



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIERES EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS 1995-2000

Etude menée pour le compte du Commissariat Général du Plan

Didier DAVYDOFF
Auguste MPACKO PRISO

31/05/02

SOMMAIRE

1. Les engagements au passif des entreprises non financières américaines dans les Flows of Funds.....	3
1.1. La composition du secteur.....	3
1.2. La nomenclature des opérations.....	4
1.3. Evolution des engagements des entreprises non financières américaines à l'égard des tiers entre 1995 et 2000.	7
1.4. La ligne « market value of equities » dans les <i>Flows of Funds</i>	12
2. Les engagements des entreprises non financières européennes à l'égard des tiers dans le SEC 95	13
2.1. La composition du secteur.....	13
2.2. La nomenclature des opérations des entreprises non financières.....	13
2.3. Evolution des engagements des entreprises non financières européennes à l'égard des tiers entre 1995 et 2000.	16
3. Comparaison du passif des entreprises non financières américaines et européennes.	24
3.1. Le ratio engagements à l'égard des tiers / actif brut	24
3.2. La structure du passif	25
Conclusion	34

L'objet de cette étude est d'analyser et de comparer les modes de financement des entreprises non financières américaines et européennes, à travers une analyse de la taille et la structure agrégée de leur bilan.

Nous exploiterons deux sources de données. En premier lieu, nous utiliserons les comptes des entreprises retracés par la comptabilité nationale européenne et les *Flows of Funds* américains. En second lieu, nous recourrons à diverses bases de données individuelles des entreprises, afin d'améliorer l'évaluation des actions des entreprises non cotées.

Dans les deux premières parties, nous présenterons successivement les composantes du passif des entreprises américaines et européennes. Dans la troisième partie, nous tenterons une comparaison entre le passif des entreprises européennes et celui des entreprises américaines.

1. Les engagements au passif des entreprises non financières américaines dans les *Flows of Funds*

1.1. La composition du secteur

Dans les *Flows of Funds*, le secteur des entreprises non financières comprend trois sous-secteurs :

- > les entreprises non financières non agricoles (tableaux F. 102 et L. 102);
- > les entreprises individuelles non agricoles (F. 103 et L. 103);
- > les entreprises agricoles (F. 104 et L. 104).

Dans un but de comparaisons avec les données du SEC 95, nous avons affecté les deux derniers sous-secteurs, les entreprises individuelles non agricoles et les entreprises agricoles, au secteur des ménages et des institutions à but non lucratif au service des ménages (cf. partie sur les flux et patrimoines financiers des ménages).

Le secteur des entreprises non financières américaines se réduit donc dans notre analyse au premier sous-secteur, les entreprises non financières non agricoles.

1.2. La nomenclature des opérations

Les *Flows of Funds* produits par la FED des Etats-Unis donnent les comptes relativement détaillés de tous les actifs, réels et financiers détenus par les entreprises non financières (cf. par exemple le tableau B102 qui donne le bilan des entreprises non financières en annexe B).

Une différence importante entre les comptes nationaux européens et les *Flows of Funds* est que ces derniers «consolident» les flux et les stocks financiers de chaque secteur. En d'autres termes, les créances et les dettes des entreprises non financières sur d'autres entreprises non financières ne sont pas comptabilisées. Nous reviendrons plus en détail dans la troisième partie sur les difficultés soulevées par cette consolidation lorsque l'on cherche à comparer les comptes financiers des entreprises américaines et européennes, principalement sur deux postes : le crédit commercial et les actions.

On rappellera, pour mémoire, que l'actif du bilan, comporte deux grandes catégories d'actifs :

- les actifs réels ;
- les actifs financiers.

Les actifs réels comprennent les biens immobiliers, les biens d'équipement et les stocks. Les statisticiens américains fournissent deux évaluations, une au prix de marché ou valeur de remplacement et une autre à la valeur comptable ou coût historique.

Les actifs financiers comprennent une douzaine de postes dont les plus importants sont les moyens de paiement et les crédits commerciaux. Cependant, l'analyse de la composition des actifs financiers détenus par les entreprises américaines est difficile avec cette source car figurent parmi les actifs divers un poste «autres» qui représente entre 42 et 46 % de l'actif total et sur lequel on ne dispose d'aucune information.

Le passif des sociétés non financières américaines comprend sept postes :

Les « **obligations des sociétés** » sont des titres de dettes ayant la nature de valeurs mobilières émises par les sociétés non financières.

Les « **commercial papers** » sont des titres de créances négociables ayant en général une maturité inférieure à 1 an.

Les « **prêts bancaires** » représentent l'ensemble de l'endettement à l'égard des banques américaines. Les *Flows of Funds* ne fournissent pas de ventilation entre les prêts à court terme et les prêts à long terme. Ce poste couvre donc les opérations F411 (prêts à court terme des Institutions Financières aux agents non financiers) et F421 (prêts à long terme des Institutions Financières aux agents non financiers) du SEC 95.

Les « **autres prêts et avances** » incluent l'endettement des entreprises à l'égard d'agents financiers autres que les banques : Etat, non résidents, « savings institutions », établissements publics financiers, sociétés financières, L'encours de dette à l'égard des sociétés financières représente en 2000 62 % de l'encours total de ce poste et les créances des non résidents 17 %.

Les « **prêts hypothécaires** » accordés par les institutions financières sont isolés dans les *Flows of Funds*.

Les « **crédit commercial** » regroupe l'ensemble des crédits liés à la vente de biens et services. Il n'y a pas de distinction entre le crédit commercial à court terme et à long terme.

Les « **impôts à payer** » sont des dettes vis-à-vis des administrations publiques (fédérale, étatiques, locales).

Le poste « **engagements divers** » regroupe les investissements directs étrangers aux Etats-Unis, les droits à la retraite des ménages et une rubrique « autres ».

Les « **investissements directs étrangers aux Etats-Unis** » regroupent les prises de participation à hauteur de 10 % ou plus et les prêts aux filiales américaines de sociétés étrangères. Ils sont isolés dans cette partie de l'étude et seront regroupés avec les actions pour la comparaison avec les entreprises européennes.

Les « **droits à la retraite** » représentent les engagements de prestation de retraite des entreprises à l'égard de leurs salariés ou anciens salariés.

Un dernier poste « **autres** » qui représente entre 15 et 24 % de l'ensemble des engagements des entreprises non financières est calculé de manière résiduelle. Il s'obtient par différence entre le total des engagements et les engagements identifiés.

Les *Flows of funds* comportent des tableaux cohérents ventilant le passif des entreprises selon la nomenclature présentée ci-dessus, sans le poste "actions". La valeur de marché des actions au passif des entreprises n'est fournie «pour mémoire» que sur une ligne séparée. Dans cette section, nous nous limiterons à présenter les tableaux cohérents tels que présentés dans les *Flows of Funds* que nous intitulerons « engagements à l'égard des tiers ». La part des actions dont l'évaluation paraît très fragile sera analysée dans la section suivante.

1.3. Evolution des engagements des entreprises non financières américaines à l'égard des tiers entre 1995 et 2000.

L'examen du passif des entreprises américaines montre que celui-ci a augmenté de 44% entre 1995 et 2000, passant de 5875 à plus de 8445 milliards de dollars. Cette augmentation cache cependant une grande hétérogénéité dans l'évolution des postes du passif.

Si l'on met à part le poste « impôts à payer », dont le poids relatif dans les engagements à l'égard des tiers est toujours inférieur à 1%, les « Commercial paper », les dettes hypothécaires et les obligations sont les trois postes ayant connu la hausse la plus forte, respectivement 77%, 72% et de 66% entre 1995 et 2000.

Trois autres postes du passif ont connu une augmentation très sensible au cours de la même période: les prêts bancaires avec 58 % de hausse, les « autres prêts et avances » avec une hausse de 50% et les crédits commerciaux avec 46 % de hausse.

Un seul poste du passif a connu une hausse relativement modérée : les engagements divers n'ont augmenté que de 17% au cours de la période.

1.3.1 Les titres de créance

L'une des grandes différences entre les modes de financement des entreprises américaines et européennes tient au rôle des marchés financiers, qui aux Etats-Unis fournissent à la fois des fonds propres et des ressources d'endettement obligataires élevées, alors qu'en Europe, le crédit bancaire joue un rôle plus important dans une majorité de pays. Le marché américain des actions et des obligations d'entreprise est plus large et diversifié que le marché européen. En particulier, les titres d'entreprises qualifiées de « speculative grade » par les agences de notation rencontrent la demande d'une large base d'investisseurs. Quelle que soit l'année retenue, l'endettement par un accès aux marchés financiers représente plus du double des crédits bancaires et plus du triple des autres prêts et avances consenties aux entreprises non financières.

- Obligations des sociétés : plus du quart des engagements en 2000

Le poste « obligations » reste le deuxième poste du passif en 2000, il est celui dont le poids a le plus augmenté entre 1995 et 2000.

Le poste « obligations », en croissance constante, a effet gagné plus de 3 points en passant de 22,9 % du total des engagements au début de la période à 26,5 % à la fin de la période. Le développement du marché des obligations d'entreprise a accompagné la croissance exceptionnelle dont ont bénéficié les Etats-Unis au cours de ces années.

- Commercial paper : près de 3 % des engagements en 2000

Le poste « commercial papers » traduit l'endettement de marché à court terme des entreprises non financières américaines. Le poids relatif de ce poste est resté stable tout au long de la période. Le poste « commercial papers » qui représentait déjà 2,7% du passif en 1995, a gagné moins d'un demi point en cinq ans, pour représenter 3 % du passif en 2000.

1.3.2. Prêts bancaires (11 % des engagements en 2000)

Le poste « prêts bancaires » est resté relativement stable au cours de la période. En 1995, il représentait déjà 10 % du passif des sociétés non financières américaines. En 2000, ce pourcentage passe à 11.

1.3.3. Autres prêts et avances (8 % des engagements en 2000)

Les autres prêts et avances ont légèrement diminué entre 1995 et 1996 avant de remonter en 1997. Après une année 1998 stable, ces prêts sont à nouveau légèrement à la baisse en 2000.

1.3.4. Prêts hypothécaires (moins de 5 % des engagements en 2000)

Le poste «prêts hypothécaires» a lui aussi connu une évolution en dents de scie. Partant de 4 % du passif en 1995, il a diminué jusqu'à 3,3% du passif en 1998 avant de remonter à 4,8 % du passif en 2000.

1.3.5. Crédits commerciaux (plus de 15 % des engagements en 2000)

Sur la période 1995-2000, le poids des crédits commerciaux dans le passif des entreprises non financières américaines n'a pratiquement pas changé malgré une alternance de très légères hausses et baisses au cours de la période.

1.3.6. Impôt à payer (moins de 1 % des engagements en 2000)

Le poste «impôts à payer» représente une faible part du passif des entreprises non financières américaines. De l'ordre de 0,7 % du passif en 1995, ce poste a vu son poids s'accroître légèrement pour atteindre 0,9 % du passif en 2000.

1.3.7. Les engagements divers (plus de 30 % des engagements en 2000)

Ce poste a diminué depuis 1995. En effet, de 37 % du passif en début de période, le poids du poste «engagements divers» baisse régulièrement pour atteindre 30 % en 2000.

Les composantes de ce poste ont connu des évolutions diverses. Les investissements directs étrangers aux Etats-Unis ont continué de croître à un rythme soutenu au cours de la période (+ 88% entre 1995 et 2000). Mais les droits des salariés à la retraite n'ont augmenté que de 18% alors que les autres engagements ont baissé de 14%.

Tableau 1: Etats-Unis – Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Obligations	22.9	23.4	24.8	25.8	26.5	26.5
2. Commercial paper	2.7	2.5	2.6	2.7	3.0	3.3
3. Prêts bancaires	10.0	10.1	10.8	11.0	11.0	11.0
4. Autres prêts et avances	7.7	7.6	8.0	8.0	7.8	8.1
5. Prêts hypothécaires	4.0	3.9	3.4	3.3	4.4	4.8
6. Crédit commercial	14.9	14.9	15.3	14.8	15.4	15.2
7. Impôts à payer	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
8. Engagements divers	37.1	37.0	34.2	33.4	31.1	30.3
Dont ID étrangers	10.9	11.2	11.6	11.6	12.8	14.2
Droits à la retraite	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2
Autres	24.8	24.4	21.1	20.4	17.1	14.9
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards de \$)	5874.7	6240.8	6486.8	7084.9	7767.3	8445.3

Tableau 2 : Etats-Unis - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard tiers (en milliards de dollars)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Obligations des sociétés	1344.1	1460.4	1610.9	1829.6	2059.5	2234.5
2. Commercial paper	157.4	156.4	168.6	193	230.3	278.4
3. Prêts bancaires	587.7	627.2	698.1	778.9	851.8	926.3
4. Autres prêts et avances	453.7	472.2	520.6	567.9	605.5	681.3
5. Prêts hypothécaires	234.8	241.3	219.8	234.8	341.1	403.6
6. Crédit commercial	877.5	927	992.1	1049.7	1194.1	1284.5
7. Impôts à payer	40.3	49.9	59.2	64.1	71	78.3
8. Engagements divers	2179.2	2306.4	2217.5	2366.9	2414	2558.4
Dont ID étrangers	641.1	696.3	752.9	823.9	992.6	1203
Droits à la retraite	82.4	86.4	93.5	95.4	96.4	97.4
Autres	1455.7	1523.7	1371.1	1447.6	1324.9	1258
Total (en milliards de \$)	5874.7	6240.8	6486.8	7084.9	7767.3	8445.3

1.4. La ligne « market value of equities » dans les *Flows of Funds*

La ligne “*market value of equities*” donne la valeur de marché des actions des entreprises non financières.

Cette ligne est calculée en soustrayant de la valeur totale des actions celles qui sont émises par des institutions financières, des investisseurs institutionnels ou des non résidents.

La valeur totale des actions en circulation est composée des éléments suivants :

- Les actions cotées sur le NYSE, le NASDAQ ou d'autres Bourses américaines ;
- Plus les actions étrangères détenues par des résidents américains ;
- Plus les actions non cotées (« *closely held shares* ») ;
- Moins les actions de sociétés non financières détenues par d'autres sociétés non financières, dont le montant est estimé à partir de diverses sources sur les dividendes reçus.

La ligne « actions non cotées » est estimée de la manière suivante : chaque année, on dispose d'informations d'origine fiscale sur le patrimoine de personnes décédées au cours de l'année. Les responsables des *Flows of Funds* calculent une moyenne mobile sur 5 ans de la part relative dans ce patrimoine des actions cotées et des actions non cotées. Les actions non cotées représentent, selon les années, de 15 à 18 % du total des actions détenues. Ces résultats sont à prendre avec beaucoup de précautions car il conviendrait de s'assurer que les statisticiens américains redressent l'échantillon des successions qui, évidemment, n'est pas représentatif de l'ensemble de la population.

Le tableau ci-dessous retrace la séquence de cette série en ventilant actions cotées et non cotées (avec l'hypothèse que nous faisons d'un ratio constant de 16,5% d'actions non cotées).

Tableau 3: Etats-Unis – Encours d'actions émises par les sociétés non financières selon les *Flows of Funds* (en milliards de dollars)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Actions cotées	5908.5	6942.9	8706.6	10308.7	13379.1	11192.6
Actions non cotées	1167.6	1372.0	1720.5	2037.0	2643.8	2211.7
Total	7076.1	8314.9	10427.1	12345.7	16022.9	13404.3

2. Les engagements des entreprises non financières européennes à l'égard des tiers dans le SEC 95

2.1. La composition du secteur

Le système européen des comptes, le SEC 95, prévoit la décomposition du secteur des entreprises non financières en trois sous-secteurs, les entreprises non financières publiques (S11001), les entreprises non financières privées (S11002), les entreprises non financières sous contrôle étranger (S11003). Cependant rares sont les pays européens qui ont déjà adopté cette décomposition. Dans notre échantillon de pays européens, seul le Royaume-Uni fournit des éléments de cette décomposition. En effet, les comptes des sociétés non financières dans ce pays sont répartis en deux sous-secteurs : les entreprises non financières publiques et les entreprises non financières privées.

On analysera donc ici globalement le secteur des entreprises non financières.

2.2. La nomenclature des opérations des entreprises non financières.

Dans le SEC 95, l'actif du bilan des sociétés non financières comprend le patrimoine non financier et le patrimoine financier.

En général, dans les pays européens, le patrimoine non financier est évalué par les instituts de statistique nationaux alors que le patrimoine financier est du ressort des Banques Centrales qui produisent à cet effet les Tableaux des Opérations Financières (TOF).

Le SEC 95 prévoit la décomposition des actifs non financiers en actifs produits (logements, machines et équipements, stocks,) et en actifs non produits (terrains, gisements, réserves d'eau,).

Les comptes nationaux européens présentent le passif du bilan des entreprises non financières en retenant cinq grands postes ;

- les titres autres que les actions,
- les crédits,
- les actions et autres participations,
- les réserves techniques d'assurance,
- les autres engagements (dont les crédits commerciaux).

Les **titres autres que les actions** englobent tous les engagements à long terme autres qu'actions dont l'échéance initiale est d'au moins un an. On trouve outre les différents types d'obligations (obligations à coupons ou à zéro coupon, obligations perpétuelles, euro-obligations,), les titres résultant de la conversion d'un crédit, les obligations convertibles en actions, les actions et titres de participation qui assurent un revenu fixe mais n'ouvrent aucun droit à participer à la valeur résiduelle d'une société en cas de liquidation,

Les **crédits** comprennent tous les actifs financiers qui sont créés lorsque des institutions financières avancent des fonds à des emprunteurs. Les crédits sont généralement répartis en crédits à court terme (à moins d'un an) et crédits à long terme (échéance supérieure à un an).

La ligne **actions et autres participations** couvre tous les actifs financiers qui représentent des droits sur la propriété de sociétés ou de quasi-sociétés et permettent normalement à leurs porteurs de participer non seulement à la répartition des bénéfices, mais également à la récupération de l'avoir net en cas de liquidation de la société ou de la quasi-société.

Les **droits des ménages à des prestations de retraite**. Ces engagements des entreprises prennent la forme de régimes à prestations définies, dans lesquels les droits des ménages sont formés des réserves des fonds de pension non autonomes constitués par les employeurs dans le but de garantir des pensions à leurs salariés.

Les **autres engagements** se composent des actifs financiers servant de contrepartie aux opérations financières et non financières pour lesquelles un décalage est observé entre le moment de la réalisation de l'opération et celui du paiement correspondant. On trouve ici les crédits commerciaux, mais aussi les autres comptes à recevoir/à payer, à

l'exclusion des crédits commerciaux et avances. Les crédits commerciaux comprennent les créances financières résultant de l'octroi direct de crédits par les fournisseurs à des acheteurs dans le cadre d'opérations sur biens et services, ainsi que les avances sur travaux en cours associés à de telles opérations. Les autres comptes à recevoir/à payer comprennent les autres créances financières (en dehors des crédits commerciaux) résultant de décalages entre le moment de la réalisation d'opérations financières sur le marché et celui des paiements correspondants.

En fonction des pratiques statistiques propres à chaque pays, les postes précédents du passif sont plus ou moins renseignés.

Comme dans la partie consacrée au passif des entreprises non financières américaines, nous présentons d'abord la structure du passif à l'égard des tiers, c'est-à-dire ne tenant pas compte des actions. Ce passif se réduit donc à quatre postes.

2.3. Evolution des engagements des entreprises non financières européennes à l'égard des tiers entre 1995 et 2000.

Le recours au financement de marché oppose la France et le Royaume-Uni d'une part, l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie d'autre part. Dans le premier groupe de pays, les financements de marché occupent une place significative et croissante : 15,5% en France en 2000 et 21,1% au Royaume-Uni.

Les entreprises non financières allemandes trouvent dans le crédit la source principale de financement externe (72% des engagements à l'égard des tiers). Avec plus de 60 % du passif à l'écart des tiers, les entreprises italiennes et britanniques recourent également de façon prépondérante au financement bancaire.

On notera le poids important des « engagements divers » en France et en Espagne, dû notamment au crédit commercial.

Les droits des ménages sur les entreprises au titre de la retraite ne sont significatifs qu'en Allemagne et en Italie, mais ont toujours un poids relatif inférieur à 10%.

Tableau 4: Structure des engagements des sociétés non financières européennes à l'égard des tiers en 2000 (en %)

	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
1. Titres autres qu'actions	3.0	2.7	15.5	2.1	21.1
2. Crédits	73.1	47.0	48.7	63.4	64.3
3. Droits des ménages à la retraite	9.5	0.9	-	7.6	-
4. Engagements divers	14.3	49.5	35.8	26.9	14.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'euros)	1753.6	792.0	1717.8	983.5	1348.7

2.3.1. Titres autres qu'actions (de 3 à 21 % des engagements en 2000)

On trouve essentiellement dans cette catégorie les obligations et les titres de taux à court terme.

Le poids des titres autres que les actions (obligations et autres titres de créance à court terme négociables) est très variable d'un pays à un autre. Ce poids est relativement limité en Allemagne, en Espagne et en Italie (moins de 4% du passif en 2000). Il est important en France et au Royaume-Uni (entre 15 et 21% du passif en 2000).

2.3.2. Crédits (entre de 47 à 73 % des engagements en 2000)

Lorsque l'on ne s'intéresse qu'aux engagements à l'égard des tiers, les crédits constituent dans tous les pays à l'exception de l'Espagne, le poste le plus important du passif. Parmi les cinq pays retenus, le poids de ce poste est écrasant en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, avec plus de 60 % du passif quelle que soit l'année. En 2000, par exemple, les crédits pesaient environ 73 % des engagements des entreprises non financières à l'égard des tiers en Allemagne. En Italie et au Royaume-Uni, les chiffres équivalents étaient respectivement de 63 et 64%.

Dans les deux autres pays, les crédits pesaient entre 42 et 53 % du passif à l'égard des tiers. En 2000, les crédits représentaient 47% des engagements des entreprises à l'égard des tiers en Espagne et 49% en France.

Le poids du poste crédits est relativement stable sur la période 1995-2000. Les valeurs des autres années se s'écartent jamais de plus de trois points de la valeur de 2000.

2.3.3. Droits des ménages à la retraite (entre 1 et 10% des engagements en 2000)

En Europe, les ménages ont des droits nets sur les fonds de pension en Allemagne, en Espagne et en Italie. Le poids de ce poste par rapport à l'ensemble des engagements à l'égard des tiers est cependant très variable d'un pays à un autre. En 2000, ils représentaient 1 % des engagements des entreprises non financières espagnoles à l'égard des tiers. Ce pourcentage représente les cotisations qui ne sont pas encore

versés et traduit seulement un décalage temporel. La même année, ce poste représentait 10% des engagements à l'égard des tiers en Allemagne. Il s'agit ici des réserves constituées par les entreprises en vue de liquider les droits à la retraite. L'Italie se trouve dans une situation intermédiaire avec 8 % du passif des entreprises non financières à l'égard des tiers. Dans ce pays, ce pourcentage représente les indemnités de fin de carrière. Sur la période 1995-2000, le poids de ce poste varie peu par rapport à la valeur de 2000.

Dans ces trois pays, et en particulier en Allemagne après le vote de la loi sur les fonds de pension en 2001, on s'achemine vers une sortie des fonds de pension du bilan des entreprises.

2.3.4. Engagements divers (14 à 50 % des engagements en 2000)

La situation des cinq pays européens vis-à-vis des engagements divers est tout aussi hétérogène. Rappelons que ce poste comprend les crédits commerciaux et les autres comptes à payer. C'est en Espagne que ceux-ci représentent encore une forte proportion des engagements à l'égard des tiers des entreprises non financières avec 50% en 2000. Avec respectivement 14 et 15 % en 2000, l'Allemagne et le Royaume-Uni sont les pays où les engagements divers au passif des entreprises non financières sont les plus faibles. L'Italie et la France se trouvent dans une situation intermédiaire, avec respectivement en 2000, 27 et 37 % du passif à l'égard des tiers. Si le poids de ce poste par rapport à l'ensemble des engagements à l'égard des tiers a légèrement augmenté depuis 1995 en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie, il a continuellement diminué depuis cette date au Royaume-Uni.

Tableau 5: Allemagne – Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	5.0	4.3	3.7	3.4	2.9	3.0
2. Crédits	72.4	73.1	72.9	72.9	72.9	73.1
3. Droits nets des ménages à la retraite	11.7	11.6	11.4	11.2	10.7	9.5
4. Engagements divers	10.9	11.0	12.0	12.5	13.5	14.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'Euros)	1141.3	1207.4	1291.9	1381.2	1509.4	1753.6

Tableau 6 : Allemagne - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	56.8	52.2	48.4	46.3	43.9	52.6
2. Crédits	826.6	882.1	941.7	1007.1	1100.5	1282.3
3. Droits nets des ménages à la retraite	133.2	140.4	147.5	154.6	161.7	167.0
4. Engagements divers	124.7	132.8	154.3	173.2	203.3	251.6
Total (en milliards d'Euros)	1141.3	1207.4	1291.9	1381.2	1509.4	1753.6

Tableau 7 : Espagne - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	5.2	4.6	4.1	3.5	3.5	2.7
2. Crédits	43.3	42.1	42.1	42.8	44.8	47.0
3. Droits nets des ménages à la retraite	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
4. Engagements divers	50.1	51.8	52.5	52.5	50.7	49.5
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'Euros)	427.1	463.7	515.4	582.2	673.2	792.0

Tableau 8: Espagne - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	22.1	21.3	21.0	20.6	23.5	21.6
2. Crédits	185.1	195.4	216.8	249.3	301.4	371.9
3. Droits nets des ménages à la retraite	6.0	6.7	7.0	6.9	7.2	6.7
4. Engagements divers	213.9	240.3	270.6	305.4	341.0	391.8
Total (en milliards d'Euros)	427.1	463.7	515.4	582.2	673.2	792.0

Tableau 9: France - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	11.0	11.7	12.1	13.3	14.8	15.5
2. Crédits	52.9	52.6	52.9	52.7	50.0	48.7
3. Droits nets des ménages à la retraite	-	-	-	-	-	-
4. Engagements divers	36.1	35.7	35.1	34.0	35.3	35.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'Euros)	1334.7	1366.7	1404.8	1435.2	1557.6	1717.8

Tableau 10: France - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	146.8	160.2	169.3	190.9	230.4	266.9
2. Crédits	706.3	719.0	742.6	756.4	778.1	836.7
4. Droits nets des ménages à la retraite	-	-	-	-	-	-
5. Engagements divers	481.6	487.5	492.9	487.8	549.1	614.2
Total (en milliards d'Euros)	1334.7	1366.7	1404.8	1435.2	1557.6	1717.8

Tableau 11: Italie - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	2.7	2.8	2.8	3.4	2.3	2.1
2. Crédits	62.3	62.3	61.4	60.8	61.8	63.4
4. Droits nets des ménages à la retraite	6.9	7.3	7.6	7.8	7.9	7.6
5. Engagements divers	28.1	27.6	28.3	28.1	28.1	26.9
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'Euros)	773.4	782.0	808.6	841.0	890.4	983.5

Tableau 12 : Italie - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	20.6	21.9	22.4	28.1	20.1	20.9
2. Crédits	481.8	486.9	496.5	511.4	550.4	623.8
4. Droits nets des ménages à la retraite	53.4	57.1	61.3	65.5	69.9	74.7
5. Engagements divers	217.6	216.1	228.4	236.0	250.0	264.1
Total (en milliards d'Euros)	773.4	782.0	808.6	841.0	890.4	983.5

Tableau 13: Royaume-Uni - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	16.9	16.9	17.9	18.6	20.6	21.1
2. Crédits	61.3	62.4	62.6	63.2	62.9	64.3
3. Droits nets des ménages à la retraite	-	-	-	-	-	-
4. Engagements divers	21.8	20.8	19.5	18.3	16.6	14.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (en milliards d'Euros)	857.8	881.3	951.3	1003.1	1157.8	1348.7

Tableau 14: Royaume-Uni - Structure des engagements des sociétés non financières à l'égard des tiers (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Titres autres qu'actions	144.9	148.5	170.6	186.5	238.3	284.6
2. Crédits	526.0	549.8	595.6	633.5	727.7	867.5
3. Droits nets des ménages à la retraite	-	-	-	-	-	-
4. Engagements divers	186.8	183.0	185.1	183.1	191.9	196.6
Total (en milliards d'Euros)	857.8	881.3	951.3	1003.1	1157.8	1348.7

3. Comparaison du passif des entreprises non financières américaines et européennes.

3.1. Le ratio engagements à l'égard des tiers / actif brut

Pour évaluer le niveau d'endettement des entreprises non financières européennes et américaines, nous allons d'abord comparer le ratio des engagements à l'égard des tiers sur total de l'actif. Ce ratio nous donne une idée sur l'aisance avec laquelle les entreprises non financières peuvent mobiliser leurs actifs pour faire face aux engagements à l'égard des tiers¹. Le tableau 15 donne les ratios d'endettement par rapport à l'actif brut sur la période 1995-2000.

Tableau 15 : Les engagements à l'égard des tiers par rapport à l'actif brut (en %).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Etats-Unis	121.1	116.8	114.2	110.5	107.3	106.9
Allemagne	103.2	96.4	91.4	86.8	80.2	84.8
Espagne	99.6	93.3	89.3	83.7	76.8	75.4
France	86.6	78.0	69.0	61.9	51.1	51.7
Italie	135.3	131.7	119.9	115.2	89.3	86.2
Royaume-Uni	103.0	102.5	103.3	96.1	86.6	77.0

Ce tableau fait ressortir deux résultats. En premier lieu, les engagements des entreprises non financières sont en baisse, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe. En second lieu, au cours des six dernières années, les entreprises non financières européennes se sont, toutes choses égales par ailleurs, plus désendettées que leurs homologues américaines. Elles sont aujourd'hui nettement moins endettées que les entreprises non financières américaines. La France est après l'Italie le pays où la dette a le plus baissé sur la

¹ Rappelons que dans le cadre de cette étude, nous appelons engagements à l'égard des tiers le passif du bilan à l'exception de la ligne actions.

période 1995-2000. Pour ces deux pays, le poids des engagements à l'égard des tiers a perdu plus de 35 points. En 2000, les engagements des entreprises non financières françaises représentent à peine plus de la moitié de leur actif. Les entreprises françaises ont davantage recouru à l'autofinancement.

Dans les autres pays européens, la dette à l'égard des tiers représente entre 75 et 86 % de l'actif brut des entreprises non financières. Ce n'est pas le cas aux Etats-Unis où l'endettement des entreprises non financières représente encore en 2000 plus de 100 % de leur actif brut.

Au delà de cette première photographie de la structure comparée des engagements à l'égard des tiers des entreprises non financières américaines et européennes, il est nécessaire de réorganiser les postes au passif du bilan des entreprises sur des bases comparables. Les évolutions des engagements à l'égard des tiers des entreprises non financières américaines et européennes, précédemment commentées ne suffisent pas à cet effet, compte tenu du recours aux fonds propres, notamment pour les entreprises non cotées. Nous devons donc analyser l'ensemble du passif du bilan des entreprises.

3.2. La structure du passif

La comparaison de la structure du passif des entreprises américaines et européennes soulève deux difficultés principales :

- les engagements et les avoirs des entreprises non financières américaines sont consolidés - c'est-à-dire que les relations financières entre entreprises non financières ne sont pas prises en compte - alors que les comptes européens sont non consolidés ;
- La valorisation des actions non cotées n'est pas effectuée de manière identique aux Etats-Unis et en Europe, ni même entre pays européens.

Afin néanmoins de tenter une comparaison, nous simplifions à l'extrême la structure du passif, en ne prenant en compte que trois postes :

- la dette négociable sur les marchés (obligations et « papier commercial »),
- la dette bancaire et assimilée,
- les actions.

Nous présenterons des résultats sous une forme consolidée au niveau du secteur (méthode des Flows of Funds), et déconsolidée (méthode du SEC 95).

Nous éliminons le crédit commercial de l'analyse car nous n'avons pas les éléments pour consolider ce poste dans les comptes européens ou pour le déconsolider dans les comptes américains. Nous éliminons plus largement, l'ensemble des « engagements divers » dont la signification économique est difficile à prendre en compte dans une comparaison.

D'autre part, nous proposons de recalculer le poste actions de manière homogène pour l'ensemble des pays étudiés. Le poste actions est la somme de deux éléments :

- les actions cotées des entreprises non financières ;
- les actions non cotées des entreprises non financières.

Les actions cotées européennes

Nous reprenons les chiffres de la comptabilité nationale lorsqu'ils isolent la capitalisation boursière des seules actions cotées des entreprises non financières : Espagne, France et Royaume-Uni. Pour les deux autres pays, l'Allemagne et l'Italie, nous estimons la capitalisation des actions cotées des entreprises non financières en appliquant à la capitalisation boursière totale de chacun de ces pays le poids relatif du secteur non financier, tel qu'il résulte des indices STOXX, lesquels représentent environ 85 % de la capitalisation boursière de chaque pays.

Le tableau 16 donne la valeur des actions cotées des entreprises non financières en 1998.

Tableau 16 : Valeur des actions cotées des entreprises non financières à fin 1998

Pays	Montant (en milliards d'€)	Commentaire
Allemagne	676	73 % de la capitalisation boursière (STOXX)
Espagne	192	Source : comptabilité nationale
France	712	Source : comptabilité nationale
Italie	274	57 % de la capitalisation boursière (STOXX)
Royaume-Uni	1501	Source : comptabilité nationale

Les actions non cotées européennes (hors Allemagne)

La valorisation proposée pour les actions non cotées est celle préconisée par le SEC 95 : on applique aux entreprises non cotées le même ratio valorisation des actions / montant de fonds propres que celui constaté pour les entreprises cotées.

Le montant des fonds propres (FP) des entreprises cotées et non cotées est celui obtenu par M. Dietsch et L. Weill à partir d'une exploitation de la base de données Amadeus². Cette exploitation couvre les entreprises allemandes, espagnoles, françaises, italiennes et britanniques. Toutefois, l'échantillon Amadeus en Allemagne surpondère nettement les sociétés cotées, composante des entreprises la mieux dotée en fonds propres. C'est pourquoi, s'agissant des entreprises allemandes, une exploitation à partir de la centrale des bilans de la Deutsche Bundesbank a été préférée (voir ci-après).

Dans l'étude de Dietsch et Weill est proposée une estimation des fonds propres qui ne distingue pas les entreprises financières des entreprises non financières. On supposera – ce qui est évidemment une hypothèse forte – que la part des fonds propres des entreprises non financières dans le total des fonds propres des entreprises – financières ou non - est identique dans chaque pays au poids relatif des entreprises non financières dans la capitalisation boursière.

² M. Dietsch et L. Weill, L'évaluation des fonds propres des sociétés non cotées, Octobre 2001.

Tableau 17 : Fonds propres des entreprises non financières (ENF) cotées et non cotées européennes en 1998 (en milliards d'€)

	FP des entreprises cotées* (1)	FP des entreprises non cotées* (2)	Poids relatif des ENF dans la capitalisation** (3)	FP des ENF cotées (4)=(3)*(1)	FP des ENF non cotées (5)=(3)*(2)
Espagne	196.4	493	62.3%	122	307
France	486.9	1 223	83.4%	406	1 020
Italie	206.8	1 413	56.5%	117	798
Royaume-Uni	830.4	1 147	76.7%	637	880

Notes : * source - Dietsch et Weill (Octobre, 2001)

Ces résultats permettent d'estimer la valeur des actions non cotées en fonction des fonds propres.

Tableau 18 : Valorisation des actions des entreprises non financières non cotées européennes en 1998 (en milliards d'€)

	Fonds propres des ENF cotées (1)	Valeur des actions cotées des ENF (2)	Fonds propres des ENF non cotées (3)	Valeur des actions des ENF non cotées (4) = (3)*((2)/(1))
Espagne	122	192	307	536
France	406	712	1 020	1 768
Italie	117	274	798	1 874
Royaume-Uni	637	1 501	880	2 156

Les actions non cotées allemandes

La Deutsche Bundesbank a réalisé une exploitation de sa centrale des bilans qui couvre 41 000 entreprises en 1998, contre 5800 dans la base Amadeus. L'échantillon de la Banque centrale est beaucoup plus représentatif pour les sociétés non cotées, et moins représentatif pour les sociétés cotées. C'est pourquoi seule sa composante « non cotée » est utilisée ici. Le montant obtenu pour les actions non cotées en valeur de marché s'élève à 1 213 milliards d'euros.

On obtient donc le tableau récapitulatif suivant.

Tableau 19 : Valorisation de toutes les actions des entreprises non financières européennes en 1998 (en milliards d'€)

	Actions cotées	Actions non cotées	Total	(Pour mémoire) Total selon le SEC 95
Allemagne	676	1 213	1 889	1 371
Espagne	192	536	728	660
France	712	1 768	2 480	2 592
Italie	274	1 874	2 148	709
Royaume-Uni	1 501	2 156	3 657	2 017

Nos estimations sont du même ordre de grandeur que les chiffres de comptabilité nationale espagnols et français. Ils sont supérieurs de 38% aux chiffres allemands, de 81% aux chiffres britanniques, trois fois supérieurs aux chiffres britanniques.

La consolidation des données européennes

Afin de rendre les chiffres européens comparables³ aux chiffres américains, il convient d'éliminer des premiers les montants d'actions des sociétés non financières détenues par des sociétés non financières. Faute de disposer d'un « qui à qui » donnant directement cette information, nous supposons que la part des sociétés non financières

³ Alternativement, on peut aussi déconsolider les chiffres américains, les rendant ainsi comparables aux chiffres européens.

dans la détention du capital des sociétés non financières est identique à la part des sociétés non financières dans la détention de l'ensemble des actions de chaque pays, information qui, elle, est connue.

Le tableau 20 donne pour les pays européens les résultats obtenus.

Tableau 20 : Consolidation des entreprises non financières européennes en 1998 (en milliards d'€).

Pays	Actions des ENF (1)	Part des ENF dans la détention d'action (2)	Actions des ENF non détenues par d'autres ENF (3) = (1)*((100-(2))/100)
Allemagne	1 889	28.1 %	1 358
Espagne	728	23.1 %	560
France	2 480	31.5 %	1 699
Italie	2 148	16.9 %	1 785
Royaume-Uni	3 657	10.7 %	3 266

Les actions cotées américaines

On a vu en première partie que le montant des actions cotées d'entreprises non financières était estimé en 1998 à 10 309 milliards de dollars, soit 8 833 milliards d'euros.

Ce chiffre est consolidé, mais l'effet de la consolidation est très faible puisque la détention d'actions d'entreprises non financières par d'autres entreprises non financières ne représente que 2% de leur capitalisation. Non consolidé, le montant des actions d'entreprises non financières est donc estimé à 9 013 milliards d'euros.

Les actions non cotées américaines (simulation)

Nous disposons d'une estimation du montant des fonds propres des entreprises non cotées (annexe au rapport M. Dietsch et L. Weill⁴) : 4.000,6 milliards d'euros à fin 1998.

⁴ M. Dietsch et L. Weill, Une comparaison de la structure financière entre l'Europe et les Etats-Unis, Décembre 2001.

Nous pouvons donc appliquer la méthodologie de valorisation préconisée par le SEC 95. Il nous faut pour cela disposer de la valeur des fonds propres des entreprises non financières cotées afin d'appliquer aux fonds propres des entreprises non cotées le ratio donné par valeur des actions cotées / fonds propres des entreprises cotées. Nous ne pouvons pas calculer ce ratio car nous ne disposons pas d'une estimation du montant des fonds propres des entreprises cotées. Nous allons donc approximer ce ratio par la moyenne observée sur les cinq pays européens de ce ratio, égale à 2.12. Cette opération est une simulation, que nous faisons faute d'information directe sur les Etats-Unis, ce n'est pas une estimation.

La valeur des actions non cotées des entreprises non financières américaines est donc estimée à :

$$4\,000,6 \times 2,12 = 8\,481,3 \text{ milliards d'euros}$$

Comme pour les actions européennes, il convient d'une part de retirer de ce chiffre les actions émises par le secteur financier, d'autre part de le consolider.

On supposera que la part des sociétés non financières dans les actions non cotées est la même que dans les actions cotées, environ 81 % en 1998. La valeur des actions non cotées d'entreprises non financières serait alors de 6 905 milliards d'euros.

Consolider ce chiffre revient à le diminuer de 2%, en supposant que la part des entreprises non financières dans la détention du capital d'entreprises cotées est identique dans les sociétés cotées. Le chiffre consolidé est donc de 6 765 milliards d'euros.

En ajoutant le montant des actions cotées (voir en première partie) on obtient une estimation du total de la ligne actions de entreprises non financières égale à 15 599 milliards d'euros.

Pour mémoire, cette estimation est à comparer à l'estimation issue des Flows of Funds (voir en première partie) : 12 346 milliards de dollars, soit 10 578 milliards d'euros.

Synthèse

Au total, la structure simplifiée du passif du secteur des entreprises non financières peut être présentée, soit en données non consolidées, soit en données consolidées. Les deux tableaux suivants présentent cette structure en données non consolidées. L'annexe A présente la même structure en données consolidées.

Tableau 21 : Structure simplifiée du passif des entreprises non financières américaines et européennes en 1998 (en %) – Données non consolidées

	Etats-Unis	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
Dette négociable	9.7	1.6	2.1	5.4	1.0	4.5
Dette bancaire et assimilée	7.1	34.2	25.0	21.6	15.7	8.1
Actions	83.2	64.2	73.0	73.0	83.3	87.4
Total	100	100	100	100	100	100

Tableau 22 : Structure simplifiée du passif des entreprises non financières américaines et européennes en 1998 (en milliards de EUR) – Données non consolidées

	Etats-Unis	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
Dette négociable	1 860	46	21	183	26	186
Dette bancaire et assimilée	1 355	1007	249	732	404	338
Actions	15 916	1 889	728	2 480	2 148	3 657
Total	19 131	2 942	998	3 395	2 579	4 182

Ces tableaux montrent que le financement par dette négociable est plus développé aux Etats-Unis qu'en Europe. La dette négociable des entreprises américaines représente près de 10 % de leur passif alors qu'en Europe, la France arrive en tête avec 5%. Ce type de financement est négligeable en Allemagne et en Italie.

Le financement par dette bancaire est plus développé en Europe qu'aux Etats-Unis. Le crédit représente plus de 34 % du passif des entreprises non financières allemandes, un quart de celui des entreprises non financières espagnoles et 22 % de celui des entreprises non financières françaises. C'est en Italie que sa part relative est la plus faible (15%).

Quant aux actions, c'est au Royaume-Uni qu'elles pèsent le plus (87 % du passif du bilan simplifié). Les actions sont aussi très développées aux Etats-Unis et en Italie où elles représentent environ 83% du passif du bilan. Les entreprises non financières françaises et espagnoles, avec 70 % du passif en actions, sont en position intermédiaire, devant les entreprises allemandes (64 %).

Enfin, comme le montre l'annexe A, la consolidation au niveau du secteur a pour effet de diminuer la part relative des actions en Allemagne et surtout en France. A l'inverse, l'effet est marginal aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Conclusion

Cette étude propose une comparaison de la structure simplifiée du passif des entreprises non financières européennes et américaines, en recalculant la valeur des actions non cotées selon une méthode homogène : l'application aux actions non cotées du même ratio valeur des actions/fonds propres constaté sur les entreprises cotées.

La principale fragilité de nos estimations vient du montant des fonds propres des sociétés non financières américaines issu d'une extrapolation d'un échantillon très réduit. En outre, nous avons dû faire une hypothèse forte : celle suivant laquelle le rapport entre le montant des fonds propres et la valeur des actions est identique aux Etats-Unis et dans la moyenne européenne. Nos chiffres doivent donc être interprétés comme une simulation plutôt que comme une véritable estimation.

Dans l'estimation des Flows of Funds, les actions non cotées représentent 15 à 18% des actions, cotées ou non. Dans notre simulation, elles en représentent la moitié, tandis qu'en Europe, c'est au Royaume-Uni que leur poids relatif est le plus faible : 58,9%

Un premier enseignement est donc que si l'on utilisait en Europe des sources valorisant directement les actions non cotées, comme le font les responsables des *Flows of Funds* américains, on obtiendrait probablement des chiffres très inférieurs à ceux que donne la méthode utilisant un ratio de fonds propres. Certes les portefeuilles sont probablement sous-estimés dans les sources fiscales américaines, mais l'administration contrôle ces déclarations qui servent de support au calcul de l'impôt. Il serait donc très intéressant d'utiliser le même type de sources en Europe.

S'agissant de la France, on peut s'interroger sur les raisons de la relative faiblesse apparente du montant des actions. Cette faiblesse s'explique par la méthode de calcul utilisée :

- Le ratio Valeur des actions cotées/ Fonds Propres des sociétés cotées, utilisé pour valoriser les actions non cotées est de 1,75 seulement en France en 1998, alors qu'il est compris entre 2,32 et 2,36 en Italie et au Royaume-Uni. Il n'est plus faible qu'en Espagne (1,57). Une réflexion complémentaire serait nécessaire pour déterminer si cette spécificité franco-espagnole a une signification économique.

Si tel n'était pas le cas, c'est le principe même de la méthode d'estimation des actions non cotées qui pourrait être remis en cause.

- La consolidation des données a un effet important : la France est le pays européen où la part du capital des sociétés détenue par d'autres sociétés non financières est la plus élevée : 31,5% contre 10,7% au Royaume-Uni par exemple.

Cette première étude devrait être suivie d'autres pour affiner et compléter les résultats. En particulier, le crédit commercial a du être éliminé de l'analyse, alors que dans certains pays, il représente des montants significatifs. C'est le cas notamment aux Etats-Unis, alors même que les statistiques des *Flows of Funds* sont consolidées au niveau du secteur des entreprises non financières.

Annexe A – Structure simplifiée du bilan en données consolidées
Tableau 21 Bis: Structure simplifiée du passif des entreprises non financières américaines et européennes en 1998 (en %) – Données consolidées

	Etats-Unis	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume- Uni
Dette négociable	9.9	1.9	2.5	7.0	1.2	4.9
Dette bancaire et assimilée	7.2	41.8	30.5	28.0	18.3	8.9
Actions	82.9	56.3	67.5	65.0	80.5	86.2
Total	100	100	100	100	100	100

Tableau 22 Bis: Structure simplifiée du passif des entreprises non financières américaines et européennes en 1998 (en milliards de EUR) – Données consolidées

	Etats-Unis	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume- Uni
Dette négociable	1 859	46	21	183	26	186
Dette bancaire et assimilée	1 355	1007	249	732	404	338
Actions	15 599	1 358	560	1699	1 785	3 266
Total	18 813	2 411	830	2 614	2 216	3 791

Annexe B – Compte des entreprises non financières dans les Flows of Funds

FFA, 1995-2000, June 8, 2001

L.102 Nonfarm Nonfinancial Corporate Business

Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjusted

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1 Total financial assets	4960.9	5460.1	5806.7	6545.4	7379.7	8041.2
2 Foreign deposits	15.6	26.1	21.0	28.4	26.1	26.9
3 Checkable deposits and currency	252.9	289.8	320.5	335.4	410.1	481.0
4 Time and savings deposits	42.9	43.6	36.3	31.3	35.3	40.3
5 Money market fund shares	77.0	86.9	110.7	146.9	179.9	230.3
6 Security RPs	2.4	3.9	4.6	4.2	5.3	5.2
7 Commercial paper	20.1	31.5	36.1	39.4	43.7	45.3
8 U.S. government securities	80.5	75.6	34.8	34.2	32.1	34.1
9 Municipal securities	36.8	31.0	27.4	25.7	22.3	33.3
10 Mortgages	57.9	54.4	80.2	67.3	60.3	55.3
11 Consumer credit	85.1	77.7	78.9	74.9	80.3	82.7
12 Trade receivables	1184.9	1273.1	1366.6	1452.9	1566.3	1670.9
13 Mutual fund shares	45.7	59.9	69.1	91.0	113.9	98.8
14 Miscellaneous assets	3059.0	3406.7	3620.4	4213.8	4804.0	5237.1
15 U.S. direct investment abroad (1)	778.7	863.2	923.8	1047.8	1159.8	1276.5
16 Insurance receivables	183.6	186.2	188.1	195.0	195.2	196.8
17 Equity in GSEs	1.8	1.6	0.5	-0.2	-0.8	-0.8
18 Investment in finance company subs.	25.5	30.2	32.3	30.9	61.9	73.2
19 Other	2069.4	2325.6	2475.7	2940.4	3387.9	3691.3
20 Total liabilities	6009.5	6378.6	6628.8	7232.6	7920.1	8599.6
21 Credit market instruments	2912.5	3095.3	3359.9	3751.9	4241.0	4678.3
22 Commercial paper	157.4	156.4	168.6	193.0	230.3	278.4
23 Municipal securities (2)	134.8	137.9	142.0	147.8	152.8	154.2
24 Corporate bonds (1)	1344.1	1460.4	1610.9	1829.6	2059.5	2234.5
25 Bank loans n.e.c.	587.7	627.2	698.1	778.9	851.8	926.3
26 Other loans and advances	453.7	472.2	520.6	567.9	605.5	681.3
27 Savings institutions	6.4	7.9	9.4	12.1	15.3	19.7
28 Finance companies	271.4	278.5	286.7	312.8	364.6	424.0
29 Federal government	10.0	8.7	8.4	8.3	8.0	7.6
30 Acceptance liabilities to banks	14.2	13.4	10.8	6.6	4.4	4.3
31 Rest of the world	122.1	126.0	143.3	142.3	119.5	117.3
32 ABS issuers	29.6	37.7	62.1	85.9	93.6	108.4
33 Mortgages	234.8	241.3	219.8	234.8	341.1	403.6
34 Trade payables	877.5	927.0	992.1	1049.7	1194.1	1284.5
35 Taxes payable	40.3	49.9	59.2	64.1	71.0	78.3
36 Miscellaneous liabilities	2179.2	2306.4	2217.5	2366.9	2414.0	2558.4
37 Foreign direct investment in U.S.	641.1	696.3	752.9	823.9	992.6	1203.0
38 Pension fund contributions payable	82.4	86.4	93.5	95.4	96.4	97.4
39 Other	1455.7	1523.7	1371.1	1447.6	1324.9	1258.0
Memo:						
40 Trade receivables net of payables	307.4	346.1	374.5	403.2	372.2	386.4
41 Market value of equities	6435.0	7618.6	9674.2	11521.8	15030.3	12201.3
42 Securities and mortgages	1713.7	1839.5	1972.6	2212.1	2553.4	2792.3
43 Loans and short-term paper	1198.8	1255.8	1387.3	1539.8	1687.7	1886.1
44 Total short-term liabilities (3)	2116.6	2232.6	2438.6	2653.5	2952.8	3248.9
45 Total liquid assets (4)	574.0	648.3	660.6	736.5	868.8	995.3
<i>Analytical measures (percent)</i>						
46 Long-term debt/credit market debt	58.8	59.4	58.7	59.0	60.2	59.7
47 Short-term debt/credit market debt	41.2	40.6	41.3	41.0	39.8	40.3
48 Liquid assets/short-term liabilities	27.1	29.0	27.1	27.8	29.4	30.6

(1) Through 1992:Q4, corporate bonds include net issues by Netherlands Antillean financial subsidiaries, and U.S. direct investment abroad excludes net inflows from those bond issues.

(2) Industrial revenue bonds. Issued by state and local governments to finance private investment and secured in interest and principal by the industrial user of the funds.

(3) Loans (except mortgages), short-term paper, taxes payable, and trade payables. Includes loans due in more than one year and excludes current maturities of bonds and mortgages.

(4) Sum of lines 2 through 9, plus line 13.