

LA LETTRE DE L'OEE

Vers une convergence des comportements d'épargne en Europe

Toward a convergence of Savings Behaviours in Europe

1 LES COMPTES DES MENAGES DANS 9 PAYS DE LA ZONE EURO
HOUSEHOLDS' ACCOUNTS IN 9 COUNTRIES OF THE EURO AREA

1 Quelques problèmes de données ou de méthodes
Some method and data problems

5 Convergences structurelles entre les pays
Structural convergence between euro area countries

8 La destination finale de l'épargne des ménages en Europe
Financial destination of European households' savings

13 La dynamique des fonds immobiliers en Europe
Recent development of real estate investment funds in Europe

18 News

Dans une étude récente, la Fédération Française des Sociétés d'Assurances a calculé que l'actif de l'assurance vie était, directement ou indirectement, composé pour moitié de titres d'entreprises. Cette estimation rappelle, par sa méthode et ses résultats, la dernière mise à jour réalisée pour l'OEE par Michel Boutillier et Valérie Oheix de l'étude sur la destination finale de l'épargne des ménages européens. Entre 1999 et 2003, la part des actions, détenues directement, ou indirectement à travers l'assurance-vie et les fonds d'investissement, dans le patrimoine des ménages a augmenté d'environ 10 points en Europe continentale, alors qu'elle a baissé de 14 points au Royaume-Uni. Paradoxalement, cette divergence des évolutions contribue à une convergence des niveaux, car la part des actions dans les fonds de pension britanniques était, il y a six ans, nettement supérieure à ce qu'elle était dans les supports d'épargne longue en Europe continentale.

Il y a donc bien une convergence en Europe, de l'allocation des placements des ménages vers des supports d'épargne longue, et à travers eux de l'allocation finale de l'épargne. C'est une conclusion importante, que l'on ne pourrait pas vérifier dans tous les domaines de la vie économique. Sur la seule zone euro, une étude importante de notre Observatoire pour la Banque Centrale Européenne, a permis de faire le point des convergences et des divergences, encore très significatives qui existent dans les comportements des ménages tels qu'ils sont reflétés par les Comptes Nationaux.

Mais comme l'ont signalé Gabriel Quiros et Robert Gadsby, qui représentaient la BCE lors d'un séminaire organisé sur ce thème par l'OEE, des difficultés méthodologiques subsistent avant de pouvoir établir des comparaisons économiques internationales complètes. A titre d'exemple, ils ont démontré que l'on ne pouvait pas comparer sans retraitements les taux d'épargne calculés aux Etats-Unis et en Europe.

On lira enfin avec intérêt la synthèse de Guy Marty sur les fonds immobiliers européens destinés aux particuliers. En conclusion, Guy Marty se demande si l'avenir n'est pas aux fonds immobiliers, sans doute cotés, qui sauraient attirer conjointement les investisseurs institutionnels et les particuliers. Il est vrai que, plus généralement, le marché des services financiers destinés aux particuliers est encore peu intégré en Europe, même si le rendement et la nature des produits se rapprochent d'un pays à l'autre.

éditorial

Jacques de Larosière

In a recent study, the French Federation of Insurance Companies calculated that, half of the assets of life insurance companies was, directly or indirectly, made up of corporate securities. This estimate recalls, in method and results, the latest updating of the OEE study on the final destination of European household savings carried out by Michel Boutillier and Valérie Oheix. Between 1999 and 2003, the proportion of shares directly or indirectly held through life insurance companies and investment funds in households' financial assets had increased by about 10 points in continental Europe, whereas it fell by 14 points in the United Kingdom. Paradoxically this convergence of trend contributed to the convergence of levels, because the proportion of shares in British pension funds was, six years ago, distinctly higher than that of long-term investment options in continental Europe.

In Europe, therefore, there is clearly a convergence in households' investment allocation into long-term savings instruments and through them in the final allocation of savings. This is an important conclusion, which is not to be found in all fields of economic life. In the euro zone alone, an important study by our institute on behalf of the European Central Bank, revealed that convergences and divergences, still very significant, exist in households' behaviour as reflected in national accounts.

However, as Gabriel Quiros and Robert Gadsby, who represented the ECB at a seminar organised on the subject by the OEE, pointed out, methodological difficulties still remain before complete international comparisons can be made. By way of example, they showed that it was impossible, without adjustments, to compare the savings rate calculated in the United States and Europe.

It is interesting to read Guy Marty's summary on European property funds directed towards individual investors. In conclusion, Guy Marty thinks that property funds (listed or not) could grow in the future, attracting both institutional and individual investors. It is true that, more generally, the retail market for financial services, is still weakly integrated in Europe, although both the yield and the nature of the products are becoming similar from one country to another.

La Banque Centrale Européenne a mandaté l'Observatoire de l'Épargne Européenne pour un travail de comparaison des comptes financiers et non financiers des ménages dans neuf pays de la zone euro. L'objectif était d'identifier dans chaque pays les principaux écarts à la moyenne de la zone euro et de faire la part entre les spécificités nationales dont les causes sont structurelles ou comportementales et les écarts statistiques dus aux méthodes de confection des comptes nationaux. Une note de la Banque Centrale Européenne de mars 2005 disponible sur le site de l'OEE explique plus en détail les priorités des statisticiens de la BCE.

Un séminaire a été organisé par l'OEE sur ce thème avec la participation de Gabriel Quiros et Robert Gadsby représentant la BCE.

Nous proposons à nos lecteurs deux aperçus de ces travaux: Le premier sur quelques problèmes de méthode et de données dans les comptes nationaux; le second qui présente quelques indicateurs clés issus des comptes nationaux.

Quelques problèmes de données ou de méthodes

par André Babeau

Président du Comité d'Orientation de l'OEE

Les comparaisons internationales en Europe ont été grandement facilitées, au cours des cinq dernières années, par deux événements qui n'ont évidemment pas eu la même importance aux yeux du grand public: si le passage de 12, puis de 13 pays à une monnaie unique ne pouvait en effet passer inaperçu, l'introduction en 1999 de comptes nationaux harmonisés pour l'ensemble des pays de l'Union européenne n'a été saluée que par les spécialistes de l'information économique. Cette introduction permettait, à brève échéance, de faire porter les comparaisons internationales sur des grandeurs dont les définitions étaient, au moins en principe, rigoureusement les mêmes; en pratique, il n'est pas douteux que, de ce fait, la comparabilité des informations d'un pays à l'autre au sein de l'Europe des 15, puis des 25 pays, a été grandement améliorée. Quant à la monnaie unique, elle a supprimé, dans les comparaisons entre pays appartenant à la zone euro, les problèmes délicats de choix de la parité des changes (parité des pouvoirs d'achat? Moyenne des parités au cours d'un période? Change courant?).

L'analyse que nous avons faite, pour le compte de la BCE, des comptes des ménages dans neuf pays de la zone euro a donc été grandement facilitée par cette amélioration de la comparabilité entre pays des résultats obtenus dans chacun d'entre eux. Chemin faisant, nous nous sommes cependant heurtés à certaines difficultés méthodologiques qui laissent subsister certaines interrogations quant à l'interprétation à donner à certains des résultats qui ont été obtenus. Les principaux obstacles rencontrés sont au nombre de quatre:

- les difficultés encore présentes dans la plupart des pays à évaluer (et à réévaluer) le portefeuille d'actions non cotées détenu par les ménages;
- la réconciliation des soldes des comptes de capital et des comptes financiers;
- le manque de distinction dans les comptes d'accumulation du patrimoine entre les postes de réévaluation et des "autres changements en volume", qui, comme l'on sait, traduisent des changements de classement des "unités" ou des changements de nature des actifs patrimoniaux;

The European Central Bank commissioned the European Savings Institute to make a comparison between households' financial and non-financial accounts in the nine euro area countries. The objective was to identify in each country the main differentials from the average in the euro area and to show the proportions between the particular national characteristics, with structural or behaviour causes, and the statistical gaps due to the methods used in compiling the national accounts. A note from the European Central Bank in March 2005, available on the OEE website, explains in greater detail the ECB statisticians' priorities.

The OEE organised a seminar, which Gabriel Quiros and Robert Gadsby attended, representing the ECB.

We produce for our readers two accounts of these proceedings: the first on some method and data problems in the national accounts, the second presenting key indicators arising from these accounts.

Some method and data problems

Over the last five years, international comparisons in Europe have been greatly helped by two events which obviously do not have the same importance from the point of view of the public at large: though the transition to a single currency by twelve then thirteen countries could not pass unobserved, the introduction in 1999 of harmonised national accounts for all the European Union countries has only been greeted by specialists in economic information. Very soon, this introduction enabled international comparisons, where in principle the definitions were strictly the same, to be made on orders of size. In practice, therefore, there can be no doubt that the comparability of information from one country to another within the Europe of 15 countries, then 25, has been greatly improved. As far as the single currency is concerned, it has removed, in comparisons between countries within the euro zones, the delicate problem of choice of exchange parity (parity of purchasing power? Average parities over a period? Current exchange rate?).

The analysis, which we have made on behalf of the ECB, of household accounts in the nine euro zone countries, has therefore been much helped by the improvement in comparability between countries of the results obtained in each one of them. As we progressed, however, we encountered some methodological difficulties which still made the interpretation of some results questionable. The four main obstacles were:

- difficulties still present in the majority of countries in valuing (and revaluing) the portfolio of unlisted shares held by households;
- the reconciliation of balances in capital and financial accounts;
- the lack of distinction in accounts for the accumulation of household capital between revaluation and "other changes in volume" which, as is well known, reflect the changes in the classification of the "units" or changes in the nature of household capital assets;

- enfin, l'absence générale de comptes complets de patrimoine non financier.

Nous ne reviendrons pas sur le premier point mentionné : des décisions ont en effet été prises quant à la nouvelle méthodologie d'évaluation des actions non cotées et l'on peut espérer qu'assez rapidement les publications des comptes nationaux dans les différents pays européens la prendront en considération. Les trois autres points doivent faire l'objet de quelques commentaires.

1. La réconciliation des comptes de capital et des comptes financiers du secteur des ménages

Il ne s'agit évidemment pas là d'un problème exclusivement européen. Toutes les comptabilités nationales butent sur ce problème : les soldes des deux comptes qui, théoriquement, devraient être identiques sont souvent assez différents, le solde du compte financier étant, à l'expérience, assez souvent supérieur à celui du compte de capital.

Ce problème est, en particulier, bien connu aux Etats-Unis où le solde du compte des "flows of funds" établis par la Réserve Fédérale est assez régulièrement supérieur à celui du compte de capital des ménages qui est de la responsabilité du Bureau of Economic Analysis⁽¹⁾.

Les causes de cet écart entre les deux soldes sont en général bien connues. La principale est sans doute l'hétérogénéité des sources utilisées pour construire ces deux comptes. Pour construire le compte de capital, on utilise, pour beaucoup, des sources fiscales à partir desquelles des estimations assez sûres, par exemple, des montants d'investissements peuvent être réalisées, mais qui n'excluent pas certaines approximations, par exemple dans le calcul de l'épargne des ménages effectué en amont. S'agissant du compte financier, on a souvent affaire à des informations de nature comptable directement communiquées aux banques centrales par les institutions financières. Il n'est pas étonnant qu'à la confluence de données de nature aussi différente, certains "remous" se produisent, qui ne sont pas toujours faciles à maîtriser.

Une seconde cause possible d'écart est la présence, variable, on le sait, d'un pays à l'autre, d'une économie "souterraine" : cette économie, par définition, ne laisse pas de traces dans les statistiques fiscales ; elle est, au contraire, susceptible d'en laisser dans les comptes des institutions financières malgré la lutte entreprise contre les différentes formes de "blanchiment" de l'argent. Une dernière cause, qui peut sans doute en partie se rattacher à la précédente, tient parfois à l'existence, dans la balance des paiements, d'un poste "erreurs et omissions" très important.

Ce qui est sûr, c'est que les neuf pays européens apparaissent très différents eu égard à l'importance des écarts entre les deux soldes du compte de capital et du compte financier des ménages : parfois, l'écart, variable il est vrai suivant les années, ne représente que 1 ou 2% du revenu des ménages, parfois il s'élève à beaucoup plus atteignant, par exemple, 7 à 8%. Mais il ne s'agit pas ici de distribuer des satisfecit, d'autant plus qu'un écart nul ou très faible peut certes être le résultat d'une cohérence plus grande établie entre les deux comptes, mais aussi de traitements peu transparents d'éventuels écarts importants apparus a priori et curieusement disparus a posteriori, mais qu'on retrouve parfois dans des postes qui ne sont pas faits pour les accueillir.

La sagesse dans ce domaine doit évidemment passer par une analyse aussi approfondie que possible des causes des

- lastly, the almost general absence of complete accounts for non-financial household assets.

We shall not dwell on the first point, decisions have in fact been taken on a new valuation methodology for unlisted shares and it can be hoped that fairly quickly the publication of national accounts in the various European countries will take this into consideration. The three other points will have to be commented upon.

1. Reconciliation of capital and financial accounts in the household sector

This is obviously not an exclusively European problem. All national accounts run into this problem: the balances of the two accounts which, in theory should be identical, are often rather different, experience showing that the financial account balance is often found to be higher than that of the capital account.

The problem is in particular well-known in the United States, where the balance of the "flows of funds" account set up by the Federal Reserve is fairly regularly higher than households' capital account, which is the responsibility of the Bureau of Economic Analysis(1).

The causes of this gap between the two balances are in general well-known: the main one is probably the lack of similarity between the sources used to constitute the two accounts. To form the capital account, in many cases tax sources are used, from which fairly certain estimates can be made, for example of the investment amounts achieved, but which do not exclude some approximations, for example in the calculation of upstream household savings. In the case of financial accounts, there is often recourse to accounting information directly sent in by financial institutions to the central banks. It is not surprising with such different kinds coming together that some disturbances occur, not always easy to overcome.

A second possible cause for the gap is the presence, well-known to be variable from one country to another, of the black economy: this economy by definition does not leave traces in tax statistics; on the other hand it is likely to leave traces in the accounts of financial institutions, despite the efforts made to combat the various forms of money laundering. A final cause, probably connected to the previous ones, sometimes relates to the existence in the balance of payments of a very significant "errors and omissions item".

What is certain, is that the nine European countries show very large differentials in the size of the gaps between the balances of households' capital and financial accounts: sometimes the gap, variable from year to year, represents only 1 or 2% of household income, sometimes it is much larger, reaching for example 7 to 8%. This, however, is not the place to give plaudits, especially since a nil or very low gap can be the result of greater coherence between the two accounts. It can also be the result of lack of transparency in dealing with the possibly large gaps appearing in the first instance and curiously disappearing later on, sometimes to be found again in items where they do not belong.

Wisdom in this field must obviously be subject to as thorough an analysis as possible of the

(1) Voir, par exemple, sur ce point, Integrated Macroeconomic Accounts for the US: Draft SNA-USA, par R. Antoniewicz et alii, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2004-54, 23 pages plus annexes.

causes of gaps, above all if these are wide. For the moment, rather than reducing them artificially, it would be better to reveal them clearly. Measures will subsequently have to be taken to reduce them by improving the information circuits.

causes of the gaps, above all if these are wide. For the moment, rather than reducing them artificially, it would be better to reveal them clearly. Measures will subsequently have to be taken to reduce them by improving the information circuits.

2. Le manque de distinction entre les postes "réévaluation" et "autres changements en volumes"

Dans les comptes de patrimoine, on peut dire, pour être simple, que l'on passe d'un encours d'actif (ou de passif) en début d'année à ce même encours en fin d'année en tenant compte de trois facteurs :

- le flux net d'acquisition de cet encours au cours de l'année considérée (formation de capital, placements financiers ou flux de crédits nets de remboursements);
- la réévaluation de l'encours au cours des 12 mois de l'année considérée, s'il s'agit d'un actif échangé sur un marché ;
- enfin, le montant du poste "autres changements en volume" qui peut correspondre, par exemple, à la disparition de certains actifs ou à leur changement de nature (par exemple, une société non cotée est introduite sur un marché réglementé).

Dans la plupart des comptes publiés actuellement en Europe, seuls sont en général connus le montant des encours en début et en fin d'année et le flux net d'acquisition de cet encours. Par solde, on peut donc obtenir la somme algébrique des deux postes "réévaluation" et "autres changements volumes"; mais celle-ci ne permet évidemment pas d'analyser de façon rigoureuse les différents facteurs d'évolution de l'encours considéré et, en particulier, d'isoler l'influence respective des « prix » et du « volume », deux dimensions auxquelles les économistes sont particulièrement attachés.

Le progrès consistera ici à isoler l'influence des prix sur la valeur des actifs considérés en indiquant clairement quelles sont les sources d'information utilisées à cet égard. S'agissant du poste « autres changements en volume », son chiffrage constitue certes une première étape, mais il serait bien de pouvoir simultanément identifier la cause (ou les) cause(s) à l'origine du « changement » survenu. Plusieurs pays ont des programmes dans ce domaine qui visent à progresser dans cette direction.

3. L'absence quasi-générale de comptes de patrimoine pour les actifs non financiers

Ce que nous venons d'évoquer ne concerne en fait que les actifs financiers des ménages, car, s'agissant des actifs non financiers, la situation est plus sérieuse puisque – à l'exception de l'un des pays étudiés sur les neuf – aucune compte de patrimoine des actifs non financiers (actifs résidentiels, terres et terrains...etc.) n'était publié pour l'année 2003. On disposait donc de la formation de capital, brute et nette, au cours des années considérées, mais jamais du montant des encours en début d'année et en fin d'année et, naturellement, moins encore des postes « réévaluation » et « autres changements en volume ».

L'absence de comptabilité patrimoniale pour les actifs non financiers présente plusieurs grands inconvénients :

- elle rend naturellement impossible une analyse approfondie de la croissance globale du patrimoine des ménages : il semble bien qu'au cours des dernières années, la « règle d'or » des économistes selon laquelle les « stocks » croissent au même rythme que les « flux » aient été enfreinte, ceux-là croissant en fait plus vite que ceux-ci, notamment en raison d'évolutions favorables du prix des

2. Lack of distinction between the "revaluation" and "other changes in volume" items

In household capital accounts, it can be said for the sake of simplicity that a transition is made from an asset (or liability) outstanding at the beginning of the year to the same outstanding at the end of the year by taking three factors into account:

- the net flow of acquisition for this outstanding during the year under consideration (capital formation, financial investments or credit flow net of reimbursement);
- revaluation of the outstanding during the 12 months of the year under consideration, this being an asset traded on a market;
- lastly, the amount of the "other changes in volume" item which, for instance, may correspond to the disappearance of some assets or their change in kind (for example, a non-listed company joins a regulated market).

In the majority of accounts currently published in Europe, in general only the amount of outstandings at the beginning and end of the year and the flow of net acquisitions of this outstanding are known. For the balance, therefore, one can obtain the algebraic sum of the two "revaluation" and "other changes in volume" items; but this obviously does not enable a strict analysis to be made of the various evolving factors in the outstanding under consideration and in particular the isolation of the respective influence of "prices" and "volume", two dimensions which economists are particularly fond of.

Progress in this case will consist of isolating the influence of prices on the value of assets under consideration by clearly showing which sources of information have been used in this respect. Since this is the "other changes in volume" item, its expression in figures certainly provides a first stage, but it would be a good idea simultaneously to be able to identify the cause (or causes) at the origin of the "change" which has taken place. Several countries have programmes in the field which aim to make progress in this direction.

3. Almost general absence of household balance sheets for non-financial assets

The question which we have just raised only concerns households' financial assets. In the case of non-financial assets, the situation is more serious - with the exception of one of the nine countries - no account of non-financial household capital assets (residential assets, ground and land... etc.) has been published for 2003. Therefore one has available the formation of capital, gross and net, during the years under consideration, but never the amount of outstandings at the beginning and end of the year and naturally, even less the "revaluation" and "other changes in volume" items.

The absence of household capital accounting for non-financial assets presents several major snags:

- it naturally makes it impossible to carry out a thorough analysis of the overall growth of households' capital: it seems likely that during recent years, economists' "golden rule" has been followed, according to which "stocks" grow at the same pace as "flows" slow down. In fact the former has grown faster than the latter, notably owing to

actifs, mais cette conclusion demande à être précisée et confirmée, ce qui, de façon générale, n'est pas possible actuellement ;

- elle rend aussi impossible le suivi de l'évolution de la composition du patrimoine global des ménages entre actifs financiers et actifs non financiers, alors que les pays de l'Union européenne sont sans doute dans des situations très variables à cet égard ;

- enfin, l'absence de comptabilité patrimoniale pour les actifs non financiers soulève la question du mode de calcul de la « consommation de capital fixe » pour les ménages ; cette grandeur est, on le sait, le point de passage obligé des grandeurs brutes vers les grandeurs nettes (par exemple, revenu disponible brut et net des ménages) ; or, son calcul doit s'appuyer sur la connaissance des différents encours de patrimoine non financier dont elle traduit en effet l'usure physique.

Là encore, heureusement, des programmes sont en cours dans plusieurs pays européens pour obtenir, à un horizon assez court, des comptes de patrimoine non financiers aussi réalistes que possible.

Conclusion

Ainsi, malgré les progrès effectués dans la comparabilité des données macro-économiques au sein de l'Union européenne, des améliorations importantes restent indispensables pour que les diverses comptabilités nationales puissent servir de base à des études rigoureuses dans le domaine de la croissance des patrimoines. Au-delà du cadre actuel du Système européen des comptes⁽²⁾, deux progrès amélioreraient encore l'intérêt des comptabilités nationales pour analyser les comportements financiers des ménages : d'une part, un affinement de la nomenclature utilisée pour les produits et, d'autre part, la référence, en particulier en ce qui concerne les crédits, à des flux bruts plutôt qu'aux flux nets demandés par la comptabilité nationale.

A la suite d'une étude menée par l'OEE et Unicredito, l'OCDE a pris la décision de demander, aux pays membres, en matière de nomenclature des actifs financiers, des informations supplémentaires mettant mieux en évidence les risques supportés par les ménages ; il s'agit, par exemple, de faire la distinction en ce qui concerne les contrats d'assurance vie entre les contrats en monnaie nationale, en principe sans risque pour les particuliers, et les contrats en unités de compte, où, en fonction des supports choisis, les risques peuvent être plus ou moins importants. Ou bien, en matière de fonds de pension, de préciser les créances des ménages d'une part sur les fonds à prestations définies, dont ils ne supportent pas le risque financier, d'autre part, sur les fonds à cotisations définies dont ils supportent le risque.

En ce qui concerne les comportements d'emprunt des ménages, il serait très utile de pouvoir travailler, non pas sur les seules variations de passif, mais sur les crédits nouveaux, d'une part, et sur les remboursements, d'autre part. La référence aux crédits nouveaux permettrait de mieux suivre ce canal important de transmission de la politique monétaire ; quant à la connaissance des remboursements en capital, elle permet, si l'on ajoute à ces remboursements les intérêts versés, de déboucher sur le calcul des charges supportées par les ménages au titre de leur endettement. La Banque centrale européenne publie bien, à partir de l'année 2003, des informations concernant la production de nouveaux crédits accordés aux ménages. Par rapprochement avec les encours, on peut donc aboutir à une estimation du montant des remboursements. Mais ces crédits nouveaux sont donnés pour l'ensemble de la

the favourable development of asset prices, but this conclusion needs to be specified and confirmed, which is generally not possible at the present moment;

- it makes it impossible to follow the development of the composition of overall household capital between financial and non-financial assets, whereas the European Union countries are probably in very varying situations in this respect;

- lastly, the absence of household balance sheets for non-financial assets raises the question of the method of calculating households' "consumption of fixed capital"; this data, it is well known, is the necessary point of transition from gross to net orders of size (for example, households' gross and net disposable income); yet, its calculation must be based on knowledge of the different outstandings of households' non-financial capital where physical wear is reflected.

Fortunately, in this case, once more programmes are being undertaken in several European countries to obtain, in the fairly near future, non-financial household capital accounts which are as realistic as possible.

Conclusion

Despite the progress made in the comparability of macro-economic data within the European Union, improvements remain essential so that the various national accounts can be used as a basis for authentic studies in the field of household capital growth. Over and above the present system for European accounts⁽²⁾, two measures would further improve national accounts for the analysis of households' financial behaviour: on the one hand, refining the nomenclature used for products and, on the other, the reference, particularly concerning credits, to gross flows rather than the net flows required for national accounts.

Following a study conducted by the OEE and Unicredito, the OECD took the decision on the subject of financial assets' nomenclature to ask Member States for additional information more clearly showing the risks borne by households; for example, a distinction was to be made, concerning life insurance contracts, between currency contracts, in principle without risk for individuals, and unit-linked contracts where, in accordance with the products chosen, risks could vary in extent. Or rather, on the subject of pension funds, to specify household credits on the one hand in funds with defined benefits where they do not bear the financial risk, or on the other hand in risk-bearing funds with defined contributions.

Concerning households' borrowing behaviour, it would be worthwhile being able to work not only on variations in liabilities, but on new credits on the one hand and on reimbursements on the other. The reference to new credits would enable this important channel for the transmission of monetary policy to be better followed; as far as capital reimbursements are known, they enable, if reimbursements of interest paid are added, to arrive at the calculation of charges borne by households through their indebtedness. The European Central Bank, from 2003 onwards, has indeed been publishing data concerning the production of new credits granted to households. By approximation with outstandings, it is therefore possible to make an estimate of the amount of reimbursements. These new credits, however, are given for the whole euro zone and not by each one of the component countries; furthermore, the period when they are known is clearly very short.

(2) EUROSTAT, Système européen des comptes, SEC 1995, juin 1996

zone euro et non pas pour chacun des pays qui la composent ; en outre, la période sur laquelle ils sont connus est évidemment très brève.

Les progrès en cours ou encore à accomplir, soit dans le cadre strict des méthodes actuelles de la comptabilité nationale, soit en élargissant quelque peu leurs conventions, sont ainsi susceptibles de déboucher, à des termes assez rapprochés, sur de notables améliorations de nos connaissances en matière de comportements des ménages.

Progress being made, or still to be made, both within the current national accounting methods, and by broadening their conventions, are also likely in the fairly near future to result in notable improvements in our knowledge of households' behaviour.

Convergences structurelles entre les pays de la zone euro

par Didier Davydoff, Directeur de l'OEE et Grégoire Naacke, économiste-statisticien

Structural convergence between euro area countries

A titre d'illustration, nous présentons ici quelques indicateurs significatifs du degré de convergence des comportements des ménages dans la zone euro. Afin de lisser des aléas conjoncturels ces indicateurs sont calculés en moyenne sur les années 1995-2003.

1. Formation du Revenu Disponible Brut

Les principales composantes du revenu des ménages sont les salaires, les revenus des entrepreneurs individuels, les prestations sociales, les revenus de la propriété et les intérêts.

By way of illustration, below we present significant indicators of the degree of convergence of household behaviour in the euro zone, to smooth out short term economic fluctuations these indicators are calculated on average during the years 1995-2003.

1. Formation of Gross Disposable Income

The main components of household income are wages, income from self-employment, social contributions, income from property and interest.

Rémunération des salariés (en% du RDB) - Compensation of employees (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
79.6%	82.7%	78.6%	74.9%	89.3%	80.0%	57.6%	94.3%	70.3%	75.5%

Les salaires (charges sociales effectives à la charge de l'employeur comprises) représentent les trois quarts du revenu des ménages en moyenne dans la zone euro. Le revenu des ménages dépend donc principalement de l'évolution des salaires, et ce constat est particulièrement prononcé aux Pays-Bas, en Finlande, en Belgique et en France.

Wages (including social charges paid by the employer) amount on average to three-quarters of household income in the euro zone. Household income depends mainly on the development of wages; this finding is particularly significant in the Netherlands, Finland, Belgium and France.

Excédent d'exploitation et Revenu Mixte (en% du RDB) - Operating Surplus and Mixte Income (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
21.4%	24.8%	23.8%	32.2%	21.3%	24.3%	38.1%	23.4%	26.5%	27.5%

L'excédent d'exploitation et le revenu mixte correspondent aux revenus des entrepreneurs individuels. Leur importance en Italie reflète le très grand nombre de micro-entreprises dans ce pays (75 pour 100.000 habitants selon Eurostat en 2003, contre 48 en moyenne dans la zone euro). A l'inverse, l'importance relative de ces revenus est très faible en Finlande, alors que la densité de micro-entreprises par habitant y est comparable à celle de la France. Mais les comptables nationaux finlandais ont une définition très extensive des sociétés non financières, puisqu'ils rattachent à ce secteur toutes les entreprises ayant plus de deux salariés, qu'elles aient la personnalité juridique ou non. A l'inverse, le poids de ces revenus en Allemagne est comparable à celui observé en France, alors que sa densité de micro-entreprises est plus faible. C'est qu'en Allemagne, la fiscalité incite moins les petits entrepreneurs à exercer une activité salariée dans le cadre d'une société ayant la personnalité morale.

Surplus on operations and mixed income correspond to the income of the self-employed. Their importance in Italy reflects the large number of micro-enterprises in this country (in 2003, 75 out of every 100,000 inhabitants according to Eurostat, compared with 48 on average in the euro zone). On the other hand, the relative importance of this income is very low in Finland, where the density of micro-enterprises per inhabitant is comparable to the French figure. But Finnish national accounts have a very broad definition of non-financial companies, since they include in the sector all companies having more than two employees, whether they are legal entities or not. On the other hand, the weight of this income in Germany is comparable to that noted in France, where the micro-company density is much lower. In Germany, taxation discourages small businessmen from carrying on activity as employees in a company with legal status.

Revenus distribués des sociétés (en % du RDB) - Distributed income of corporations (in% of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
7.7%	5.2%	12.8%	1.4%	5.6%	4.2%	16.3%	3.5%	1.6%	9.3%

Cette rubrique inclut les dividendes reçus par les ménages, mais elle inclut aussi une seconde composante: les

The heading includes dividends received by households, but it also includes a second

« Prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés », qui est un véritable trou noir de la Comptabilité Nationale européenne. Les quasi-sociétés sont en théorie définies comme des producteurs marchands sans personnalité juridique mais qui sont réputées avoir une autonomie de décision du fait qu'elles ont une comptabilité complète. Dans une majorité de pays, elles ont un poids marginal. Dans d'autres pays au contraire, notamment en Allemagne, c'est une composante importante du revenu des ménages, mais elle est calculée par solde, faute d'information directe fiable.

component: "withdrawals from quasi-corporations", which is a truly black hole in European national accounts. Quasi-corporations are in theory defined as market producers without being a legal entity but considered to be able to make independent decisions owing to their keeping of complete accounts. In the majority of countries their weight is marginal. In others, on the other hand, notably in Germany, it is an important component of household income, but it is calculated according to balance, owing to lack of reliable direct information.

Cotisations sociales (en % du RDB) - Social contributions (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
28.0%	31.5%	30.5%	22.2%	25.7%	32.5%	22.0%	49.9%	21.4%	29.2%

Prestations sociales (en % du RDB) - Social benefits (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
30.6%	29.5%	29.6%	21.1%	34.6%	31.2%	26.2%	35.2%	21.7%	28.7%

Les niveaux de cotisations et de prestations sociales sont assez variables d'un pays à l'autre. Aux Pays-Bas, les fonds de pensions contribuent à alourdir le poids tant des cotisations sociales que des prestations sociales. A l'inverse c'est en Espagne et au Portugal qu'il est le plus faible.

The level of social contributions and benefits varies considerably from one country to another. In the Netherlands pension funds add to the weight of both contributions and benefits. In Spain and Portugal, on the other hand, their level is the lowest.

Intérêts reçus (en % du RDB) - Interest received (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
3.4%	8.3%	3.6%	3.1%	1.2%	3.9%	6.0%	3.4%	3.7%	4.2%

La part des intérêts dans le revenu des ménages est homogène et relativement faible sauf en Italie et en Belgique en raison de l'importance dans ces pays de la détention d'obligations en direct.

The share of interest in household income is similar and relatively low, except in Italy and Belgium, owing to the importance of the direct holding of bonds in these countries.

2. Épargne et endettement.

2. Savings and indebtedness

Épargne Brute (en % du RDB) - Gross saving (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
12.9%	16.7%	16.1%	12.0%	8.4%	15.7%	18.0%	17.2%	11.2%	15.7%

Les taux d'épargne sont relativement homogènes dans la zone euro, à l'exception de l'Espagne, du Portugal et de la Finlande où ils sont plus bas que la moyenne.

Savings rates are relatively similar in the euro zone, with the exception of Spain, Portugal and Finland, where they are lower than average.

Variation de l'endettement (en % du RDB) - Growth of indebtedness (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
3.6%	2.5%	3.9%	8.9%	3.2%	2.8%	2.8%	17.1%	12.1%	4.7%

Les Européens ont eu recours au crédit dans des proportions très diverses selon les pays. C'est aux Pays-Bas qu'il a été le plus important, poussé à la hausse par l'envolée des prix de l'immobilier jusqu'en 2001, mais aussi par la déductibilité fiscale des intérêts des prêts hypothécaires. En outre, le régime juridique et fiscal des prêts hypothécaires a permis d'augmenter leur montant au fur et à mesure de l'augmentation du prix des biens immobiliers apportés en garantie. Ils ont donc pour une part importante, financé des dépenses autres que celles liées au logement. A l'inverse, le recours au crédit est resté, en moyenne sur ces années, très modéré en Allemagne et en France. Cependant dans les années récentes, les ménages français ont augmenté de manière significative leur endettement.

Europeans use credit in very different proportions according to country. It is largest in the Netherlands, pushed upwards by the climb of house prices since 2001, but also owing to the interest on mortgage loans being tax deductible. Moreover, the legal and tax regime for mortgage loans enables their amount to be increased as and when there is an increase in the price of property goods pledged as guarantee. They are therefore to a great extent financed by expenditure other than that connected with housing. On the other hand recourse to credit, on average during these years, has remained very moderate in Germany and France. In recent years, however, French households have significantly increased their debt.

Formation Brute de Capital Fixe (en % du RDB) - Gross Capital Formation (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
8.4%	9.2%	11.1%	9.2%	9.1%	8.4%	9.6%	12.8%	9.5%	9.9%

L'investissement non financier des ménages a deux composantes principales : le logement et les investissements professionnels des entrepreneurs individuels. Il est relativement stable dans le temps, et peu différencié selon les pays : en moyenne, les ménages consacrent à ce poste de dépense environ 10% de leur revenu.

Households' non-financial investment has two main components: housing and the occupational investments of the self-employed. It is relatively stable according to time scale and only slightly differentiated according to country: on average households devote about 10% of their income to this item/information.

Acquisition d'actifs financiers (en % du RDB) - Acquisition of financial assets (in % of GDI)

Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
9.3%	15.5%	9.9%	14.3%	5.4%	11.9%	13.4%	21.4%	17.4%	12.3%

Les taux de placements financiers sont relativement homogènes sauf aux Pays-Bas où les cotisations aux fonds de pension majorent l'épargne des ménages.

Financial investment rates are relatively similar except in the Netherlands, where contributions to pension funds increment household saving.

3. Composition des flux de placements financiers

3. Composition of financial investment flow

Composition du flux cumulé de placements financiers entre 1995 et 2003

Composition of cumulated flow of financial assets between 1995 and 2003

	Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Italy	Netherlands	Portugal	9 Count.
Monnaie & dépôts <i>Currency and deposits</i>	39.4%	41.7%	25.5%	44.1%	36.8%	31.2%	13.9%	31.2%	38.8%	28.3%
Produits de taux <i>Securities other than shares</i>	-7.2%	-8.0%	6.1%	1.0%	2.9%	-3.0%	7.6%	6.4%	19.2%	3.3%
Actions <i>Shares</i>	12.5%	3.7%	-2.3%	5.3%	-26.0%	7.2%	4.8%	-4.0%	5.2%	2.6%
OPCVM <i>Mutual funds shares</i>	25.4%	34.0%	24.0%	19.5%	27.7%	-0.4%	42.9%	3.7%	11.5%	20.7%
Ass. Vie & Fds de P. <i>Life insurance & PF</i>	29.5%	42.5%	44.0%	27.5%	61.5%	59.8%	32.7%	60.2%	29.1%	43.9%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Les placements "longs" - assurance vie et fonds de pension - ont été, de 1995 à 2003, la forme d'épargne privilégiée pour les habitants de la zone euro.

From 1995 to 2003 "long" investments - in life insurance and pension funds - were the kind of saving preferred by euro zone inhabitants.

En raison de l'attrait qu'exerce sur eux l'assurance vie, les ménages français ont, comme les Néerlandais et les Finlandais, affecté une part prépondérante de leurs placements financiers aux produits d'épargne longue. Ils sont par ailleurs les seuls à avoir été vendeurs nets d'OPCVM sur la période. Cependant, ces ventes ont surtout porté sur des OPCVM monétaires et beaucoup de ménages français ont acheté des OPCVM à travers des contrats d'assurance-vie.

Owing to their attraction to life insurance, like the Dutch and Finnish, French households allocated the major part of their financial investments to long savings products. Moreover, they were the only ones to have been net sellers of UCITS over the period. Sales, however, above all related to monetary UCITS and many French households bought into UCITS through life insurance contracts.

Les dépôts auprès d'institutions financières représentent toujours une composante importante de l'épargne des ménages, mais le poids relatif de cette composante a été très variable selon les pays.

Deposits in financial institutions always account for a substantial component of household savings, but the relative weight of this component has been very variable according to country.

Les Italiens se singularisent par l'importance de leur ventes d'obligations (juqu'à l'éclatement de la bulle spéculative) puis à nouveau leurs achats importants de ces titres. Dans les autres pays, les ménages sont aussi détenteurs d'obligations, mais plutôt à travers des OPCVM et des contrats d'assurance-vie. Mais au total, sur la période, les Italiens sont ceux des européens qui se sont le plus massivement portés acquéreurs de fonds d'investissement.

The Italians are conspicuous for the volume of their bond sales (up to the bursting of the speculative bubble), then once more they became substantial purchasers of these securities. In other countries, households were also bond holders, rather through UCITS and life insurance contracts. Throughout the period in total, however, the Italians are those among the Europeans who were by far the greatest buyers of investment funds.

En 2000, une première base de données sur la destination finale de l'épargne des ménages en Europe une fois rendus transparents les différents intermédiaires financiers avait été réalisée pour le compte de l'OEE. Un travail de mise à jour de cette base de données a été mené fin 2004.

Tous les pays de l'échantillon sont caractérisés par la stabilité de l'épargne intermédiée et surtout l'accroissement de l'intermédiation non monétaire. La montée en puissance des investisseurs institutionnels est avérée. La détention d'actions augmente dans tous les pays d'Europe continentale, se rapprochant ainsi de celle des ménages britanniques. Les modalités nationales de détention du patrimoine financier demeurent cependant très hétérogènes, tant au niveau du rôle joué par les différentes catégories d'intermédiaires financiers qu'en ce qui concerne les types d'instruments financiers détenus.

1. Echantillon et rappel méthodologique

Les pays étudiés sont, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

La méthodologie utilisée est la même que celle qui avait été précédemment retenue⁽¹⁾. Il s'agit de calculer la structure en pourcentage du patrimoine financier des ménages dans les six pays de l'échantillon selon leur affectation initiale (ou spontanée), telle qu'effectuée par les ménages eux-mêmes, selon l'affectation partielle (ou intermédiaire), une fois les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) rendus transparents, et enfin selon l'affectation finale (ou totale) après mise en transparence des intermédiaires financiers monétaires (IFM). L'écart entre les affectations initiale et partielle rend donc compte du rôle joué par les IFNM, en particulier OPCVM LT, assurances et fonds de pension, tandis que l'écart entre les affectations partielle et finale renseigne sur l'activité des IFM, et notamment des banques (en tenant généralement compte des OPCVM CT, particulièrement en Espagne et en France du fait de l'importance prise par ces intermédiaires).

2. Evolution des circuits d'intermédiation

La part intermédiée du patrimoine financier total des ménages demeure stable et de l'ordre de 76 % en Allemagne et en France, contre 72 % en Espagne. Dans les trois autres pays, le taux d'intermédiation augmente. La hausse la plus importante, de près de 10 points, concerne l'Italie où le taux d'intermédiation reste néanmoins inférieur à 60 % en 2003. Aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, une augmentation moindre mais significative (de 7 à 6 points) conduit à un taux d'intermédiation très élevé, atteignant respectivement 87 % et 83 % en 2003. La faiblesse relative de l'intermédiation en Italie tient à l'importance de la détention directe de produits de taux, notamment publics.

In 2000, on behalf of the OEE, a preliminary database on the financial destination of households' savings in Europe, once the various financial intermediaries had been made transparent, was achieved. Updating this database was undertaken at the end of 2004.

All the sample countries feature stability of intermediated savings and, above all, the increase in non-monetary intermediation. The rising weight of institutional investors was proven. Shareholding increased in all continental European countries, thereby approaching the level of British households. National asset allocation, however, remained very diverse both in the role played by the various categories of financial intermediaries and in the types of financial instrument held.

1. Sample and methodological reminder

The countries studied were Germany, Spain, France, Italy, Netherlands and the United Kingdom.

The methodology was the same as that previously used⁽¹⁾. The percentage structure of households' financial capital in the six sampled countries was calculated according to their initial (or spontaneous) allocation, as undertaken by the households themselves, according to partial (or intermediary) allocation, once the non-monetary financial intermediaries (NMFI) were made transparent, and lastly according to the final (or total) allocation after making the monetary financial intermediaries (MFI) transparent. The gap between initial and partial allocations, therefore, accounts for the role played by the NMFI, in particular the LT UCITS, insurance and pension funds, whereas the gap between partial and final allocations provides information on the MFI's activity and notably the banks (by generally taking into account the ST UCITS, particularly in Spain and France, owing to the importance assumed by these intermediaries).

2. Development of intermediation circuits

The intermediated share of households' total financial capital remains stable and around 76% in Germany and France, as opposed to 72% in Spain. In three other countries, the intermediation rate increased. The largest rise, nearly 10 points, was in Italy, where the intermediation rate in 2003 nonetheless remained lower than 60%. In the Netherlands and the United Kingdom, a lesser but significant increase (from 7 to 6 points) led to a very high intermediation rate, in 2003 reaching respectively 87% and 83%. The relative weakness of intermediation in Italy is due to the importance of the direct holding of fixed rate products, notably in the public sector.

Taux d'intermédiation en % de l'affectation initiale/Intermediation rate in % of initial allocation

	1991	1995	1999	2003
Germany	77.7	76.6	74.9	76
Spain	72.6	72.6	69.7	71.9
France	n.d.	74.5	67.4	76.5
Italy	n.d.	49.3	57.8	58.4
Netherlands	80.1	80.8	79.8	87.2
United-Kingdom	76.1	77.6	78.6	83

(1) Boutillier M. et alii (2001), « La destination finale de l'épargne des ménages européens », note finale du contrat du MODEM et du GEAPE avec l'OEE

L'intermédiation monétaire recule partout sur l'ensemble de la période. Les baisses les plus spectaculaires sont intervenues en Espagne (-15 points), en Allemagne (-11 points) et en France (-8 points mais sur 8 ans seulement). Dans les trois autres pays, elles ne dépassent pas 5 points, le recul le plus faible étant observé aux Pays-Bas. Cependant, la diminution de l'intermédiation monétaire n'est continue sur l'ensemble de la période qu'en Allemagne, alors que dans les cinq autres pays une hausse de 2 à 5 points intervient à partir de 2000. Ce regain du rôle joué par les établissements de crédit peut être interprété comme un retour des ménages à des placements moins risqués et plus traditionnels après l'éclatement de la bulle spéculative. L'Espagne se distingue des autres pays par un taux d'intermédiation monétaire très supérieur (48% en 2003).

Monetary intermediation declined everywhere throughout the period. The most spectacular falls took place in Spain (-15 points), Germany (-11 points) and France (-8 points, but only over 8 years). In the three other countries they exceeded 5 points, the lowest decline being noted in the Netherlands. However, the decrease in monetary intermediation only continued throughout the period in Germany, whereas in the five other countries an increase from 2 to 5 points took place from 2000 onwards. This recovery of the role played by credit institutions can be interpreted as households' return to less risky and more traditional investments after the bursting of the speculative bubble. Spain differs from the other countries by a very much higher monetary intermediation rate (48% in 2003).

Taux d'intermédiation monétaire en % de l'affectation initiale/Monetary intermediation rate in % of initial allocation

	1991	1995	1999	2003
Germany	47.6	44.1	38	36.2
Spain	62.7	57.1	44.4	47.6
France	n.d.	42.6	32.3	34.8
Italy	n.d.	39.2	31.5	36
Netherlands*	26.3	23.6	19.5	24.8
United-Kingdom*	25.7	20.5	16.3	21.7

* hors OPCVM CT.

L'intermédiation non monétaire connaît une nette progression sur l'ensemble de la période, avec une hausse de l'ordre de 10 points dans les six pays de l'échantillon. Il est intéressant de noter que cette évolution est indépendante des niveaux observés en début de période qui sont pourtant très hétérogènes : de 10 à plus de 50 %. L'augmentation est toutefois un peu plus importante dans les pays, comme l'Espagne et l'Italie, où le niveau initial était très faible. Dans les pays où la part intermédiée du patrimoine financier des ménages est stable (Allemagne, Espagne et France), l'augmentation de l'intermédiation non monétaire se fait au détriment de l'intermédiation monétaire. En revanche, dans les trois autres pays (Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni), l'accroissement de l'intermédiation non monétaire fait plus que compenser le recul de l'intermédiation monétaire. Au total, en fin de période, de très fortes disparités demeurent quant à la part du patrimoine financier des ménages transitant par les institutions non monétaires.

Non-monetary intermediation showed net progress throughout the period, with an increase of around 10 points in the six sampled countries. It is interesting that this development was independent of the levels noted at the beginning of the period which, nevertheless, are very diverse: from 10 to more than 50%. The increase is, however, a little larger in countries, like Spain and Italy, where the initial level was low. In countries where the share of households' financial capital was stable (Germany, Spain and France), the increase in non-monetary intermediation took place to the detriment of monetary intermediation. On the other hand, in the three other countries (Italy, Netherlands and the United Kingdom), the non-monetary intermediation increase more than offset the decline in monetary intermediation. On the whole, at the end of the period, very broad disparities remained in the share of households' financial capital passing through non-monetary institutions.

Taux d'intermédiation non monétaire en % de l'affectation initiale/Non-monetary Intermediation rate in % of initial allocation

	1991	1995	1999	2003
Germany	30.2	32.5	36.9	39.8
Spain	10	15.5	25.2	24.3
France	n.d.	31.9	35.2	41.7
Italy	n.d.	10.1	26.2	22.4
Netherlands*	53.9	57.2	60.3	62.4
United-Kingdom*	50.4	57.1	62.3	61.3

* OPCVM CT inclus

3. La détention de produits de taux

En 2003, la détention finale de produits de taux atteint 30% en France et en Italie, contre environ 20% dans les quatre autres pays. Ces niveaux relativement proches sont le fruit d'évolutions différentes au niveau national. Ainsi, la détention finale de produits de taux a fortement diminué en Italie, est restée stable en Allemagne et en Espagne, tandis qu'elle a augmenté ailleurs (France, Pays-Bas et Royaume-Uni). En Italie, cette évolution découle de la baisse spectaculaire (de 20 points) de la détention directe par les ménages de titres émis par les administrations publiques.

Dans tous les pays, à l'exception notable de l'Allemagne, la détention indirecte via les intermédiaires non monétaires

3. Holding of interest rate products

In 2003, the final holding of interest rate products reached 30% in France and Italy as opposed to around 20% in the other four countries. These relatively close levels are the result of different developments nationally. For instance, the final holding of interest rate products strongly decreased in Italy, remained stable in Germany and Spain, whereas it increased elsewhere (France, Netherlands and the United Kingdom). In Italy this development derived from the spectacular fall (20 points) in households' direct holding of securities issued by the General Government entities.

In all the countries, with the notable exception of Germany, the indirect holding via non-

s'accroît fortement. Hormis en Italie, la détention directe de produits de taux est extrêmement faible puisqu'elle ne représente que 1 à 5 % de l'affectation initiale.

En France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, c'est le rôle joué par les IFNM qui explique en quasi-totalité la hausse de la détention finale de produits de taux. Dans ces pays, les marchés de titres de dette sont en effet d'un accès difficile pour les ménages en raison de leur technicité ou du montant unitaire élevé des titres. En Espagne, les IFNB ont substitué des créances sur le Reste du monde aux titres publics qu'elles détenaient initialement en portefeuille.

S'agissant de la structure de la détention finale de produits de taux, une tendance commune concerne l'augmentation de la part des titres émis par le Reste du monde. Cette évolution est principalement perceptible aux Pays-Bas et en Espagne, où elle se traduit par une hausse de l'ordre de 10 points sur la période 1991-2003. Néanmoins, d'importantes spécificités nationales demeurent en fin de période. En Italie et en Allemagne les créances sur les administrations publiques dominant, tandis qu'en Espagne et aux Pays-Bas les créances sur le Reste du monde sont prépondérantes. La France et le Royaume-Uni occupent en revanche une position intermédiaire, les titres publics (émis par les administrations du pays concerné) et les titres étrangers s'y trouvant à part égale de l'affectation finale. Enfin, la très faible détention totale de titres de dette émis par les sociétés non financières est très révélatrice du faible développement de ces marchés en Europe. Ces créances ne représentent au mieux que 5 % de l'affectation finale en France, où la situation n'a pas évolué depuis 1995. Ailleurs leur part est inférieure et plutôt orientée à la hausse, si ce n'est en Allemagne et en Espagne où elle se réduit et n'atteint même pas 1 % en 2003.

4. La détention de créances sur fonds propres

La détention totale de créances sur fonds propres tend à converger vers un niveau de l'ordre de 25 à 35 % en 2003 dans les six pays de l'échantillon. Le seuil des 30 % n'est cependant dépassé qu'au Royaume-Uni ainsi qu'aux Pays-Bas. Cette relative convergence résulte en fait de deux phénomènes contraires, malgré des évolutions communes marquées par un spectaculaire retournement de tendance.

L'impact du gonflement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions est manifeste, puisque de 1991 à 1999 la progression de la part des créances sur fonds propres dans l'affectation finale est proche de 20 points dans les 5 pays d'Europe continentale et de 7 points outre-Manche. À partir de 2000, l'éclatement de la bulle entraîne une réduction deux fois moindre⁽²⁾ que la hausse qui a précédé dans les pays d'Europe continentale et deux fois plus importante en Grande-Bretagne. Il apparaît donc que la relative convergence de la part totale de créances sur fonds propres s'explique par une chute de 14 points entre 1999 et 2003 au Royaume-Uni et une augmentation d'environ 10 points sur l'ensemble de la période dans les cinq autres pays.

Dès lors qu'on la met en perspective avec les évolutions précédemment constatées, cette spécificité britannique est la conséquence d'un phénomène massif de substitution de produits de taux à des créances sur fonds propres dans la structure finale du patrimoine financier des ménages. L'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions a en effet conduit les assurances et fonds de pension britanniques à rééquilibrer la composition de leur portefeuille en y réduisant de manière significative la part initialement très élevée des actifs risqués.

monetary intermediaries strongly increased, except in Italy, where the direct holding of interest rate products was extremely low, since it only represented 1 to 5% of the initial allocation.

In France, the Netherlands and the United Kingdom, the role played by NFI almost totally explains the rise in the final holding of interest rate products. In these countries the debt securities markets are difficult for households to access owing to their technical nature or the securities' high unitary amount. In Spain, NFI have substituted credits in the rest of the world for the public sector securities which they initially held in portfolio.

In the case of the structure of the final holding of interest rate products, there is a common tendency for the share of securities issued by the rest of the world to increase. This development is mainly noticeable in the Netherlands and Spain where it rose by around 10 points during the 1991 to 2003 period. Nevertheless, significant national features remained at the end of the period. In Italy and Germany credits in public sector administrations dominated, whereas in Spain and the Netherlands credits in rest of the world were preponderant. France and the United Kingdom occupied, on the other hand, an intermediate position, public sector securities (issued by General Government entities of the countries concerned) and foreign securities held equal shares in their final allocation. Lastly, the low holding in the total of debt securities issued by non-financial companies demonstrates the weakness of these markets in Europe. These credits at the most represent only 5% of total allocation in France, where the situation has not changed since 1995. Elsewhere their share is lower but rising slightly, although not in Germany and Spain, where it declined not even reaching 1% in 2003.

4. Holding credits in own funds

In 2003 the total holding of credits in own funds in the six sampled countries tended to converge towards a level of around 25 to 35%. The 30% threshold, however, was only exceeded in the United Kingdom and also in the Netherlands. The relative convergence was caused by two opposing phenomena, despite common developments remarkable for a spectacular tendency reversal.

The impact of the inflated speculative bubble on share markets is striking, since from 1991 to 1999 the progress of the share of credits in own funds in the final allocation was close to 20 points in the five continental European countries and 7 points in the United Kingdom. From 2000 onwards the bursting of the bubble led to a fall twice as small⁽²⁾ as the preceding rise in the continental European countries and twice as large in Great-Britain. It therefore appears that the relative convergence of the share of total credits in own funds can be explained by a drop of 14 points between 1999 and 2003 in the United Kingdom and an increase of about 10 points for the period as a whole in the five other countries.

When placed in relation to the other developments previously noted, this particular British case is the consequence of a massive substitution of fixed rate products for own funds' credits in the final structure of households' financial capital. The bursting of the speculative bubble on share markets induced British insurance companies and pension funds to rebalance their portfolio by making a significant reduction in the very high share initially taken by risk bearing assets.

(2) En valeur absolue

Il existe en revanche de très fortes disparités quant à la manière dont les ménages européens détiennent des créances sur fonds propres. En Espagne et en Italie, l'augmentation de la détention totale tient en quasi-totalité à l'accroissement de la détention directe. A l'opposé, au Royaume-Uni, 70 % de la détention de créances sur fonds propres s'effectue depuis 1991 via les intermédiaires financiers non bancaires, dont 90 % de l'activité est réalisée par les assurances et les fonds de pension. Les modalités de détention de créances sur fonds propres par les ménages néerlandais deviennent identiques à celles des ménages britanniques en fin de période, en conséquence d'un net recul de la détention directe. L'importance des fonds de pension et la convergence de leur structure de portefeuille expliquent les similitudes entre ces deux pays. Enfin, en Allemagne et en France, la hausse de la détention totale est très largement imputable au développement des intermédiaires non monétaires, qu'il s'agisse des OPCVM LT mais aussi des assurances (en unités de compte) et des fonds de pension ; par contre, on ne peut pas dire que cette hausse de la détention soit due à un changement d'attitude de ces intermédiaires, notamment à une prise de risque plus élevée.

La structure de la détention finale de créances sur fonds propres en 2003 est aussi très hétérogène selon les pays considérés. Le Royaume-Uni se distingue par la prépondérance des actions cotées. En Espagne, en France et en Italie, la part des actions non cotées l'emporte. Enfin, en Allemagne et aux Pays-Bas, les actions émises par le Reste du monde dominant. Une tendance commune est toutefois perceptible : la hausse de la détention finale d'actions étrangères, qui traduit l'impact de la globalisation financière sur la composition du patrimoine financier des ménages européens. Rappelons, pour éviter toute ambiguïté, que l'étranger (le Reste du monde) est pour un pays donné tous les autres pays, que ces derniers appartiennent à la zone euro, voire à l'Union européenne, ou non. Il n'y a donc pas de possibilité de conclure ici sur un éventuel approfondissement du marché boursier européen ou sur une éventuelle diversification intra-européenne des portefeuilles d'actions détenus par les européens.

5. La détention de crédits et créances diverses sur les agents non financiers

En 2003, les crédits et créances diverses sur les agents non financiers représentent de 9 à 17% de l'affectation partielle. Cette part est relativement stable sur l'ensemble de la période dans tous les pays à l'exception notable des Pays-Bas, où elle dépassait 30% en 1991. Cette spécificité néerlandaise tient à l'importance des prêts hypothécaires et autres prêts, qui représentaient 18 % des placements des fonds de pension autonomes en 1998 contre 10 % en 2000 et 22 % de ceux des entreprises d'assurance en 2000. A l'opposé, leur part était nulle aux mêmes dates au Royaume-Uni, le seul autre pays de l'échantillon où les fonds de pension ont un rôle significatif. Pour les entreprises d'assurance, leur part est de l'ordre de 1 % dans les autres pays, sauf en Allemagne où elle atteint 10 % en 2000.

La part des crédits et créances diverses sur les agents non financiers en pourcentage de l'affectation finale évolue de la même manière dans les six pays de l'échantillon : elle diminue jusqu'en 1999 pour remonter ensuite. Néanmoins, la variation totale sur l'ensemble de la période dépend fortement du niveau initial. Deux groupes de pays se distinguent alors. Le premier, composé de l'Allemagne, l'Espagne, la France et les Pays-Bas, est caractérisé par le niveau initialement très élevé des crédits et créances diverses qui atteint 60 à 70 % de l'affectation finale. Dans ces quatre pays, le recul de l'intermédiation monétaire traditionnelle, ou intermédiation de bilan, est patent.

On the other hand there were strong differences in the way European households held credits in own funds. In Spain and Italy the increase in total holding was almost completely accounted for by the increase in direct holding, as opposed to the United Kingdom, where 70% of the holding of the credits in own funds was since 1991 made via non-banking financial intermediaries, with 90% of the activity carried on by insurance companies and pension funds. Asset allocation of Dutch households' holding of credits in own funds became identical to those of British households at the end of the period, owing to a net decline in direct holding. The importance of pension funds and the convergence of their portfolio structure explains the similarities between the two countries. Lastly, in Germany and France, the rise in total holding is largely attributable to the development of non-monetary intermediaries, in this case the LT UCITS, but also unit-linked insurance contracts and pension funds; on the other hand it might be said that this rise in holding was due to a change in these intermediaries' attitude, notably to taking higher risk.

In 2003 the structure of the final holding of credits in own funds was also very diverse, according to the countries considered. The United Kingdom can be distinguished by a preponderance of listed shares, whereas in Spain, France and Italy, this was the case for unlisted shares. Lastly, in Germany and the Netherlands, shares issued by the rest of the world dominated. A common tendency is, however, noticeable: the rise in the final holding of foreign shares, which reflects the impact of financial globalisation on the composition of European households' financial capital. We should remember, to avoid all ambiguity, that abroad, the rest of the world, is for any given country other countries, whether the latter belong to the euro zone, even the European Union, or not. There is therefore no possibility of drawing conclusions in this case on a possible deepening of the appraisal of the European stock exchange or on a possible intra-European diversification of share portfolios held by Europeans.

5. Holding of loans and diverse credits in non-financial sectors

In 2003, loans and credits in various non-financial sectors represented 9 to 17% of partial allocation. This share was relatively stable throughout the period in all countries except notably the Netherlands, where in 1991 it exceeded 30%. This particular Dutch position relates to the importance of mortgages and other loans which represented 18% of the investment of autonomous pension funds in 1998 and 2000, and 22% of insurance companies' investment. In the opposite case, their share was nil at the same dates in the United Kingdom, the only country in the sample where pension funds have a significant role. As far as insurance companies were concerned, their share was around 1% in the other countries, except in Germany where it reached 10% in 2000.

The share of loans and other credits in non-financial sectors as a percentage of the final allocation developed in the same way in the six sampled countries: it declined up to 1999, thereafter climbing again. Nonetheless, the total variation throughout the period strongly depended on the initial level. Two groups then become distinct: the first, comprising Germany, Spain, France and the Netherlands featured an initially very high level in loans and diverse credits, which reached 60 to 70% of the final allocation. In these four countries, the decline in traditional monetary intermediation or balance sheet intermediation, is clear.

Il se traduit par une chute de 11 à 17 points sur l'ensemble de la période, principalement aux Pays-Bas et en France. Le second groupe réunit l'Italie et le Royaume-Uni, où la part des crédits et créances diverses n'était que de 40 % en début de période⁽³⁾. En 2003, celle-ci est demeurée stable outre-Manche tandis qu'elle a augmenté de 4 points en Italie.

Or, l'intermédiation monétaire totale est la somme de l'activité traditionnelle d'intermédiation de bilan et de l'activité plus récente d'intermédiation de marché. En comparant l'évolution de l'intermédiation monétaire totale à celle de l'intermédiation de bilan qui vient d'être commentée, on peut ainsi mettre en évidence l'évolution de la répartition de l'activité des établissements de crédit entre leurs deux grands métiers : l'octroi de crédits (via la collecte des dépôts) et la gestion d'actifs.

Il apparaît tout d'abord que la remontée de l'intermédiation monétaire totale depuis 2000 résulte bien, comme on pouvait s'y attendre, de la progression de l'intermédiation de bilan. Echaudés par l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions, les ménages européens ont ainsi redécouvert les avantages de placements et d'intermédiaires plus traditionnels et moins risqués. Au-delà, l'évolution de la structure d'activité des établissements de crédit se révèle être très hétérogène en Europe. En Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, l'intermédiation de marché connaît un faible recul. Mais alors qu'outre-Manche l'activité traditionnelle d'intermédiation de bilan demeure stable et relativement faible, elle décroît en revanche très fortement dans les deux autres pays où elle explique l'essentiel de la chute très nette de l'intermédiation monétaire totale. L'Italie se distingue par un net recul de l'intermédiation de marché, associé à une hausse moitié moindre⁽⁴⁾ de l'intermédiation de bilan. C'est en France et aux Pays-Bas que la structure d'activité des établissements de crédit a le plus radicalement changé au cours de la période, puisqu'on y observe une chute d'environ 15 points de l'intermédiation de bilan largement compensée par une progression de l'ordre de 10 points de l'intermédiation de marché.

Conclusion

Ce travail de mise à jour de la base de données sur la destination finale du patrimoine financier des ménages dans six pays d'Europe a permis de mettre en évidence un certain nombre d'évolutions structurelles sur la période 1991-2003.

La part de leur patrimoine financier que les ménages européens confient aux intermédiaires financiers tend à augmenter ou à rester stable au cours de la période, mais de fortes disparités persistent. L'accroissement de l'intermédiation non monétaire est un phénomène généralisé à tous les pays et d'une ampleur significative.

La détention finale de créances sur les fonds propres converge nettement vers un niveau de 30 % dans les six pays de l'échantillon. Cependant, les modalités de cette détention évoluent de manière très différente suivant les pays.

La convergence est moins évidente en ce qui concerne la détention totale de produits de taux, qui s'établit entre 20 et 30 % en 2003. L'accroissement du rôle des intermédiaires non monétaires dans la détention indirecte de produits de taux est observée dans tous les pays, sauf en Allemagne.

Enfin, l'évolution de la détention finale de crédits et créances diverses sur les agents non financiers comparée à celle de la part de l'intermédiation monétaire montre que les établissements de crédit répartissent différemment leur activité entre leurs différents métiers.

It is reflected in a drop of 11 to 17 points throughout the period, mainly in the Netherlands and France. The second group combines Italy and the United Kingdom, where the share of loans and diverse credits was only 40% at the start of the period(3). In 2003 this remained stable in the United Kingdom, whereas it increased by 4 points in Italy.

Monetary intermediation is the sum of the traditional balance sheet intermediation activity and more recent market intermediation activity. By comparing the development of total monetary intermediation with that of balance sheet intermediation, just commented upon, one can thereby show the development and division of activity of credit establishments between their two major activities: the granting of loans (via the collection of deposits) and asset management.

First of all it appears that the rise in total monetary intermediation since 2000 is clearly the result, as might be expected, of the progress of balance sheet intermediation. Burnt by the bursting of the speculative bubble in share markets, European households rediscovered the advantages of investments in more traditional and less risky intermediaries. Apart from this, the development of the structure of credit institutions' activity proved to be very diverse in Europe. In Germany, Spain and the United Kingdom market intermediation weakened slightly, but whereas in Britain the traditional balance sheet intermediation activity remained stable and relatively weak, it, on the contrary, decreased very strongly in the two other countries, where it can be mainly explained by the very distinct drop in total monetary intermediation. Italy is distinct with a net decline of market intermediation, associated with half as small a rise(4) in balance sheet intermediation. In France and the Netherlands the credit institutions changed most radically during the period, showing a drop of about 15 points in balance sheet intermediation, largely offset by a progress of about 10% in market intermediation.

Conclusion

The updating of the database on the final destination of households' financial capital in six European countries emphasises a number of structural developments in the 1991-2003 period.

The share of financial capital that European households entrust to financial intermediaries tended to increase or remain stable during the period, but strong disparities remain. The growth of non-monetary intermediation was a general trend in all countries and on a significant scale.

The final holding of credits in own funds distinctly converged upon a 30% level in the six sampled countries. However, this holding developed in a very different manner according to the country.

Convergence is less obvious in the total holding of fixed rate products, which settled between 20 and 30% in 2003. The growth in the role of non-monetary intermediaries in the indirect holding of interest rate products is noticeable in all countries except Germany.

Lastly, the development of the final holding in loans and diverse credits in non-financial agents, compared with the share of monetary intermediation, shows that credit institutions divide their activity differently between their various vocations.

(3) Concernant l'Italie, il s'agit en fait du niveau en 1995 et non en 1991, compte tenu de la disponibilité des données.

(4) En valeur absolue

L'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière a réalisé pour l'OEI une mise à jour de son étude de 2000 sur les fonds immobiliers en Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Portugal et Suisse. Des statistiques ont été rassemblées permettant de présenter la capitalisation, la collecte et les performances annuelles des différents fonds.

La hausse des prix du logement dans de nombreux pays n'est que l'un des aspects de l'orientation récente mais vigoureuse de l'épargne et de l'investissement vers les actifs immobiliers. C'est dans le cadre de cette tendance générale que les fonds immobiliers ont connu au cours des dernières années à la fois une croissance importante et de nombreuses mutations.

De nouveaux types de fonds ont été créés (les SIIC en France, les Fonds mixtes en Italie), et des projets sont en gestation (des organismes de placement collectif, OPCV, en France ; des formules de foncières cotées avec transparence fiscale, à l'instar des SIIC françaises, en Allemagne et au Royaume-Uni⁽¹⁾). Par ailleurs, les fonds existants ont connu des évolutions soit pour alléger leurs contraintes d'investissement, soit pour modifier leur fiscalité.

Les comportements des ménages en matière d'épargne sont très différents dans les huit pays analysés : le taux britannique est très bas (5,2% en 2002), les Espagnols épargnent peu (10,6%), les Français et les Allemands épargnent un peu plus (16%). Ces comportements affectent-ils les grandes tendances que l'on observe au niveau des fonds immobiliers ? Où n'est-ce pas plutôt, à partir d'un engouement pour l'immobilier, la capacité de ces fonds à répondre aux besoins et aux attentes des épargnants qui fait leur dynamisme ?

La première étude pour l'OEI sur les fonds immobiliers européens accessibles aux particuliers a été réalisée en 2000. Il est intéressant de rappeler où ils en étaient à cette date avant de décrire les grandes lignes d'évolution.

1. Panorama des fonds immobiliers en 2000

Entre 1998 et 2001, la balance des paiements américaine a été positive. D'un seul coup, les bons du Trésor américains ont cessé d'absorber l'épargne mondiale qui s'est reportée vers les marchés financiers et l'immobilier. De plus, le contexte économique était porteur en 2000 (le plus haut de la Bourse date de septembre, c'est à ce moment seulement que la bulle internet a éclaté), ce qui se traduisait par une bonne santé des principaux marchés immobiliers, aussi bien entreprise que logement.

Les situations des fonds sont très différentes d'un pays à l'autre, tant en capitalisation qu'en dynamique de collecte. Ces disparités s'expliquent en partie par l'ancienneté. Il y a eu en effet plusieurs "générations" de fonds immobiliers en Europe.

- Années 70: Allemagne, France, Hollande, Suisse;
- Années 80: Portugal;
- Années 90: Belgique, Espagne, Italie.

The IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière) has updated the 2000 OEI study on real estate investment funds in Germany, Belgium, Spain, France, Italy, the Netherlands, Portugal and Switzerland. Statistics were collected showing the various funds' capitalisation, collection and annual performance. What has been the dynamic in recent years of these property funds, accessible to individual investors?

The rise in the price of housing in many countries is only one of the aspects for the recent but strong allocation of savings and investments into property assets. Within this general tendency property funds in recent years have recorded both strong growth and many changes.

New types of fund have been created (the SIIC in France, mixed funds in Italy) and projects are in the process of preparation (organisations for collective investment, OPCV in France; listed property securities with tax transparency, like the French SIIC, in Germany and the United Kingdom(1)). In addition, existing funds have recorded developments both in the alleviation of investment restraints and amending their tax position.

Households' behaviour in their attitude to savings differ in the eight countries analysed: the British rate is low (5.2% in 2002), the Spanish do not save much (10.6%), the French and Germans save rather more (16%). Does this behaviour affect the major tendencies noticeable in property funds? Or is it rather, following the enthusiasm for property, the capacity of these funds to respond to savers' needs and expectations, which has led to their dynamism?

The first OEI study on European property funds, accessible to individuals, was carried out in 2000. It is interesting to recall where these funds stood at this date before describing major developments.

1. Outline of property funds in 2000

Between 1998 and 2001 the American balance of payments had been positive. All of a sudden, American treasury bonds ceased to absorb world savings, which diverted to financial and property markets. Furthermore, the economic context was promising in 2000. The equity market reached its highest point in September, just the moment when the internet bubble burst, resulting in the good health of the main property markets, both for business and property itself.

The funds' situation was very different from one country to another, both in capitalisation and the collection process. The disparities can be partially explained by age. There were, in fact, several generations of property funds in Europe.

- 70s: Germany, France, Netherlands, Switzerland;
- 80s: Portugal;
- 90s: Belgium, Spain, Italy.

(1) Un projet similaire est très avancé également en Finlande, mais ce pays n'est pas inclus dans le périmètre de l'étude.

Avec plus de 49 milliards d'euros de capitalisation en 2000, les **fonds ouverts allemands** figuraient déjà largement en tête des fonds immobiliers européens. Durant les années 90, ils ont connu un puissant développement, avec une multiplication par dix de leur capitalisation entre 1990 et 2000. Ce dynamisme est d'autant plus impressionnant que fin 1992, les fonds ouverts capitalisaient moins que les SCPI françaises (12,1 milliards contre 13,6 milliards d'euros). En 2000, la situation s'est largement inversée. Et même si les fonds ouverts allemands enregistrent une décollecte de 2,8 milliards d'euros en 2000, il ne s'agit que d'un "trou d'air". Les investisseurs ont privilégié cette année-là les bonnes performances de la bourse au détriment des fonds ouverts allemands à la rentabilité insuffisante. Mais sur l'ensemble de la période, leur collecte a toujours été positive, et prépondérante en comparaison de ce que totalisaient les autres fonds européens. De 1991 à 1999, ils ont collecté en moyenne plus de 4 milliards d'euros par an avec trois années à plus de 7 milliards l'an, 1993, 1996, 1999. Dès 2001, la collecte repart d'ailleurs sur le même rythme.

Les fonds ouverts allemands ont su attirer l'épargne allemande pour deux raisons : le système est simple (OPCVM donc liquidité pour le souscripteur), et ils bénéficient d'une fiscalité avantageuse. A ces attraits structurels s'est ajouté l'intérêt du placement alternatif vers l'immobilier dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, donc de pénalisation du placement obligataire traditionnellement important dans l'épargne allemande.

Les **SCPI françaises** n'ont pas bénéficié des mêmes atouts, bien au contraire. Ayant dû faire face à une double crise, des marchés immobiliers dans lesquels elles avaient investi, et de blocage de leur marché secondaire avec des conséquences importantes sur leur image auprès des particuliers, elles ont consacré l'essentiel des années 90 à restructurer leurs patrimoines immobiliers et à retrouver une fluidité au niveau de leur marché des parts. Pas de croissance dans ce contexte, mais à partir de 1998 une situation assainie et de nouvelles perspectives de développement. Leur capitalisation est en 2000 de 8,2 milliards d'euros (et leur collecte de 199 millions d'euros) mais leur redémarrage est amorcé.

Créées en 1969, les **FBI néerlandaises** se sont développées sur le modèle des REIT américains, avec un mécanisme de transparence fiscale : elles ne sont pas formellement exonérées de l'impôt sur les sociétés, mais le taux de celui-ci est fixé à 0%. Leur capitalisation boursière a sensiblement progressé en 2000, s'élevant à 6,8 milliards d'euros contre 4,7 milliards fin 1999.

Les **fonds suisses** relèvent d'un système original fonctionnant avec un double marché : l'un, coté, fonctionnant plus comme une soupape de sécurité pour assurer une liquidité au placement, et l'autre non coté où se réalise l'essentiel des transactions. Ces fonds ont connu une croissance tranquille. Leur capitalisation s'élève à 5,85 milliards d'euros en 2000 (4,9 milliards en 1995).

Le Portugal est le premier pays de l'Europe du Sud à avoir créé des fonds immobiliers. Dix ans après leur lancement en 1985, les **FI portugais** affichaient une capitalisation de 1,7 milliard d'euros. Les fonds immobiliers portugais sont une enveloppe d'actifs composée essentiellement d'immeubles mais aussi de valeurs mobilières.

Après une période de lancement parfois longue, les capitalisations des fonds créés dans les années 90 restent globalement modestes en 2000.

Les **Sicafi belges** sont les premières foncières cotées européennes à avoir relancé l'actualité du régime de transparence fiscale à l'image des REITS américains. La création du statut date de 1995 et elles capitalisaient 2,35 milliards d'euros en 2000.

With a capitalisation of more than 49 billion euros in 2000, the German open funds were already to a large extent the leaders of European property funds. During the 90s they recorded strong growth, multiplying their capitalisation by ten between 1990 and 2000. This dynamism was all the more impressive since at the end of 1992 the open funds had less capitalisation than the French SCPI (12.1 billion compared with 13.6 billion euros). In 2000 the situation was largely reversed; although the German open funds registered 2.8 billion euro negative collection in 2000, this was only a pause for breath. In that particular year investors preferred the good equity market performance to the detriment of insufficiently profitable German open funds. But throughout the period as a whole, their collection had always been positive and preponderant by comparison with what other European funds totalled. From 1991 to 1999 they collected on average more than 4 billion euros per year, more than 7 billion euros per year in the years 1993, 1996 and 1999. From 2001 onwards, collection moreover started again at the same pace.

German open funds were able to attract German savings for two reasons: the system is simple (UCITS, therefore liquidity for the holder), and they benefit from advantageous taxation. Added to these structural attractions was the alternative of investment in property in a context of low interest rates, penalising bond investment, traditionally important in German saving.

The French SCPI did not benefit from the same advantages, quite the contrary. Having to confront a double crisis in the property markets in which they had invested and a blockage of their secondary market with serious consequences for their image among individuals, for the most part in the 90s they restructured their property holdings and recovered fluidity in their share market. There was no growth in this context, but from 1998 onwards the situation was restored to health and new prospects opened. Their capitalisation in 2000 was 8.2 billion euros (and their collection 199 million euros), but their momentum had resumed.

Founded in 1969, the Dutch FBI developed according to the American REIT model, with tax transparency: they were not formally exempted from company tax, but its rate was fixed at 0%. Their stock exchange capitalisation considerably progressed in 2000, amounting to 6.8 billion euros, compared with 4.7 billion at the end of 1999.

Swiss funds show an original system, functioning with a double market: one, listed, working more as a safety valve to ensure investment liquidity, and the other, non-listed, where most of the transactions were done. The funds had a steady growth. Their capitalisation amounted to 5.85 billion euros in 2000 (4.9 billion in 1995).

Portugal was the first southern European country to create property funds. Ten years after their launch in 1985, the Portuguese FI recorded a capitalisation of 1.7 billion euros. The Portuguese property funds have overall assets mainly comprising property, but also other transferable securities.

After a sometimes long launch period, the capitalisation of funds created in the 90s remained modest on the whole in 2000.

The Belgian Sicafi were the first European listed property companies to have launched the current tax transparency scheme resembling the REIT. The creation of their statutes dates from 1995 and their capitalisation was 2.35 billion in 2000.

Constitués au même moment, les **Fonds d'Investissement Immobilier (FII) italiens** ont connu un démarrage plus lent (légalisation très contraignante, marché immobilier peu porteur). Leur capitalisation était de 571 millions d'euros fin 1999.

En **Espagne**, bien que la loi remonte à 1992, les Fonds d'investissement immobilier (FII) n'avaient pas non plus décollé. Leur capitalisation s'élevait à 882 millions d'euros malgré un régime fiscal très favorable dans le cas d'investissement en immobilier d'habitation.

2. Le panorama 2004

En 2004, la santé de l'économie européenne est radicalement différente de celle qui prévalait en 2000. Passé le krach des valeurs TMT, l'Europe n'a profité ni du rebond d'activité enregistré aux Etats-Unis, ni de la formidable expansion de l'économie chinoise. Avec une croissance inférieure à 2% en 2004 pour l'ensemble de l'Europe, l'immobilier d'entreprise enregistre des taux de vacance importants.

Mais le phénomène de placement alternatif a joué à plein pour l'immobilier. Non seulement les taux d'intérêt faibles, mais aussi la dégradation de la confiance sur les marchés boursiers (après l'éclatement de la bulle internet, les affaires Enron, Worldcom, etc., plus le 11 septembre et les tensions géopolitiques) ont entraîné une offre de capitaux très forte sur les marchés immobiliers : les ménages vers le logement, les institutionnels vers l'immobilier d'entreprise.

Au premier semestre 2004, 47 milliards d'euros ont été engagés en immobilier d'entreprise dans l'Europe des 15, soit une progression de 23% par rapport à la même période de 2003, selon CBRE qui table sur un volume d'engagement supérieur à 90 milliards d'euros en 2004. Les fonds immobiliers européens ont naturellement été portés par cette vague d'intérêt pour l'immobilier.

Les fonds immobiliers

France, Pays-Bas, Belgique et Italie sont dotés de véhicules cotés avec transparence fiscale. On a ainsi assisté au début des années 2000 à la naissance de ce qu'on peut appeler une nouvelle classe d'actifs : avec la transparence fiscale et des règles de distribution, les marchés financiers offrent un véhicule en adéquation avec la nature des actifs immobiliers.

Fin 2003 en France, **dix foncières** avaient adopté le **statut SIIC** de transparence fiscale. Leur capitalisation s'élevait à 13,3 milliards d'euros, pour une collecte (au sens de l'ensemble des émissions en actions et potentiel actions - obligations convertibles, ORA, etc.), à l'exclusion des émissions d'actions d'apport) de 201 millions d'euros sur l'année.

Les **FBI néerlandaises** comptent également parmi les rares fonds immobiliers européens accessibles aux particuliers dépassant les 10 milliards de capitalisation (10,1 milliards).

Viennent ensuite les **fonds italiens**, dont la capitalisation est de 3,6 milliards d'euros fin 2003, puis les Sicafi belges, avec une capitalisation de 3,3 milliards d'euros, pour une collecte de 189 millions d'euros en 2003.

En ce qui concerne les fonds immobiliers non cotés, la capitalisation des **fonds ouverts allemands** est toujours largement en tête avec plus de 85 milliards d'euros. Leur collecte a dépassé les 13 milliards d'euros 2003. Elle pourrait marquer le pas du fait de la conjonction d'un

*Set up at the same time, the **Italian Property Investment Funds (FII)** recorded a slower start (restrictive legislation, unpromising property market). Their capitalisation was 571 million euros at the end of 1999.*

Nor in Spain, although a law dated back to 1992, were property investment funds able to take off. Their capitalisation amounted to 882 million euros, despite a very favourable tax regime in the case of investment in housing property.

2. The 2004 outlook

In 2004, European economic health was radically different from what prevailed in 2000. Having suffered the crash of TMT values, Europe did not take advantage of the recovery in activity recorded in the United States, nor the mighty expansion of the Chinese economy. With growth lower than 2% in 2004 for Europe as a whole, property companies recorded large vacancy rates.

The possibility of alternative investment, however, played in property's favour. Not only were interest rates low, but also confidence in equity markets declined (after the bursting of the internet bubble, the Enron, Worldcom scandals, etc., then 11 September and world political tensions) led to very strong capital supply on property markets: households chose housing, institutional investors opted for property companies.

In the first six months of 2004, 47 billion euros were committed to property companies in the Europe of 15, i.e. a progress of 23% compared with the same period in 2003, according to the CBRE, which tabled a commitment volume higher than 19 billion euros in 2004. European property funds have naturally benefited from the wave of interest in property.

Real estate investment funds

France, the Netherlands, Belgium and Italy possess listed instruments with tax transparency. At the beginning of the years 2000, what one might call a new class of assets was born: with tax transparency and distribution rules, financial markets supplied an option suited to the nature of property assets.

*By the end of 2003 in France, ten property companies had adopted the **SIIC** statute with tax transparency. Their capitalisation amounted to 13.3 billion euros, with a collection, including all issues in shares and potential shares - convertible bonds, ORA, etc. but excluding issues of support shares, of 201 million euros for the year.*

*The **Dutch FBI** are also included among the rare European property funds, accessible to individuals, exceeding 10 billion in capitalisation (10.1 billion).*

Italian funds follow, with capitalisation of 3.6 billion euros at the end of 2003, then the Belgian Sicafi, with 3.3 billion euro capitalisation, collecting 189 million euros in 2003.

*In the case of non-listed property funds, the capitalisation of **German open funds** was always the leader with more than 85 billion euros. Their collection exceeded 3 billion euros in 2003. They could be marking time owing to the combination of the property market, which had become difficult, and financial scandals, blemishing their sound security image.*

marché immobilier devenu difficile et de scandales financiers qui pourraient écorner leur parfaite image de sécurité.

Les **SCPI françaises** sont à 10,5 milliards d'euros, avec un nouvel essor de la collecte qui a atteint 824 millions d'euros en 2003, tendance qui se poursuit en 2004.

Les **fonds immobiliers suisses** constituent la troisième capitalisation en Europe (7,8 milliards d'euros de capitalisation, 256 millions d'euros de collecte en 2003).

Les **fonds immobiliers portugais** se sont rapidement développés, leur capitalisation s'élève à 5,9 milliards d'euros en 2003.

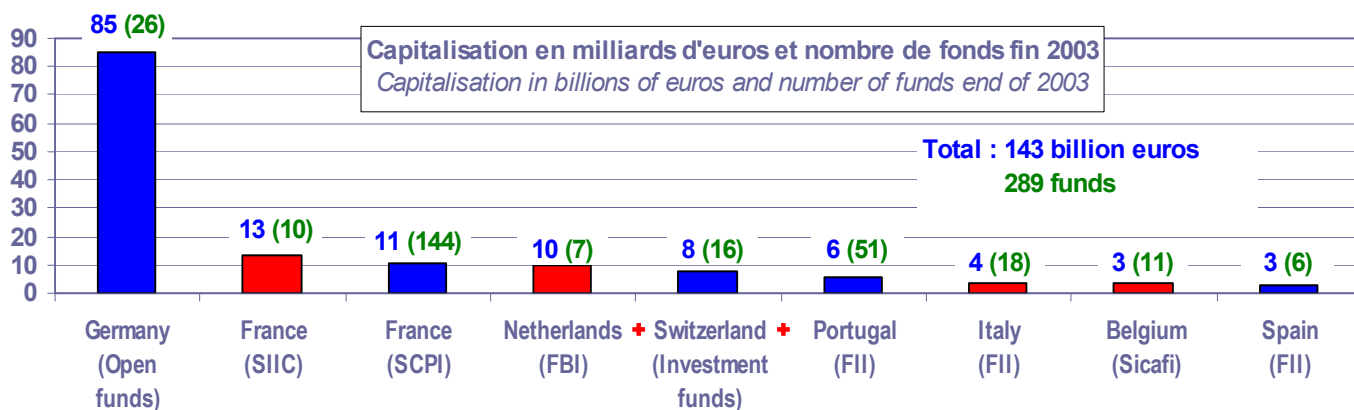
Les **FII espagnols** ont une capitalisation de 2,9 milliards d'euros fin 2003, leur collecte ayant été de 173 millions d'euros.

The French SCPI stood at 10.5 billion euros with a new surge of collection which reached 824 billion euros in 2003, a tendency which continued in 2004.

Swiss real estate investment funds were the third in capitalisation in Europe (7.8 billion euros in capitalisation, 256 million euros collection in 2003).

Portuguese real estate investment funds grew strongly, their capitalisation amounted to 5.9 billion euros in 2003.

The Spanish FII had a 2.9 billion euro capitalisation at the end of 2003, their collection having been 173 million euros.



Trois axes de réforme

Un cercle vertueux semble s'être installé entre une dynamique certaine des fonds immobiliers et des nouveautés réglementaires positives à leur égard. Les réformes ont eu pour objet une meilleure liquidité pour les épargnants, des règles de gestion interne plus souples, et la généralisation de la transparence fiscale.

La fluidité du marché des parts

En Italie, les fonds semi-ouverts ont vu le jour en 2004. Le porteur de parts a la possibilité d'acheter ou de vendre ses parts lors des périodes de confrontations organisées tous les six mois. Deux fonds de ce type ont d'ores et déjà été lancés.

Au Portugal, le législateur a créé en 2002 les fonds mixtes disposant à la fois d'une partie variable de leur capital et d'une partie fixe. L'objectif est d'associer un capital stable, principalement souscrit par des investisseurs institutionnels, et des parts remboursables à tout moment émises en direction des épargnants. Aucun fonds mixte n'est actuellement recensé.

Confrontées à un défaut de liquidité dans les années 90, les **SCPI françaises** ont réformé leur marché des parts au troisième trimestre 2002. La valeur des parts des SCPI à capital fixe est désormais fixée par confrontation des ordres d'achat et de vente. Intervenant à la suite d'un redressement sensible du marché secondaire, cette réforme a permis de tourner définitivement la page sur les questions de fluidité.

L'assouplissement des règles de gestion interne

Depuis 2002, les **fonds immobiliers allemands** peuvent acheter 100% de leur patrimoine à l'étranger (auparavant ce patrimoine pouvait être au maximum à 20 % européen). Sur la période comprise entre mi-2002 et mi-2003, ils ont investi 7,5 milliards d'euros sur 12,5 hors de leurs frontières.

Three avenues of reform

A virtuous circle seems to have arisen, combining the dynamism of property funds with appropriate regulatory innovations. The reforms are intended to achieve better liquidity for savers, more flexible internal management rules and general tax transparency.

Fluidity of share markets

In Italy semi-open funds arrived in 2004. Shareholders have the possibility of buying or selling their shares at times of organised market periods every six months. Two funds of this type have already been launched.

In Portugal, the legislature created mixed funds in 2002, providing both a variable capital part and a fixed part. The objective was to achieve stable capital, mainly subscribed by institutional investors and shares repayable at any moment, issued with savers in view. No mixed fund is discernible at present.

Confronted by a lack of liquidity in the 90s, the French SCPI reformed their share market in the third quarter of 2002. The share value of SCPI with fixed capital is from now on set by means of a comparison between buying and selling orders. Following a considerable realignment of the secondary market, this reform definitely closed the chapter on fluidity questions.

Making internal management rules more flexible

Since 2002, German property funds have been able to buy 100% of their capital abroad (previously this capital could at maximum be 20% European). During the period between mid-2002 and mid-2003 they invested 7.5 billion euros out of 12.5 beyond their frontiers

Depuis 2003, les SCPI françaises bénéficient d'une plus grande souplesse de gestion de leurs patrimoines. Elles peuvent céder chaque année jusqu'à 15% de la valeur vénale de leurs actifs immobiliers (5% auparavant). En outre, si aucune cession n'est intervenue, le plafond de 15% est reportable et cumulable dans la limite de trois exercices, soit 45% au total. Plus de souplesse a également été donnée aux SCPI en matière de travaux, qui peuvent désormais atteindre 10% de la valeur vénale de la société, ou 20% sur deux ans.

Les limites d'endettement ont également été élargies dans certains pays. Les fonds d'investissement immobilier italiens ont désormais la possibilité d'emprunter à hauteur de 60% de leurs actifs immobiliers (30% avant 2003). Depuis 2001, les Sicafi belges peuvent quant à elles emprunter à hauteur de 50% de leurs actifs (33% auparavant).

Transparence fiscale

La loi de finances votée fin 2002 a créé pour les foncières françaises le statut SIIC : transparence fiscale, plus-values imposées à 50%, distribution à hauteur de 85% du bénéfice, sont les caractéristiques principales d'un régime présentant par ailleurs une grande souplesse d'investissement et de gestion. Dès 2003, 10 foncières ont opté pour le statut SIIC, elles sont actuellement au nombre de 17 (dont 3 étrangères pour leur seul patrimoine français)

Venant après les FBI hollandaises et les Sicafi belges, les SIIC françaises ont donné le signal d'un "rally" européen vers la transparence fiscale. Ainsi les fonds fermés italiens ont opté pour ce statut depuis le 1er janvier 2004, et des projets sont aujourd'hui très avancés en Grande-Bretagne, en Allemagne et en Finlande.

Conclusion

Si d'importantes mutations ont vu le jour ces dernières années, le paysage des fonds immobiliers européens est encore appelé à évoluer. Le modèle des REITs américains qui avait inspiré les FBI hollandaises en 1969 et les Sicafi belges en 1995, a trouvé un nouveau souffle en Europe, avec le lancement des SIIC en France, qui a déjà été suivi par les fonds italiens et devrait l'être prochainement sur les places financières britannique, allemande et finlandaise.

Par ailleurs, le projet français d'OPCI, destiné à prendre la suite des SCPI en les rapprochant des OPCVM à l'instar des fonds ouverts allemands, a pour objectif affiché de pouvoir accueillir dans une formule non cotée mais suffisamment liquide, aussi bien les institutionnels que les particuliers.

Le vieux débat entre cotation ou non pour les fonds immobiliers s'est considérablement renouvelé.

La foncière cotée transparente fiscalement fait l'unanimité sur ses qualités : elle a fait ses preuves à l'égard des investisseurs institutionnels auxquels elle offre un accès aux actifs immobiliers dans le cadre des marchés financiers, tout en atténuant considérablement le problème de la décote des foncières classiques.

Mais on ne peut oublier qu'à ce jour l'essentiel des collectes d'épargne privée a été réalisé en France et en Allemagne, avec des formules non cotées que semble préférer une partie des épargnants.

L'avenir n'est-il pas aux fonds immobiliers qui sauront attirer conjointement les institutionnels et les particuliers ? Les foncières cotées transparentes fiscalement vont-elles à leur tour attirer dans des proportions importantes l'épargne privée ?

Since 2003, French SCPI have benefited from greater flexibility in their asset management. Each year they can cede up to 50% of the sales value of their property assets (previously 5%). Moreover, if no cession took place, the 15% ceiling could be carried over and accumulated within a three financial year time-limit, i.e. 45% of the total. More flexibility was also given to SCPI on the subject of works, which from now on can reach 10% of the company's sales value, or 20% over two years.

Debt limits have also been broadened in some countries. Italian property investment funds henceforth have the possibility of borrowing up to 60% of their property assets (30% before 2003). Since 2001 the Belgian Sicafi can borrow up to 50% of their assets (33% previously).

Tax transparency

The finance law enacted at the end of 2002 provided French property holders with the SIIC statute: tax transparency, capital gains taxed at 50% and distribution up to 85% of profits are the main characteristics, from now on presenting great flexibility in investment and management. In 2003 ten property companies opted for the SIIC statute, they now number 17 (including three foreign companies solely covering their French capital).

Following the Dutch FBI and Belgian Sicafi, the French SIIC have made a European rallying start for tax transparency. Italian closed funds opted for the statute from 1st January 2004 onwards and projects are now far advanced in Great Britain, Germany and Finland.

Conclusion

Although important developments have taken place in recent years, the landscape of European property funds is still likely to change. The American REIT model, which had inspired the Dutch FBI in 1969 and in 1992 the Belgian Sicafi, has found a second wind in Europe. With the launch of the SIIC in France, already followed by Italian funds and with the British, German and Finnish financial markets soon to do likewise.

In addition, the French OPCI project, desired to take over from the SCPI by making themselves similar to UCITS like the German open funds, intend, in a non-listed but sufficiently liquid form, to attract both institutional and individual investors.

The long-standing debate between listing and non-listing for property funds has become lively again.

The qualities of the tax transparent listed property company are becoming generally accepted: they have proved their worth among institutional investors, to whom they supply access to property assets within the financial market framework, while considerably alleviating the problem of the delisting of classic property companies.

It must not be forgotten, however, that at the present moment most of the private savings collection is being carried out in France and Germany, with non-listed forms seemingly preferred by a saver segment.

Does not the future lie with property funds which know how to attract jointly both institutional and individual investors? Are tax transparent listed property companies in their turn going to attract substantial portions of private saving?

Les pensions privées: Classification et glossaire de l'OCDE

Les discussions sur les systèmes de pension sont souvent rendues inutilement compliquées par une mauvaise compréhension des concepts de base. C'est pourquoi l'une des premières tâches à laquelle s'est attelé le Groupe de travail de l'OCDE sur les pensions privées a été l'établissement d'une typologie des systèmes de pension privés qui puisse s'appliquer partout dans le monde. Cette typologie s'accompagne d'un glossaire des termes utilisés dans le domaine des pensions privées. Ces définitions ont été approuvées par les 30 gouvernements membres de l'OCDE, par l'intermédiaire de leurs représentants au Groupe de travail sur les pensions privées. Cette publication se veut un outil pratique pour les responsables gouvernementaux dans le domaine des pensions, pour les universitaires et pour les entreprises, ainsi que pour les journalistes dans le monde entier. On espère qu'elle favorisera une compréhension mutuelle, ce qui est l'un des grands objectifs des travaux de l'OCDE.

Pour voir les autres actualités et événements sur le sujet, svp consultez <http://www.oecd.org/daf/pensions/>

Alternext

Euronext a lancé un nouveau marché, destiné aux PME de la zone euro. Ce marché devrait relancer les introductions en Bourse. On s'attend en particulier à ce que les fonds de capital investissement cherchant à sortir du capital de sociétés dans lesquelles ils ont investi, le fassent à travers la Bourse. Les particuliers pourraient aussi s'intéresser à ce marché, comme les Britanniques l'ont fait depuis plusieurs sur un marché comparable, l'Alternative Investment Market (AIM).

Le "Baromètre épargne" de La Poste TNS-Sofres

TNS-Sofres réalise des sondages auprès de la population des différents pays européens, afin de comparer les intentions et les motivations d'épargne. Après avoir comparé dans un sondage précédent les attitudes des Allemands et des Français, le dernier sondage réalisé s'intéresse aux Britanniques. 61% des Britanniques, comme 61% des Allemands mais 44% des Français seulement estiment « tout à fait nécessaire » d'épargner. Les motifs d'épargne sont aussi très différents : alors que les Britanniques placent en tête de leurs objectifs les loisirs, les Français souhaitent d'abord couvrir le risque de « problèmes non professionnels ». Enfin, le sondage révèle que les Français qui jugent le moment venu d'investir en Bourse étaient un peu moins minoritaires en février 2005 (22%) qu'en octobre 2004 (16%).

Comparaison des comportements d'épargne

La Fédération Française des Sociétés d'Assurances a confié à l'OEE un travail de comparaison des comportements d'épargne des ménages en Europe. À l'issue de ce travail, une interview de Didier Davydoff, directeur de l'OEE, a été publiée dans la Lettre de la FFSA « Assurer ».

Lettre disponible sur le site de la FFSA (www.ffsa.fr)

Private Pensions: OECD Classification and Glossary

Discussions on pension policy are often unnecessarily complicated by misunderstandings over basic definitions. Therefore, one of the first tasks of the OECD Working Party on Private Pensions was the creation of a classification of private pension systems that was applicable world-wide. The classification contains a separate glossary of terms used in the private pensions field. These definitions have been approved by the 30 member governments of the OECD through their representatives to the Working Party on Private Pensions. This publication is a practical tool for government pension officials, academic and business communities, and journalists worldwide. It is hoped that it will contribute to mutual understanding, one of the key objectives of the OECD's work.

To see more news and events on the subject, please see

<http://www.oecd.org/daf/pensions/>

Alternext

Euronext has opened a new market, directed towards SME, in the euro area. The market is intended to give fresh impetus to entry into stock exchange trading. In particular it is expected that capital investment funds seeking to retrieve capital in companies, in which they have invested, will do so through the stock exchange. Individual investors could also be attracted to the market, this has been the case with the British for some time in a comparable market, the Alternative Investment Market (AIM).

La Poste and TNS-Sofres "Baromètre épargne"

TNS-Sofres has carried out surveys among the population of various European countries in order to compare the intentions and reasons for saving. After having compared German and French attitudes in a previous survey, the most recent has covered the British. 61% of British people, like 61% of Germans, but only 44% of French people, believe it "entirely necessary" to save. The reasons for saving are also very different: whereas the British place leisure at the top of their objectives, the French first of all want to cover the risk of "non-occupational problems". Lastly, the survey reveals that French people who consider the moment has come to invest in the stock exchange were somewhat less in a minority in February 2005 (22%), compared with October 2004 (16%).

Savings Behaviours comparison

The French Federation of Insurance Companies (Fédération Française des Sociétés d'Assurances) conferred a study on the comparison of households' savings behaviour on the OEE. At the end of this exercise, an interview with Didier Davydoff, director of the OEE, was published in the FFSA letter "Assurer".

The letter is available on the FFSA website (www.ffsa.fr).

L'endettement des ménages européens

Le Conseil Consultatif des Services Financiers a demandé à l'OEE une étude comparative sur l'endettement des ménages en Europe. Outre la mobilisation des données de comptabilité nationale, qui avait déjà été demandée à l'OEE l'an dernier, un travail d'analyse des évolutions de l'environnement juridique et fiscal du crédit immobilier et à la consommation a été demandé. Enfin l'étude, qui devrait être disponible courant juin, comprend une comparaison de la diffusion du crédit dans les différentes catégories de la population, dans plusieurs pays d'Europe.

European Personal Pension Account

L'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) a publié un rapport proposant la mise en place d'un « European Personal Pension Account » - EPPA. Ce nouveau produit serait un compte personnel de retraite qui renforcerait les dispositifs nationaux de pilier 2 des régimes de retraite, organisés dans le cadre professionnel. Les bénéficiaires auraient un droit de propriété individuelle sur les actifs de ce régime et des dispositions seraient prises pour en faciliter le transfert lorsque le salarié change d'entreprise ou de pays. Des options individuelles personnalisées pourraient être offertes au salarié si les OPCVM occupent une place importante dans les actifs. L'EPPA ne pourra cependant se développer rapidement que si les Etats membres réunissent les conditions de son succès dans la transposition de la Directive du 3 juin 2003 sur les activités et la surveillance des institutions de retraite.

Rapport disponible sur le site de l'EFAMA (www.efama.org)

La conjoncture financière 2004

La Banque de France a organisé le 27 mai 2005 un séminaire sur « La conjoncture financière 2004 ». La présentation s'est appuyée sur les Comptes Financiers Trimestriels réalisés par la Banque de France. On peut relever les faits saillants suivants pour l'année 2004 :

les ménages accroissent leur endettement à long terme, principalement pour financer leurs opérations immobilières : leur dette représente à fin décembre 2004 60,3% de leur revenu disponible brut, contre 57,1% à fin 2003 ;

les sociétés non financières poursuivent la recomposition de leur endettement en substituant des crédits à long terme (+21,7 milliards d'euros) aux emprunts obligataires qui font l'objet d'importants remboursements nets (-25,2 milliards) ;

l'endettement des administrations publiques continue de progresser à un rythme élevé, avec un accroissement des émissions nettes d'obligations (41,4 milliards d'euros) et des crédits à long terme (11,7 milliards) ;

European households indebtedness

The CCSF (Conseil Consultatif des Services Financiers) requested the OEE to produce a comparative study on households' indebtedness in Europe. In addition to the presentation of data from the national accounts, which had already been ordered from the OEE last year, a review of developments in the legal and tax environment of property credit and consumption has been asked for. Lastly the study, which was due to be made available June, includes a comparison of the distribution of credit within the various population categories in several European countries.

European Personal Pension Account

The EFAMA (European Fund and Asset Management Association) has published a report proposing the introduction of a « European Personal Pension Account » - EPPA. The new product will be a personal retirement account, which would strengthen national pillar 2 provisions of retirement regimes organised within an occupational framework. Beneficiaries would have a right to individual ownership of assets in the regime and provisions will be taken to facilitate transfer when a wage earner changes company or country. Personalised individual options would be provided for the wage earner if UCITS occupy an important position in the assets. However, the EPPA will only be able to develop quickly if Member States meet the conditions for its success in the transposition of the 3 June 2003 Directive on the activities and supervision of retirement institutions.

Report on the EFAMA website (www.efama.org)

2004 financial outlook

On 27 May 2005 the Bank of France organised a seminar on "The 2004 financial outlook". The presentation was based on the quarterly financial accounts compiled by the Bank of France. The following salient points for the year 2004 emerge:

households are increasing their long-term debt, mainly to finance property operations: at the end of 2004, their debt amounted to 60.3% of their gross disposable income, compared with 57.1% at the end of 2003;

non-financial companies are continuing to readjust their debt by substituting long-term credits (+ 21.7 billion euros) for bonds, which were subject to substantial repayments (- 25.2 billion);

government debt continues to grow at a fast pace, with an increase of net bond issues (41.4 billion euros) and long-term credits (11.7 billion);

News

les établissements de crédit résidents accroissent leur distribution de prêts à long terme (91,1 milliards d'euros), tout en augmentant leurs achats de titres, principalement des TCN et des actions hors zone euro ;

les sociétés d'assurance continuent de privilégier les placements en titres de taux : leurs achats nets d'obligations atteignent 37,6 milliards d'euros ;

L'appétence des non résidents pour les TCN français se confirme, leurs achats représentant plus de 60% des émissions de TCN des résidents (113,6 milliards d'euros). De manière symétrique, les achats d'obligations étrangères par les résidents restent substantiels (66,5 milliards d'euros), tandis que les placements des résidents en actions étrangères augmentent sensiblement (57,8 milliards d'euros), deux évolutions témoignant du mouvement de diversification des placements des investisseurs nationaux. A l'inverse, les achats d'actions françaises par le Reste du monde sont en net repli, tombant à 5,5 milliards d'euros sur l'année (contre 25,9 milliards en 2003).

resident credit institutions are increasing their distribution of long-term loans (91.1 billion euros) while augmenting their security purchases, mainly in short-term debt products and shares outside the euro area;

insurance companies are continuing to give preferential treatment to investments in fixed-rate securities: their net bond purchases reaching 37.6 billion euros;

non-residents' partiality for French short-term debt products is confirmed, their purchases amounting to more than 60% of TCN issues to residents (113.6 billion euros). In a symmetrical way, the buying of foreign bonds by residents remains substantial (66.5 billion euros), whereas residents' investments in foreign shares is increasing considerably (57.8 billion euros), two developments testifying to the diversification of national investments. On the other hand, purchases of French shares by the rest of the world is in net decline, falling to 5.5 billion euros for the year (compared with 25.9 billion in 2003).



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Chairman of the Board	Jacques de Larosière
Vice-Chairman	Alain Leclair
Chairman of the Advisory Committee	André Babeau
Secretary General	Pierre Bollon
Treasurer	Philippe Trainar
Director	Didier Davydoff D.Davydoff@oee.fr
Statistician-Economist	Grégoire Naacke G.Naacke@oee.fr
Support	Chantal Gautron C.Gautron@oee.fr

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE



33, rue de Miromesnil • 75 008 Paris

Tel: +33(0)1 43 12 58 00 • Fax: +33 (0)1 43 12 58 01

www.oee.fr