rapportée à la Formation brute du capital fixe plus la variation des stocks plus les acquisitions nettes de terrains et d'actifs incorpore. Le taux, au sens étroit, passe de 75,3 % et de 79,6 % au sens large, en 1985 à 100,9 % et 93,1 %

en 1988 pour atteindre 112,1 % et 105 % en 1995 (cf. Tableau 2).

En longue période, aux taux d'autofinancement voisins de 60 % des décennies antérieures ont succédé des taux durablement supérieurs à 90 % qui pour certaines années s'expliquent aussi par l'affaïssement de l'investissement. La stabilité durable du niveau élevé d'autofinancement indique bien que le besoin de financement des entreprises ne constitue plus la base dans le secteur réel d'un système d'économie d'endettement.

Le ratio Capitaux propres/Total du bilan des entreprises progresse ainsi en France de près de 5 points de 1985 à 1990 passant de 50,2 % à 34,9 % alors qu'il est pratiquement stable chez son principal partenaire l'Allemagne 48,9 % en 1985, 46,9 % en 1990.

L'indicateur Capitaux propres plus provisions/Total du bilan montre aussi la stabilité allemande jusqu'à la réunification 64,1 % en 1988 64,5 % en 1990 pour une même évolution favorable des entreprises françaises 54,2 %, en 1985, 59,1 % en 1990 [CNC 1994 et Banque européenne de données Bach].

Le comportement de constitution de fonds propres des entreprises a bien répondu aux attentes présentes au moment de la mise en place de la réforme financière. Il a été renforcé par un comportement vigoureux de désendettement des entreprises, en particulier auprès des banques en d'autres termes de la composante crédit de la structure financière des entreprises.

. Le désendettement des entreprises

Le ratio Dette/Fonds propres est passé de 3,17 en 1990 à 2,27 en 1996. En effet, le désendettement des entreprises auprès des banques n'a pas été immédiatement concomitant au relèvement du taux d'épargne de 1987 à 1990. Les restrictions quantitatives au crédit ayant été levées l'endettement des entreprises s'est accru. Ce n'est qu'à partir des années 90 que le ratio Dettes/Fonds propres diminuera.

A partir de 1991 une décroissance s'amorce, particulièrement marquée à partir de 1993. Elle est à l'origine du processus de baisse du crédit observé d'abord en variation annuelle puis dans les encours de crédit des bilans bancaires.

De cette évolution deux interprétations peuvent être proposées. La première consiste à fonder ce comportement de désendettement sur l'alourdissement des charges financières réelles, c'est-à-dire corrigées de l'inflation. Malgré une baisse en niveau nominale les taux d'intérêt français articulés aux taux allemands sont devenus largement positifs. S'établissant en moyenne à 0,8 % dans les années 70, pratiquement nul en 1980, le taux d'intérêt réel à long terme est en moyenne de 4,5 % au milieu des années 80 avec de plus une grande volatilité. Entre 1989 et 1993 on observera à plusieurs reprises une inversion de la structure par terme des taux d'intérêt, les taux courts passant au dessus des taux longs. Le désengagement des entreprises vis à vis du crédit bancaire s'analyse alors comme une recherche d'allègement des coûts dont le coût financier est une composante. Une autre interprétation, de portée plus limitée, repose sur le comportement des banques, face au grand nombre de faillites d'entreprises et donc au risque de défaut, celles-ci auraient pratiqué une contraction du crédit. La hausse des taux d'intérêt réels depuis 1982, répond aux chocs successifs de la politique monétaire restrictive des Etats-Unis, à l'effort de convergence au sein du Système Monétaire Européen via la stabilité du taux de change Franc/Deutsche-Mark et enfin à la hausse des taux allemands lors de la réunification. Quant aux taux nominaux, qui peuvent peser sur la liquidité des entreprises, ils sont plus bas dans les années 90 que de 1980 à 1985.

Tableau 1

EVOLUTION DU TAUX DE MARGE ET DU TAUX D'EPARGNE DES SOCIETES AUTRES QUE LES GRANDES ENTREPRISES NATIONALES DEPUIS 1978									
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Taux de marge (a)	24,2	24,2	23,3	22,4	22,5	24,2	24,9	25,5	28,5
Taux d'épargne (b)	11,2	11,5	10,0	8,2	8,2	10,3	10,8	11,2	15,0
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Taux de marge (a)	29,4	31,4	31,8	30,8	30,9	30,3	30,2	30,5	30,7
Taux d'épargne (b)	15,3	18,2	17,3	16,1	16,7	16,2	16,6	17,8	18,1

(a) Taux de marge : Excédent brut d'exploitation/Valeur ajoutée
(b) Taux d'épargne : Epargne brute/Valeur ajoutée
Source : Comptes de la Nation

Tableau 2-

TAUX D'AUTOFINANCEMENT ET D'INVESTISSEMENT DES SOCIETES HORS GEN <i>(en pourcentage)</i>										
	1983	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Taux d'investissement FBCF/VA	14,5	14,8	17,0	17,7	17,9	17,6	17,7	15,7	16,0	16,2
Taux d'autofinancement au sens strict (a)	71,3	75,3	106,9	97,7	89,9	94,8	91,8	105,9	111,5	112,1
Taux d'autofinancement au sens large (b)	78,8	79,6	93,1	86,1	79,6	86,8	91,2	117,3	107,3	105,9

(a) Epargne brute/FBCF.
(b) Epargne + transferts nets en capital/FBCF + variations de stocks + acquisitions nettes de terrains et actifs incorporels.
Source : Comptes de la Nation.

P. Artus signale que les enquêtes conduites sur le comportement des entreprises ne vont pas dans le sens d'un rôle décisif des taux d'intérêt. Cependant l'explication qu'il propose inclut la composante des charges financières puisqu'il avance que la crainte du risque de faillite fondée sur les faillites particulièrement nombreuses des années 1992 - 1993 – aurait été déterminante dans le comportement de désendettement. (60.369 faillites ont en effet été judiciairement déclarées en 1993, quoique décroissant le nombre en était encore de 53.594 en 1995).

Comme le montrent certains travaux de l'INSEE [Bourdieu et Sédillot, 1993] sur les bilans des entreprises les faillites se sont produites dans des entreprises où l'endettement se cumulait avec une évolution défavorable de la demande mais il est une des composantes de la situation de ces entreprises.

Il reste que le désendettement des entreprises pourrait résulter pour une part du comportement de rationnement du crédit adopté par les banques compte tenu du risque de faillite des entreprises. En matière d'offre de crédit des travaux conduits notamment à l'INSEE et à la Banque de France [Bardos, Cordier, Lefilliâtre, 1995 et Rapport CNC, 1995] ont montré que les comportements d'offre de crédit des banques diffèrent selon la taille des entreprises.

. Taille des entreprises et accès aux marchés des capitaux

Le critère de la taille apparaît selon ces analyses comme un facteur prépondérant de différenciation du coût du crédit bancaire entre les entreprises. Lié à une estimation du risque, le crédit est d'autant plus cher qu'il est à plus court terme (crédit de trésorerie) et destiné à une entreprise plus petite.

Le critère de la taille joue de manière plus décisive encore en matière de mode de financement puisque la réglementation des marchés ne permet pas aux très petites et petites entreprises d'accéder aux marchés financiers ni même aux marchés de créances négociables en qualité d'émetteur. La majeure partie des entreprises est donc écartée du financement par les marchés de titres. Il faut cependant prendre en compte que la moitié de la valeur ajoutée est produite par les entreprises qui accèdent aux marchés financiers.

Ceci étant, il faut observer qu'à la fin des années quatre vingt dix même les entreprises de très grande taille ne recouraient que de manière assez modérée à l'émission d'actifs financiers [Conseil National du crédit, rapport sur l'exercice 1995]. Certes la capitalisation boursière en actions représente 40 % du PIB en 1996 mais elle en constitue 140 % au Royaume-Uni, 80 % aux États-Unis et 90 % au Japon. Il est vrai que pour le principal partenaire économique de la France, l'Allemagne la capitalisation en actions n'atteint alors que 35 % du PIB.

L'appel à l'emprunt sous forme obligataire des entreprises, en dehors des "Grandes Entreprises Nationales" (Électricité de France, Gaz de France, la SNCF etc...) reste faible, voire très faible, 7,7 % du marché en 1996. Le marché est alors, comme cela est souvent le cas sur les marchés étrangers, dominé par les émissions de l'État, suivies par celles des établissements de crédit.

La substitution des marchés boursiers au crédit apparaît donc limitée par le processus de désendettement. Mais toutes les entreprises, y compris les plus petites, bénéficient ou subissent selon le cas, le processus de détermination du prix de leur financement par la formation des équilibres sur les différents segments, tous ouverts aux mouvements internationaux du capital, des marchés financiers auxquels participent activement les banques.

II.3- L'adaptation des banques et des autres intermédiaires financiers au système de marché

L'accroissement de la part des marchés dans le financement de l'économie en France, et plus particulièrement le recul du crédit dans le financement des entreprises ont été accompagnés par une évolution du rôle des institutions financières de tous ordres. L'activité de crédit des banques a décliné au profit de leur activité de marché où leur présence est prépondérante, en d'autres termes les marchés sont intermédiés.

. Des marchés intermédiés

Le passage à un financement par les marchés est souvent présenté comme un passage à la finance directe ce n'est pas le sens que l'ouvrage fondateur de Gurley et Shaw [1960] donne à ce terme. Ces auteurs définissent la finance directe comme le système financier où les agents dont le bilan est excédentaire et présente donc une capacité d'épargne (les prêteurs ultimes) financent les agents ayant un besoin de financement (les emprunteurs ultimes) par l'achat des titres émis par ces derniers. Plus concrètement les ménages financent les entreprises en achetant les actions et les obligations qu'elles émettent. Ceci n'est pas le système financier qui s'est établi en France après l'économie d'endettement. Les entreprises émettent certes des titres dont une partie est acquise par les ménages ou les entreprises mais les préférences des agents à excédent vont vers des titres émis par les intermédiaires financiers qu'il s'agisse de banques ou d'autres sociétés financières.

Les intermédiaires financiers achètent les titres émis par les entreprises et les font entrer dans la composition de portefeuilles diversifiés: en finance il est admis que la diversification est réductrice du risque. Certains de ces titres combinent le rendement certain des obligations avec celui plus conjoncturel des actions. Fonds Communs de Placements et Sicav constituent pour les ménages le support de cette finance de marché intermédiée. Leur épargne est ainsi placée en titres de la finance indirecte selon la terminologie adoptée depuis Gurley et Shaw. Il ne s'agit donc pas d'un passage à la finance directe mais d'un passage à la finance de marché et en France d'un passage à une finance de marché intermédiée.

L'innovation financière contribue à l'attractivité des titres. « L'innovation financière peut être définie comme une adaptation au marché par une combinaison de caractéristiques des titres » [C.de Boissieu, 1986] Et comme l'ont écrit Métais et Szymczak [1986] elle a été « médiatisée par l'Etat » de deux manières d'une part parce que l'introduction de nouvelles formes de titres conformément au cadre réglementaire alors en vigueur a été autorisée, d'autre part parce que l'Etat lui-même a pratiqué l'innovation financière pour rendre ses emprunts attractifs. L'innovation financière s'est ainsi développée plus rapidement en France qu'en Allemagne et s'est étendue à tous les compartiments des marchés du capital, en particulier sur les marchés à terme et les marchés d'options, qui ont multiplié les produits dérivés à partir de supports dont le caractère composite s'est accru avec le temps. Finalement, les actifs de crédit des banques ont été eux-mêmes titrisés à la fois pour répondre au besoin de liquidité et pour en répartir le risque.

Par leur offre de titres innovants et en renouvelant la structure de leur actif, les banques ont conservé une position dominante sur le marché des capitaux, alors que leur principale activité : le crédit régressait. La dérèglementation leur a permis de multiplier les sociétés financières satellites, mais leurs concurrents non bancaires, particulièrement les compagnies d'assurance ont également accru leur activité d'intermédiation.

Le crédit devient pour les entreprises susceptibles d'émettre sur les marchés de capitaux une forme alternative de financement. La mesure de l'intermédiation financière

permet de préciser ces évolutions, et marque la place primordiale qu'elle continue à conserver dans le financement de l'économie.

. Des intermédiaires financiers prépondérants dans le financement de l'économie

La mesure de l'intermédiation financière est conduite en référence à la théorie initiale de l'intermédiation financière telle qu'elle a été élaborée par J. Gurley et E. Shaw [1960] et que l'ont exprimée en termes économiques les systèmes de comptabilité économique notamment de l'OCDE. Elle fait l'objet d'approches différentes selon que l'intervention des intermédiaires financiers au premier rang desquels les banques est évaluée en prenant ou non en compte leur activité sur les marchés d'actifs financiers négociables. Si l'on se place du point de vue de la demande directe des entreprises aux banques ce que l'on mesure c'est la demande de crédit.

L'évaluation par la Banque de France du taux d'intermédiation financière en termes de demande de financement par les agents non financiers (ANF) met fortement en évidence le recul du crédit par rapport aux marchés d'actifs financiers négociables.

Ce taux (taux d'IFd) est défini comme le rapport entre les crédits distribués aux ANF par les établissements de crédit (les banques) et le total du financement externe des ANF.

L'évolution de ce taux met en évidence l'affaiblissement sensible de la part du crédit dans le financement des agents non financiers accompagnant depuis 1985 l'essor des marchés. Elle aboutit en 1993 selon les évaluations de la Banque de France à un effondrement de la part du crédit dans le financement de l'économie avec un taux d'intermédiation de - 0,11 donc un taux de désintermédiation, pour 1996 ce taux de désintermédiation calculé en flux, donc calculé à partir de celui de l'année précédente déjà faible, a été de - 0,31. Les années 1993 et 1994 ont été marquées par un désendettement massif des entreprises de grande taille auprès des banques que traduit l'évolution du taux d'IFd. Cf. annexe 2, celui-ci était auparavant au moins égal à 50 %.

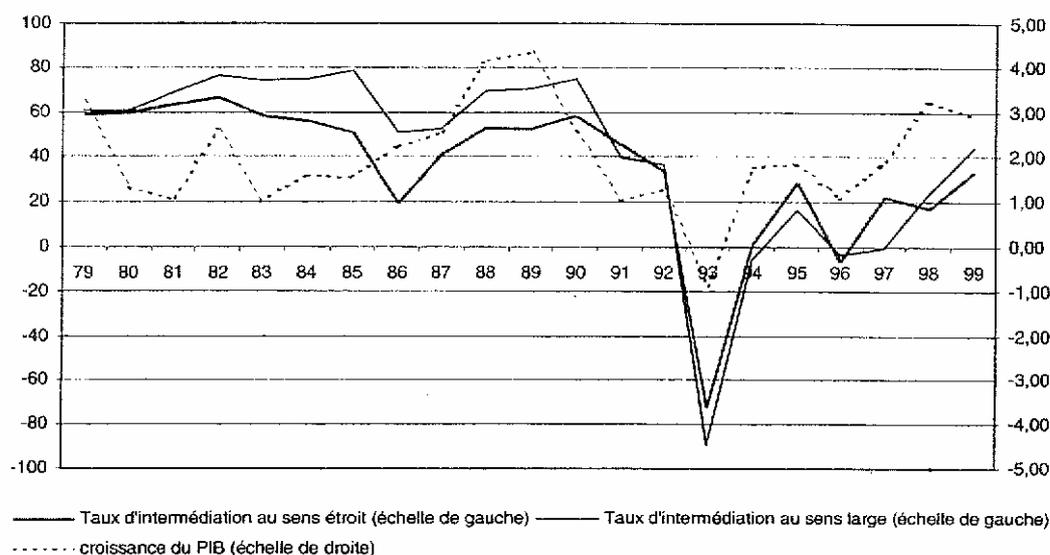
Mais une approche différente de l'intermédiation ouvre une autre perspective sur l'activité des intermédiaires financiers. Si, à la suite de la Banque de France, on prend en compte un taux d'intermédiation financière en termes d'offre par les intermédiaires financiers, c'est-à-dire si l'on retient dans l'activité des intermédiaires financiers leurs acquisitions et leur détention d'actifs financiers négociables émis par les ANF, donc par les entreprises, les résultats de l'évaluation sont sensiblement différents des résultats obtenus en limitant le financement intermédié au crédit. Or ils sont conformes à l'analyse la plus généralement acceptée de l'intermédiation financière. Qu'il s'agisse de la théorie fondatrice de Gurley et Shaw ou de travaux plus récents [Allen et Gale 2000] , les intermédiaires financiers sont définis comme des agents qui offrent des titres mieux adaptés à la demande de placement des agents non financiers et souscrivent avec les ressources ainsi collectées des titres répondant aux nécessités de financement des demandeurs de capital c'est-à-dire essentiellement des entreprises.

Cette définition recouvre l'ensemble du processus d'intermédiation financière qu'il soit le fait des banques, celui des OPCVM ou des compagnies d'assurance.

Taux d'IFs = Somme des financements accordés par les IF aux ANF/Somme des financements externes des ANF

TAUX D'INTERMÉDIATION DES FLUX DE FINANCEMENTS DES SOCIÉTÉS ET TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DU PIB

(en pourcentage)



Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires

L'évolution de ce taux marque un recul de l'intermédiation financière mais beaucoup plus modéré que celui du crédit. Après un effondrement en 1993 (-24,4 %) le taux est revenu en 1996 à 40,9 %, il avait atteint 74 % en 1990 mais il était de 45,3 % en 1986. La transformation des volumes des emprunts des intermédiaires financiers et de leurs échéances ne s'est plus dans la période opérée essentiellement au bénéfice des crédits. Elle a consisté en opérations d'emprunt et d'acquisition sur les marchés de créances négociables et des valeurs mobilières. Mais dans le même temps les intermédiaires financiers et notamment les OPCVM et les FCP ont émis une dette secondaire au sens de la théorie de l'intermédiation financière qui attractive pour l'épargne, leur permet de souscrire à la dette des entreprises ou à leur accroissement de capital. Les OPCVM ont en effet assuré en 1996 10,3 % du financement et les compagnies d'assurance près de 10 % (9,9 %) alors que les banques ne représentaient que 20,7 % du financement. Il faut cependant observer que concernant des évolutions ces données sont calculées en termes de flux, en termes d'encours l'affaiblissement du taux d'intermédiation est beaucoup moins marqué, ce dernier reste voisin de 60 % dans la période sous revue. La part des encours de crédit dans le total des financements a baissé de 71% en 1978 à 45,6% en 1998 et la part des actions s'est élevée de 16,6% en 1978 à 36,5% en 1998 (données CNCT, 1999).

L'économie française est passée selon la formule de B. Courbis [1990], dans la période, d'une intermédiation de bilan à une intermédiation de marché. En ce sens on soulignera que la majeure partie des 5294 OPCVM existant en décembre 1996 étaient des émanations des banques quoiqu'ils en aient été juridiquement distincts.

C'est dire qu'une approche moins globalisée de la part des banques dans l'intermédiation et le financement de l'économie confirme leur part prépondérante dans l'activité des marchés financiers.

Le passage d'une intermédiation de bilan à une intermédiation de marché apparaît nettement si l'on prend en compte au niveau du marché monétaire dans le compartiment

"créances négociables" ouvert aux entreprises la part des billets de trésorerie (commercial paper) émise par les entreprises et détenue par les établissements de crédit (les banques), de 1994 à 1996, cette part est toujours supérieure à 70 % (73 % en 1996). Si l'on y ajoute la part détenue par les OPCVM : 23 % en 1994, 15 % en 1996 c'est donc près de 90 % (88 %) du financement à court terme négociable des entreprises qui est pris en charge par les banques.

L'importance du marché secondaire des obligations rend plus difficile la mesure de la détention des obligations émises notamment par les entreprises par les banques mais la croissance à l'actif du bilan du portefeuille titres de ces dernières permet de vérifier l'hypothèse d'une participation au financement des entreprises.

Cette évolution de l'actif bancaire a entraîné une évolution des sources de la rentabilité bancaire. L'évolution des bilans a évidemment été plus lente que celle des variations d'encours mais elle s'est accompagnée d'un changement de nature du risque bancaire. A un risque essentiellement lié aux variations de la demande de produit industriel ou de services a succédé un risque lié aux mouvements spéculatifs des marchés financiers et à leurs accidents de parcours: bulles, etc. Les travaux récents montrent cependant que la rentabilité bancaire dépend de l'activité de marché et des rémunérations qui lui sont liées (commissions).

. La rentabilité bancaire et la régulation par les taux d'intérêt

Dans un système financier ouvert, les anticipations et les arbitrages de portefeuille distendent fortement les liens entre le crédit et les agrégats monétaires comme l'ont montré depuis longtemps déjà Brunner et Meltzer [1968 et 1972] et Bernanke et Blinder [1988]. La régulation opérée par la Banque Centrale doit donc prendre en compte l'ensemble des sources de financement de l'économie et non seulement le crédit distribué comme c'était le cas en France jusqu'en 1986. Ceci éclaire la régression des autres instruments de la politique monétaire au bénéfice des taux d'intérêt.

La régulation par le taux d'intérêt a été mise en œuvre par la Banque de France essentiellement par des interventions sur le marché interbancaire. Deux techniques ont été utilisées : les appels d'offre et les pensions de 5 à 10 jours. Le taux des appels d'offre constitue le prix plancher des opérations sur le marché interbancaire, le taux des pensions, plus élevé, est supposé constituer le prix plafond mais les anticipations des banques peuvent situer le taux du marché interbancaire au-dessus de ce niveau. Ces techniques de régulation de la liquidité bancaire ont permis à la Banque de France de contenir, puis de réduire voire d'inverser les différentiels d'inflation avec les principaux partenaires économiques au premier rang desquels l'Allemagne. Son action a été facilitée par la baisse de l'activité de crédit des banques, leurs besoins en liquidités ont diminué, de là, la baisse des taux de réserves obligatoires utilisées au départ pour « renforcer » l'action des taux d'intérêt et dont le taux a été abaissé jusqu'à 1 %.

L'internationalisation des marchés de capitaux qui est à l'origine de la régulation par les taux d'intérêt est également à l'origine d'une détermination internationale des taux d'intérêt, à tout le moins d'une impulsion sur le sens (le signe) de la variation de ces derniers, difficilement maîtrisable. Les possibilités d'efficacité des politiques monétaires paraissent alors fortement limitées. C'est pourquoi une meilleure maîtrise était attendue d'une politique monétaire gérant une monnaie unique.

Il reste que le comportement des banques n'est plus aussi largement que dans la période antérieure fondé sur une marge d'exploitation calculée par rapport au taux d'intérêt du marché interbancaire. Il s'est articulé progressivement sur la gestion de portefeuille d'actifs financiers négociables. Une partie de ces activités relève du hors bilan des banques et il est donc difficile à la fois d'en obtenir une saisie statistique, base d'un traitement économétrique et de calculer l'évolution réelle de la rentabilité des banques et surtout son origine. Une part importante de la fragilisation bancaire échappe ainsi à l'évaluation [Épargne et Financement,

1997 ; Épargne et Financement, 1998]. Mais, les différentes approches conduisent à la baisse de la rentabilité des banques dans les années 1990 en France elle s'est redressée dans les années 2000 avec la croissance des activités de marché.

Cependant on peut observer que cette évolution des déterminants du comportement bancaire explique la volonté d'élaborer une réglementation prudentielle manifestée par les institutions affrontées aux difficultés de la régulation monétaire internationale et les dispositions de « Bâle II ».

CONCLUSION

La réforme du système financier entreprise en France au milieu des années 80 était inévitable dans le contexte du choix de l'entrée dans l'UEM. Elle a favorisé un processus très actif d'innovations financières, qui attractives pour l'épargne interne et internationale, ont élevé le coût des ressources bancaires. Initialement l'essor des marchés a été à l'origine d'une certaine désintermédiation résultant de la possibilité pour les entreprises dont la taille permettait l'accès aux marchés d'arbitrer entre marchés et crédit bancaire. A partir de 1993 l'accélération de la désintermédiation résulte essentiellement du désendettement des entreprises auprès du système bancaire. Cet allègement de la charge financière des entreprises ne s'est pas accompagné d'une reprise simultanée de l'investissement sur fonds propres bien que le niveau de ceux-ci se soit élevé.

Le passage de l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers a entraîné un changement de nature du risque encouru par le système financier. Lorsque le crédit était prépondérant le risque des banques était lié à l'activité productive. Il pouvait se manifester, soit de manière conjoncturelle, soit en raison de progrès technologiques modifiant la demande.

Le risque bancaire est désormais un risque de marché financier et comme tel dépend des anticipations d'opérateurs à la recherche de marges sur des opérations souvent à très court terme.

De plus le système financier s'est diversifié à la faveur de la déréglementation, et les nouveaux intermédiaires financiers, notamment les sociétés financières sont soumises à une réglementation moins contraignante que les banques. Néanmoins l'actif des banques comporte une part importante de titres émis par des intermédiaires, les banques pratiquent largement d'autre part les opérations hors bilan.

Face à ce risque du système les Banques Centrales tentent de mettre en place à la suite du ratio Cooke des règles prudentielles plus exigeantes avec le projet Bâle II.

Bibliographie

- Artus P. "La politique monétaire dans les années 1980", Document de travail, Caisse des dépôts et Consignations, Paris 1990 20/E.
- Artus P. "Y aura-t-il une reprise de l'endettement des entreprises françaises", Document de travail, Service des Etudes économiques et financières. Caisse des Dépôts et consignations, n°1998/23NU, mars 1998.
- Bardos M., Cordier J. Lefilliatre J., "L'évolution des financements et des placements des sociétés et quasi sociétés des années 1980 aux années 1990", B-95-01, Collection Entreprises Banque de France 1995.
- Bernanke B. S. et Blinder A. S. "Credit, Money and Aggregate Demand. Is it Money or Credit, or Both or neither", *American Economic Review*, 1988.
- Boissieu C. de « Les innovations financières en France », *Revue d'Economie Politique*, n°5, 1986.
- Bourdieu J. et Colin Sedillot B., "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre vingt", *Économie et Statistique Insee*°268-269, 1993-8-9.
- Brunner R. et Meltzer A. H., "Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates", *Journal of Political Economy* 1968.
- Brunner R. et Meltzer A. H., "Money Debt and Economic Activity" *Journal of political Economy* 1972.
- Commissariat Général du Plan, "Perspectives de financement de l'économie française", tome 1. Rapport du groupe de travail présidé par Ph. Lagayette. La Documentation Française. Paris 1987.
- Conseil National du crédit "Les fonds propres et le financement des entreprises". Rapport sur l'exercice 1994.
- Conseil National du crédit, "La dette financière des sociétés et quasi-sociétés de 1971 à 1995", Rapport sur l'exercice 1995.
- Courbis B., Froment E., Karlin M., "Banque et Finance", *Encyclopédie économique*. Sous la direction de Greffe X., Mairesse J. et Reiffers J. L. Chap 44, Economica, Paris, 1990.
- Gurley J. et Shaw E., *Money in a theory of Finance*. Brookings Institution 1960.
- Levy-Garboua V., "Le taux de change et la politique monétaire dans une économie d'endettement", *Annales de l'INSEE*, n°32.
- Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie française, La Documentation française, 1986.
- Maarek G., "Monnaie et inflation dans une économie d'endettement", *Revue d'Économie Politique*, n°1, 1978.
- Metais J. et Szymczak Ph., "Les mutations du système financiers français, Innovation et déréglementation", La Documentation Française, Notes et études documentaires 1986.
- Rapports annuels du Conseil National du crédit et Rapports de marchés du Conseil National du Crédit et du Titre.
- Service des Études Économiques et Financières de la Caisse des dépôts et Consignations, "Analyse et prévision de la rentabilité bancaire". *Épargne et Financement*, 1" juillet 1997, pages 35 à 64.
- Service des Études Économiques et Financières de la Caisse des dépôts et Consignations, "Retour sur la rentabilité des établissements de crédit", *Épargne et Financement*, 2 février 1998, pages 47 à 56.

ANNEXE 1

EVOLUTION DE LA NATURE DES FINANCEMENTS ACCORDES AUX AGENTS NON FINANCIERS RESIDENTS (Flux nets en milliards de francs)														
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Crédits des établissements de crédit résidents : A(a)	377,2	325,6	338,8	194,7	401,6	537,0	533,4	588,3	354,3	231,0	-56,7	-87,6	144,4	-178,9
Financements désintermédiés : B	195,8	240,3	251,0	382,5	334,8	322,1	461,2	418,5	394,1	591,4	592,6	656,6	561,0	749,7
Emissions nettes d'obligations et de titres de créances négociables (a)	110,2	153,9	147,8	219,1	175,8	142,0	227,3	189,5	138,5	330,0	365,8	375,4	349,4	431,8
- Billets de trésorerie et BMTN émis par les entreprises	0,0	0,0	3,3	20,6	15,8	20,8	64,5	27,2	-0,7	20,1	-18,9	-1,1	0,5	42,1
- Bons du Trésor	38,9	49,8	24,2	38,4	60,4	15,5	70,0	29,9	7,2	157,6	67,3	144,3	134,7	30,2
- Obligations	71,3	104,1	120,3	160,1	99,5	105,6	92,8	132,4	132,1	152,3	317,4	232,1	214,2	324,5
Emissions nettes d'actions et d'autres fonds propres	66,6	72,7	90,8	173,6	161,0	159,9	222,8	221,6	244,0	233,8	217,7	256,4	215,0	289,2
- Actions (b)	40,3	46,6	63,1	112,6	130,3	125,3	190,5	181,8	220,7	195,7	191,2	217,1	190,3	244,2
- Autres (c)	26,3	26,1	27,7	61,0	30,7	34,6	32,2	39,8	23,3	38,1	26,5	39,2	24,7	45,0
Crédits et obligations internationaux (a)	18,9	13,6	12,4	-10,2	-2,0	20,3	11,1	7,4	11,5	27,6	9,0	24,9	-3,3	28,7
Total des financements internationaux (C)	573,0	565,8	589,7	577,1	736,5	859,1	994,5	1006,8	748,4	822,4	535,9	569,1	705,4	570,8
Taux d'intermédiation financière en termes de demande A/C	0,66	0,58	0,57	0,34	0,55	0,63	0,54	0,58	0,47	0,28	-0,11	-0,15	0,20	-0,31
(a) Estimation														
Source et réalisation : Banque de France (TOF trimestriel et maquette MEFISTO)														

ANNEXE 2

L'INTERMEDIATION DES FINANCEMENTS OFFERTS AUX AGENTS NON FINANCIERS, EN TERMES DE FLUX														
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (a)	1996 (a)
Total des financements (flux en milliards de francs) : A	535,5	633,3	541,3	678,7	839,7	861,9	1139,2	1311,1	1039,7	931,4	755,5	686,8	746,2	812,6
Financements désintermédiés (flux en milliards de francs) : B	126,9	165,2	134,4	279,6	267,0	230,1	403,6	434,1	461,7	436,9	406,0	448,0	334,4	406,2
Financements intermédiés (flux en milliards de francs) : C	408,6	468,1	406,9	399,1	572,7	631,8	735,6	877,0	578,0	494,5	349,5	238,8	411,8	406,4
- par les établissements de crédit : D	381,6	424,3	353,7	307,4	529,3	568,9	637,4	765,1	467,3	341,0	137,1	39,3	236,3	153,6
- par les OPCVM : E	10,2	21,2	29,9	52,8	25,2	36,7	60,6	66,7	58,2	87,6	100,7	104,0	80,8	108,4
- par les sociétés d'assurances : F	16,8	22,6	23,3	38,9	18,3	26,2	37,5	45,2	52,5	66,0	111,7	95,5	94,7	144,4
Taux d'intermédiation (en %) : C/A	76,3	73,9	75,1	58,8	68,2	73,3	64,6	66,9	55,6	53,1	46,3	34,8	55,2	50,0
- par les établissements de crédit : D/A	71,3	67,0	65,3	45,3	63,0	66,0	56,0	85,4	44,9	36,6	18,1	5,7	31,7	18,9
- par les OPCVM : E/A	1,9	3,3	5,5	7,8	3,0	4,3	5,3	5,1	5,6	9,4	13,3	15,1	10,8	13,3
- par les sociétés d'assurances : F/A	3,1	3,6	4,3	5,7	2,2	3,0	3,3	3,4	5,0	7,1	14,8	13,9	12,7	17,8
(a) Estimation														
Source et réalisation : Banque de France (TOF trimestriel et maquette MEFISTO)										Mise à jour le 27 mai 1997				