

DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE TITRES ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

La priorité donnée à partir de 1983 à la lutte contre les tensions inflationnistes et à la conduite d'une politique monétaire non accommodante a rendu possible et nécessaire la mise en œuvre de réformes structurelles visant à accroître le rôle des mécanismes de marché et l'efficacité du système financier.

ANDRÉ ICARD
FRANÇOISE DRUMETZ
*Direction générale des Études*¹

Caractéristique de la France des années soixante et soixante-dix, le système d'« économie d'endettement » [1]² a progressivement disparu au cours des années quatre-vingt au profit d'une nouvelle intermédiation financière et d'une nouvelle régulation monétaire, plus comparable au modèle anglo-saxon d'économie de marchés de capitaux. La déréglementation des marchés de capitaux français a en effet été plus tardive qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. En revanche, l'Allemagne, dont la situation économique a été longtemps caractérisée par une faible inflation ainsi que par des excédents extérieurs substantiels, ce qui rendait l'innovation financière moins utile, n'a connu un processus comparable qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix [2].

¹ Communication présentée au colloque « Banques et financement de la croissance » organisé par le Centre d'économie et de finances internationales à Lisbonne les 26 et 27 avril 1994.

² Les chiffres entre crochets renvoient aux références bibliographiques situées en fin de texte.

Ce système d' « économie d'endettement » présentait trois traits principaux :

– la prédominance de l'intermédiation bancaire : en raison du faible taux d'autofinancement des entreprises résultant d'un partage de la valeur ajoutée qui leur était défavorable, celles-ci devaient massivement recourir à des financements externes, essentiellement bancaires du fait de l'étroitesse des marchés de capitaux français ;

– une concurrence insuffisante entre institutions financières : les circuits de financement et de collecte de l'épargne étaient étroitement cloisonnés et spécialisés ;

– un strict contrôle par les autorités monétaires de la distribution du crédit et des opérations financières avec l'étranger.

Les inconvénients de ce régime de « financements administrés » sont devenus de plus en plus apparents [3] : permissivité à l'égard de l'inflation, coût excessif de l'intermédiation, faible efficacité dans l'allocation des ressources financières. Les marchés financiers ne répondaient plus aux besoins grandissants d'emprunt de l'État et des entreprises. Un assouplissement de la réglementation et une ouverture des marchés étaient nécessaires.

La priorité donnée à partir de 1983 à la lutte contre les tensions inflationnistes et à la conduite d'une politique monétaire non accommodante a rendu possible et nécessaire la mise en œuvre de réformes structurelles visant à accroître le rôle des mécanismes de marché et l'efficacité du système financier :

– la réorientation de la politique monétaire, matérialisée par l'ancrage du franc à sa parité avec le deutschemark, a conduit à une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels ; l'économie française s'est progressivement adaptée à cette situation durable : grâce à la désindexation relative des salaires et à des gains de productivité, le partage de la valeur ajoutée s'est déplacé en faveur des entreprises [4], permettant d'envisager un démantèlement des nombreux dispositifs de financement à taux privilégiés ;

– ce démantèlement constituait une condition préalable à l'adoption de nouvelles techniques de régulation monétaire par les taux d'intérêt et à l'abandon de l'encadrement du crédit ;

– le changement d'orientation de la politique monétaire a, en outre, incité l'État à œuvrer en faveur des innovations financières afin d'accroître le financement par émission de titres du déficit budgétaire (ces titres devant être susceptibles d'attirer les investisseurs résidents et non résidents) et de limiter l'alourdissement du coût de gestion de la dette résultant de la hausse des taux d'intérêt.

La déréglementation et l'ouverture des marchés de capitaux français se sont ainsi insérées dans un champ de mesures beaucoup plus vaste visant à accroître la concurrence entre établissements et entre produits. On citera notamment [5] :

– *l'unification du marché du crédit* : les conditions de collecte de l'épargne liquide ont été partiellement banalisées dès 1982 avec la possibilité offerte aux banques de proposer des produits défiscalisés à leur clientèle (livret d'épargne populaire, Codevi, etc.) ; en 1984, la nouvelle loi bancaire a supprimé toute restriction à la nature des activités des établissements de crédit et a unifié leur mode de réglementation et de surveillance ; la pratique de la bonification des taux d'intérêt a été progressivement réduite à partir de 1985 ; allégé en 1986, l'encadrement du crédit, qui limitait depuis 1973 le volume des prêts distribués par le système bancaire et qui restreignait fortement la concurrence entre les établissements de crédit, a été définitivement supprimé en 1987 ;

– *l'ouverture sur l'extérieur* : le contrôle des changes qui existait, avec des contraintes variables, depuis près de 50 ans a été graduellement levé à partir de 1985 puis abrogé en janvier 1990.

Deux points seront successivement abordés :

- les étapes et les caractéristiques de la déréglementation et du développement des marchés de titres en France ;
- les conséquences de ce développement pour les agents (financiers et non financiers) ainsi que pour la politique monétaire.

1. La déréglementation et le développement des marchés de titres français

Si les pouvoirs publics ont très largement déterminé le calendrier de la déréglementation, sa mise en œuvre, échelonnée sur près de dix ans, s'est effectuée de manière progressive, en étroite concertation avec les professionnels concernés, et son succès s'explique principalement par la demande des agents économiques privés.

1.1. La réforme du cadre réglementaire

1.1.1. Les trois objectifs principaux de la déréglementation

Au début des années quatre-vingt, l'organisation cloisonnée des marchés de capitaux français ne permettait pas une confrontation globale de l'offre et de la demande de capitaux. Seules les banques pouvaient procéder à des arbitrages de portefeuille instantanés entre titres courts et titres longs.

Afin de remédier à cette situation, il a été décidé de développer la concurrence par une vaste déréglementation, en supprimant les multiples contraintes qui pesaient sur la définition des instruments, les caractéristiques des opérations, la fixation des tarifs, la nature des intervenants :

- il s'agissait de créer un marché de capitaux unifié, allant du jour le jour au très long terme, ouvert à tous les agents économiques, au comptant, à terme et avec possibilité d'options ;
- en outre, alors que les autres marchés se mondialisaient, les pouvoirs publics ont souhaité accroître la compétitivité de la place de Paris en permettant que s'y réalise l'ensemble des opérations pratiquées sur les principales places financières étrangères et en modernisant les systèmes technologiques ;
- il fallait enfin garantir aux investisseurs la sécurité la plus grande ainsi que des normes déontologiques irréprochables.

Cette réforme, qui s'est accompagnée d'incitations fiscales (allègements de la fiscalité des revenus des placements en titres et en produits d'assurance), a suivi trois axes principaux : le développement des marchés financiers, la création d'un marché monétaire et la mise en place d'instruments de couverture. Elle a ainsi favorisé l'émergence d'une nouvelle intermédiation.

1.1.2. Mesures en faveur du développement des marchés des actions et des obligations

Les innovations financières et la réforme technique et réglementaire de l'organisation de la Bourse de Paris ont contribué à l'essor des marchés [6] :

- en 1983, une loi a libéralisé les conditions d'émission des valeurs mobilières et a permis le lancement de nouveaux types d'instruments sur le marché des actions (certificats d'investissement, prioritaires ou non, titres participatifs) et, surtout, sur le marché des obligations (obligations à bons de souscription d'actions, obligations remboursables en actions, titres subordonnés à durée indéterminée...) ;
- l'État a profondément réformé à partir de 1986 ses méthodes d'émission afin de rendre attrayants les instruments de la dette publique française et d'en diminuer le coût [7] : produits d'emprunt en nombre restreint et définis selon les usages du marché ; émissions réalisées selon un calendrier défini à

l'avance ; recours à la technique de l'assimilation (à la fois pour les obligations et pour les bons du Trésor) pour constituer des gisements importants sur les différentes échéances ; nomination de spécialistes en valeurs du trésor (SVT) auxquels est dévolu un rôle privilégié dans la souscription et le placement des valeurs du Trésor et dans l'animation de leur marché secondaire ; émissions réalisées, pour l'essentiel, par adjudication au prix de soumission ;

- les conditions d'accès aux marchés ont été améliorées à plusieurs reprises, notamment par l'ouverture internationale du marché primaire obligataire à partir de 1984, l'instauration de la liberté de négociation pour les courtages sur actions et obligations et pour les commissions prélevées par les banques sur les émissions d'obligations, la création du second marché en 1982 ;

- les marchés ont été eux-mêmes réformés : instauration d'un marché continu, création d'un marché unique à règlement mensuel, mise en place du système Relit en 1991... ;

- en 1988, l'organisation de la bourse, caractérisée jusqu'alors par le monopole de membres agréés pour la négociation de valeurs mobilières, a été réformée : le capital des sociétés de bourse (les anciens agents de change) a été ouvert aux institutions bancaires et financières françaises et étrangères et leur monopole de négociation a été supprimé ; la Société des bourses françaises, dont l'actionariat est constitué par les sociétés de bourse, a été chargée d'organiser la cotation des valeurs et d'assurer la compensation des ordres ; le Conseil des bourses de valeurs a été institué pour définir les règles d'accès à la cotation et les conditions de négociation ; en 1989, la loi sur la sécurité et la transparence du marché financier a élargi les pouvoirs de réglementation et de contrôle de la Commission des opérations de bourse (COB).

1.1.3. Création d'un marché monétaire

En 1985, le marché monétaire — seulement accessible jusqu'à cette date aux banques et aux ENBAMM (établissements non bancaires admis au marché monétaire) — a été réorganisé. La réforme a visé à distinguer :

- le marché interbancaire sur lequel les établissements de crédit sont libres de traiter entre eux toutes opérations ;

- du marché des bons du Trésor et des titres de créances négociables (billets de trésorerie émis par les entreprises, certificats de dépôt émis par les banques, bons des sociétés financières et institutions spécialisées et, à partir de 1992, bons à moyen terme négociables) accessible à l'ensemble des agents économiques.

Ces nouveaux instruments financiers, aux caractéristiques similaires (voir tableau comparatif [8] en annexe 1), ont permis d'instaurer un véritable continuum d'échéances entre le très court terme (10 jours) et le seuil du marché obligataire (5 ans en 1992, 3 ans depuis 1993).

1.1.4. La mise en place d'instruments de couverture des risques

- En 1986 ont été créés deux marchés organisés, le Marché à terme des instruments financiers ou Matif (contrats à terme et optionnels de taux d'intérêt, contrats à terme ferme sur l'indice CAC 40) et le Marché des options ou Monep (options sur actions et sur l'indice boursier CAC 40).

- Les opérations de gré à gré (« swaps » — échanges financiers — de taux d'intérêt, accords de taux futur ou « forward rate agreements », options de taux) se sont également multipliées.

1.2. Le développement des marchés de capitaux français

Dans les années soixante-dix, le financement de l'économie française était réalisé à 80 % par le système bancaire qui se procurait lui-même les ressources nécessaires par l'accroissement régulier des

dépôts à vue et à terme de la clientèle. L'essor des marchés de capitaux s'est accompagné d'un rééquilibrage des modes de financement et d'un allongement des circuits de collecte des liquidités.

1.2.1. La progression des placements et des financements de marché

Depuis 1985, les financements (voir tableaux en annexe 2) fluctuent annuellement dans une fourchette de 600 milliards de francs à 1 000 milliards. Jusqu'en 1991, ils ont été apportés à raison de 50 % à 60 % environ par le système bancaire et pour 40 % à 50 % par les marchés. 300 milliards de francs à 400 milliards de ressources supplémentaires ont été ainsi fournis chaque année à l'économie sous forme d'actions, d'obligations ou de titres à court et à moyen-long terme. En 1992, la part des financements désintermédiés est montée à 80 % et cette tendance s'est encore amplifiée en 1993, l'encours des crédits octroyés aux agents résidents n'ayant guère varié.

Les ressources correspondantes proviennent naturellement d'abord des investisseurs institutionnels et des intermédiaires financiers. Elles viennent aussi des entreprises, dont les placements se sont développés à partir du milieu des années quatre-vingt (voir annexe 3). Surtout, les flux d'épargne des ménages (annexe 4) se sont massivement réorientés vers les marchés de capitaux, au moyen, d'une part, d'investissements en OPCVM, qui se sont accrus au détriment des produits bancaires classiques (dépôts à terme, livrets), et d'autre part, de placements en produits d'assurance.

Le développement des OPCVM, particulièrement des OPCVM de court terme, est lié à la création du marché des titres de créances négociables qui leur a offert un vaste champ d'investissements (d'autres facteurs, réglementaires comme les restrictions apportées à la rémunération des comptes à terme en 1981 ou fiscaux tels le régime avantageux accordé à la capitalisation en 1989 ont également joué) ; totalisant un actif net de l'ordre de 2 700 milliards de francs à fin 1993, les OPCVM français représentent plus de la moitié de la gestion collective de la Communauté européenne.

La part des produits de marché détenus directement par les ménages a, en revanche, fortement baissé.

1.2.2. Un allongement du circuit de la collecte des liquidités lié à l'évolution du mode d'intermédiation

L'évolution du mode d'intermédiation — reflétée par le rôle croissant des OPCVM et des sociétés d'assurance dans la collecte de l'épargne des ménages — se traduit par un allongement des circuits de financement qui affecte les ressources des établissements de crédit [9]. Désormais, en raison de l'érosion des dépôts classiques de la clientèle, celles-ci proviennent principalement des OPCVM et des sociétés d'assurances qui emploient en titres émis par les banques (certificats de dépôt, obligations) une part de leur collecte d'épargne primaire.

1.2.3. La déréglementation et l'innovation financière ont stimulé la croissance des marchés de capitaux et facilité l'augmentation de la détention des titres français par les non-résidents, permettant à Paris de devenir une place financière importante

– Ainsi, le Matif figure désormais parmi les quatre premiers marchés mondiaux ; le recours aux produits dérivés (échangés sur des marchés organisés ou de gré à gré) s'est très nettement développé en France à partir du milieu des années quatre-vingt, la demande émanant le plus souvent d'utilisateurs spécialisés (trésoriers d'entreprise, gestionnaires de fonds, banques) confrontés à un contexte de variabilité des taux d'intérêt ainsi que d'instabilité du change, et l'offre étant suscitée par les marchés organisés et par des intermédiaires financiers internationaux ; les encours en capitaux sous-jacents de ces instruments recensés au hors bilan des établissements de crédit français représentent désormais plus de deux fois le total de leur bilan [10].

– Le marché français des titres de créances négociables est le premier marché de ce type en Europe ; il a connu un développement très rapide, le montant des encours ayant été multiplié par six depuis 1985 (passant de 395 milliards de francs à 2 391 milliards) ; bien que ce marché soit ouvert à l'ensemble des agents économiques, il est fortement concentré, tant à l'émission qu'à la détention (près de 93 % des émissions sont réalisées par l'État et les institutions financières, tandis que ces dernières détiennent 73 % de l'encours).

– Le marché obligataire est devenu l'un des plus importants d'Europe ; en termes de capitalisation, Paris occupait la septième place mondiale en 1992 ; le compartiment des emprunts d'État a représenté près de 50 % des émissions brutes en 1992 et 68 % en 1993 ; la part dans la collecte brute des établissements de crédit (39 % en 1992) est de ce fait revenue à 22 % en 1993. Celle des sociétés non financières se maintient à 10 %.

– À la différence des marchés précédents, le marché des actions est proportionnellement moins important que dans d'autres pays : la capitalisation boursière des actions françaises représente à peine 4 % de la capitalisation mondiale. La part des actions cotées dans le volume total des actions est en effet peu élevée en France du fait, notamment, d'un important secteur nationalisé, d'ailleurs en cours de privatisation rapide, et de la part relativement plus importante que chez nos principaux partenaires (Allemagne exceptée) d'entreprises à caractère exclusivement familial.

L'ouverture internationale des marchés de capitaux peut se mesurer par la montée des placements des non-résidents en titres français. En 1992, leurs achats nets ont atteint 282,9 milliards de francs, les valeurs du Trésor recueillant à elles seules près des deux tiers de ces investissements (en 1993, selon des statistiques provisoires, les achats nets auraient atteint un montant, encore très élevé, de 189,7 milliards de francs dont 40 % au titre des valeurs d'État).

Au total, le développement et l'intégration des marchés ont accru l'efficacité technique du système financier français dans la mesure où les prix s'ajustent désormais très rapidement à toute information nouvelle. La professionnalisation du placement de l'épargne, concentré sur un nombre limité de gestionnaires collectifs (OPCVM, assurances), est une caractéristique du marché français, à la différence par exemple du marché allemand.

2. Les conséquences du développement des marchés de titres pour les agents économiques et pour la politique monétaire

La déréglementation des marchés de capitaux visait à améliorer la structure des financements de l'économie française et à favoriser la transmission des impulsions d'une politique monétaire agissant par les taux d'intérêt. Cette réforme a atteint ses principaux objectifs.

2.1. Les déterminants structurels et conjoncturels du partage intermédiation-marchés

L'essor des marchés de capitaux ne suffit pas à lui seul à expliquer l'évolution du taux d'intermédiation de l'économie française.

2.1.1. La mesure du taux d'intermédiation doit tenir compte du fait que les intermédiaires sont aussi des acteurs du marché [11]

Selon la définition classique, notamment retenue jusqu'en 1991 par le Conseil national du crédit (CNC)

(cf. résultats en annexe 2 et en 1.2.1.), sont considérés comme intermédiés les financements ayant eu pour support un instrument émis dès son origine par un établissement de crédit et non sur un marché ouvert à tous les agents. Pour des raisons méthodologiques, la mesure de ce taux d'intermédiation traditionnel n'est disponible qu'en termes de flux ; or le calcul en termes d'encours permet de mieux caractériser l'évolution du taux d'intermédiation en longue période¹. Surtout, ce concept étroit d'intermédiation, qualifié d'approche par la demande dans la mesure où il reflète le choix de l'agent emprunteur entre le recours à un établissement de crédit et l'appel aux marchés, revient à ne considérer comme intermédiés que les seuls crédits bancaires. Elle apparaît inadaptée à la situation actuelle de l'intermédiation financière.

En effet, le rôle des intermédiaires dans le financement de l'économie ne s'oppose plus nécessairement à celui exercé par les marchés (cf. 1.2.2.). Les intermédiaires ont fréquemment recours au marché pour se financer par émission de titres, titrisation d'encours de crédit ou cession de titres, ces opérations permettant d'assurer le bon fonctionnement et la liquidité des marchés. De surcroît, une grande partie de leurs concours aux agents non financiers transite par le marché sous forme de titres émis par ces derniers et souscrits ou achetés sur le marché secondaire.

Une conception alternative plus large, désormais adoptée par le CNC, consiste alors à définir le taux d'intermédiation en termes d'offre de financement par les intermédiaires financiers. Sont considérés comme intermédiés les financements accordés aux agents non financiers (ANF) par les institutions financières (établissements de crédit, OPCVM, sociétés d'assurance), qu'ils résultent de l'octroi de crédits ou de l'achat de titres d'emprunts ou de fonds propres. Le calcul peut s'effectuer en termes d'encours et de flux.

2.1.2. L'ampleur du phénomène de désintermédiation en termes d'offre de financement

(voir tableaux en annexe 5)

Le taux d'intermédiation des financements alloués aux ANF en termes de flux est revenu de 75,1 % en 1985 à 55,2 % en 1992. L'approche en termes de demande de financement, qui fait apparaître au cours de la même période un repli considérablement plus accentué (de 57 % en 1985 à 18 % en 1992), tend donc à exagérer les progrès de la désintermédiation.

¹ Évalué en termes de flux, le taux d'intermédiation est particulièrement affecté par les facteurs conjoncturels évoqués en 2.1.3. et connaît, en conséquence, des fluctuations de courte période très marquées. La mesure en termes d'encours donne des résultats moins heurtés et paraît préférable sur longue période, même si les calculs sont sensibles aux changements de valorisation des titres qui peuvent déformer les structures [11].

Mesure plus pertinente en longue période, le taux d'intermédiation des financements alloués aux ANF en termes d'encours a décliné de manière continue depuis la fin des années soixante-dix, revenant de 69,2 % en 1980 à 68,8 % en 1985 et à 59,7 % en 1992 (soit une moyenne de 65,3 % de 1980 à 1992). Au sein de cet ensemble, la part des établissements de crédit s'est contractée, passant de 65,7 % en 1980 à 62,7 % en 1985 et à 50,1 % en 1992. Cet affaiblissement a été partiellement compensé par la progression des autres intermédiaires : le taux d'intermédiation des OPCVM et des sociétés d'assurance s'est accru (3,0 % et 3,1 %, respectivement en 1985, 5,1 % et 4,5 % en 1992).

Si on considère toutefois le taux d'intermédiation des seules entreprises non financières résidentes — ce qui est légitime puisque les ménages ne se financent que de façon intermédiée et que l'État procède par émission de titres — on constate certes globalement un fort repli du taux d'intermédiation, mais sa tendance à la baisse est plus irrégulière et moins marquée que pour l'ensemble des ANF [12]. Après avoir augmenté de 63,6 % en 1980 à 67,6 % en 1982, il est revenu à 63,6 % en 1985 et à 51,4 % en 1989, pour remonter à 55 % en 1990 et à 56 % en 1991 et en 1992, soit une moyenne de 60 % sur la période 1980-1992. Cette dernière année, le taux d'intermédiation des financements alloués aux entreprises non financières ne s'inscrivait ainsi qu'en recul de 7,6 points par rapport à son niveau de 1980 (contre une diminution de 9,5 points pour l'ensemble des ANF) et de 4 points relativement à sa moyenne de la période 1980-1992 (5,6 points pour les ANF). La plus grande résistance du taux d'intermédiation des seules entreprises non financières est imputable à une contraction moins prononcée de la part des établissements de crédit : celle-ci est revenue de 59,8 % en 1980 à 47,9 % en 1992, soit un repli de 11,9 points en treize ans (15,6 points pour l'ensemble des ANF) et de 5,9 points si l'on compare le résultat de la dernière année disponible à la moyenne 1980-1992 (8,5 points pour les ANF).

2.1.3. Les déterminants du partage intermédiation-marché

2.1.3.1. Des modes de financement concurrents mais complémentaires

Comme le montre leur comportement de placement, les ANF se situent de plus en plus dans une logique de choix de portefeuille (cf. 1.2.1), en raison de l'intégration croissante des marchés de capitaux et de la plus grande substituabilité des actifs financiers. Les déterminants du partage intermédiation — marchés paraissant, en revanche, plus rigides pour ce qui est des financements, particulièrement pour les entreprises. En effet, la place respective de l'intermédiation et des marchés ne se ramène pas à un simple problème de coûts comparatifs. Les deux modes de financement sont à la fois concurrents mais aussi complémentaires du fait de la spécificité des services qu'ils sont susceptibles de rendre aux entreprises [12].

Les marchés de capitaux permettent d'accéder à des financements moins coûteux. Mais l'intermédiation est rendue nécessaire par les imperfections des marchés. Elle contribue à réduire l'asymétrie de l'information entre prêteurs et emprunteurs, qu'il s'agisse de l'asymétrie entre l'entreprise et l'établissement de crédit, de par le développement de relations de long terme, ou de l'asymétrie entreprise-actionnaires, les décisions des dirigeants de l'entreprise étant soumises au contrôle des créanciers bancaires. Elle permet de mutualiser et de diversifier le risque alors que les marchés font peser le risque sur l'investisseur. En outre, elle abaisse les coûts de transaction alors qu'il existe un certain nombre de coûts d'accès au marché (notation, émission) qui excluent les PME. Enfin, elle est associée à une activité de transformation.

2.1.3.2. Cycle endogène de crédit et taux d'intermédiation

À partir du milieu des années quatre-vingt, les conditions d'exercice par les établissements de crédit de leur fonction d'intermédiation ont été profondément modifiées (cf. 2.2.).

De 1986 à 1990, la distribution de crédits à l'économie a progressé de 11,4 % en moyenne chaque année (ménages : 10,7 %, sociétés : 12,9 %). L'accroissement de la pression concurrentielle consécutive à l'abandon de l'encadrement du crédit (1987) et au développement des marchés de capitaux a dynamisé l'offre de crédits bancaires ; les établissements de crédit ont adopté au cours de cette période une

stratégie d'élargissement de leurs parts de marché (notamment en direction des ménages) qui s'est traduite par un amenuisement de leurs marges (qui s'explique également par la marchéisation croissante des bilans bancaires) et par une moindre sélection de la qualité de leurs risques.

Cette phase de développement très soutenu des crédits bancaires a pris fin car les banques sont devenues plus prudentes en raison de la montée des risques financiers (notamment mise en évidence par la création de procédures de prévention et de règlement du surendettement des ménages dès 1989) que le retournement ultérieur du cycle réel (cf. 2.1.3.3.) a contribué à amplifier.

2.1.3.3. Fluctuations conjoncturelles du taux d'intermédiation

L'évolution du taux d'intermédiation est également influencée par des causes à la fois réelles et exogènes au fonctionnement du marché du crédit (évolution de la consommation, de l'investissement). Les variations de ce taux reflètent la capacité des ANF privés à mettre en concurrence les modes de financement en fonction de leurs besoins et de la conjoncture sur les marchés.

En phase descendante du cycle économique, la demande de financement, des agents non financiers privés tend à s'affaiblir (en revanche, la progression des déficits publics — financés sur les marchés — tend à s'accélérer au creux du cycle de l'activité du fait du jeu des stabilisateurs automatiques et à ralentir en phase haute). Les agents non financiers privés peuvent en outre être incités à se désendetter, surtout si, dans le même temps, la valeur boursière de leurs actifs financiers diminue en raison du dégonflement d'une bulle spéculative. L'apparition de bulles spéculatives sur les marchés financier et immobilier stimule la croissance de l'endettement (ainsi, de 1986 à 1990, les crédits promoteurs ont progressé de 52 % en moyenne chaque année). L'éclatement de la bulle oblige alors les agents à se désendetter.

Les effets du cycle endogène de crédit ont été ainsi prolongés et amplifiés par la moindre demande de financement des agents privés et par l'élévation du risque financier en phase descendante du cycle économique.

2.2. Conséquences de la désintermédiation pour les établissements de crédit

Confrontés à la désintermédiation de leurs emplois et de leurs ressources, les établissements de crédit ont procédé à une série d'adaptations.

Face à la concurrence des marchés, ils ont davantage indexé les postes de leur bilan, à l'actif et au passif, sur les taux de marché (marchéisation des bilans). Ainsi, le caractère de référence du taux de base bancaire (TBB) s'est nettement atténué : les deux tiers des crédits accordés aux entreprises sont à taux variables ; seuls 29 % d'entre eux sont indexés sur le TBB, le reste étant référencé sur des taux monétaires, principalement, et obligataires. Les établissements de crédit ont de ce fait connu un renchérissement de leurs ressources (la part des placements à taux de marché dans le total des ressources liquides et obligataires est passée de 30,4 % en 1982 à 56,5 % en 1992) ainsi qu'une réduction de leurs marges sur les concours accordés aux entreprises grandes et moyennes. Il en est résulté une diminution de leur marge d'intermédiation sur les opérations avec la clientèle (6,53 points en 1986, 5,32 points en 1990, 5,99 points en 1992) qu'ils ont partiellement compensée par une meilleure tarification de leurs services.

Ils ont également accru leur portefeuille-titres et adapté la nature même de leurs services : développement de nouvelles activités liées aux marchés de capitaux (conseils, opérations sur titres...), accroissant la part traditionnellement faible en France des commissions dans leurs recettes. Ils ont par ailleurs pris une part active dans la création et la gestion des OPCVM (les établissements de crédit sont, de manière prédominante, les principaux offreurs de produits OPCVM). À la faveur de la réforme des professions boursières, ils ont en outre acheté des sociétés de bourse ou se sont associés avec elles.

Ces redéploiements ont été effectués dans un contexte de concurrence, notamment étrangère, renforcée : la déréglementation des marchés a entraîné un accroissement du nombre des établissements

de crédit étrangers présents ou représentés en France (celui-ci a fortement augmenté, passant de 264 en 1985 à 423 en 1991), désireux de profiter des nouvelles opportunités offertes par les marchés, notamment pour développer des activités d'arbitrage, de placement, de négociation ou de gestion.

Ces évolutions ont modifié le rôle des établissements de crédit et leur ont permis de devenir plus efficaces dans un environnement plus compétitif et donc d'abaisser les coûts de l'intermédiation.

2.3. Conséquences de la désintermédiation pour les agents non financiers

Les bilans des agents non financiers ont été profondément restructurés. Celui des ménages a été modifié à l'actif, du fait de la montée de leurs placements en produits de marché (cf. 1.2.1.). Leur endettement étant exclusivement intermédié, les développements suivants sont, pour l'essentiel, consacrés aux entreprises et aux administrations publiques.

2.3.1. Un déplacement d'une contrainte de liquidité vers une contrainte de solvabilité

La suppression de l'encadrement du crédit et le développement des marchés de capitaux ont assoupli la contrainte de liquidité qui pesait sur les agents économiques (ménages, entreprises), ceux-ci pouvant arbitrer entre diverses sources non rationnées de financements internes et externes et optimiser leurs choix de portefeuille.

2.3.2. Conséquences pour les sociétés et quasi-sociétés non financières

L'essor des marchés de capitaux a permis aux entreprises de renforcer leurs fonds propres et d'accroître leurs appels aux marchés monétaire et obligataire (cf. annexe 6).

Toutefois, en termes nets, le marché financier a reçu autant de fonds de leur part qu'il n'en a fourni (cf. annexe 7), les émissions étant quasi compensées par les acquisitions, même si à tout moment des entreprises y ont individuellement recours. Les entreprises ont, en effet, des emplois en actions et en autres placements en titres d'un ordre de grandeur peu différent de celui de leurs émissions. L'essentiel des sources de financement provient de l'épargne dégagée par les entreprises et du crédit. L'apport décisif du marché est en fait le rôle central qu'il joue dans la restructuration de l'appareil productif : l'augmentation du nombre des opérations de croissance externe de la seconde moitié des années quatre-vingt s'est traduit par des hausses simultanées des cessions et des acquisitions [12].

La mise à disposition des entreprises d'une gamme élargie d'instruments de placement n'a pas pour autant favorisé une éviction des investissements par les placements financiers. De nombreuses études [13], [14], [15], ont montré que l'accroissement des placements des entreprises a correspondu à la recherche d'une gestion de trésorerie plus active ; il a répondu également au souci de constituer des « trésors de guerre » en vue de la réalisation d'opérations de croissance externe ; enfin, il revient dans certains cas, à des comportements attentistes en matière de dépenses dans une conjoncture déprimée.

La déréglementation a-t-elle amélioré les conditions de financement de l'ensemble des entreprises ? Les grandes entreprises supportent généralement des frais financiers proportionnellement moins importants du fait de leur recours plus élevé aux marchés financiers. Des études [16] ont en outre montré que les écarts du coût du crédit bancaire en fonction de la taille de l'entreprise allaient au-delà de la tarification du risque ou d'écarts dans le coût du montage des dossiers : la taille de l'entreprise exerce un effet propre, indépendant du risque de défaillance qui lui est lié. Cette situation peut résulter non seulement de la difficulté des banques à apprécier le niveau de risque réel mais également d'une position concurrentielle plus faible pour les PME que pour les grandes entreprises : l'accès des PME aux marchés de capitaux (qui sont des marchés de gros et de notoriété) reste marginal [17]. L'écart observé en France semble néanmoins proche de celui enregistré dans d'autres pays [3] : le différentiel serait en moyenne de 1,7 point en France, de 1,6 point en Grande Bretagne, de 1,8 point en Italie mais de 0,8 point seulement en Allemagne où il faut prendre en compte l'influence du système de la « Hausbank » ou « banque-maison » et du système des provisions pour retraite.

2.3.3. Conséquences pour l'État

L'État peut apparaître comme premier bénéficiaire de la modernisation des marchés de capitaux français du fait qu'il se finance quasi exclusivement par titres, tandis que les entreprises, surtout les petites, conservent le crédit comme principal moyen de financement externe.

L'accroissement de la part de la dette publique négociable dans l'endettement public total n'en revêt pas moins deux séries de conséquences :

- la gestion de la dette publique devient de plus en plus sensible au niveau des taux d'intérêt ; ces derniers influencent aussi la marge d'autonomie de la politique budgétaire [18] ;

- conformément aux objectifs de la rénovation des techniques de financement de la dette publique négociable, la part des non-résidents dans la détention de cette dette s'est fortement accrue, passant de 3 % en 1987 à près de 35 % en 1992, ce qui fait de la France le pays dont la dette publique est, proportionnellement, la plus largement détenue par les non-résidents [19].

2.4. Conséquences pour la politique monétaire

Les canaux de transmission des impulsions de la politique monétaire sont devenus plus complexes.

2.4.1. Essor des marchés de capitaux et indicateurs de la politique monétaire

2.4.1.1. L'évolution des agrégats de monnaie-objectifs

En France comme dans les principaux pays étrangers, l'Allemagne exceptée, les notions de monnaie, de création monétaire et d'intermédiation financière sont devenues plus floues sous l'effet du décloisonnement des marchés de capitaux et de l'innovation financière. Les liens entre les agrégats de monnaie retenus comme objectifs et l'activité se sont desserrés.

Les solutions adoptées ont différé d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, il a été choisi d'élargir les fourchettes de croissance assignées aux agrégats. Au Royaume-Uni, la Banque centrale est revenue, dans un premier temps, à un agrégat étroit M0, lui aussi assorti d'une marge de variation plus large, avant de privilégier une cible d'inflation.

La démarche adoptée par la Banque de France a, en revanche, consisté à améliorer la représentativité de son agrégat-objectif. Plusieurs réformes ont été conduites entre 1984 et 1987, et la dernière en 1990, afin de suivre les changements intervenus dans la sphère financière. La Banque est passée en 1991 de M2 à l'agrégat M3, plus large (donc mieux protégé contre les conséquences des arbitrages entre les différents types de placement) et qui se prête le mieux aux travaux d'harmonisation européens. Des travaux économétriques menés à la Banque de France ont montré que, dans le cas de M1 et sans doute aussi celui de M3, la vitesse-revenu généralement est stationnaire, même si la tendance peut être « coudée » [20].

La fixation d'un objectif monétaire sur ces agrégats est donc valide.

La vitesse de circulation de M3 a néanmoins été récemment affectée par des chocs ponctuels imputables à des mesures discrétionnaires, comme la modification dans un sens moins favorable de la fiscalité applicable aux OPCVM de court terme ou le grand emprunt d'État de l'été 1993. Elle est également sensible aux déformations de la hiérarchie des taux d'intérêt qui peuvent provoquer des réallocations de portefeuille d'une certaine ampleur. Les phénomènes constatés sont encore trop récents pour qu'il puisse être jugé si, comme il est probable, les chocs enregistrés en 1993 sont transitoires ou s'ils annoncent une instabilité durable de la demande de monnaie.

C'est la raison pour laquelle la Banque de France a choisi, pour 1994, d'assigner à M3 une norme de croissance à moyen terme de 5 %, plutôt qu'une fourchette de variation annuelle : ce choix ne signifie pas l'abandon d'une référence précise, mais permet d'attendre que la vitesse de circulation de la monnaie, déstabilisée sans doute transitoirement par les divers facteurs évoqués plus haut, retrouve une

tendance plus régulière autorisant une prise en compte plus stricte des écarts par rapport à la norme de référence.

2.4.1.2. Le passage d'un critère institutionnel à une approche fonctionnelle

L'élargissement des possibilités de substitution entre actifs financiers, dont la gamme s'est considérablement étendue, a conduit la Banque de France à passer d'un critère institutionnel pour la définition des agrégats à une approche plus fonctionnelle. Elle établit désormais, outre M3 l'agrégat M4 – M3 qui regroupe des placements émis ou gérés par des agents non financiers comme les billets de trésorerie ou les bons du Trésor. Elle surveille aussi des indicateurs représentatifs des autres catégories de placements financiers détenus par les agents non financiers (P1, P2, P3) quels qu'en soient les gestionnaires, ce qui permet de quantifier les arbitrages opérés entre actifs monétaires et les divers types de placement à long terme.

2.4.1.3. Un élargissement du cadre de l'analyse

La Banque centrale a, en outre, été amenée à surveiller d'autres indicateurs, (comme les courbes de rendements, la balance des paiements, les prix des actifs...). Parmi ceux-ci, l'endettement intérieur total (EIT) a pris une place privilégiée, les fluctuations conjoncturelles du taux d'intermédiation pouvant conduire à une appréciation erronée des orientations monétaires.

Agrégat large regroupant l'ensemble des ressources d'endettement dont disposent les agents non financiers résidents, qu'elles soient procurées par le système financier ou par le marché, l'EIT est analogue au concept américain de « total domestic non financial debt ». L'EIT permet d'analyser les différents mouvements de substitution pouvant se produire entre demandes de financement et entre instruments, sans être lui-même affecté par eux, pour peu que ces mouvements n'entraînent pas de variations du volume global des financements, alors qu'ils ont une incidence forte sur les agrégats monétaires.

Cet avantage de l'EIT est devenu particulièrement manifeste en 1993, ce qui a conduit la Banque à le promouvoir au rang d'indicateur privilégié de la politique monétaire. En 1993, la croissance de l'EIT a été nettement supérieure à celle du PIB en valeur, alors que l'évolution de M3, corrigée des effets des mesures discrétionnaires (cf. 2.4.1.1.), lui était juste comparable. Cette évolution est imputable à un double phénomène de substitution : conformément au jeu des stabilisateurs automatiques (cf. 2.1.5.), la demande de financement de l'État a pris le relais de celle des autres agents économiques, la distribution des ressources ainsi collectées étant effectuée via le déficit budgétaire. En liaison avec cette substitution entre demandes de financement, l'expansion des financements par émission de titres a été très vigoureuse tandis que l'évolution des encours de crédit a été atone.

Cette approche est de plus pleinement cohérente avec l'utilisation des taux d'intérêt comme instrument principal puisque les taux ont pour fonction d'équilibrer les marchés de la monnaie et du crédit [18].

2.4.2. Développement des marchés et instruments de politique monétaire

La liberté totale des mouvements de capitaux et l'innovation financière ont rendu plus délicate la mise en œuvre des réserves obligatoires. Certains pays n'y ont pas recours, tels le Royaume-Uni, la Suisse et la Belgique. D'autres ont été amenés à les réduire progressivement, comme les États-Unis ou le Japon, en fonction de considérations d'ordre conjoncturel. Enfin, en Allemagne, même si la Banque fédérale d'Allemagne a, ces dernières années, réduit à plusieurs reprises le montant des réserves obligatoires afin de préserver la compétitivité de la place financière allemande, cet instrument continue à jouer un rôle important. La France se range dans la deuxième catégorie : afin de contribuer à une réduction de conditions internes de crédit que ne permettait pas le niveau des taux du marché monétaire, les réserves ont été fortement abaissées en 1992. Cette différence avec l'Allemagne paraît imputable à

un processus d'innovation financière et de désintermédiation nettement plus précoce et plus développé en France.

Par ailleurs, l'essor des émissions de titres de créances négociables et des instruments de couverture des risques semble être en partie à l'origine de la concentration très marquée des transactions sur le marché interbancaire sur les termes les plus courts, le jour le jour en particulier [21]. L'utilisation de ce marché à des fins de prise de position sur les taux est, en effet, concurrencée par les produits dérivés (moins consommateurs de fonds propres pour les établissements de crédit) et, pour ce qui est de son rôle dans le refinancement des crédits accordés à la clientèle, par le recours à l'émission de certificats de dépôt, de BISF ou de BMTN. La Banque centrale ne peut être indifférente à ces évolutions qui affectent le marché où s'effectuent en premier lieu ses interventions.

2.4.3. L'efficacité de la politique monétaire

La libération des mouvements de capitaux a favorisé une interdépendance internationale des taux d'intérêt qui a fortement contraint la politique monétaire depuis qu'elle vise à une régulation indirecte. La stabilité du change est une condition de la confiance des non-résidents détenteurs du tiers de la dette publique négociable.

De son côté, la déréglementation financière a rendu les canaux de transmission de la politique monétaire plus complexes. Les effets mécaniques de l'action par les taux sur les agents économiques sont devenus moins clairs, moins directs et parfois contradictoires ; s'exerçant plus souvent qu'autrefois au travers des marchés leur constatation empirique devient moins évidente ; ils demeurent cependant établis [18].

Ainsi, le développement de l'utilisation des produits dérivés influence les canaux de transmission de la politique monétaire de différentes manières [10]. Par exemple, grâce à leur utilisation, les établissements de crédit peuvent couvrir plus facilement qu'auparavant leurs engagements vis-à-vis de leurs clients ou les risques engendrés par leur activité propre. Ceci devrait, en théorie, renforcer l'impact de la politique monétaire en faisant porter sur le seul secteur non financier l'intégralité d'une variation des taux directeurs, cet effet pouvant toutefois être limité par l'existence de positions propres chez les établissements de crédit. Mais, d'un autre côté, l'essor des marchés des produits paraît également de nature à « retarder » l'impact à court terme de la politique monétaire sur la demande interne : en l'absence de tels marchés, les agents qui y ont désormais recours pour se prémunir du risque auraient révisé à la baisse leurs plans de dépense si ce risque se réalisait.

En dépit de cette complexité accrue, la politique monétaire française a conservé son efficacité parce que son action s'exerce dans un contexte relativement favorable [22] :

– les bilans bancaires, caractérisés par un quasi-équilibre entre les ressources et les emplois référencés à taux de marché, ne font pas obstacle au maniement des taux directeurs et permettent une transmission rapide des changements d'orientation de la politique monétaire sur le secteur non financier ;

– l'impact d'un ajustement de ces taux (hors effet induit sur les taux à long terme) sur le revenu global des agents non financiers est toutefois influencé par la structure de leurs actifs et passifs ; le revenu des ménages, créditeurs nets, est particulièrement sensible aux évolutions des taux directeurs : alors que leur endettement est pour l'essentiel à taux fixe ou libellé sur les taux à long terme, ils détiennent une part importante de placements référencés sur les taux monétaires ; en revanche, les entreprises sont moins affectées par les ajustements de taux directeurs : débitrices nettes (en termes d'encours, car en flux elles ont dégagé une capacité de financement en 1992 et 1993), une part significative et croissante de leur endettement bancaire (actuellement de l'ordre de 40 %) est référencée sur des taux fixes ou à long terme ; de plus, celles qui ont eu recours à l'émission d'actions peuvent choisir, en phase descendante du cycle d'activité, de réduire leur distribution de dividendes, ce qui leur

offre un degré de liberté supplémentaire ; de son côté, la dette des administrations publiques est pour l'essentiel indexée sur les taux obligataires ;

– l'importance des financements indexés sur les taux à long terme et de l'émission d'actions contribue ainsi à amortir l'impact des variations de taux directeurs ; il convient toutefois de noter également qu'elle protège de ce fait les ANF contre les effets éventuellement trop brutaux de la politique monétaire.

Au total, le rôle du taux d'intérêt à court terme sur l'économie a eu tendance à se réduire et celui des taux longs à s'accroître. L'action monétaire doit donc intégrer beaucoup plus que par le passé la structure de la courbe des taux sur laquelle la Banque centrale n'exerce d'influence qu'au travers de sa crédibilité.

Le développement et l'ouverture internationale particulièrement rapide des marchés de titres ont exercé des effets bénéfiques pour l'économie française en permettant l'amélioration de la structure de financement des agents, et la diversification de leurs placements, ainsi qu'en rendant l'intermédiation plus compétitive et plus efficace.

Même si le recours aux crédits bancaires demeure le principal mode de financement de l'économie, l'essor des marchés de capitaux n'en a pas moins entraîné des conséquences multiples pour la politique monétaire. La portée de ses décisions en est amplifiée, toute variation des taux directeurs étant diffusée plus largement, mais les réactions de l'économie semblent être devenues plus incertaines. Son rôle est également devenu plus complexe : elle est désormais conduite à dépasser le cadre strict de l'intermédiation bancaire pour s'intéresser aux conditions de l'équilibre sur l'ensemble des marchés de capitaux.

Ces évolutions confirment que l'objectif final de la politique monétaire ne peut être que la stabilité des prix, choix effectué par les autorités monétaires dès 1983 et désormais inscrit à l'article 1 du nouveau statut de la Banque de France. Cette orientation fondamentale est en outre de nature à fournir un appui indispensable au système financier français dans le cadre de l'achèvement de son processus d'adaptation au marché financier européen intégré.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- [1] V. Levy Garboua et B. Weymuller, « Macroéconomie contemporaine », *Économica*, 1985.
- [2] « Les mutations du système financier et la politique monétaire ; les cas des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Allemagne », *Cahiers économiques et monétaires* n° 40, 1992.
- [3] Rapport « Prospective financière : banques, assurances, marché » du groupe Prospective financière et bancaire du Commissariat général du Plan, septembre 1992.
- [4] J. Cordier et P. Jaillet, « Cycle économique et mutations financières en France : quelques implications de et pour la politique monétaire », note Banque de France, réunion des économistes de banques centrales à la BRI les 17 et 18 novembre 1992.
- [5] J. Dessaint et J.-J. Santini, « Les mutations du Système financier français depuis le début des années quatre-vingt », *Notes bleues*, 2/1990.
- [6] P. Taillepied et C. de Bressieux, « Le financement de l'économie entre 1980 et 1992 », *Notes bleues*, janvier 1994.
- [7] Conseil national du crédit, Rapport 1991.
- [8] *Statistiques monétaires et financières annuelles*, 1992.
- [9] Conseil national du crédit : « Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit », janvier 1993.
- [10] « Les marchés de produits dérivés en France », *Bulletin de la Banque de France* n° 2, février 1994.
- [11] Conseil national du crédit, Rapport 1992.
- [12] Conseil national du crédit : « Épargne stable et financement de l'investissement », mars 1994.
- [13] A. Épaulard et D. Szpiro, « Placements financiers et investissement des firmes », Communication aux 6^e journées de micro-économie appliquée, Orléans, mai 1989.

[14] M. Fried et O. Gaudry, « La politique des placements financiers des entreprises industrielles », Revue d'économie financière, juin-septembre 1988.

[15] M. Bardos, « Y a-t-il effet d'éviction des placements financiers des sociétés sur leurs investissements productifs ? », Banque de France, Centrale des bilans, 1993.

[16] M. Boutillier et S. Dérangère, « Le taux de crédit accordé aux entreprises françaises : coût opératoire des banques et primes de risque de défaut », Revue économique, mars 1992.

[17] M. Castel et Y. Ullmo, « La nouvelle intermédiation », Revue d'économie financière, printemps 1991.

[18] A. Icard, « Les effets de la politique monétaire dans un environnement financier en mutation », Cahiers économiques et monétaires n° 40, 1992.

[19] J.-P. Patat, « La détention des titres de la dette publique par les non-résidents », Colloque Banque de France-Université, novembre 1993.

[20] J. Henry et P. Sicsic, « Stationnarité autour d'une tendance déterministe « coudée » de la vitesse de circulation de la monnaie », Communication aux 9^e journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Nantes, 11 et 12 juin 1992.

[21] L. Paul, « L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français », Bulletin de la Banque de France n° 1, janvier 1994.

[22] B. Enfrun et J. Cordier, « Les facteurs qui affectent le processus de transmission des modifications de taux directeurs en France », contribution pour la réunion des économistes de banque centrale, 16 et 17 novembre 1993.

ANNEXE 1a

**PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES
DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES
EN VIGUEUR AU 31 MARS 1994**

Instruments Caractéristiques	Certificats de dépôt	Bons des institutions et sociétés financières
Nature des émetteurs	Établissements de crédit habilités à recevoir des dépôts et assujettis aux réserves obligatoires, c'est-à-dire : banques, banques mutualistes ou coopératives, caisses d'épargne et de prévoyance, caisses de crédit municipal, Caisse des dépôts et consignations	<ul style="list-style-type: none"> – Institutions financières spécialisées – Sociétés financières, y compris les maisons de titres, dont le capital est au moins égal à 15 millions de francs, dont l'activité n'est pas limitée à la délivrance de cautions – Sociétés anonymes de crédit immobilier (SACI) dont les fonds propres sont au moins égaux à 30 millions de francs Ces établissements doivent être assujettis aux réserves obligatoires
Durée	de 10 jours à 2 ans	de 10 jours à 2 ans
Montant minimal	1 million de francs ou s'il s'agit d'une émission en devises étrangères, contrevalant 1 million de francs	
Rémunération	<ul style="list-style-type: none"> – Taux fixe, toutefois pour les titres d'une durée initiale supérieure à un an la rémunération peut varier en application d'une clause d'indexation – Si l'index retenu est lié à des taux constatés sur le marché interbancaire, il doit faire référence à un taux prédéterminé relatif à des placements d'une durée au moins égale à un mois 	
Garantie éventuelle	Les certificats de dépôt et les BISF peuvent être garantis par un établissement visé à l'article 18 modifié de la loi du 24 janvier 1984 (banque, banque mutualiste ou coopérative, caisse d'épargne et de prévoyance, caisse de crédit municipal, société financière ou institution financière spécialisée) habilité par son statut à délivrer de telles garanties	
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement	
Monnaie d'émission	Franc français ou toute devise étrangère sauf opposition temporaire de la Banque de France	
Gestion, domiciliation	Possibilité sur demande des émetteurs, d'être gérés en compte courant sur les livres de la Banque de France	

**PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES
DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES
EN VIGUEUR AU 31 MARS 1994**

Instruments Caractéristiques	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor
Nature des émetteurs	<ul style="list-style-type: none"> – Entreprises résidentes et non résidentes autres que les établissements de crédit ayant 2 ans d'existence sous la forme de sociétés par actions, entreprises du secteur public, sociétés coopératives, GIE ou sociétés en nom collectif composés uniquement d'émetteurs potentiels – Institutions de la CEE et organisations internationales dont la France est membre – Établissements de crédit non implantés en France émettant en devises étrangères 	<ul style="list-style-type: none"> – Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôts, des BISF ou des billets de trésorerie. – Émission en francs ou en devises étrangères. 	État français
Durée	de 10 jours à 1 an	de 1 an 1 jour sans limitation de durée	Non réglementée (actuellement des bons sont émis pour des durées de 13, 26, 52 semaines, 2 ans et 5 ans)
Montant minimal	1 million de francs ou s'il s'agit d'une émission en devises étrangères, contrevaieur de 1 million de francs		Non réglementé (en pratique, 1 million de francs)
Rémunération	Taux fixe	<ul style="list-style-type: none"> – Rémunération librement déterminée. – Elle peut varier en application d'une clause d'indexation. – Si l'index retenu est lié à des taux constatés sur le marché interbancaire, il doit faire référence à un taux prédéterminé relatif à des placements d'une durée au moins égale à un mois. 	Taux fixe
Garantie éventuelle	Les billets peuvent être garantis par une entreprise, elle-même habilitée à en émettre et ayant un lien de capital d'au moins 20 % avec l'entreprise émettrice. Toutefois les billets d'un montant compris entre 1 et 3 millions de francs peuvent être cautionnés par les établissements de crédit	En fonction de la nature de l'émetteur, ils peuvent être garantis selon les règles respectivement applicables aux certificats de dépôts, BISF et billets de trésorerie.	
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement		Fixé par adjudication
Monnaie d'émission	Franc français ou toute devise étrangère sauf opposition temporaire de la Banque de France		
Gestion, domiciliation	Possibilité, sur demande des émetteurs, d'être gérés en compte courant sur les livres de la Banque de France		Dépôt en compte courant à la Banque de France
	Domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit installé en France	Pour les entreprises et pour les banques non résidentes domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit installé en France	

ANNEXE 5a

L'INTERMÉDIATION DES FINANCEMENTS OFFERTS AUX AGENTS NON FINANCIERS								
<i>(en termes d'encours)</i>								
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A...	2 373,8	2 787,7	3 319,9	3 935,8	4 332,3	4 898,6	5 778,9	6 634,3
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B...	652,5	816,9	1 023,4	1 211,7	1 238,4	1 407,3	1 701,7	1 996,6
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C...	1 721,2	1 970,9	2 296,5	2 724,1	3 094,0	3 491,3	4 077,3	4 637,7
– par les établissements de crédit : D..	1 651,4	1 880,6	2 180,9	2 587,2	2 947,9	3 321,5	3 828,7	4 289,8
– par les OPCVM : E.....	14,8	19,5	26,2	34,4	41,4	53,8	96,3	157,0
– par les sociétés d'assurances : F.....	55,0	70,8	89,4	102,5	104,7	116,0	152,3	190,9
Taux d'intermédiation (en %) : C/A	72,5	70,7	69,2	69,2	71,4	71,3	70,6	69,9
– par les établissements de crédit : D/A	69,6	67,5	65,7	65,7	68,0	67,8	66,3	64,6
– par les OPCVM : E/A.....	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,7	2,4
– par les sociétés d'assurances : F/A	2,3	2,5	2,7	2,6	2,4	2,4	2,6	2,9
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A...	7 522,1	9 218,7	10 310,0	11 055,9	13 408,5	14 243,4	15 354,3	16 203,1
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B...	2 341,0	3 375,7	3 881,9	4 081,8	5 513,9	5 675,2	6 109,3	6 537,7
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C...	5 181,0	5 843,0	6 428,1	6 974,0	7 894,4	8 568,2	9 245,0	9 665,4
– par les établissements de crédit : D..	4 718,3	5 122,5	5 587,4	6 045,2	6 727,5	7 292,2	7 842,2	8 115,3
– par les OPCVM : E.....	229,8	398,2	476,6	532,6	661,7	721,6	772,3	825,8
– par les sociétés d'assurances : F.....	232,9	322,3	364,1	396,2	505,2	554,4	630,5	724,3
Taux d'intermédiation (en %) : C/A	68,8	63,4	62,3	63,1	58,9	60,2	60,2	59,7
– par les établissements de crédit : D/A	62,7	55,6	54,2	54,7	50,2	51,2	51,1	50,1
– par les OPCVM : E/A.....	3,0	4,3	4,6	4,8	4,9	5,1	5,0	5,1
– par les sociétés d'assurances : F/A	3,1	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,5

Source : Banque de France (TOF trimestriel et maquetteMefisto)

L'INTERMÉDIATION DES FINANCEMENTS OFFERTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(en termes d'encours)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A.....	1 362,1	1 584,8	1 815,2	2 059,5	2 158,3	2 432,3	2 790,4	3 295,7
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B.....	408,5	519,6	646,8	749,9	705,8	786,7	914,8	1 142,8
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C.....	953,6	1 065,2	1 168,4	1 309,6	1 452,5	1 645,6	1 875,6	2 152,9
– par les établissements de crédit : D.....	907,0	1 004,5	1 095,1	1 231,6	1 375,5	1 556,4	1 752,4	1 980,2
– par les OPCVM : E.....	9,4	12,5	15,7	17,8	18,9	24,7	41,1	67,9
– par les sociétés d'assurances : F.....	37,2	48,2	57,6	60,2	58,1	64,5	82,1	104,8
Taux d'intermédiation (en %) : C/A.....	70,0	67,2	64,4	63,6	67,2	67,6	67,1	65,3
– par les établissements de crédit : D/A.....	66,6	63,4	60,3	59,8	63,7	64,0	62,7	60,0
– par les OPCVM : E/A.....	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,5	2,1
– par les sociétés d'assurances : F/A.....	2,7	3,0	3,2	2,9	2,7	2,6	2,9	3,2
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A.....	3 731,8	4 646,1	5 103,7	5 574,8	6 901,6	7 114,4	7 545,7	8 161,5
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B.....	1 356,8	1 998,9	2 298,5	2 529,5	3 351,5	3 200,6	3 269,7	3 582,4
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C.....	2 375,0	2 647,2	2 805,2	3 045,3	3 550,1	3 913,8	4 276,0	4 579,1
– par les établissements de crédit : D.....	2 150,5	2 304,9	2 419,9	2 641,3	3 012,5	3 359,7	3 681,1	3 915,3
– par les OPCVM : E.....	95,4	161,3	192,6	209,5	259,4	261,3	269,4	291,5
– par les sociétés d'assurances : F.....	129,1	181,0	192,7	194,5	278,2	292,8	325,5	372,3
Taux d'intermédiation (en %) : C/A.....	63,6	57,0	55,0	54,6	51,4	55,0	56,7	56,0
– par les établissements de crédit : D/A.....	57,6	49,6	47,4	47,3	43,6	47,2	48,8	47,9
– par les OPCVM : E/A.....	2,6	3,5	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6
– par les sociétés d'assurances : F/A.....	3,4	3,9	3,8	3,5	4,0	4,1	4,3	4,6

Source : Banque de France (TOF trimestriel et maquette Mefisto)