

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

Gunther Capelle-Blancard*
Jézabel Couppey-Soubeyran**

* CADRE, Université Lille II & TEAM-CNRS

** TEAM-CNRS, Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Motivations

- Mieux estimer le taux d'intermédiation des financements
- Effectuer une comparaison européenne (SEC 95)
- Montrer que l'essor des financements de marché ne signifie pas le déclin des financements intermédiés

Traitement des données

- Comptes nationaux Eurostat, SEC 95
 - Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Italie, Norvège, Portugal, Pays-Bas, Suède
 - Période 1994-2001
- Indice de volume (utilisé pour déflater les encours en valeur)

Base Eurostat (1)

Les agents non financiers (ANF)

- Les sociétés non financières (S11)
- Les APU (S13)
- Les ménages (S14)
- Les ISBLSM (S15)
- Le RDM (S2)

Base Eurostat (2)

Les intermédiaires financiers (IF)

Au sein des sociétés financières (S12)

- Les autres institutions financières monétaires (S122) : banques et caisses d'épargne
- Les autres intermédiaires financiers (S123) : sociétés d'investissement, OPCVM,...
- Les auxiliaires financiers (S124) : courtiers,...
- Les assurances et fonds de pension (S125)

Base Eurostat (3)

Les opérations financières

- F3 : titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés
- F4 : crédits
- F5 : actions et autres participations.

Le taux d'intermédiation des financements

Définition : Part des financements intermédiés (A) dans le total des financements externes (B)

- B ne pose pas de difficulté
- La définition de A est plus délicate

Financements externes des ANF (B)

- B_{ANF} = S des crédits et des titres (TCN, obligations, actions et autres participations) émis par les ANF

$$\begin{aligned}\Rightarrow B_{ANF} &= F4 \text{ à l'actif des } S12 \\ &+ F3 \text{ au passif des } S11, S13, S2 \\ &+ F5 \text{ au passif des } S11, S2\end{aligned}$$

Financements intermédiés (A)

- **Approche par la demande** : point de vue des ANF qui « demandent » un financement
- **Approche par l'offre** : point de vue des IF qui « offrent » un financement

Financements intermédiés (A)

- **Approche par la demande :**

$$AD_{ANF} = \text{crédits}$$

$$= F4 \text{ à l'actif des S12}$$

- **Approche par l'offre :**

$$AO_{ANF} = \text{crédits} + \text{titres détenus par les IF}$$

$$= F4 \text{ à l'actif des S12} + \mathbf{I}_{IF}$$

Clés de répartition

- $K_{ij} = F_i$ à l'actif des S_j / F_i à l'actif de tous les secteurs

Avec $S_j = S_{122}, S_{123} \& S_{124}, S_{125}$ et $F_i = F_3, F_5$

- Les titres émis par les ANF et détenus par les IF s'obtiennent alors par la relation :

$$I_{S_j} = \sum_i (K_{ij} * F_i \text{ au passif des ANF})$$

Avec $I_{S_{122}} + I_{S_{123} \& S_{124}} + I_{S_{125}} = I_{IF}$

Calcul des taux d'intermédiation

- Taux en termes de demande:

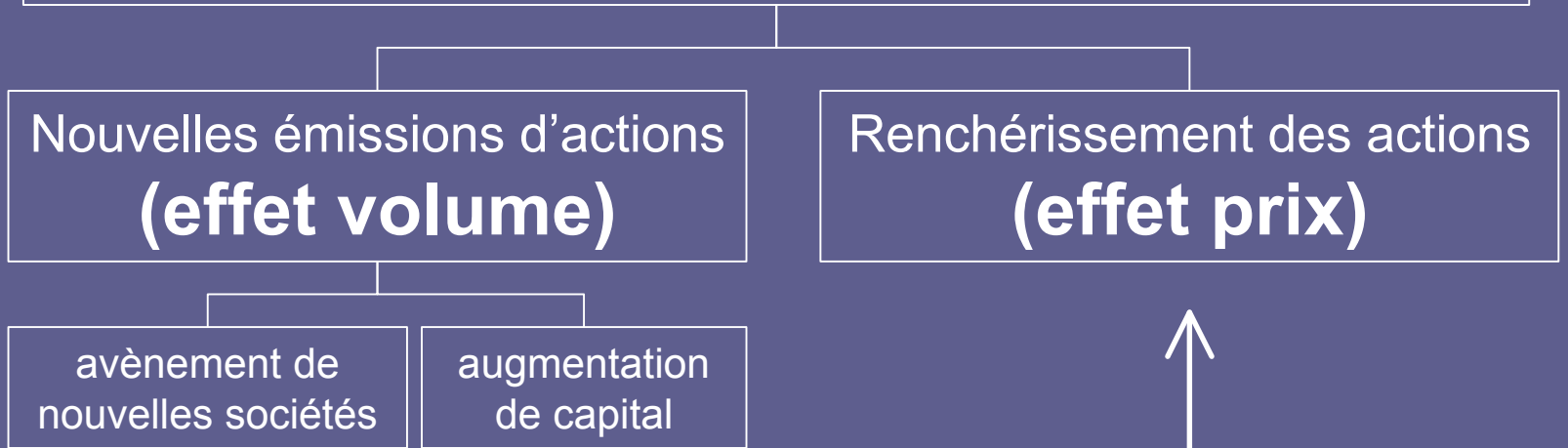
$$TD_{ANF} = AD_{ANF} / B_{ANF}$$

- Taux en termes d'offre :

$$\begin{aligned} TO_{ANF} &= AO_{ANF} / B_{ANF} \\ &= TD_{ANF} + (I_{IF} / B_{ANF}) \end{aligned}$$

Taux en volume : motivation

Essor de la capitalisation boursière



↑
Ne répond pas à une
logique de financement

Correction proposée

- Pour parvenir à une évaluation «réelle» du taux d'intermédiation, il faut corriger les encours de titres actions de la réévaluation
- Pour cela, on rapporte les encours de titres en valeur courante à un indice de prix

Construction de l'indice (1)

- On calcule l'indice de prix à partir des séries comptables d'encours et de flux
- On rapporte la valeur de fin de période des titres (actions) à leur valeur de début de période, à quantité constante
- Problème : déterminer la quantité de titres sur laquelle porte la réévaluation

Construction de l'indice (2)

1er cas - Si on suppose que les flux sont tous enregistrés en fin d'année t :

- valeur de début de période = encours de fin d'année précédente (E_{t-1})
- valeur de fin de période = encours de fin de période (E_t) diminué des flux (F_t)

$$\text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} * (E_t - F_t) / E_{t-1}$$

Construction de l'indice (3)

2ème cas - Si on suppose que les flux sont tous enregistrés en début d'année t :

- valeur de début de période = encours de fin d'année précédente (E_{t-1}) à laquelle s'ajoutent les flux (F_t)
- valeur de fin de période = encours de fin de période (E_t)

$$\text{Indice}_t = \text{Indice}_{t-1} * E_t / (E_{t-1} + F_t)$$

Construction de l'indice (4)

Approximation :

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

Résultats

- Valeur / Volume
- En termes de demande / en termes d'offre
- Taux sectoriels : SNF / APU
- Part de marché des IFs

Valeur / Volume

- Baisse des taux en valeur
- Stabilité des taux en volume

⇒ L'orientation à la baisse du taux d'intermédiation en valeur provient, pour l'essentiel, de la valorisation boursière

Valeur / Volume

- En France, taux en termes de demande des ANF
 - en volume : 43.20% en 1994 → 33.88% en 2000
 - en valeur : 43.85% en 1994 → 22.63% en 2000
- « Désintermédiation » largement amoindrie :

Taux de croissance en moyenne annuelle

	Volume	Valeur
Belgique	-3.00%	-5.22%
Suède	-2.55%	-7.94%
Norvège	-1.53%	-3.18%
Finlande	-3.11%	-9.11%
France	-3.97%	-10.44%
EUROPE	-1.72%	-5.90%

Demande (TD) / offre (TO)

Taux en volume

- Europe : TD \cong 43% // TO \cong 66 %
- L'écart (TO-TD) > 20 points dans 7 pays;
>15 points (All, Aut, Port, Fin, Norv)
- Pour une large part, les financements de marché sont finalement intermédiés

Taux sectoriels : SNF / APU

- La mutation financière n'a pas bouleversé le comportement financier des ANF, hormis celui des APU
 - Pour les SNF, le crédit demeure un important moyen de financement externe
 - Les APU se financent de plus en plus par titres, acquis pour une large part par les IF

Taux sectoriel SNF

- TD_{SNF} en volume (stable ou en hausse) :

Europe : 56.56% en 1995 → 65.00% en 2000

France : 46.38% en 1994 → 46.97% en 2000

Espagne : 47.22% en 1995 → 76.33% en 2001

Pays-Bas : 51.89% en 1994 → 61.79% en 2001

Norvège : 48.95% en 1995 → 57.89% en 2001

Taux sectoriel APU

- L'écart important entre TD_{APU} et TO_{APU} traduit bien la modernisation opérée en matière de gestion des finances publiques
- La baisse des crédits octroyés aux APU explique en grande partie la $\downarrow TD_{ANF}$
- Cette baisse est largement compensée par la \uparrow des investissements des IF dans des titres émis par les APU

Taux sectoriel APU

■ TD_{APU} en volume (en baisse) :

Europe : 24.03% en 1994 → 19.01% en 2000

France : 30.76% en 1994 → 17.83% en 2000

Allemagne : 40.00% en 1995 → 35.43% en 2001

Espagne : 21.82% en 1995 → 13.76% en 2001

(!) Norvège : 29.93% en 1994 → 56.51% en 2001

Italie : 7.68% en 1995 → 6.10% en 2001

Taux sectoriel APU

■ TO_{APU} en volume (relativement stable) :

Europe : 61.17% en 1994 → 59.08% en 2000

France: 75.46% en 1994 → 68.38% en 2000

Allemagne : 71.15% en 1995 → 68.50% en 2001

Espagne : 72.04% en 1995 → 67.41% en 2001

Norvège : 67.72% en 1994 → 70.93% en 2001

Suède : 28.81% en 1994 → 42.03% en 2000

Italie : 42.69% en 1995 → 46.65% en 2001

Part de marché des IFs

- Les estimations en valeur amplifient l'évolution des parts de marché entre les banques et les autres intermédiaires dans le financement des économies européennes.
- L'évaluation en volume atténue la participation des autres intermédiaires et réévalue celle des banques.

Moindre baisse de la part de marché des banques

- En Europe, TO_{ANF} par les établissements de crédits : 57.01% en 1995 → 53.37% en 2000 (soit une baisse de 1,31% par an en moyenne sur la période contre -5.08% en valeur)
- Seules les banques du Portugal (+1.06%) et de la Suède (+4.03%) voient leur part de marché croître en moyenne sur la période (contre resp. -0.02% et -6.83% en valeur)

Moindre augmentation de la part de marché des autres IF

- La part des entreprises d'investissement dans le financement de l'économie a augmenté de plus de 10% par an en moyenne (contre 13.43% en valeur) pour atteindre 6,20% en 2000
- Celle des compagnies d'assurance et des fonds de pension a cru de 2.06% par an en moyenne (contre 3.05% en valeur) pour atteindre 6.04% en 2000

Conclusion

- L'intermédiation des financements n'a pas décliné
- L'essor des marchés va de paire avec celui des IF