

Cours développé

Bilans et équilibres financiers fondamentaux selon l'analyse « pools de fonds »

1. le refus du critère du cyclique et de l'acyclique, et de celui de l'exigibilité / liquidité

A partir des limites des deux analyses précédentes, l'analyse dite « pools de fonds » affecte donc les financements aux besoins selon leur nature (*non financière versus financière*), et non plus selon les cycles ou degrés de liquidité / exigibilité.

11 - Les « capitaux mis en œuvre », les *CMO*, et leur financement par les ressources propres

* Le « pool » des capitaux économiques internes employés (les *CMO*) et leur financement par les « stocks » de ressources propres

Le capital (*économique*) investi (*CI*), plus souvent appelé les « *capitaux mis en œuvre* », les *CMO*, forment donc le premier ensemble, le premier « pool » de fonds correspondant à des emplois. Ils sont donc formés de deux masses financières :

- Les immobilisations incorporelles et corporelles brutes (donc avant amortissement) à l'exclusion des immobilisations financières (participations, autres titres immobilisés, prêts à long terme) ; il s'agit du *capital économique fixe* ;
- mais aussi des *BFR bruts* d'exploitation, qui est bien un « stock » de *capital économique circulant*.

Ces emplois, ces stocks de capitaux économiques sont censés être financés, dans cette analyse, par les seuls « stocks » de fonds propres, dont amortissements et provisions perçus comme une composante du « stock » d'autofinancement. Il s'agit d'un stock de ressources financières, des « étiquettes » du passif mentionnant l'origine des ressources employées à l'actif.

* Le stock de capital économique employé et le « stock » de capital en tant que ressources financières

Rappelons que *la notion de capital est double, duale*.

La notion de capital économique (de même que la notion d'investissement quand seront considérés les flux financiers) est bien *double* : *capital économique fixe*, ici limité au capital non financier (ou flux d'investissement en capital fixe), *mais aussi en capital économique circulant, en BFR d'exploitation*, hors *BFR financiers* (ou flux d'investissements en capital circulant : la *variation des BFR*).

On ne pense pas en général au capital circulant quand on mentionne les flux d'investissements ou les stocks correspondants ; le plus souvent, la notion de capital économique (en stock) ou d'investissement (en flux) ne renvoie qu'au seul capital fixe. Or est « capital » toute partie de la production non encore consommée : les stocks - même les invendus... - en font donc partie.

Ne pas confondre le capital économique, un emploi des ressources, avec les « *comptes de capitaux* » de *la comptabilité*, qui sont donc des ressources (capitaux propres, dettes financières).

12 - Les capitaux économiques financiers et leur financement par les ressources empruntées

Le même type d'analyse stocks d'emplois et « stocks » de ressources concerne les actifs financiers et les ressources empruntées.

* Le « pool » des capitaux économiques financiers

Ces emplois financiers sont *également du capital économique, mais investi ailleurs qu'à l'« intérieur » de l'entreprise*. Ils sont formés :

- des immobilisations financières (participations, autres titres immobilisés, prêts stables) qui ont été exclues des *CMO* ;

- des disponibilités $T(+)$ hors placements (inclus dans cette analyse dans les immobilisations financières... ce qui pose problème, du moins selon l'analyse fonctionnelle horizontale).

Les *BFR* hors exploitation sont souvent oubliés ou rattachés aux emplois divers qui leurs correspondent.

* Le « pool » des ressources empruntées, ou « stocks » de capitaux-ressources empruntés

En face, au niveau des ressources, apparaissent les dettes, longues et courtes [dont $T(-)$].

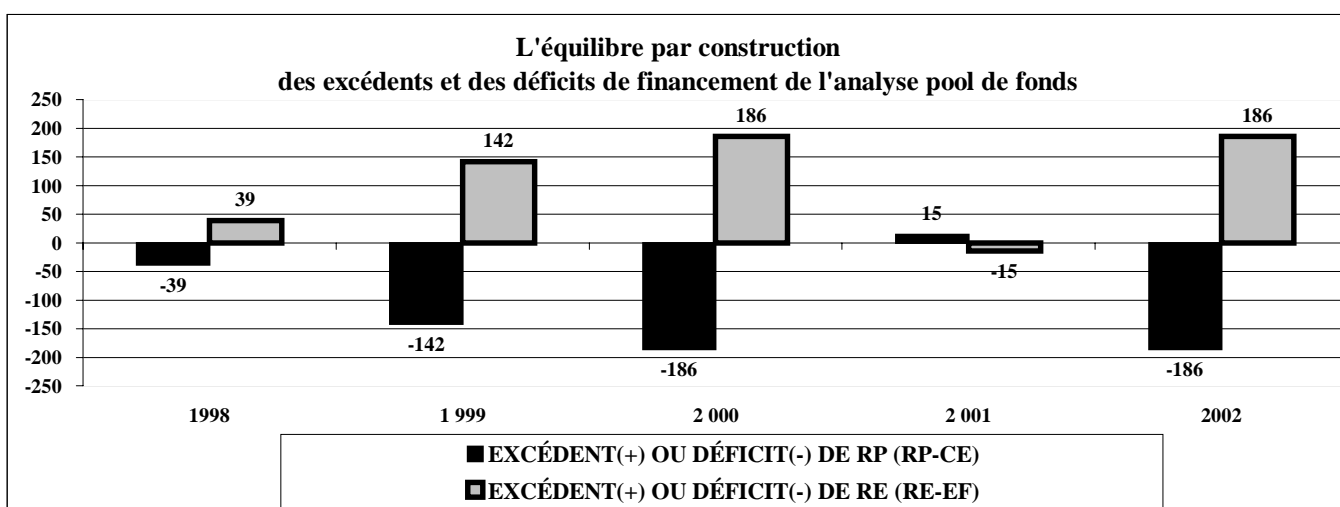
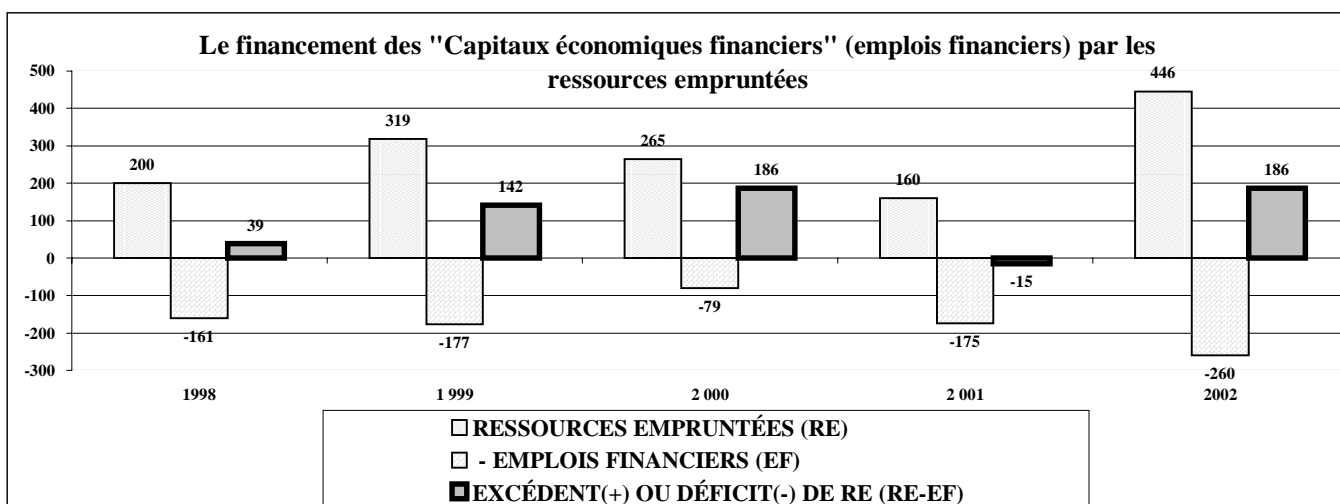
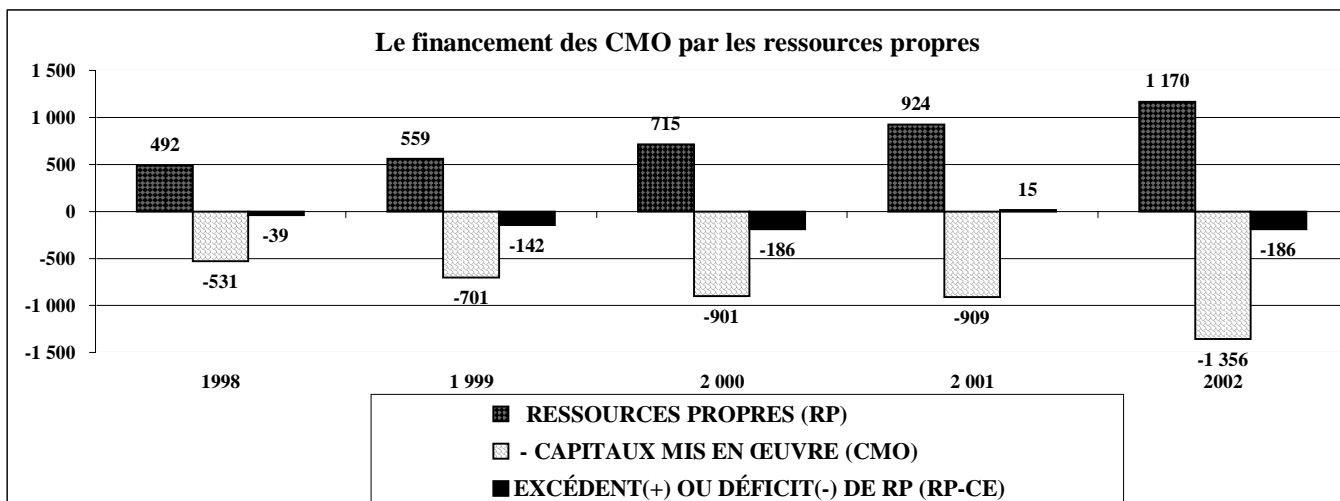
* Les différences entre les deux pools de fonds

La différence la plus importante concerne l'opposition entre les ressources propres et les ressources empruntées. La seconde renvoie à *l'opposition entre la croissance interne et la croissance externe*, les emplois financiers mélangeant néanmoins à la fois les immobilisations financières et les liquidités qui peuvent provenir d'un excédent de ressources propres sur les *CMO*. Ce simple constat induit déjà des possibilités de critiques.

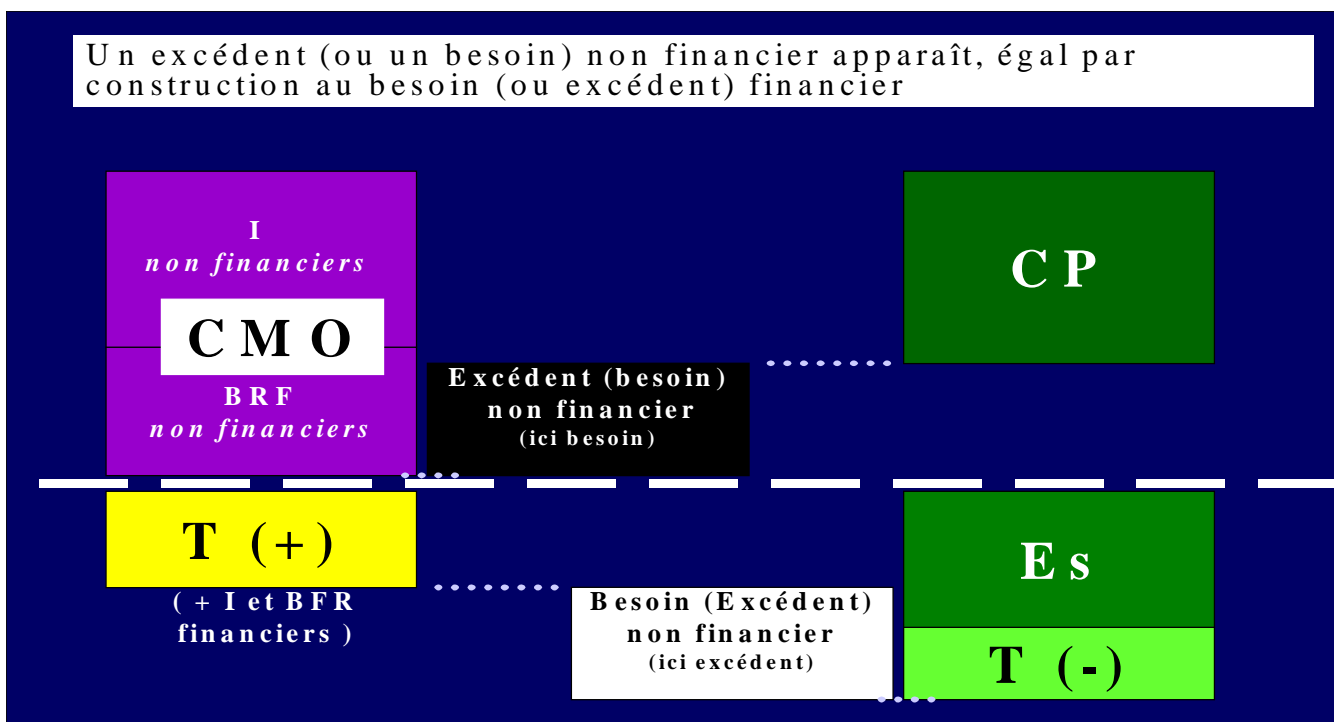
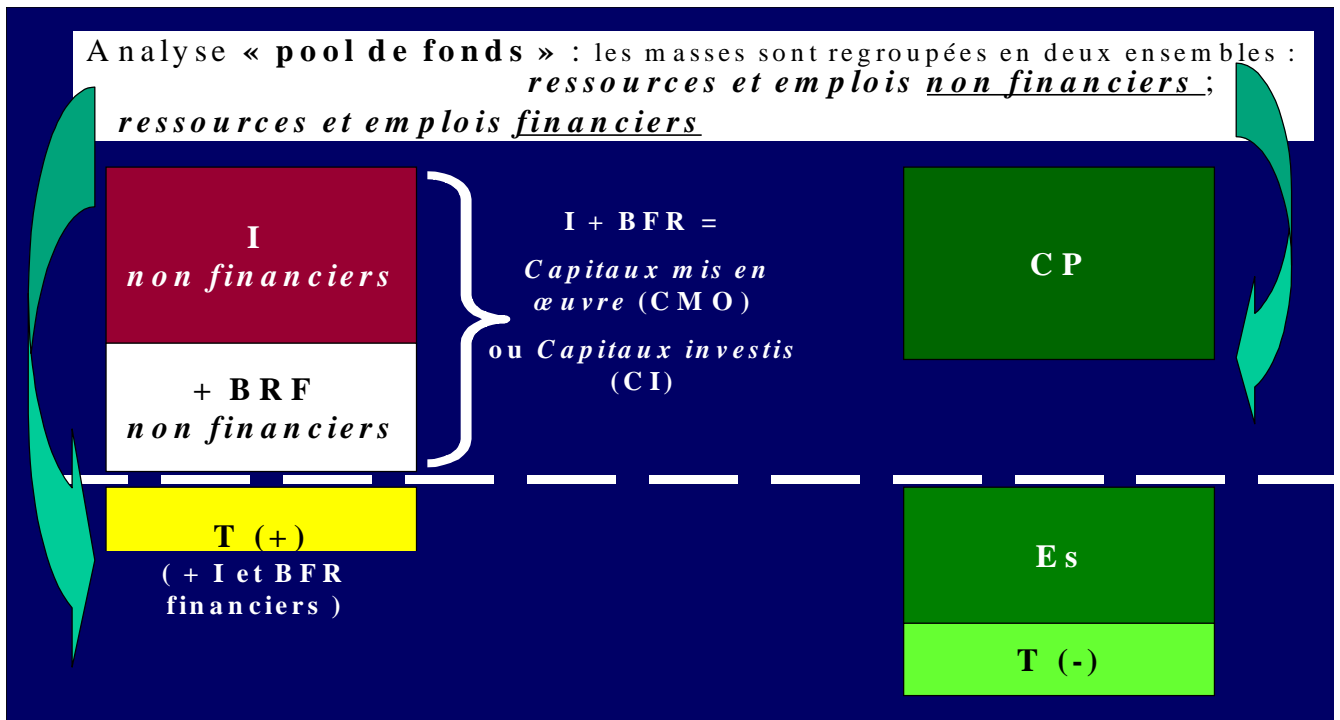
On trouvera ci-dessous un exemple de bilan « pool de fonds » « traditionnel », un peu plus complexe que dans le cours de base, en faisant apparaître les deux soldes significatifs.

BILANS FONCTIONNELS 'POOLS DE FONDS' SCHEMATIQUE

	1998	1999	2000	2001	Prévisions 2002
CAPITAUX PROPRES	420	429	480	591	677
+ Amortissements et provisions d'exploitation	72	130	235	333	493
= RESSOURCES PROPRES (RP)	492	559	715	924	1170
Immobilisations d'exploitation y compris crédit-bail	400	592	698	748	993
+ BFR exploitation	131	109	203	161	363
= CAPITAL ECONOMIQUE (CE) ou CAPITAUX MIS EN ŒUVRE (CMO)	531	701	901	909	1356
EXCÉDENT(+), OU DÉFICIT(-) DE RP (RP-CE)	-39	-142	-186	15	-186
+ Endettement y compris crédit-bail	120	230	150	100	250
+ ressources hors exploitation (-BFRHE)	80	89	96	23	46
+ Concours de trésorerie	0	0	19	37	150
RESSOURCES EMPRUNTÉES (RE)	200	319	265	160	446
+ besoins hors exploitation (+BFRHE)	0	0	0	0	0
+ Immobilisations hors exploitation (financières)	30	39	39	39	84
+ liquidités	131	138	40	136	176
EMPLOIS FINANCIERS (EF)	161	177	79	175	260
EXCÉDENT(+), OU DÉFICIT(-) DE RE (RE-EF)	39	142	186	-15	186



On peut schématiser comme suit cette analyse.



13 – Le retraitement du crédit-bail

Dans l'analyse « pool de fonds » il est obligatoire de retraiter le crédit-bail. En effet, la valeur brute de l'actif financé par cette méthode est rajoutée à l'actif des capitaux investis, les amortissements correspondants au passif non financier en ressources propres, mais la différence, la valeur résiduelle, apparaît en dettes financières, ce qu'elle est de fait.

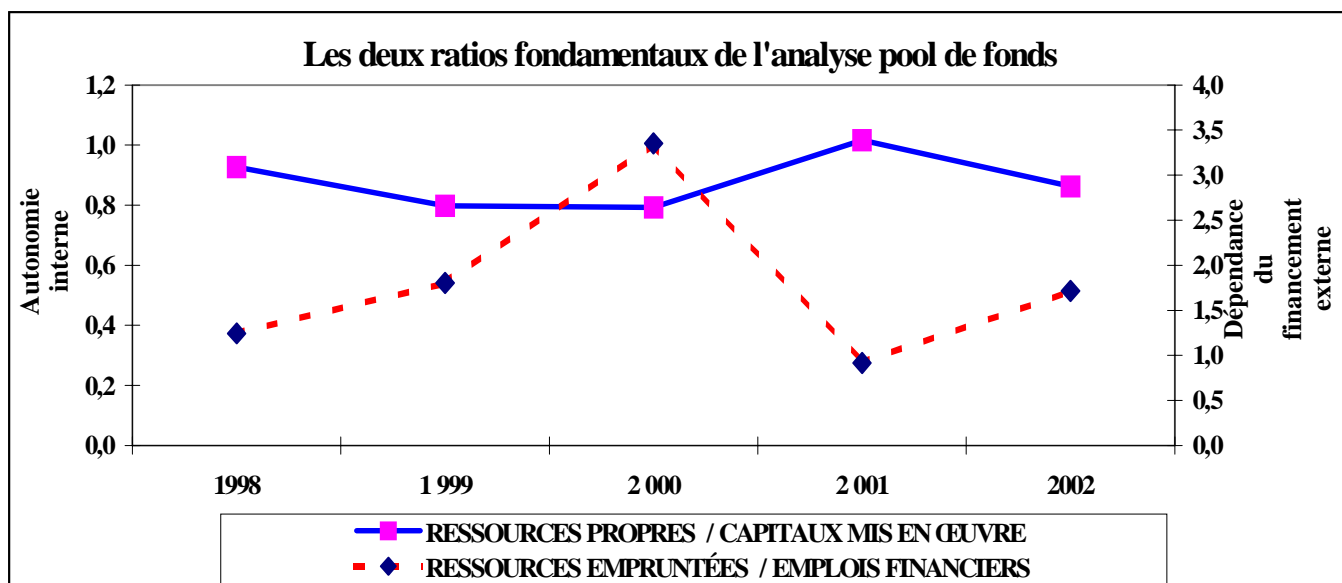
14 – Les deux ratios fondamentaux de l'analyse pool de fonds

On peut résumer les équilibres financiers fondamentaux de cette analyse en mettant en rapport les deux pools de ressources et d'emplois. On obtient deux ratios qui renvoient à l'indépendance du financement interne des emplois internes et au financement externe des emplois financiers.

On peut l'illustrer avec notre exemple.

Les deux ratios de l'analyse pool de fonds

	1998	1999	2000	2001	Prévisions 2002
RESSOURCES PROPRES / CAPITAUX MIS EN ŒUVRE	0,9	0,8	0,8	1,0	0,9
RESSOURCES EMPRUNTÉES / EMPLOIS FINANCIERS	1,2	1,8	3,3	0,9	1,7



2 - Les critiques de l'analyse « pool de fonds » mais un apport au diagnostic stratégique

21 – Une erreur technique fondamentale

Dans le stock de fonds propres, apparaissent les résultats ou autofinancement cumulés ; or *ces derniers sont évidemment influencés par les phénomènes financiers* (charges et produits, directement, et IS, l'impôt sur les sociétés, indirectement). Le « pool » ressources propres est donc pollué par les phénomènes isolés par ailleurs des emplois et ressources de créances et dettes financières.

Il est possible de corriger cette erreur fondamentale en corrigeant les postes. Mais il faut remonter à moins l'infini... On peut se contenter de « rétropoler » ces corrections à une année de base récente ; mais on obtient une « usine à gaz » sans beaucoup d'intérêt. Nous l'indiquons néanmoins ci-dessous pour les curieux.

BILANS FONCTIONNELS
"POOLS DE FONDS" "corrigé"

Il s'agit de rétropoler les charges financières et l'économie d'IS
corespondante, à partir d'une année de base (ici 1998)

	1998	1999	2000	2001	Prévisions 2002
CAPITAUX PROPRES	420	429	480	591	677
+ Amortissements et provisions d'exploitation	72	130	235	333	493
+ Charges hors exploitation nettes d'impôt cumulées	base 98 = 0	33	61	84	105
<i>dont + Charges financières cumulées sur emprunts</i>	base 98 = 0	7	13	18	30
<i>dont + Charges ou - Produits hors exploitation cumulés</i>	base 98 = 0	59	109	149	180
<i>dont - Economie d'impôt cumulée due à l'endettement et assimilé</i>	base 98 = 0	-33	-61	-84	-105
= RESSOURCES PROPRES CORRIGÉES (RPC)	492	592	777	1008	1275
Immobilisations d'exploitation	400	592	698	748	993
<i>dont Immo.corporelles hors crédit-bail</i>	400	492	598	648	893
<i>dont Immobilisations en crédit-bail</i>	0	100	100	100	100
+ BFR exploitation	131	109	203	161	363
= CAPITAL ECONOMIQUE (CE)	531	701	901	909	1356
EXCÉDENT(+) OU DÉFICIT(-) DE RP (RPC-CE)	-39	-109	-125	98	-81
VARIATION		-70	-16	223	-180
+ Endettement stable	120	230	150	100	250
<i>dont endet. stable hors Crédit-bail</i>	120	150	90	60	230
<i>dont financement par Crédit-bail</i>	0	80	60	40	20
+ ressources hors exploitation	80	89	96	23	46
+ Concours de trésorerie	0	0	19	37	150
RESSOURCES EMPRUNTÉES ET HORS EXPLOITATION (RE)	200	319	265	160	446
+ besoins hors exploitation	0	0	0	0	0
+ Immobilisations hors exploitation	30	39	39	39	84
+ liquidités	131	138	40	136	176
+ liquidités perdues dues aux coûts hors exploitation nets d'impôt	base 98 = 0	33	61	84	105
<i>dont + Charges financières sur emprunts</i>	base 98 = 0	7	13	18	30
<i>dont + Charges ou - Produits hors exploitation cumulés</i>	base 98 = 0	59	109	149	180
<i>dont - Economie d'impôt due à l'endettement</i>	base 98 = 0	-33	-61	-84	-105
EMPLOIS FINANCIERS CORRIGES (EFC)	161	210	140	259	365
EXCÉDENT(+) OU DÉFICIT(-) DE RE (RE-EF)	39	109	125	-98	81
VARIATION		70	16	-223	180

22 – Une vision néanmoins stratégique

Cette analyse a l'inconvénient de distinguer trop brutalement le capital économique investi hors capital économique financier des immobilisations financières, en fait de *distinguer trop brutalement les conséquences sur les situations de bilan de la croissance externe opposée à la croissance interne*, opposition assez formelle d'ailleurs dans la structuration des grands ou petits groupes consolidés.

Elle laisse également de côté la notion de *FR*, celle de *BFR* n'apparaît que comme résumé en tant que capital circulant investi (ce qui laisse de côté la question importante des délais d'écoulement, en particulier de paiement). La notion de trésorerie $T = T(+) + T(-)$ disparaît également et les disponibilités sont considérées comme l'objet de décisions autonomes.

Il reste néanmoins une vision de l'entreprise beaucoup plus stratégique (diagnostic stratégique lié aux stratégies de produits selon leur cycle de vie et les excédents ou besoins financiers dégagés¹) que l'on retrouvera dans les *tableaux (pluriannuels) des flux financiers* dans la troisième partie du cours.

En fait, beaucoup de ces inconvénients peuvent être levés (traitement correct des BFR hors exploitation, retour à la notion de trésorerie nette, analyse plus fine de la croissance externe etc.). On présentera concrètement ci-dessous plusieurs analyses « pool de fonds » possibles. Par exemple, le « Tableau du capital engagé » de la Centrale des bilans de la Banque de France, né en 1987, allie les avantages de ce dernier type d'analyse à ceux de l'analyse fonctionnelle. Elle tient compte, remarquons-le, de la question du crédit bail déjà mentionnée.

On trouvera ci-dessous ce tableau « mixte ».

¹ Voir les "matrices" BCG, ADL, Mc Kinsey, etc. dont nous reparlerons dans l'analyse des flux financiers.

**BILAN MIXTE : FONCTIONNEL "HORIZONTAL"
ET FONCTIONNEL "POOL DE FONDS"
(Cf. le "TABLEAU DU CAPITAL ENGAGÉ"
DE LA CENTRALE DES BILANS DE LA BDF, 1987)**

	1998	1 999	2 000	2 001	Prévisions 2002
Immobilisations d'exploitation, y compris crédit-bail + Immobilisations financières = ACTIF IMOBILISÉ	400 30 430	592 39 631	698 39 737	748 39 787	993 84 1077
+ BFRE = CAPITAUX INVESTIS	131 561	109 740	203 940	161 948	363 1440
+ BFRHE + Liquidités <i>dont placements</i> <i>dont disponibilités</i>	-80 131 60 71	-89 138 30 108	-96 40 0 40	-23 136 0 136	-46 176 0 176
= CAPITAL ENGAGE	612	789	884	1 061	1570
Réserves d'autofinancement <i>dont réserves et résultat</i> <i>dont amort. et prov. hors Crédit-Bail</i> <i>dont amort. des immob. en Créd.-Bail</i>	192 120 72 0	259 129 110 20	385 150 195 40	494 161 273 60	640 147 413 80
+ Capital et primes = FINANCEMENT PROPRE	300 492	300 559	330 715	430 924	530 1170
+ Endettement stable <i>dont endet. stable hors Crédit-bail</i> <i>dont financement par Crédit-bail</i>	120 120 0	230 150 80	150 90 60	100 60 40	250 230 20
= FINANCEMENT STABLE	612	789	865	1 024	1420
+ Crédits de trésorerie	0	0	19	37	150
= CAPITAL ENGAGE	612	789	884	1 061	1570
FONDS DE ROULEMENT NET GLOBAL = FINANCEMENT STABLE - ACTIF IMOBILISÉ	182	158	128	237	343
- BFR (= - BFRE - BFRHE)	-51	-20	-107	-138	-317
= TRÉSORERIE NETTE	131	138	21	99	26

23 – Analyse « pool de fonds » et passage d'une économie d'endettement à une économie de marché de capitaux

* Les différentes méthodes de financement

L'analyse fonctionnelle horizontale trouve son principal sens dans le cas où les crédits de trésorerie sont des crédits bancaires de trésorerie de coût nettement plus élevés que les financements longs, de marché ou intermédiés par les banques. Or, dans une économie de marché, l'« argent n'a pas d'odeur » ; il n'y a pas lieu d'opposer un endettement à court terme avec un endettement à long terme, surtout si le premier coûte plus cher que le second. En terme de **rentabilité**, cette loi est incontournable. Mais elle pose la question du **risque** pris en compte par les analyses patrimoniales et même, dans une certaine mesure, par

l'analyse fonctionnelle horizontale ; on a vu plus haut à la leçon précédente que la question des ressources et emplois stables ou « acycliques » et « cycliques » ne pouvait s'opposer catégoriquement à celle du long et du court terme en ce qui concerne la liquidité et l'exigibilité.

De plus, il n'est pas évident d'opposer le financement par capitaux propres à celui par l'endettement, les deux renvoyant, dans une économie libéralisée, aux marchés de capitaux.

Posons une question toute simple : Qu'est ce que le financement ?

La question du *financement* est en effet simple : comment financer ses dépenses ? Soit en achetant directement à crédit¹, soit en tentant d'obtenir de l'argent liquide. Le financement par le crédit fournisseurs, un « *anti-BFR* », est pourtant inclus dans l'analyse pool de fonds dans le capital circulant économique... De même que le financement des clients, source de *BFR*. En toute rigueur, l'analyse pool de fonds ne devrait retenir dans les *BFR* que le capital économique circulant des stocks. On connaît l'importance de ce phénomènes dans la *Grande distribution*.

Le crédit interentreprises mis à part, on peut s'*autofinancer*, en obtenant des revenus², ou recourir à un *financement externe*. Il existe **deux types** de financements externes : le *financement direct* et le financement *intermédié par les banques*. Le financement direct est censé s'effectuer par *transfert d'épargne*³ de ceux qui ont trop de monnaie pour leurs besoins actuels (agents à *capacité de financement*) vers ceux qui n'en ont pas assez (agents à *besoin de financement*). Là aussi deux possibilités : soit le recours aux prêts, soit celui aux capitaux propres⁴.

Au financement direct s'oppose le financement intermédié⁵ qui s'effectue par le crédit bancaire où quand les banques, les *Agents Financiers*, les *AF*, achète aux *Agents Non financiers*, aux *ANF*, des titres sur le marché⁶.

¹ C'est le crédit inter entreprises, clients et fournisseurs.

² L'autofinancement des ménages comme des entreprises est leur épargne, disponible pour l'investissement.

³ Mais cette « épargne préalable » peut provenir d'un crédit bancaire : on emprunte pour acheter en bourse !

⁴ Les *titres*, les reconnaissances de dettes correspondantes, sont soit *non-négociables* sur un marché, soit *négociables* sur les marchés de capitaux (pour les titres *longs* les marchés dits *financiers*, les bourses, avec les marchés obligations et actions ; pour les titres *courts* les marchés dits monétaires). Tout financement direct n'est donc pas forcément un financement *de marché* au sens propre, contrairement à ce que l'on dit d'habitude rapidement.

⁵ Deux économistes, Gurley et Shaw (*La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, original en anglais de 1960, Cujas, Paris, 1974) opposèrent théoriquement ces deux types de financement dès 1960, mettant l'accent à la fois sur la mutualisation des risques par les intermédiaires financiers et leur possibilité de création monétaire. On remarquera tout de suite un problème de vocabulaire qui en dit long sur les certitudes des économistes de la monnaie : financement *intermédié* doit vouloir dire que les banques jouent le rôle... d'intermédiaires entre les déposants de liquidités et les emprunteurs. En fait, par le crédit bancaire, elles jouent le rôle d'intermédiaire entre les emprunteurs et... elles-mêmes : l'intermédiation est donc une « fausse intermédiation » : ce ne sont pas « *les dépôts qui font les crédits* » mais « *les crédits qui font les dépôts* ». Ce point est central : quand une banque prête de l'argent, on a l'impression qu'elle prête de l'argent déposé par les *Agents Non Financiers*, les *ANF*, à capacité de financement aux *ANF* à besoin de financement ; en fait, elles créent *toujours* de la monnaie. De la « vraie » ou de la « fausse » monnaie ? La question et les incertitudes de la réponse sont encore d'actualité à l'aube du 3^e millénaire : « *L'action des banques consistait à remettre des billets contre de l'or que l'on déposait et à prêter indirectement cet or par l'escompte. Ce faisant, y avait-il création monétaire ? pas forcément car tout se passait comme si un particulier avait prêté son or à un entrepreneur. Mais peut-être que oui. La théorie quantitative fut une longue suite de questions de ce type, constamment renouvelée par l'introduction de nouveaux usages bancaires et de nouveaux moyens de crédits* ». Ce doute se trouve dans *l'Histoire de la pensée économique* (Economica, Paris, 2000), de François Etnier. La solution n'y est pas donnée et un léger doute subsiste ; on laisse le soin aux économistes de résoudre cette énigme.

⁶ C'est de plus en plus ce que font les banques qui se financent sur les marchés financiers, de capitaux et monétaires, ce qu'on appelle en général la *marchéisation*.

* Deux types théoriques d'économie opposés par le type de financement et la création monétaire dans l'économie d'endettement

De profonds bouleversements touchent l'économie financière, et singulièrement la française depuis une quinzaine d'années. Il s'agit du passage d'une *économie d'endettement*¹, intermédiée par le crédit bancaire² (souvent contrôlé directement ou indirectement par la politique économique de l'Etat), à une *économie de marchés de capitaux*, à financement désintermédié où les banques tendent à être remplacées par l'accès direct des agents non financiers aux marchés de capitaux, en parfaite harmonie avec le libéralisme triomphant.

Le principal atout pour les libéraux des vertus de cette évolution - outre l'amenuisement, voire la disparition de l'interventionnisme étatique, direct ou indirect, évidemment - est la lutte contre l'inflation³. Il faut y ajouter au moins deux vertus « techniques » : d'une part, le coût du financement (le taux d'intérêt) y est théoriquement plus faible, le circuit étant « direct » ; d'autre part les marchés répartissent les risques qui, sinon, sont pris par un nombre plus restreint de banques⁴. On peut parler d'une économie de marché de capitaux libéralisée et tournée vers les actions⁵. Cet aspect est quelquefois précisé, en particulier par Christian Saint-Etienne qui donne ses faveurs à une *économie* de fonds propres⁶.

On présente ci-dessous la Structure des placements des ménages et évolution du taux d'intermédiation en France sur la décennie 90 pour quelques éléments statistiques. La financiarisation de l'économie française y est évidente sur la décennie des années 90, néanmoins déformée par le boom ou la bulle des années 1995-1999 ; l'évolution du taux d'intermédiation est plus difficile selon le critère utilisé : « *intermédiation à l'ancienne* » par le seul crédit bancaire ou « *nouvelle intermédiation* ».

En effet, la modification de la structure des placements des ménages entre 1988, peu de temps après les réformes qui ont dopé l'économie de marché de capitaux, et 1998 est phénoménale. Baisse relative des placements monétaires et explosion des placements financiers, notamment en actions - par le boom des cours essentiellement depuis 1995 et jusqu'en 1999-2000 - car les obligations sont stagnantes en valeur absolue et très décroissantes en valeur relative. Les « actifs monétaires » décroissent en valeur relative des placements mais représentent une part croissante du revenu disponible des ménages. Même la monnaie au sens strict de moyen de paiement qui ne représentait en 1988 que moins du quart du revenu disponible compte en 1998 pour nettement plus du tiers : les ménages en moyenne - tous les ménages sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres... - sont donc devenus plus « riches » en stocks de placements, même en monnaie au sens strict, relativement à leur revenu. Autrement dit, le processus de possibilité de déthésaurisation de la monnaie ou des actifs monétaires, ou même des placements risqués, dans un but de dépense, est incomparablement plus importante à la fin du XX^e siècle qu'une dizaine d'années auparavant : les seuls actifs monétaires représentaient en 1998 13 mois de revenu moyen, contre

¹ La théorie de l'opposition entre *Economie d'endettement* et *Economie de marché de capitaux* date de 1974 et est l'œuvre du Britannique - dit keynésien - nobélisé John Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, 1974, (*La crise de l'économie keynésienne*, Paris, Fayard, 1988). *Economie d'endettement* est la traduction de *Overdraft Economy* (« économie de découvert bancaire ») opposé à *Auto Economy*, où les « fonds propres » sont mis en avant, bien que le financement de marché par émission de titres de créances, surtout les obligations fasse partie de ce type de financement. Christian Saint Etienne, insiste sur ce qu'il nomme une économie de fonds propres... ; à citer

² Le rôle des marchés de capitaux, de la bourse et du marché monétaire, sont alors secondaires dans le financement.

³ Celle-ci serait due aux dérèglements monétaires, à la trop forte création monétaire qui est l'une des caractéristiques de l'économie d'endettement. D'après les ultra libéraux, la croissance économique induirait une création monétaire nette en général supérieure dans une économie d'endettement, à la croissance économique en volume.

⁴ Ce serait, selon certains économistes libéraux, l'explication principale du marasme japonais depuis une décennie.

⁵ C'est en fait, répétons-le, le concept d'origine de Hicks quand il oppose l'*Overdraft Economy* à l'*Auto Economy*.

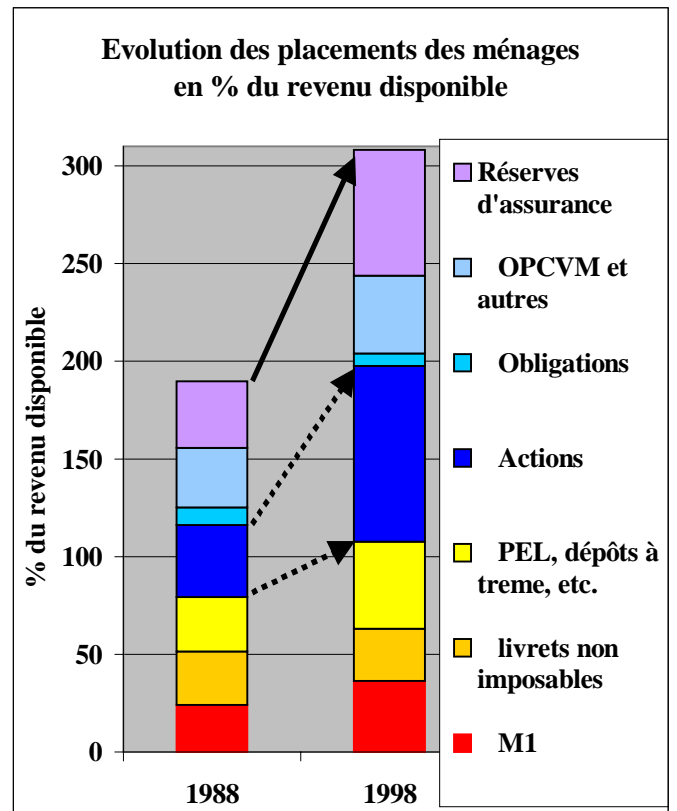
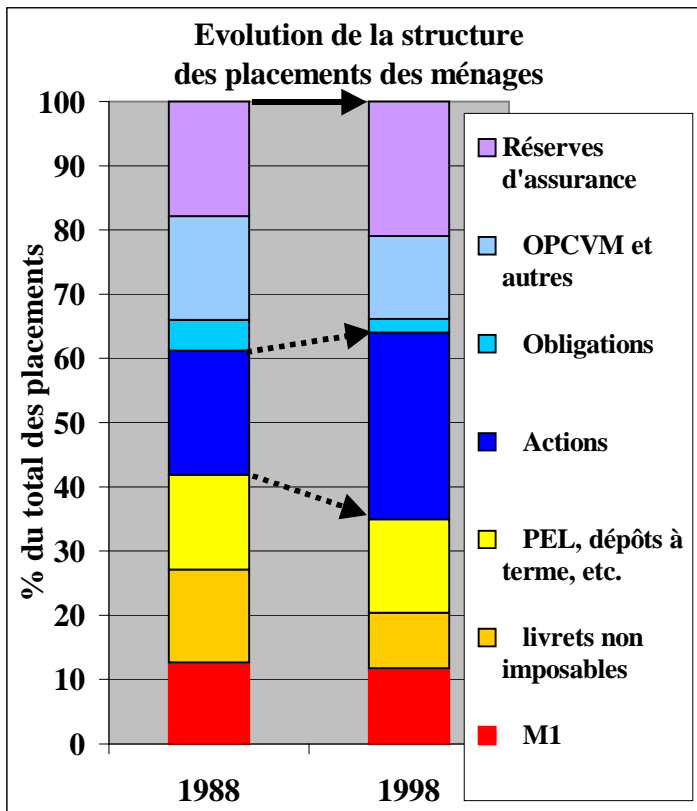
⁶ Voir *Politique financière et entreprise françaises*, Economica, 1987 ; *Financement de l'économie et politique financière*, Hachette Supérieure, 1990. Ce point de vue est rappelé dans *Macrofinance et marchés financiers*, Economica, Poche Economie Appliquée, 1998. L'auteur est l'un des portes paroles de l'idéologie libérale.

moins de 10 mois en 1988 ; tous les placements qui représentaient en 1988 23 mois de revenu, comptent en 1998 pour 37 mois. Le ménage « français moyen » n'a guère besoin du crédit bancaire pour ses petits« coups de cœur » ; les plus pauvres qui veulent néanmoins s'adonner au rêve de la consommation sont par contre de plus en plus sur endettés.

L'évolution de la structure des placements* des ménages en France 1988-1998 :

(l'explosion des actions par le boom boursier à partir de 1995, et la stagnation des obligations)

Milliers de GF courants	1988 milliers GF	% du total	% du revenu disponible	1998 milliers GF	% du total	% du revenu disponible
Actifs monétaires**	3,05	41,9	79,4	5,94	35,0	107,8
dont M1 (monnaie moyen de paiement)	0,93	12,7	24,1	2,00	11,8	36,3
dont livrets non imposables	1,05	14,4	27,4	1,48	8,7	26,8
dont PEL, dépôts à terme, etc.***	1,08	14,8	28,0	2,47	14,5	44,8
Portefeuille-titres	2,93	40,2	76,3	7,50	44,1	136,1
dont Actions	1,41	19,3	36,6	4,96	29,2	89,9
dont Obligations	0,35	4,7	9,0	0,35	2,0	6,3
dont OPCVM et autres	1,18	16,1	30,6	2,20	12,9	39,9
Réserves d'assurance	1,30	17,9	33,9	3,56	20,9	64,5
Total	7,29	100,0	189,6	17,00	100,0	308,4
Revenu disponible			3,85			5,51



* Le terme "placement" doit être pris ici dans son acception générale, *dont* les actifs monétaires, et non dans son acception précise d' "agrégat de placement" qui s'oppose aux "agrégats monétaires".

** Ou "actifs liquides", cette notion dépasse celle des "agrégats monétaires" qui n'inclut pas les PEL (Plans d'Epargne logement).

*** Les PEL faisaient partie des "placements non monétaires" selon la typologie des "agrégats monétaires et de placements" antérieure à 1999, avant l'Euro.

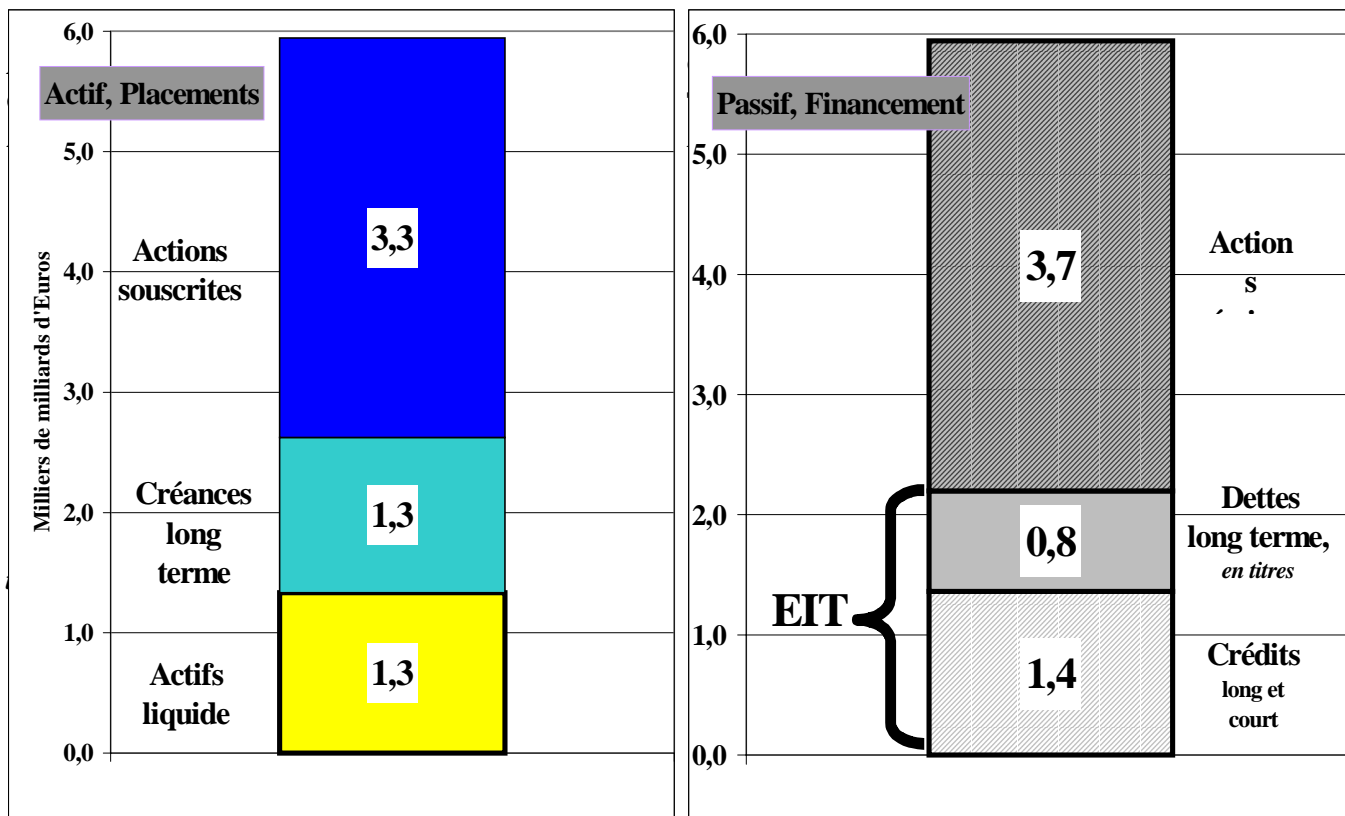
La structure de financement des agents non financiers, des ANF (ménages avec les entreprises et les administrations publiques) fait apparaître en 2000 une structure de financement où, à l'actif comme au passif, le financement direct est largement dominant, avec la prédominance des actions (*souscrites* à l'actif, il s'agit des participations des sociétés, et *émises* au passif (la valeur des actions et autres titres de capitaux propres). Les crédits bancaires correspondent en gros à la masse monétaire au sens large (monnaie moyen de paiement et autres actifs liquides) ; en effet la contrepartie principale de la masse monétaire est formée de ces crédits bancaires.

Tableau des financements et des placements des ANF en France en 2000

(en milliers de milliards d'Euro)

Actif, placements Placements (créances et titres de propriété)	Euros % du total	Passif Financement (dettes et patrimoine net)	Euros % du total
Actifs liquides	1,33 22,4%	Crédits	1,36 22,9%
dont Monnaie et dépôts transférables	0,80 13,4%	dont moins d'un an	0,19 3,2%
dont OPCVM monétaires et TCN	0,28 4,7%	dont plus d'un an	0,98 16,4%
dont Epargne contractuelle	0,26 4,3%	dont agents non résidents et Etat	0,20 3,3%
Placements à long terme	4,61 77,6%	Titres (Dettes financières et divers)	0,84 14,1%
dont Créances long terme et divers	1,29 21,7%	Endettement intérieur total (EIT)	
		EIT = Crédits + Dettes financières & div.	2,20 37,0%
dont Actions et autres participations	3,32 55,9%	Actions et autres participations	4,10 69,0%
Total des placements	5,94 100,0%	Total des financements	6,30 106,0%
		Patrimoine net	-0,36 -6,0%
		Total général	5,94 100,0%

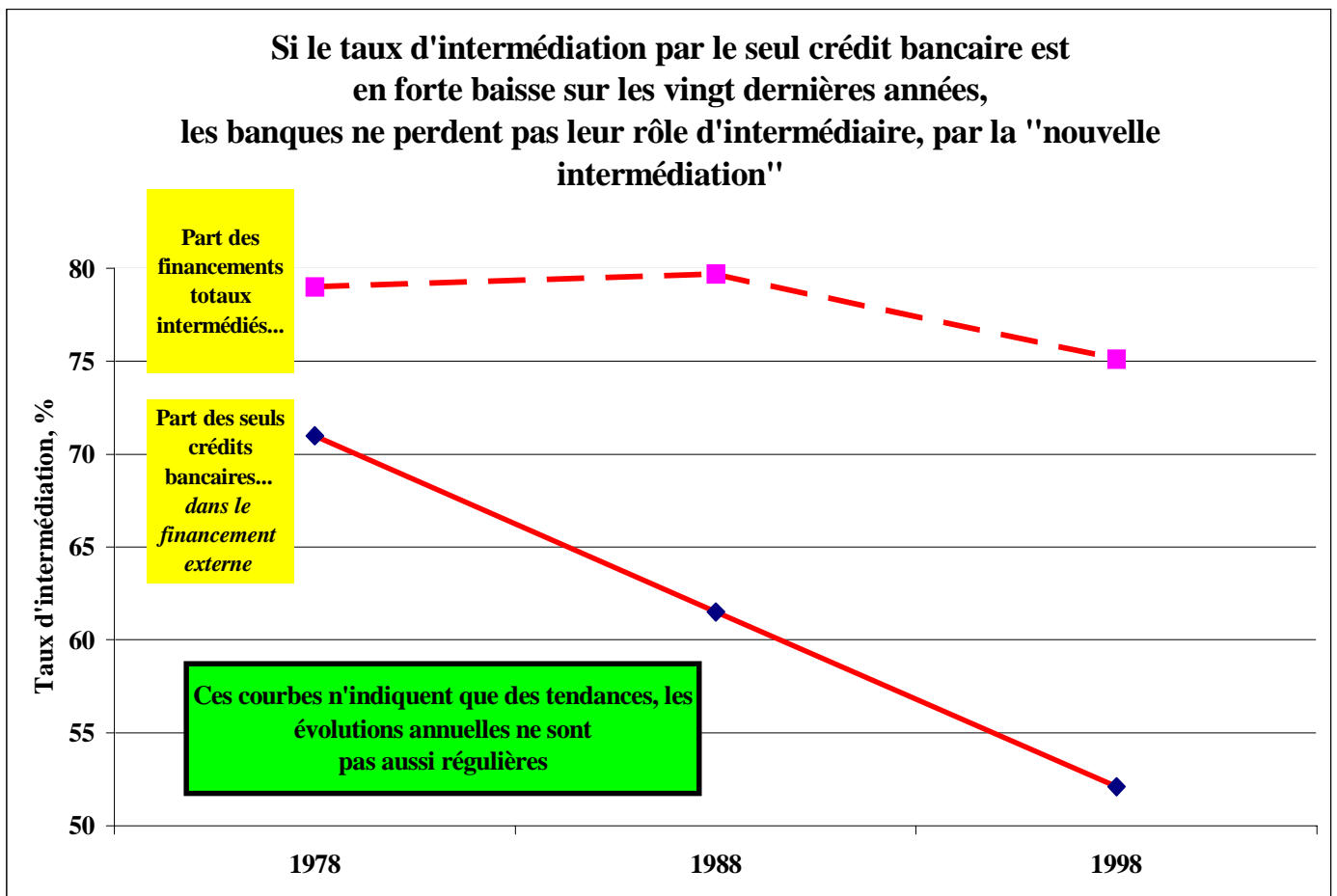
Source : Banque de France, Simplification et structure propre



L'économie réelle est un mélange de ces types théoriques de financement, sous la dominance de l'un des deux. Le calcul du *taux d'intermédiation* qui est censé mesurer la dominance de l'un des types de financement se complique avec la « *nouvelle intermédiation* » *bancaire* (émission et souscriptions de titres sur le marché financier par les banques, *OPCVM* (*Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières*), surtout les *SICAV* (*Sociétés d'Investissement à Capital Variable*) dont la plus grande partie est gérée par les banques). La part des crédits bancaires est passé en France en vingt ans de près des trois quarts à un peu plus de la moitié du financement externe totale : c'est le « vrai » taux d'intermédiation, souvent nommé « au sens étroit ». Le taux « au sens large » est en fait plus stable mais diminue quand même depuis une décennie. Si l'on tient compte des *OPCVM* (moins de 1 % en début et 7 % en fin de période, et des entreprises d'assurance (respectivement un peu plus de 2 % et plus de 8 %), on s'aperçoit que le taux d'intermédiation au sens large des seules banques – en fait les établissements de crédit ou *IFM* (*Institutions financières Monétaires*) – a nettement diminué, presque autant que l'intermédiation par le seul crédit : 76 % en début de période, moins de 60 % en fin de période.

L'évolution des deux taux d'intermédiation en France depuis la fin des années 70

	1978	1988	1998
Taux d'intermédiation par le seul crédit bancaire	71,0	61,5	52,1
Taux d'intermédiation au sens large, part des financements passant par les intermédiaires financiers	79,0	79,7	75,1



Source : Banque de France et Conseil national du crédit et des titres, D'après Plihon, op. cit. p. 66. Elaboration Patrick Castex.