

LA LETTRE DE L'OEE

L'OEE approfondit ses réflexions sur les tendances de l'épargne en Europe

The OEE's reflections on savings' trends in Europe gain momentum

- 1 Développement et performances des fonds d'investissement sectoriels en Europe
Development and performances of sectorial investment funds in Europe
- 6 La détention d'actions par les ménages européens : tendances récentes
European households' stockholdings: recent trends
- 10 Fiscalité des produits d'épargne : une comparaison internationale
Taxes on savings products: an international comparison
- 14 Market practitioners take the floor: The Promethee/EIF survey of market practitioners
- 16 Des comptes financiers trimestriels des agents non financiers de la zone euro
Euro area's non-financial agents quarterly financial accounts
- 18 Brèves & Publications
Events and Publications

Trois études, dont vous trouverez une synthèse dans cette lettre, ont ainsi été menées à bien à notre demande par des équipes de recherche internationales :

- la première porte sur les fonds d'investissement sectoriels : leur développement est très rapide depuis la création de l'euro ;
- la seconde offre une comparaison, la première de ce genre, des caractéristiques des ménages actionnaires et détenteurs de parts d'OPCVM en Europe ;
- enfin, la troisième étude est une analyse passionnante du poids de la fiscalité sur les épargnants des différents pays d'Europe.

Cette dernière étude confirme qu'il n'y a pas de dessein général clair en Europe en matière de fiscalité de l'épargne.

Notre intention est bien d'intensifier nos échanges avec les institutions de la Commission européenne. Ainsi, nous mettons en place, en collaboration avec Eurostat, une enquête européenne sur l'assurance-vie. Nous réalisons également pour la Commission européenne une étude de synthèse sur les grandes tendances de l'épargne, susceptible d'être, par la suite, mise à jour périodiquement.

Tous ces efforts expliquent sans doute que le cercle de nos adhérents s'élargisse à de nouveaux établissements, qui trouvent à l'Observatoire données, réflexions et échanges. J'ai eu le plaisir d'accueillir trois nouveaux membres à notre récente Assemblée Générale : la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne, PriceWaterhouseCoopers et BNP Paribas. Ils apportent tout leur savoir-faire dans l'analyse de l'épargne, et un renforcement de nos moyens. Nous serons donc en mesure de lancer une nouvelle vague d'études dès l'automne.

éditorial

Jacques de Larosière

Three reports, of which you may find a summary in this letter, have thus been conducted on our behalf by international research teams:

- the first one considers sectorial investment funds, which have had a very quick development since the inception of the euro;
- the second one draws a comparison - the first of its kind - of characteristics of households holding stocks and/or shares of UCITs in Europe;
- finally, the third report entails a fascinating analysis of tax systems' weight on saving households in the various countries of Europe.

This last research confirms the lack, in Europe, of a clear general design as far as savings taxes are concerned.

Our intention is to intensify our exchange of information with the institutions of the European Commission. We are currently launching, with Eurostat's collaboration, a European survey of life insurance. We are also producing for the European Commission, a report synthesizing our findings on the general trends of savings. In the future, this report could be updated periodically.

All these efforts undoubtedly explain that the circle of our members recently opened to new institutions, which find at the OEE data, reflections and a place of exchange. I had the pleasure to welcome three new members at our latest Board meeting: Caisse Nationale des Caisses d'Épargne, PriceWaterhouseCoopers and BNP Paribas. They all bring experience in savings analysis and add to our financial means. We will thus be able to launch a new research program as from this autumn.

La création de l'euro en janvier 1999 a fortement contribué à accélérer la substitution d'une approche sectorielle à l'approche nationale des acteurs du marché des actions. Cette nouvelle approche se justifie par la corrélation croissante entre les performances boursières des pays, surtout ceux de la zone euro et la décorrélation entre les secteurs. Si l'on compare tous les coefficients de corrélation deux à deux entre les indices sectoriels dans la première moitié et la deuxième moitié de la décennie 90, 33 de ces coefficients diminuent et 11 seulement augmentent. À l'inverse, la plupart des corrélations entre les pays augmentent.

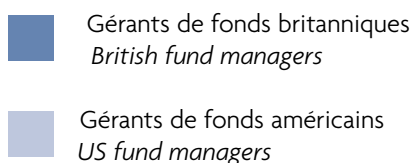
Les grands bureaux d'analyse financière sont maintenant tous organisés par spécialisations sectorielles, éventuellement croisées avec certaines spécialisations pays dans une structure matricielle. Cette approche sectorielle avait aussi commencé de s'imposer dès le début des années 90 parmi les investisseurs institutionnels britanniques, et au milieu des années 90 parmi les américains, même si ces derniers continuent de privilégier des stratégies de stock picking.¹

The launch of the euro in January 1999 contributed strongly to accelerating the substitution of a sectorial approach of stock markets to the national one. This new approach is justified by the increasing correlation between individual countries' stock markets' performances, in particular those of the euro area, as well as by the decorrelation between sectors. A comparison of correlation coefficients among sectorial indices in the first and second half of the nineties shows a decrease in 33 cases and a rise in only 11. Conversely most country correlations were on the rise.

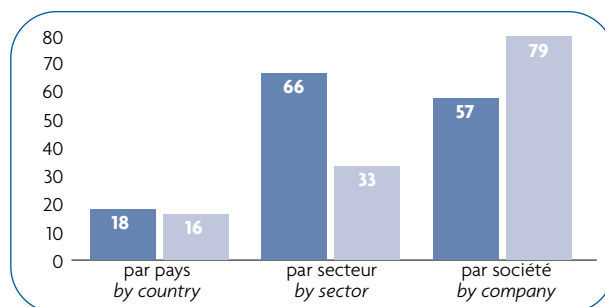
The main financial analysts are now all organised with sectorial departments, sometimes with a respect to some country factors in a matricial structure. This sectorial approach started to prevail in the nineties among British institutional investors, and in the middle of the 90s among American ones, despite the fact that the latter still prefer stock picking strategies¹.

Vos décisions d'investissement sont elles effectuées...

How are your investment decisions implemented:



Source: Micropal/OEE



Les secteurs ayant la faveur des investisseurs changent d'une année sur l'autre. En 2000 par exemple, les trois secteurs ayant les faveurs des investisseurs institutionnels étaient la Santé, et en particulier la Pharmacie, et les services financiers, alors que l'année précédente les valeurs TMT étaient privilégiées. Les choix d'investissement sont souvent d'abord des arbitrages entre les secteurs, puis entre les valeurs.

The sectors favoured by investors change. In 2000 for example, the three sectors favoured by institutional investors were Healthcare, particularly Pharmaceuticals, and Financial services, whereas in the preceding years TMT sectors (Technology, Media and Telecommunication) had been privileged. Investment decisions often resulted in the first place from an arbitrage between sectors, before picking-up companies.

1. Source : étude CityScan and Wall Street Scan conduite par Citigate et Dew Rogerson pour le compte d'Euronext Paris 2001

1. Source: CityScan and Wall Street Scan research led by Citigate and Dew Rogerson on behalf of Euronext Paris 2001

Le développement des fonds sectoriels

Une autre manifestation du développement de l'approche sectorielle est le développement des fonds d'investissement sectoriels. L'étude conduite par le Professeur Fontaine à la demande de l'Observatoire de l'Épargne Européenne a pour objet de mesurer le poids relatif des fonds sectoriels, et leur valeur ajoutée en analysant leurs performances. Son investigation a porté sur l'ensemble des fonds enregistrés dans la base de données Micropal de Standard and Poor's.

La création de fonds sectoriels s'est accélérée depuis 1997. Alors que l'on créait en Europe moins de 100 nouveaux fonds sectoriels par an dans la première moitié des années 90, on en a créé 260 en 2000. Entre 1997 et 2000, 597 fonds sectoriels ont été créés en Europe, contre seulement 207 fonds pays (actions).

À fin 2000, on comptait 1 444 fonds sectoriels sur 9 986 fonds actions² en Europe, soit 14,5 % du total.³

Parmi ces fonds, les 440 fonds immobiliers occupent une place particulière. Leur poids très lourd en encours fausse les comparaisons. En effet, en Allemagne les fonds immobiliers ont le statut d'OPCVM alors qu'ils obéissent à une réglementation spécifique et que, dans un pays comme la France par exemple, les SCPI sont exclues de la base Micropal. L'Observatoire de l'Épargne Européenne ayant déjà conduit une étude sur les fonds immobiliers, ces derniers ont été exclus de la présente étude.

L'encours des 1 004 fonds sectoriels (hors immobilier) s'élevait à fin 2000 à 171 milliards d'euros, soit 9,5 % du total des fonds actions. Cet encours double chaque année depuis 1996.

Sectorial funds development

Another consequence of the development of a sectorial approach is the development of sectorial investment funds. The research conducted by Professor Fontaine on behalf of the OEE European Savings Institute aimed at measuring the relative weight of sectorial funds, as well as their added value, by analysing their performances. Its investigations covered all the funds of the Standard and Poor's Micropal database.

The creation of sectorial funds has accelerated since 1997. Whereas less than 100 new sectorial funds per year were created in Europe in the first half of the nineties, 260 were created in 2000. Between 1997 and 2000, 597 sectorial funds were created in Europe, to compare with only 207 country (equity) funds.

At the end of 2000, 1 444 sectorial funds were registered among the 9 986 European equity funds², i.e. 14.5% of the total.³

Among these funds, the 440 real-estate funds play a special role. The importance of their weight in funds under management distorts comparisons. Indeed, German real estate funds, though regulated by specific rules, have the statute of UCITs whereas, in a country such as France for example, SCPIs (unlisted real estate investment companies) are excluded from the Micropal database. As the OEE led a separate research on real estate funds, the latter were excluded from the field covered by the present study.

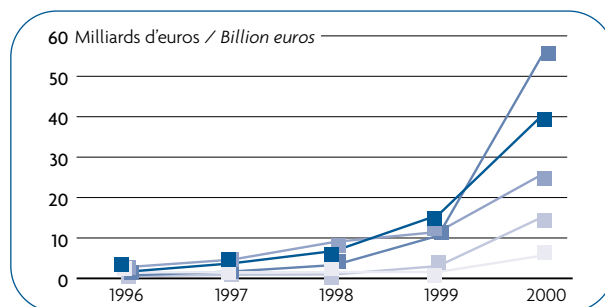
Funds managed by the 1 004 sectorial funds (real estate excluded) amounted to EUR 171 bn at the end of 2000, that is to some 9.5% of all equity funds. This figure has doubled each year since 1996.

Encours des fonds sectoriels

Sectorial funds: funds under management

- France
- Germany
- Irlande
- Luxembourg
- United Kingdom

Source: Micropal/OEE



2. Les fonds actions sont ceux dont l'actif est composé au moins de 50 % d'actions.

3. 131 fonds éthiques sont inclus dans ces chiffres. Les fonds éthiques sont souvent constitués par l'exclusion de certains secteurs (alcool, tabac, armement, etc.)

2. Equity funds are composed of at least 50% of shares.

3. 131 ethical funds are included in these figures. Ethical funds are often constituted by excluding specific sectors (alcohol, tobacco, weapons, etc.)

Le poids relatif des fonds sectoriels varie beaucoup d'un pays de domiciliation à l'autre.

The relative weight of sectorial funds varies a lot according to their country of domiciliation.

Poids relatif des fonds sectoriels selon le pays de domiciliation (en milliards d'euros) Relative weight of sectorial funds according to the domiciliation country (in billion euros)

	Fonds sectoriels / Sectorial funds (1)	Fonds actions / Equity Funds (2)	Pourcentage / Percentage (1)/(2)
Luxembourg	54,9	451,8	12,1
Germany	40,1	169,0	23,8
United Kingdom	25,6	666,8	3,8
Irlande	17,3	59,9	28,9
Belgium	10,9	45,8	23,8
Netherlands	9,3	70,6	13,1
France	5,6	152,0	3,7
Switzerland	5,4	64,0	8,5
Scotland	2,1	116,8	1,8

Source: Micropal/OEE

Le résultat le plus remarquable est le développement très rapide des fonds sectoriels domiciliés au Luxembourg et en Allemagne. Un fonds comme DekaTeleMedien TF, distribué par les Caisses d'Épargne allemandes, représente à lui seul un encours de près de 7 milliards d'euros. 13 fonds sectoriels allemands ont un encours supérieur à 1 milliard d'euros.

Most remarkable is the very quick development of sectorial funds domiciled in Luxembourg and in Germany. A fund such as Deka-TeleMedien TF, distributed by German savings banks, represents alone close to 7 billion euros under management. Thirteen German sectorial funds exceed a size of 1 billion euros.

Ces résultats doivent certes être interprétés avec prudence, car en Allemagne, un fonds actions peut n'être composé qu'à 50 % d'actions, ce qui n'est pas le cas d'autres pays. D'autre part, le lieu de domiciliation des fonds n'est pas nécessairement leur lieu de distribution. En particulier les fonds luxembourgeois sont vendus dans toute l'Europe. Il n'en demeure pas moins que la tendance est incontestable : parmi les fonds qualifiés de fonds actions, ceux qui sont vendus au public en Allemagne avec une orientation sectorielle sont désormais plus lourds que les fonds généralistes.

These results have to be interpreted with caution, as in Germany, an equity fund may be composed of only 50% of equities, which is not the case in some other countries. On the other hand, the funds' domiciliation does not necessarily relate to the place where they are distributed. In particular, funds from Luxembourg are sold throughout Europe. But the trend remains unaffected by this consideration: among the funds qualifying for the equity denomination and sold to the public in Germany, those with a sectorial orientation have become more important than generalist ones.

Les secteurs privilégiés

La croissance rapide des fonds sectoriels est en très grande partie liée à l'engouement pour les valeurs technologiques, et plus généralement la "Nouvelle économie." Les fonds technologiques représentent plus de 30 % du nombre et plus de 38 % de l'encours de l'ensemble des fonds sectoriels. Trois autres secteurs viennent ensuite à égalité en termes d'encours : les Télécommunications, la Biotechnologie et la Santé, suivis par la Finance et les Technologies de l'information.

Sectorial preferences

The rapid growth of sectorial funds has been, to a large extent, linked to the craze in favour of technological companies, and more generally of the "New Economy". Technology funds represent more than 30% of the total number and more than 38% of sectorial funds. Three other sectors follow with a similar importance of the funds under management: Telecommunications, Biotechnology and Healthcare, and then Finance and Information Technology.

Poids relatifs des principaux secteurs

Relative weight of the main sectors

	En nombre de fonds / Of the number of funds	En encours / Of funds managed
Technologie / Technology	30,4 %	38,1%
Télécommunication / Telecommunication	5,3 %	13,6 %
Biotechnologie / Biotechnology	3,9 %	13,0 %
Santé / Healthcare	9,4 %	12,3 %
Finance / Finance	7,9 %	7,4 %
Technologies de l'information / IT	6,0 %	4,7 %

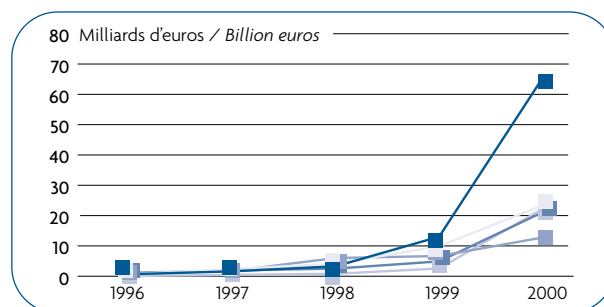
Source: Micropal/OEE

Encours des fonds sectoriels

Sectorial funds: funds under management



Source: Micropal/OEE



L'explosion des fonds technologiques est d'autant plus remarquable que c'est un phénomène uniquement explicable par les flux, puisqu'en 2000 les fonds technologiques ont eu une performance négative de 3 %.

Cet engouement pour la "Nouvelle Économie" a touché massivement le marché de détail. Une grosse majorité de ces fonds (plus de 60 %) ont d'ailleurs une valeur de parts inférieure à 100 euros.

En termes d'encours, les fonds technologie arrivent en tête au Luxembourg, en Allemagne, en Angleterre, en Irlande et en France. La Santé arrive en tête en Belgique et en Suisse, et les Technologies de l'information aux Pays-Bas.

L'univers d'investissement

Pour la plupart, les fonds sectoriels ont un univers d'investissement mondial, viennent ensuite les fonds à couverture européenne, et en dernière position les fonds nationaux. Les fonds à couverture européenne n'existent que depuis 1996 mais ce sont ceux dont l'encours croît le plus vite. Parmi les fonds sectoriels à couverture nationale, seuls le Royaume-Uni et les États-Unis ont un poids significatif. Ce sont les seuls pays dont la Bourse cote un éventail de valeurs suffisamment large pour permettre la construction de portefeuilles sectoriels.

The boom of "Technology" funds is all the more remarkable that it can only be explained by an increase in flows: in 2000, these funds had a negative performance of 3%.

This craze in favour of the "New Economy" massively affected the retail market. The value of individual shares in these funds was, for most of them (i.e. more than 60% of them), less than 100 euros.

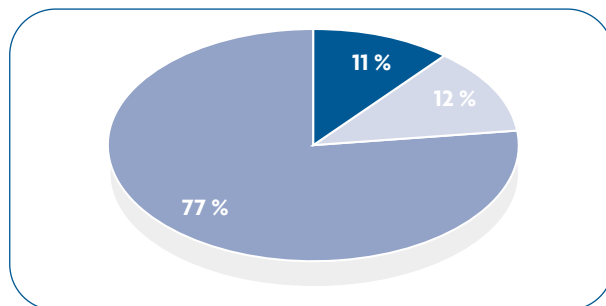
Considering the volume of funds managed, "Technology" funds come first in Luxembourg, Germany, England, Ireland and France. Healthcare comes first in Belgium and Switzerland, and Information Technology in the Netherlands.

Investment universe

Most sectorial funds have a worldwide scope. Second come European funds and last national funds. European funds exist only since 1996 but the funds managed by them grow the fastest. Among national sectorial funds, only those in the United Kingdom and in the United States have a significant weight. These are indeed the only countries in which stock exchanges list enough companies to allow the construction of sectorial portfolios.

Répartition du nombre de fonds sectoriels selon leur univers d'investissement

Sectorial funds' share of the number of funds according to their investment universe

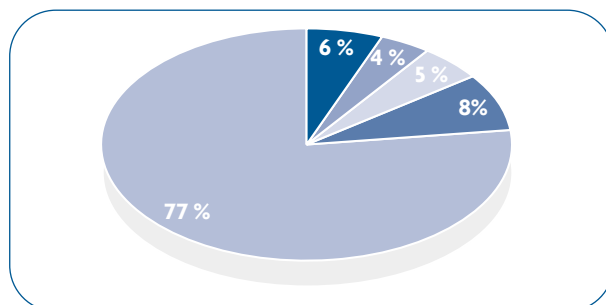


Répartition de l'encours des fonds sectoriels selon leur univers d'investissement

Sectorial funds' share of funds managed according to their investment universe



Source: Micropal/OEE



Les performances

Tous pays et secteurs confondus, les performances moyennes annualisées sont égales à 12,9 % en 2000, à 29,6 % sur les deux dernières années et à 25 % sur 5 ans.

Sur une période de 5 ans, de fin 1995 à fin 2000, les fonds investis sur la biotechnologie ont eu les meilleures performances, de 64,6 % par an en moyenne. Les fonds les plus rentables (biotechnologie et santé) sont aussi les plus volatiles.

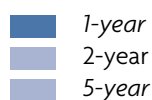
Performances

Across countries and sectors, average annualised performance was 12.9% in 2000, 29.6% over the last two years and 25% over the last 5 years.

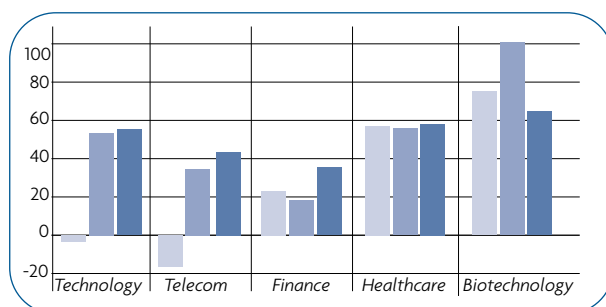
Over a period of 5 years from the end of 1995 to the end of 2000, funds invested on Biotechnology had the best performances, i.e. 64.6% per year on average. The funds with the best performances (Biotechnology and Healthcare) were also the most volatile.

Performances fonds sectoriels à fin 2000

Performances of sectorial funds at the end of 2000



Source: Micropal/OEE



Les gestions passives des fonds sectoriels sont très rares. La comparaison sur deux ans des performances des fonds sectoriels avec les indices sectoriels mondiaux correspondants de Dow Jones donne des résultats très variables d'une année sur l'autre. Sur deux ans et à fin 2000, par exemple, les fonds Technologie à couverture internationale surperforment l'indice de 29 %, les fonds Santé de 41 % et les fonds télécom de 18 %. Mais les fonds Finance sous-performent l'indice de 11 %. De manière générale, la volatilité des fonds est comparable à celle des indices correspondants.

Index linked sectorial funds are very rare. The two-year comparison of sectorial funds' performances with those of equivalent Dow Jones sectorial world indexes produces results that vary according time. Considering a two-year period at the end of 2000, for example, international Technology funds "overperformed the index" by 29%, Healthcare funds by 41% and Telecom funds by 18%. But financial funds underperformed the index by 11%. Generally speaking, the funds' volatility is comparable to that of the corresponding indexes.

L'Observatoire de l'Épargne Européenne a demandé au Professeur Tullio Jappelli de l'Université de Salerne, en Italie, de coordonner l'exploitation d'enquêtes nationales menées en 1998 dans cinq pays de l'Union européenne : Allemagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni. L'objectif de la recherche est de comparer le nombre et le profil des ménages détenant des actions - soit en direct, soit à travers des OPCVM - en harmonisant la définition des critères d'âge, de catégories socioprofessionnelles, de niveaux d'éducation, de revenu et de patrimoine.

The OEE European Savings Institute asked Professor Tullio Jappelli of Salerno University, Italy, to coordinate a research using 1998 national surveys in five European Union countries: Germany, France, Italy, the Netherlands and the United Kingdom. The aim of this research was to compare the number - as well as the profile - of households holding stocks - either directly, or through UCITs - using harmonised definitions of the criteria drawn within consideration of age and professional categories, education, income and wealth levels.

Une progression importante de la détention directe...

L'exploitation des enquêtes nationales conduit à estimer que **17 % des ménages européens détiennent des actions en direct.**

A significant increase of direct holding of stocks...

*The analysis of national survey data leads to estimate that around **17% of European households hold stocks directly.***

Pourcentages de ménages détenant des actions Percentages of households holding stocks

Germany	17,6 %
France	15,0 %
Italy	7,9 %
Netherlands	14,4 %
United Kingdom	27,9 %
Total	17,3 %
(for reference: United States)	19,0 %

Source: OEE

Dans tous les pays, des progrès importants ont été effectués depuis le début de la décennie 1990 ; en Allemagne, par exemple, le pourcentage de ménages détenteurs est passé de 12 % en 1993 à près de 18 % en 1998 ; en France, la progression est du même ordre de grandeur, même si le taux de pénétration est un peu moindre: 9 % de détenteurs en 1992 et 15 % en 1997. Au Royaume-Uni, la pénétration était déjà de 20 % en 1990, elle est passée à 28 % en 1998.

In all these countries, significant progress was achieved since the beginning of the 1990s; in Germany, for example, the share of households holding stocks grew from 12% of total financial assets in 1993 to 18% in 1998. In France, a progression of similar magnitude was achieved, even though the penetration rate remained somewhat lower: 9% of stockholders in 1992 and 15% in 1997. In the United Kingdom, penetration was already at 20% in 1990, and reached 28% in 1998.

Plusieurs causes de cette progression générale sont communes à l'ensemble de l'Europe :

- succès des opérations de privatisation auprès des particuliers ;
- baisse des taux d'intérêt des obligations ;

Several causes for this general trend are common to most European countries:

- success of privatisation operations;
- decrease in fixed income long-term interest rates;

- bonne tenue des marchés actions ;
- développement d'une nouvelle "culture actionnariale" - sauf au Royaume-Uni où une telle "culture" existait déjà - qui apparaît à la fois comme une des causes et une des conséquences de cette évolution ;
- inquiétudes sur l'avenir des régimes de retraite ;
- incitations fiscales à la détention d'actions.

Les actionnaires "directs" sont, dans leur très grande majorité (80 à 90 %) détenteurs d'**actions cotées** ; il est vrai que les enquêtes auprès des ménages ne sont sans doute pas le meilleur instrument de repérage pour les **actions non cotées**, qui ne sont détenues que par une petite partie de la population, mais souvent pour des montants importants et parfois en relation avec l'activité professionnelle.

...mais des situations encore contrastées

Malgré ces évolutions parallèles, la situation est encore très contrastée, en Europe. La diffusion des actions parmi les différentes catégories de ménages diffère selon les pays. Par exemple, le taux de détention d'actions est, au Royaume-Uni, déjà de l'ordre de 12 % chez les 50 % de ménages dont le patrimoine financier est inférieur au montant médian; en Italie, sur cette même population de ménages, la pénétration des actions n'est guère supérieure à 1 %.

- *good performance of stock markets;*
- *emergence of a new "equity culture" - except in the United Kingdom where such a "culture" already existed. The latter appears simultaneously as cause and consequence of the trend towards increasing equity investment;*
- *fears about the future of pension regimes;*
- *tax incentives to hold shares.*

*"Direct" shareholders are largely (by 80% to 90%) holders of **listed shares**. Admittedly survey data on households are probably not a suitable estimation instrument for **non listed shares**, which are held by a small fraction of the population, but often represent important amounts, sometimes related to professional activity.*

...but individual situations still differ widely

Despite these parallel trends, the situation remains very contrasted in Europe. The spread of shares among the various categories of households differs among countries. In the United Kingdom, for example, the stockholders ratio is already close to 12% among the 50% of households whose financial wealth is less than the median amount; in Italy, among the equivalent population, penetration exceeds only marginally 1%.

Pourcentages de ménages détenant des actions en fonction du montant de leur patrimoine financier

Percentages of households holding shares according to financial wealth

	Quartile inférieur <i>Quartile I</i>	2 ^e quartile <i>Quartile II</i>	3 ^e quartile <i>Quartile III</i>	Quartile supérieur <i>Quartile IV</i>	5 % supérieur <i>Top 5%</i>	Moyenne <i>Average</i>
<i>Germany (1993)</i>	3,1 %	9,4 %	13,7 %	28,1 %	40,4 %	12,0 %
<i>France</i>	1,8 %	7,3 %	13,9 %	37,2 %	66,7 %	15,0 %
<i>Italy</i>	0,4 %	1,3 %	4,6 %	26,8 %	57,5 %	7,9 %
<i>Netherlands</i>	0,5 %	3,7 %	13,0 %	40,4 %	77,1 %	14,4 %
<i>United Kingdom</i>	11,6 %	11,7 %	38,7 %	59,5 %	73,5 %	27,5 %

Source: OEE

Le tableau se lit ainsi : parmi les 25 % de ménages allemands ayant le patrimoine le plus faible, 3,8 % détiennent des actions. Parmi les 5 % ménages ayant le patrimoine le plus élevé, 40,4 % détiennent des actions.

The table can be read as follows: Among the 25% of German households with the lowest financial wealth, 3.8% hold shares. Among the 5% of households with the highest financial wealth, 40.4% hold shares.

Le progrès des fonds à support "actions"

La progression "indirecte" de la détention d'actions, par l'intermédiaire des organismes de placements collectifs, est également très significative¹. Cette détention indirecte a très fortement progressé aux Pays-Bas (de moins de 12 % de ménages détenteurs en 1993 à plus de 18 % en 1998), où la détention directe s'est, au contraire, plus faiblement accrue que dans les autres pays : de façon générale, une certaine substitution de la détention indirecte à la détention directe semble d'ailleurs être perceptible dans plusieurs pays, au travers des comptes nationaux. Au sein des sociétés de placements collectifs, ces mêmes comptes font également apparaître un progrès de la collecte sur les fonds à dominante actions au détriment des autres fonds.

Progress of equity invested funds

The "indirect" increase of stockholding intermediated by investment companies, is also remarkable¹. This indirect holding of shares increased strongly in the Netherlands (from less than 12% of households holding shares in 1993 to over 18% in 1998), whereas direct holding, on the contrary, grew less than in other countries. Generally speaking, national accounts data show a certain degree of substitution of indirect to direct holdings in several countries. Among collective investment companies, the statistics also show a rise of equity fund collection take detriment of other types of funds.

Pourcentages de ménages détenant... Percentages of households holding...

	des parts d'OPCVM ...shares of UCITS	des parts d'OPCVM et/ou des actions en direct ...shares of UCITS and/or shares directly
Germany (1993)	10,3 %	19,8 %
France	13,5 %	23,1 %
Italy	11,1 %	15,2 %
Netherlands	16,2 %	24,1 %
United Kingdom	16,9 %	34,8 %

Source: OEE

D'importants "effets de génération"

En ce qui concerne l'influence des variables socio-démographiques traditionnelles, on constate que la détention - directe ou/et indirecte - d'actions était, en 1998, partout maximum dans la classe d'âge de 50 à 59 ans ; mais, dans des pays comme le Royaume-Uni ou l'Allemagne, le taux de détention chez les moins de 30 ans est relativement plus élevé que dans les autres pays et la moyenne d'âge des détenteurs, un peu plus basse.

Important "generation effects"

As far as the influence of traditional socio-demographic variables is concerned, one may notice that - direct and/or indirect - holding of shares was, in 1998, everywhere at a maximum in the 50 to 59 years age category. In countries such as the United Kingdom or Germany, however, the stockholding ratio among people aged 30 or less was somewhat higher than in other countries, and stockholders slightly younger on average.

Pourcentages de ménages détenant directement ou indirectement des actions en fonction de leur âge Percentages of households' holding shares directly or indirectly according to age

	< 30	30-39	40-49	50-59	60-69	> 69	TOTAL
Germany (1993)	18,6 %	21,8 %	22,0 %	21,0 %	17,1 %	11,7 %	19,8 %
France	14,3 %	23,6 %	25,1 %	28,0 %	23,6 %	21,3 %	23,1 %

Source: OEE

1. Cependant, toutes les enquêtes ne font pas la distinction entre les organismes de placements à supports actions et les autres (y compris les sociétés de placement monétaires), cette mesure de la détention indirecte majeure en fait sensiblement la détention indirecte d'actions.

1. As all surveys do not provide with subcategories for equity and other funds (including monetary funds), this measure of indirect holding actually overstates indirect holdings of shares

Que le maximum de détention se situe, en 1998, entre 50 et 59 ans, ne signifie pas pour autant que le profil de détention au cours du cycle de vie corresponde à une courbe en "cloche" : aux "effets d'âge" s'associent en effet d'importants "effets de générations" (par exemple, au même âge, les jeunes générations sont actuellement, en général, plus détentrices d'actions que les plus anciennes). Sur le cycle de vie, des simulations ont montré, dans plusieurs pays, que le taux de détention - directe ou/et indirecte - d'actions ne diminuait pas au-delà de 60 ans.

The fact that the maximum stockholding ratio can be found, for 1998, between 50 and 59 years, does not mean that the profile throughout the life cycle is "hump shaped": "generation effects" do indeed occur that add up to "age effects" (at a given age, younger generations tend to hold more stocks than older ones). Throughout the life cycle, simulations in several countries showed that - direct and/or indirect - stockholding ratios do not decrease beyond the age of 60.

Le niveau de formation initiale : un lien moins fort qu'avec les autres variables

Les taux de détention sont en relation positive avec le niveau de formation initiale, mais les différences sont relativement moins marquées, sauf en Italie.

Education level: a weaker relationship than for other variables

Holdings of shares stand in a positive relationship with the initial education level, but patterns are less obvious, except in Italy.

Pourcentage des ménages détenant directement ou indirectement des actions en fonction du niveau de formation

Percentages of households holding shares directly or indirectly according to the education level

	Collège <i>Less than High School</i>	Lycée <i>High School</i>	Formation supérieure <i>College</i>	Ensemble <i>Average</i>
<i>Germany (1993)</i>	16,6 %	21,8 %	31,3 %	19,8 %
<i>France</i>	18,1 %	33,4 %	36,0 %	23,1 %
<i>Italy</i>	8,7 %	24,1 %	37,5 %	15,2 %

Source: OEE

Parallèlement, des recherches sont également menées, non plus sur la proportion de détenteurs, mais sur les montants des portefeuilles détenus : les résultats de ces recherches seront disponibles d'ici quelques mois.

Au-delà de ce travail, l'Observatoire de l'Épargne Européenne souhaite que l'on possède d'ici quelques années, en matière de détention d'actifs financiers par les ménages, non plus seulement les résultats d'une exploitation coordonnée d'enquêtes nationales, mais ceux d'une enquête internationale utilisant le même questionnaire dans tous les pays européens et réalisée avec la même méthode et, si possible, avec des échantillons de même taille.

Along the same lines, the scope of the research was extended to cover not only the proportion of stockholders, but also estimates of amounts held: the results of these investigations should be available in a few months.

Beyond the scope of these results, the Observatoire de l'Épargne Européenne wishes that, in a few years from now, households' financial holdings may no longer be known through the results of coordinated work based on national surveys, but through international surveys using the same questionnaire in all European countries and carried out with the same methodology and, if possible, samples of the same size.

Research team

Coordination: Tullio Jappelli Salerno University and CEPR Luigi Guiso Sassari University and CEPR Michael Haliassos Cyprus University

• **Germany:** Axel Börsch-Supan Lothar Essig University of Mannheim • **France:** Luc Arrondel André Masson Paris I University

• **Italy:** Luigi Guiso Sassari University and CEPR Tullio Jappelli Salerno University and CEPR

• **Netherlands:** Rob Alessie Stefan Hochguertel • **United Kingdom:** James Banks Matthew Wakefield

• **Survey design and econometrics:** Raffaele Miniaci Guglielmo Weber

Il n'existe pas de véritable point de vue européen en matière de fiscalité des produits d'épargne. Les prises de position répétées des gouvernements pour une harmonisation accrue des fiscalités et les projets de directives européennes en matière de fiscalité des non résidents n'ont pas remis en question les inégalités des épargnants européens face à l'impôt. Les fiscalités de l'épargne sont très diverses d'un pays à l'autre et d'un produit à l'autre sans qu'une logique d'ensemble puisse être trouvée au niveau européen ni même au niveau de chaque pays.

L'objet de cette étude est de dresser un état des lieux des fiscalités européennes en matière de revenus des produits d'épargne. Les difficultés méthodologiques étaient importantes : les règles fiscales sont très diverses selon les pays et il n'y a pas de définition des produits d'épargne standardisée au niveau international. En outre, dans chaque pays et pour chaque produit d'épargne, la charge fiscale peut varier en fonction des caractéristiques de l'individu ou du ménage et de la structure de son portefeuille.

Hypothèses et méthodologie

Face à ces difficultés, la démarche a consisté en deux étapes successives. Dans un premier temps, un ensemble de produits d'épargne types a été défini et les règles fiscales en vigueur pour chaque produit dans chaque pays ont été étudiées. Cette analyse fait l'objet de la première partie du rapport. Dans un deuxième temps, les fiscalités ont été comparées sur la base d'une méthodologie commune, en calculant des taux effectifs marginaux de prélèvements pour chaque catégorie de produit et dans chaque pays.

Parmi les douze pays analysés, huit sont dans la zone euro (Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, France, Allemagne, Italie, Espagne et Portugal), trois sont en dehors (Royaume-Uni, Danemark, et Suède), le der-

There is no real European point of view as far as the taxation of saving products is concerned. The governments' repeated statements in favour of increased tax harmonisation and the planned European directives on non-residents' taxation have not dented European savers' inequality facing taxes. As far as savings are concerned, tax systems vary widely from one country to another and from one product to another. Moreover, it appears that no global consistency can be found at a European level or even at a country level.

The aim of this research is to review European tax systems applying to saving products. Methodological difficulties were important: fiscal rules differ widely according to the country considered and there is no international standardised definition of saving products. In addition, in each country and for each saving product the tax burden may vary according to the characteristics of individuals or households and to their portfolio structure.

Assumptions and methodology

Against this background, two successive steps were considered. In a first stage, a complete range of saving product categories was defined and tax rules applying to each specific product in each country identified. This analysis forms the first part of this report. In a second stage, tax systems were compared using a common methodology, by calculating effective marginal tax rates (EMTRs) for each product category and in each country.

Among the twelve countries under review, eight are within the euro area (Belgium, the Netherlands, Luxembourg, France, Germany, Italy, Spain and Portugal), three are outside it (United Kingdom, Denmark, and Sweden),

1. En cas de citation, les références exactes du rapport sont les suivantes : "Taxation of Savings Product: an International Comparison", Observatoire de l'Épargne Européenne, juin 2001.

1. Precise references for quotation are: "Taxation of Savings Product: an International Comparison", Observatoire de l'Épargne Européenne, June 2001.

nier pays étant les États-Unis, considéré à des fins de comparaison transatlantique. Sept catégories de produit d'épargne sont étudiées : les revenus tirés de l'épargne liquide (comptes courants rémunérés et à terme) ; ceux des obligations ; les dividendes ; les gains en capital à court et à long terme, les produits d'assurance vie et enfin, l'épargne retraite facultative.

La charge fiscale est résumée à l'aide d'un indicateur synthétique : le taux marginal effectif de prélèvement. Par exemple, un taux de 10 % signifie que les prélèvements obligatoires grèvent de 10 % le rendement réel du produit d'épargne, un taux de 100 % signifie que le rendement réel est complètement annulé par la fiscalité (le rendement net est égal à l'inflation). Lorsque les revenus d'un produit d'épargne s'étalent sur plusieurs années ou que la fiscalité est différée dans le temps, le taux de prélèvement a été actualisé et ramené sur une base annuelle.

Tous les calculs ont été effectués en neutralisant les différences de rendement selon les produits d'épargne (un taux nominal de 5 % a été retenu pour chaque type de produit) et les différences d'inflation selon les pays (un taux unique de 2 % a été retenu dans tous les cas). Les taux marginaux de prélèvements ont été évalués pour trois niveaux de revenus correspondant respectivement à une fois, deux fois et quatre fois le revenu moyen de chaque pays (tel qu'il est publié par l'OCDE).

L'étude ne porte que sur la fiscalité des résidents (la fiscalité des non résidents, en cours d'harmonisation, est en hors champ). Les taxes locales sont incluses ainsi que les contributions sociales (particulièrement importantes en Belgique et en France). Les produits particuliers qui font l'objet de dérogations aux règles fiscales générales de chaque pays, a fortiori lorsqu'ils sont complètement défiscalisés, ne figurent pas dans la partie comparative de l'étude.

an additional country - the United States - being considered here for external comparisons. Seven categories of saving products were reviewed: liquid savings (revenues from demand and time deposits), bonds (income from fixed-income securities), dividends, short-term capital gains, long-term capital gains, life-insurance products and optional pension schemes.

The tax burden may be summarised by a synthetic indicator: the effective marginal tax rate (EMTR). A 10% rate means, for example, that tax payments lower by 10% the real return of a saving product, a rate of 100% means that the real return is completely offset by taxes (the net return is equal to inflation). When the income of a saving product is spread over several years or tax payments differed in time, the tax rate was actualised and annualised.

Calculations were made by neutralising return differences among saving products (a nominal rate of 5% was assumed for each type of product) and inflation differences among countries (a single rate of 2% was assumed in all cases). Effective marginal tax rates were calculated for three income levels corresponding respectively to once, twice and four times the average income of each country (as published by the OECD).

The research considered residents taxes only, as non-residents taxes, currently in the process of being harmonised, fall outside of its scope. Local taxes are included as well as social contributions (particularly important in Belgium and in France). Saving products that make exception to each country's general tax rules, in particular when completely detaxed, are not taken into consideration in the comparative part of this study.

Principaux résultats

Le tableau ci-après présente une synthèse des principaux résultats. Les pays sont classés par ordre décroissant de charge fiscale, et il en est de même pour les produits d'épargne.

Major results

The following table summarises the major results of this research. Countries - as well as saving products - are ranked by decreasing order of tax burden.

Taux marginaux effectifs de prélèvement Effective marginal tax rates

Pays/produit Country/product	Dividendes Dividends	Plus-values à court terme Short-term capital gains	Liquidités Liquidities	Obligations Bonds	Plus-values à long terme Long-term capital gains	Assurance-vie Life insurance	Fonds de pension et autres compléments de retraite Pension schemes
Sweden	1,14	1,02	0,97	1,02	1,02	0,18	-1,13
Denmark	0,42	0,98	0,71	0,71	0,42	0,12	0,13
Germany	0,89	0,68	0,61	0,68	0,09	-0,36	0,11
Netherlands	0,69	0,48	0,48	0,50	0,00	-0,21	-0,03
Belgium	0,54	0,68	0,38	0,38	0,13	-0,30	-0,21
Spain	0,49	0,38	0,40	0,38	0,29	0,02	-0,53
United Kingdom	0,48	0,32	0,33	0,33	0,32	0,04	-0,44
Luxembourg	0,49	0,65	0,65	0,33	0,02	0,06	-0,88
France	0,61	0,43	0,42	0,42	0,43	0,02	-1,36
Italy	0,28	0,21	0,45	0,21	0,21	0,06	-0,74
Portugal	0,36	0,16	0,33	0,33	0,00	-1,45	-1,47
United States	0,76	0,21	0,29	0,17	0,21	0,05	0,05

Source: OEE

Premier constat, les revenus des produits d'épargne les plus liquides sont généralement les plus taxés. Les dividendes font ainsi l'objet de la taxation la plus lourde dans la plupart des pays européens, notamment en France (toutefois, les produits tels que le PEA ne sont pas considérés dans ce tableau). Les produits les plus longs font en revanche souvent l'objet d'une prime fiscale qui accroît le rendement réel du placement et se traduit par un taux marginal de prélèvement négatif (retraites complémentaires facultatives et assurance vie dans la plupart des pays européens).

Deuxième constat, les pays européens ont un niveau global de prélèvement proche de celui des États-Unis, aux environs de 25 %, mais les disparités selon les produits sont beaucoup plus fortes en Europe qu'aux États-Unis. La fiscalité sur les plus-values est plus favorable aux États-Unis, mais celle sur les produits les plus longs y est moins favorable.

First, incomes from the most liquid saving products are generally the most taxed. Dividends are also subject to the heaviest taxation in most European countries, notably in France (products such as PEA are however not considered in this table). Products with the longest horizon, on the reverse, often receive tax premia that increase the real return of investments and translate into a negative marginal tax rate (non-mandatory pensions schemes and life-insurance in most European countries).

Second, European countries have a global tax level close to that of the United States, around 25%, but differences among products are much stronger in Europe than in the United States. Capital gains' taxation is more favourable in the United States, but that of longer-term products is less favourable.

Troisième constat, plusieurs groupes de pays peuvent être distingués. Les pays du nord, incluant l'Allemagne, ont la fiscalité la plus lourde, avec au sommet la Suède où le taux moyen dépasse 100 % du fait de l'importance des taxes locales (au taux de 31 %). Les pays du "centre", avec la France et le Bénélux, ont les taux de prélèvements les plus proches de la moyenne européenne. Les pays du sud ont les taux de prélèvement les plus faibles. Le Royaume-Uni enfin, est en dehors de cette typologie géographique avec des taux plutôt faibles et proches de ceux des États-Unis.

Quatrième constat, il y a clairement peu de cohérence internationale dans l'usage de la progressivité des prélèvements en matière de revenu d'épargne. Il n'est apparu en effet aucune relation claire entre le niveau de taxation pour chaque produit et la progressivité de cette taxation selon le revenu des ménages. Des fiscalités progressives existent pour des produits différents dans des pays différents, que le niveau des taxes y soit faible, moyen ou élevé.

Enfin, on constate à quel point la fiscalité est un élément essentiel pour comparer les rendements de l'épargne. Même en considérant un rendement nominal identique pour toutes ces catégories de produits, les rendements réels sont très variables selon les produits et les pays. Il n'y a d'ailleurs pas de classement stable des fiscalités des produits d'épargne selon les pays, car les taux de prélèvements sont très variables selon les produits au sein de chaque pays.

***Third**, several groups of countries may be distinguished: northern countries, including Germany, show the highest tax burden, with Sweden in first position where local taxes (at 31%) raise the EMTR above 100%. In continental European countries, France and Benelux, tax rates are the closest to the European average. Southern countries have the lowest tax rates. Lastly, the United Kingdom makes up a different category of this geographical typology, with lower rates, closer to that of the United States.*

***Fourth**, there is a clear lack of international coherence in the use of tax progressivity of savings income. Indeed, a clear relation between tax levels on saving products and a progressivity of these taxes according to households' income could not be established. Progressive tax systems do exist for various products in different countries, independently of the tax level, be it low, average or high.*

***Finally**, the importance of the role of tax systems when comparing savings returns appears remarkable. Even considering an identical nominal return for all those product categories, real returns vary considerably across product categories and countries. As a result, country classifications of saving products' tax systems are unstable, as tax levels vary strongly according to products in each country.*

Le rapport est rédigé en anglais et comprend 134 pages. Une première partie (86 pages) est consacrée à la présentation des règles fiscales en vigueur dans les douze pays couverts par l'étude. On y décrit les réformes récentes, la structure de l'épargne dans chaque pays, ainsi que les principales caractéristiques des régimes fiscaux en vigueur aujourd'hui pour les sept catégories de produits d'épargne. La deuxième partie (31 pages) présente de façon synthétique les résultats de l'analyse comparative. On y présente tout d'abord la méthodologie du calcul des taux marginaux effectifs de prélèvement puis le calcul de ces taux, par produit pour chaque pays et par pays pour chaque produit. Le rapport s'achève sur cinq annexes (l'annexe IV donne le texte du projet de directive soumis par la Commission en juin 1998, les autres annexes contiennent les statistiques nationales en matière de revenus, de taux de change, d'inflation et de taux d'intérêt).

The first section of the 134 pages report (86 pages) presents fiscal rules in the 12 considered countries, recent reforms, the saving structure in each country, as well as the main characteristics of tax regimes presently applied to seven saving products categories. The second section (31 pages) synthesizes the results of the comparative analysis. The calculation methodology of effective marginal tax rates (EMTRs) is exposed and the rates calculated subsequently presented, by product for each country and by country for each product. The report ends with five appendixes (Appendix IV reproduces the wording of the directive proposal submitted to the Commission in June 1998, other appendixes show the income, exchange rate, inflation and interest rate assumptions used for the calculation of EMTRs).

Market practitioners take the floor: the Promethee/EIF survey of market practitioners

by Albert Bressand, Managing Director
and Catherine Distler, Deputy Director,
PROMETHEE

Promethee, a non-profit think tank specialized on the networked economy, conducts research on capital markets and notably on market organizations (stock exchanges, ECNs, clearing & settlement agencies as well as regulatory structures) that complements nicely the economic work of the OEE on savings. Hence the decision of the two organizations to cooperate. We are happy to present here the Survey of Market Practitioners which was presented at the first joint meeting of OEE and Promethee members last June 22 in Paris.

Survey's objectives, networking and methodology

The survey was conducted for the Edmond Israel Foundation as part of a larger book prepared by Promethee for this foundation on **Capital Markets of the 21st Century**. It investigates four key dimensions of market openness, namely (1) information, transparency and reporting, (2) technology and market infrastructures, (3) regulation, (4) market cultures and rules of business conduct. It is intended to be repeated so as to keep track of key aspects of these four types of obstacles while also investigating "issues of the year" more in depth.

Eminent practitioners joined in this undertaking as members of the Advisory Board chaired by René Karsenti, Director General Finance at EIB. Cooperation has been established also with Eurostat, with the HEC and ESSEC networks and with the **Leadership Roundtable** set up by **Global Investment Technology** the respected New York based publication. Respondents - more than 150 for this first year - combine a variety of market experiences and come from Asia and North America as well as from Europe even if the latter represents a majority this year. Interactions went often well beyond the questionnaire itself to become open-ended interviews, witnessed in the research team's comments and the "strategic insights" presented together with survey's results. The research team consisted of Florian Bressand, Alexis Gibergues and Thomas Renaud. We stand ready to make this survey available to all readers of this OEE newsletter who may ask for it¹ and we give here the key conclusions that we personally derive from it.

The euro's polarizing effect: the networked markets perspective

In conducting such a survey on the obstacles to flows of capital, it is clear that the creation of the euro has propelled Europe into the role of a catalyst of financial globalization. Yet, more than ever, the euro is perceived in global markets as the "eventful non-event" that we described upon its creation². By transferring monetary sovereignty to the ECB, the twelve euro-countries have dismantled what are in many other markets, as our Asian respondents and Advisory Board members emphasized, the most fundamental barriers: namely currency barriers. The creation of the euro, however, has been poorly linked by EU officials with progress toward unified capital markets as the political and macro economic aspects of EMU grabbed their attention. A successful euro now makes more visible the lack of a **common regulatory framework** and the lack of a **unified market infrastructure**³.

Today's financial markets depend so much on electronic links and processing as to be better understood as "networked markets", a concept put forward by Promethee a decade ago to identify the deeper impact of information technology⁴.

1. By e mailing us at thinknet@promethee.mgn.fr

2. "An eventful non-event" in *The euro at the Vanguard*, Promethee with Ernst & Young, Paris, 1998, p. 18-34.

3. See part III and IV of *Capital Markets of the 21st Century*, Promethee 2001 as well as "strategic conversations" with Sir Howard Davies, Arthur Levitt, Michel Prada, Georg Wittich in *Capital Markets Without Borders*, Promethee for Edmond Israel Foundation, 2000.

4. See "Networks and Markets": More than a Marriage of Convenience, *Promethee Perspectives*, n°13, May 1990.

*Like other networks, today's markets must then be seen in terms of a combination of an **infra-structure** that allows to put market users in contact, of a set of rules which we refer to as "**info-structure**" that provides them with the framework in which to contract, and of an "**infoculture**" that shapes mutual expectations and allows to mobilize commitment. We had these three dimensions in mind in designing the typology of barriers for this survey.*

Infrastructures: a problem of costs rather than of access

Respondents did not put technology and lack of market infrastructures at the top of their concerns and we understand their ranking of barriers. Yet, moving from the static picture of obstacles to an assessment of the dynamics of integration, the "back-office" comes up front. In addition, these are the barriers on which market users can have the most direct impact as they are often the owners of market infrastructures. The survey looks at key initiatives like "T+1" and GSTP. The efforts at consolidation of exchanges and of clearing & settlement agencies under way in Europe are explored in great depth in the book that includes this survey.

Infostructures: progress expected in Europe

The second dimension Promethee emphasizes is the set of rules in which network participants can set up their own customized contractual arrangements - its "infostructure".

*The lack of a common legal framework for contracting across European borders led the EU Council, meeting in Lisbon in March 2000, to adopt a **Financial Services Action Plan** with 42 measures to be put in place by 2005. Meanwhile, the absence of a European equivalent to the U.S. SEC has led the Council and Commissioner Frits Bolkestein to ask for proposals by a Group of Wise Men headed by Alexandre Lamfalussy. These initiatives receive sustained attention in this year's survey and a couple of our questions are actually patterned after those used by the Wise Men Group in a survey it conducted in a more focused manner.*

Infoculture: the barrier beyond barriers

*As stressed by the research team, an intriguing conclusion of this work is that the least visible and least mentioned obstacle today may come turn out to be the most challenging in the medium and long term: **market cultures**. We define the latter (by reference to our overall definition of "networks" as relationship management tools) as the set of procedures, habits, mutual expectations and other forms of tacit knowledge needed to operate successfully in a given market. As the more traditional forms of barriers disappear, and in keeping with the move toward a knowledge-based economy, this implicit knowledge and the ways it can be accessed and shared will gain prominence.*

In this respect, the survey this year looks at the changes in European market cultures triggered by the euro - toward a "European model" or toward the U.S. market culture. These and other aspects of networked markets' "infocultures" are key developments that we hope to explore further in next year's Survey of Market Practitioners.

Des comptes financiers trimestriels des agents non financiers de la zone euro

Euro area's non-financial agents quarterly financial accounts

Les comptes financiers n'étant disponibles pour la plupart des pays européens qu'au mois de septembre suivant l'année sur laquelle ils portent, on a noté avec intérêt la publication par la BCE dans le numéro de mai 2001 de son Bulletin Mensuel, de statistiques trimestrielles sur les modalités de financement et les placements financiers des agents non financiers de la zone euro. Outre le bilan financier des agents non financiers à la mi-2000 de la zone euro, on y trouve la composition du financement et des placements des agents non financiers depuis le quatrième trimestre 1997.

Pour construire ces comptes, la BCE utilise différentes sources : les statistiques bancaires et d'émission de titres de la zone euro, des statistiques de finances publiques, des comptes financiers nationaux trimestriels et les statistiques bancaires internationales de la BRI. Il n'est donc pas possible de reconstituer des comptes de même nature pour chacun des pays de la zone. Notons également que parmi les douze pays de la zone euro, l'Irlande et le Luxembourg ne fournissent pas encore de données trimestrielles sur les comptes financiers.

Parmi les différents agents non financiers, la BCE distingue les administrations publiques, les sociétés non financières et les ménages au sens large (i.e. incluant les organismes sans but lucratif au service des ménages). Cette distinction n'existe (pour l'instant) que pour le passif et non pas pour les encours et placements financiers. À la mi-2000, l'actif des agents non financiers de la zone euro était évalué à 14 535 milliards d'euros (230 % du PIB de la zone). À la même période, leur passif représentait 15 526 milliards d'euros (250 % du PIB de la zone). Les financement et placement sont répartis en cinq postes : monnaie et dépôts (à vue ou d'épargne), crédits et titres autres que les actions (à l'exclusion des produits dérivés), actions cotées, et assurance et fonds de pension. À la mi-2000, monnaie et dépôts représentaient 33,7 % de l'actif de la

As national statistics for financial accounts for 2000 will only be available for a majority of European countries by the end of year, one notes with interest the publication in the May issue of the ECB's Monthly Bulletin of quarterly statistics on financing and financial investments of non-financial agents in the euro area. In addition to the financial balance of non-financial agents in the euro area by the end of the first half of the year 2000, one finds the breakdown of financial investments of non-financial agents since the fourth quarter of 1997.

To build these accounts, the ECB uses various sources: banking and securities issuance statistics in the euro area, tax data, quarterly national accounts and BIS's international banking statistics. As a result, it appears impossible to deduct separate accounts of the same nature for each individual country of the euro area. One should also note that among the twelve countries of the euro area, Ireland and Luxembourg do not provide the ECB with quarterly financial accounts data.

Among the various non-financial agents, the ECB distinguishes between public administrations, non-financial companies and a broad households category (including non-profit organisations providing services to households). This distinction appears - for the time being - only for debts and not for outstanding financial investments. By the end of the first semester of 2000, the claims of the euro area's non-financial agents were estimated at 14 535 milliards euros (230% of the euro area's GDP). At the same time, their debts amounted to 15 526 milliards euros (250% of GDP). Financial investments are broken down into five categories: currency and deposits (sight deposits or saving deposits), credits and securities other than equities (excluding derivative products), listed shares, and insurance and pension funds. By mid-2000, currency and deposits represented 33.7% of the claims zone

zone euro ; les titres 11 % ; les actions cotées 33,8 % et les assurances et fonds de pension représentaient 21,6 %. Le financement des agents non financiers de la zone euro à la même période se composait pour 44,8 % de crédits, 25,8 % de titres autres que les actions, 26,8 % d'actions cotées, de 1 % de dépôts et de 1,7 % de réserves de fonds de pension de sociétés non financières.

Les modalités de financement des agents non financiers de la zone euro représentaient plus de 12 % du PIB sur la période 1998-2000 avec une croissance annuelle d'environ 6 %. Les administrations publiques ont vu une baisse continue de leurs financements du fait de la réduction de leur déficit, les entreprises non financières ont vu leurs financements augmenter de 6,2 % du PIB fin 1998 à 7,4 % du PIB à la mi-2000 (soit une croissance annuelle moyenne de plus de 7 %). Les financements des ménages ont également augmenté de 3,8 % du PIB fin 1998 à 4,2 % du PIB au second trimestre 2000 avec un rythme de progression de plus de 9 % par trimestre.

of the euro area; securities 11%; listed shares 33.8% and insurance and pension funds represented 21.6%. Financing of the euro area's non-financial agents at the same time was composed of 44.8% of credits, 25.8% of securities other than shares, 26.8% of listed shares, 1% of deposits and 1.7% of non-financial companies pension funds' reserves.

Euro area's non-financial agents financing represented over 12% of GDP during the 1998-2000 period with an annual growth of about 6%. Public administrations saw a continuous decrease in their financing need as their deficits were reduced, non-financial companies' financing increased from 6.2% of GDP at the end of 1998 to 7.4% of GDP at mid-2000 (that is with an average annual growth rate of over 7%). During the same period, households' financing increased from 3.8% of GDP 4.2% of GDP at a rate of more than 9% per quarter.

Agenda

Oct. 15-16	“FIBV Annual Meeting/General Assembly” http://www.fibv.com/
Oct. 16-17	“Dernières avancées du cadre réglementaire des activités on line” Development Institute International (DII), Paris
Oct. 25-26	“Financing European Economies: issues and policy options” Fondation Banque de France http://www.banque-france.fr/gb/fondatio/index.htm
Oct. 30 - Nov. 2	“4th World financial information conference” Software and Information Industry Association/Dow Jones Newswires, London, http://www.fisd.net/wfic2001/
Oct. 30-31	“European Exchange Traded Funds” IMN, Amsterdam, http://www.imn.org/2001/a340/
Nov. 1-2	“European Mutual Fund Summit” Cadogan, Boston, http://www.cadogan-conf.co.uk
Nov. 19-20	“IT workshop at MIT” International Federation of Stock Exchanges, http://www.fibv.com/
Nov. 20	“Entretiens COB 2001: la protection de l'épargne face au développement des marchés financiers” Commission des Opérations de Bourse, Palais des Congrès, Paris, http://www.cob.fr
Nov. 27	“L'Union Européenne et la territorialité fiscale” CERAP, Paris, Institut International d'Administration Publique http://www.iiap.fr/
Nov. 29-30	“Excellence in fund administration in Europe” IBC, London, http://www.ibt-financial.com
Dec 2-5	“Superbowl of Indexing” IMN, Phoenix, Arizona, http://www.imn.org/
Dec 4-5	“Harmonisation fiscale européenne” DII, Genève
Dec 5	“Quel revenu pour les retraités ? ” M&M Conseil, Assemblée Nationale, www.mmconseil.com
Dec. 6	“The Second Annual Investment Summit” Dow Jones Newswires/CNBC Europe, London http://www.djconferences.dj.com/investment2001/index.html
Dec. 10-11	“9^e Entretiens de l'Assurance” FFSA, Paris, http://www.ffa.fr/
Mar. 13-16, 2002	“27th Annual International Futures Industry Conference” Futures Industry Association, Boca Raton, Florida http://www.futuresindustry.org/

- **Le patrimoine financier des ménages dans le Bulletin mensuel de la BCE**

Depuis le numéro de mai 2001 du Bulletin mensuel de la BCE, on a vu apparaître avec intérêt un tableau (Tableau 6.1, page 45) qui fournit certaines informations, en flux et en encours, sur les placements financiers des agents non financiers. Certains postes peuvent être isolés en ce qui concerne les ménages (y compris les organismes sans but lucratif) : il en est ainsi, par exemple, des droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension et, du côté de leur passif, de leurs dettes financières à court et à long terme. On voit ainsi s'esquisser des tableaux d'opérations financières (TOF) en flux et en encours couvrant l'ensemble des 12 pays de la zone euro et qui devraient être progressivement "sectorisés" ("Sociétés non financières - S11", "Ménages - S14 + S15" et "Administrations publiques - S13") comme le sont les TOF publiés par les Banques Centrales de chacun des douze pays. L'Europe financière avance. Pour plus d'information sur les statistiques de placement financier des agents non financiers mises à disposition par la BCE, on pourra se reporter à notre article page 16.

- **Enquête sur l'assurance-vie en Europe**

L'OEE a pris l'initiative de promouvoir une enquête permettant, si possible, de faire, dans les 15 pays de l'Union européenne, la distinction entre les primes, les prestations et les engagements relevant des contrats d'assurance-vie en unités de compte et ceux qui relèvent des autres contrats. Le Comité européen des assurances (CEA) a accepté de jouer un rôle très important dans cette enquête qui recevra, d'autre part, l'appui d'EUROSTAT. Cette enquête menée, dans chaque pays, auprès des organisations professionnelles des sociétés d'assurance-vie devrait être lancée d'ici la fin 2001.

- **News on households' financial wealth in the ECB's Monthly Bulletin**

In the May issue of the ECB's Monthly Bulletin, we noticed with interest the addition of a table (Table 6.1, page 45) providing with information on non-financial agents' financial investment, expressed both in flows and in outstanding levels. As far as households (and non-profit organisations) are concerned, specific items may be considered separately such as households' net claims on life-insurance technical reserves and on pension funds or, on the debt side, of short and long-term debts. This draws a first sketch of financial accounts both in flows and stocks for the 12 countries of the euro area. These accounts should be progressively "sectorised" (into "Non-financial companies - S11", "Households - S14 + S15" and "Public sector - S13") like the financial accounts published by the 12 countries' Central Banks. Financial Europe is in progress. For more information on ECB's statistics on non financial agents' financial investment see article page 16.

- **Survey on life insurance in Europe**

The OEE has taken steps to promote a survey enabling if possible, to distinguish within the 15 countries of the European Union, between premia, benefits and technical provisions of unit-linked contracts, on the one hand, and monetary contracts on the other. The CEA (Comité Européen des Assurances) accepted to play an important role in this survey, which will also benefit from the support of Eurostat. Surveyed, in each country, will be life insurance professional organisations, and the survey should be launched by the end of 2001.

Brèves

- **Séminaire OEE sur l'enquête "Revenu et Consommation" du Statistisches Bundesamt**

Mme Münnich, statisticienne-économiste du Statistisches Bundesamt et André Babeau, Président du Comité d'Orientation de l'OEE ont présenté le 1er juin dernier, avant leur publication officielle, et à l'occasion d'un séminaire dans les locaux de la CCIP à Paris, les données relatives à la détention d'actifs patrimoniaux financiers et réels de l'enquête allemande intitulée "Revenu et Consommation" ("Einkommen und Verbrauchsstichprobe" ou EVS) conduite en 1998.

Ce séminaire a notamment permis de constater - au-delà de son caractère spécifiquement national - l'intérêt de l'EVS : outre la finesse de l'information statistique fournie par un échantillon de plus de 60 000 ménages, cette enquête réalisée tous les quatre ans mesure la détention d'actifs patrimoniaux par les ménages allemands, en flux et en stocks, et ce pour une typologie fine d'actifs financiers mais aussi pour un certain nombre d'actifs réels (notamment immobiliers). On s'étonne cependant de l'absence d'un poste "OPCVM" à un moment crucial de leur développement en Allemagne. Enfin, cette enquête offre la possibilité de croiser les montants détenus de chaque type de produit d'épargne considéré avec différentes variables socio-démographiques (âge, niveau de revenu, niveau de patrimoine, etc.).

Fondée sur une approche par sondage et a priori totalement déconnectée des statistiques de la comptabilité nationale, il est donc possible de faire un rapprochement instructif. Selon Mme Münnich, l'important écart observé entre les deux mesures du patrimoine financier des ménages allemands résulte principalement de la difficulté d'évaluer de façon statistiquement significative le patrimoine des ménages dont les revenus dépassent 35 000 DM par mois, qui, pour cette raison, sont exclus du champ couvert par l'enquête EVS. À l'appui de cette interprétation, Mme Münnich fait état de travaux effectués par la banque d'investissement Merrill Lynch, qui évaluent en 2000 le patrimoine des 365 000 ménages allemands dont le patrimoine excède 1 million d'euros à 2 000 milliards d'euros, soit près d'un quart du patrimoine financier total des ménages allemands.

À l'occasion de ce séminaire l'OEE a obtenu beaucoup d'informations statistiques du Statistisches Bundesamt. Les données sont accessibles sur le site <http://www.oee.fr>.

- *OEE seminar on the Statistisches Bundesamt's "Income and Consumption" survey*

Mrs Münnich, Economist-Statistician at the Statistisches Bundesamt and André Babeau, President of the OEE's Advisory Committee, presented on June 1st at Paris Chamber of Commerce and Industry's offices - and ahead of official publication by the Statistisches Bundesamt - data on wealth and financial assets' holdings of the German "Income and Consumption" survey ("Einkommen und Verbrauchsstichprobe" or EVS) conducted in 1998.

This seminar allowed in particular to note - beyond its specifically national character - the interest of the EVS survey: the detail of the statistical information that results from the sample's size of more than 60 000 households. Carried out every four years, this survey measures German households financial wealth (both outstanding and flows) according to a detailed typology of financial assets as well as for a number of non-financial assets (in particular real estate). One might however be puzzled by the lack of a separate UCIT category at a crucial time of their development in Germany. Finally, a major feature of this survey comes from the fact that it enables to "cross" holdings of each type of specific saving product with various socio-demographic variables (age, income level, wealth, etc.).

Based on a poll, data gathered is thus - from a methodological point of view - totally disconnected from national accounts statistics, and provides with an interesting comparison opportunity. According to Mrs Münnich, the important gap between the two measures of German households' financial wealth probably arises in the first place from the difficulty of taking, in a statistically significant way, households with an income exceeding 35 000 DM a month into account. As a result, these households are excluded from the survey's sample. To make her point, Mrs Münnich mentions a research made by the Merrill Lynch investment bank, that estimates, in 2000, total wealth of the 365 000 German households holding more than 1 million euros of financial assets at around 2 000 billion euros - which would represent about a quarter of German households' total financial wealth.

This seminar gave the OEE an occasion to gather an important amount of data from the Statistisches Bundesamt. It is accessible on the OEE's website at <http://www.oee.fr>.

- **“Les porteurs de valeurs mobilières” en France en 2001**

L'édition 2001 de l'enquête annuelle conduite par SOFRES pour le compte de la Banque de France et d'Euronext Paris est disponible sur le site de la Banque de France (<http://www.banque-france.fr/fr/telechar/vm2001.pdf>). Ses principales conclusions sont apparues, en France, les tendances suivantes :

- la stabilisation du nombre de détenteurs de valeurs mobilières ;
- la progression du nombre d'actionnaires individuels français ;
- le repli sensible de la détention d'obligations et d'OPCVM obligataires et monétaires ;
- l'intérêt maintenu pour les contrats d'assurance-vie ;
- la montée en puissance d'internet pour la gestion du portefeuille de produits financiers.

L'enquête offre par ailleurs une décomposition de ces statistiques par type de produits et les “croise” avec plusieurs types de variables socio-démographiques (CSP, âge, sexe, etc.).

- **Conférence annuelle de l'EIR (European Investment Review)**

La première conférence annuelle de l'EIR s'est tenue à Paris le 21 septembre dernier. L'objectif de l'EIR est de rassembler des praticiens et des universitaires de haut niveau pour promouvoir en Europe la recherche quantitative en finance. Les thèmes abordés par les contributions (en anglais) sont répartis dans les rubriques suivantes : “Alternative Investments”, “Benchmarking; Performance Attribution”, “Central Banking” et “Risk” et de nombreux “working papers” sont proposés en ligne (<http://www.theeir.com>).

- **“Holders of financial securities” in France in 2001**

The 2001 edition of the survey conducted by the SOFRES polling institute for Euronext Paris and the Bank of France is available online on the Bank of France's website (<http://www.banque-france.fr/fr/telechar/vm2001.pdf>). Its main conclusions identify the major trends observed in France in recent years:

- *a global stabilisation in the number of holders of financial securities;*
- *a slow rise of French individual shareholding;*
- *a noticeable decrease of fixed income securities and UCITs;*
- *a continued interest of the French for life insurance contracts;*
- *the importance of the internet for portfolio management.*

The survey provides also with a breakdown of holders' statistics by type of products and breaks them down according to a number of socio-demographic variables (profession, age, sex, etc.).

- **European Investment Review annual Conference**

The first conference EIR Annual Conference took place in Paris on September 21st. Aim of the EIR is to gather high level practitioners and academics to promote quantitative research in finance in Europe. The themes drawn within consideration (papers in English) are the following: “Alternative Investments”, “Benchmarking; Performance Attribution”, “Central Banking” and “Risk”. Numerous working papers are available online at <http://www.theeir.com>.

Publications

• Les Européens et leur épargne

La sortie de l'ouvrage d'André Babeau sur "Les Européens et leur épargne" chez Economica a donné lieu le 14 septembre dernier à une conférence de presse. Cet ouvrage est préfacé par Jacques de Larosière, Président du Conseil d'Administration de l'OEE et reprend plusieurs résultats d'études de l'OEE. La conférence de presse de lancement de cet ouvrage a eu lieu le vendredi 14 septembre.

• Europeans and their savings

The publication (by Economica publisher) of a book by André Babeau entitled "Les Européens et leur épargne" was scheduled for September 2001. This book was prefaced by Jacques de Larosière, President of the OEE's board, and draws upon several research results of the OEE. The press conference for the launch of the book will take place on Friday, September 14.

• Barrières fiscales discriminantes dans l'Union Européenne

En juin 2001 PriceWaterhouseCoopers a publié pour le compte de la FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) un rapport intitulé "Discriminatory tax barriers in the single European investment fund market: a discussion paper". Ce rapport recense les mesures fiscales discriminantes qui affectent adversement les ventes transfrontalières d'OPCVM dans les différents pays européens, soit parce qu'elles pénalisent les OPCVM étrangers, soit parce qu'elles favorisent les OPCVM domestiques. Ces barrières fiscales contribuent à expliquer la faiblesse de la taille moyenne des fonds. Selon les auteurs, elles contreviennent probablement au Traité européen et des actions sont susceptibles d'être intentées devant la Cour Européenne de Justice.

• Discriminatory tax barriers in the single European Union

On behalf of the Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'investissement (FEFSI), PriceWaterhouseCoopers wrote in June 2001 a report entitled "Discriminatory tax barriers in the single European investment fund market: a discussion paper".

The report focuses on discriminatory tax provisions that adversely affect cross-border sales of UCITs, either because they penalise foreign UCITs products or because they favour home country UCITs products.

Taxation barriers are one of the reasons why average fund sizes are small, which leads to higher costs for fund sponsors, managers and clients. According to the authors, these barriers are probably in breach of the European Treaty and cases could be taken to the European Court of Justice.

• Countries with significant discriminatory tax barriers to the sale of foreign UCITs in their territory

Country	Discriminatory tax measure
Austria	Existing income tax regime
Belgium	i. Tax on distributions to individual investors ii. Participation exemption iii. Benefit from foreign tax credits Foreign fund legislation
Finland	None noted
France	i. Plan d'Épargne en Actions (PEA) ii. Franchise relief iii. French imputation tax system
Germany	i. Existing foreign investment fund law ii. New tax reform measures
Greece	Investment funds legislation which penalises foreign UCITS
Ireland	Taxation of Irish investors in offshore UCITS
Italy	Capital gains tax
Luxembourg	None noted
Netherlands	Reclaim of foreign withholding taxes
Portugal	Different income tax regimes for individual investors
Spain	None noted
Sweden	None noted
United Kingdom	i. Offshore fund legislation ii. UK Imputation tax system

The report can be ordered from FEFSI, 18 Square de Meeüs, 1050 Brussels, Belgium, <http://www.fefsi.org/>

• Statistiques SBS d'Eurostat

Eurostat a publié début août deux numéros de "Statistiques en Bref" : "Statistiques des services d'assurance" (Thème 4 - n°28) et "Statistiques des fonds de pension" (Thème 4 - n°29).

■ Les "Statistiques des services d'assurance" portent sur le nombre de sociétés d'assurance, les primes émises (vie et non-vie), la ventilation des produits d'assurance-vie et non-vie (où l'on regrette l'absence de renseignements sur le Royaume-Uni) ainsi qu'un récapitulatif des placements des sociétés d'assurance (avec des limites, à nouveau, sur les données relatives au Royaume-Uni) pour l'année 1999.

Au total, les primes émises en 1999, ont cru de près de 50 % par rapport à 1995. 42,6 % des primes des entreprises européennes sont émises par des entreprises britanniques, tandis que les entreprises allemandes émettent 35,3 % des primes des entreprises d'assurance non-vie. Bien qu'ils ne représentent que 10,9 % des entreprises européennes de réassurance spécialisée, les réassureurs spécialisés allemands représentent plus des trois quarts des primes européennes émises.

Avec une quote-part de 65,6 % du total, les produits non-liés à des fonds d'investissement dominant encore largement le portefeuille européen (Grèce et Royaume-Uni exclus) des produits d'assurance-vie, mais leur part de marché baisse au fil des années.

■ Les "Statistiques des fonds de pension" sont le résultat "d'une collecte volontaire de données réalisée par Eurostat (...) effectuée sur une base non harmonisée puisqu'il n'existe jusqu'à présent aucune législation communautaire en matière de compatibilité sur les fonds de pension, de même qu'aucune législation statistique. La qualité et l'harmonisation devraient cependant s'améliorer à l'avenir une fois que les statistiques des fonds de pension seront intégrées dans le règlement sur les statistiques structurelles des entreprises. Un module spécifique aux fonds de pension viendra bientôt s'ajouter au règlement SBS : l'adoption par le Parlement européen et le Conseil d'un règlement modifiant le règlement 58/97 est prévue pour l'année 2001".

Les statistiques élaborées portent sur le nombre de fonds de pension autonomes, le nombre de membres de ces fonds, leurs comptes de profits et pertes et la ventilation de leurs placements. Une note méthodologique précise la signification des données dans chacun des pays considérés.

Les statistiques d'Eurostat sur l'assurance, les fonds de pension ainsi que sur les institutions de crédit sont disponibles dans le domaine "Structural Business Statistics" de la section "Industry, Trade and Services" (Thème 4) de la base de données New-Cronos rediffusée par l'OEE.

• Eurostat's SBS Statistics

Eurostat published at the beginning of August two issues of "Statistics in Focus": "Statistics on insurance services" (Theme 4 - Issue 28) and "Statistics on pension funds" (Theme 4 - Issue 29).

■ *"Statistics on insurance services" presents the number of insurance companies, written premia (life and non-life), a breakdown of life and non-life insurance products (unfortunately data on the United Kingdom are lacking) as well as a synthetic table on insurance companies' total investment (with limits, again, on the U.K.'s data) for 1999. On the whole, "42.6% of EU premiums by life insurance enterprises are written by British enterprises, while German enterprises write 35.3% of non-life insurance enterprises premiums. German specialist reinsurers, although representing only 10.9% of all EU specialist reinsurance enterprises, represent three quarters of EU premiums written. Non-linked products with a share of 65.6% of the total still largely dominate the EU (Greece and U.K. excluded) life insurance product portfolio, but are however slowly losing market share over the years."*

■ *"Statistics on pension funds" are "elaborated on the basis of the results of a voluntary data collection undertaken by Eurostat. It has been carried out on a non-harmonised basis, as neither EU accounting legislation, nor statistical legislation on pension funds exist for the moment. Better quality and harmonisation are however expected in the near future when the statistics on pension funds will be integrated in the Structural Business Statistics Regulation. A sector specific module on pension funds should indeed soon be annexed to the SBS regulation: the adoption by the European Parliament and the Council of the Regulation amending Regulation 58/97 is in fact foreseen in 2001".*

Statistics relate to the number of autonomous pension funds, the number of their members, their profits and losses accounts and the breakdown of their investments. A methodological note precises the signification of the data for each of the countries considered.

Eurostat statistics on insurance, pension funds as well as those on credit institutions are available in the "Structural Business Statistics" domain of the "Industry, Trade and Services" section (Theme 4) of the NewCronos database accessible on the OEE's website.

Publications

• L'intermédiation financière en Europe

Le numéro de juillet 2001 de la revue semestrielle "Épargne et Financement" de CDC Ixis propose - en première partie d'une étude consacrée au "Modèle français d'adaptation des banques au nouvel environnement financier" - une évaluation comparée de la progression du rôle des banques dans cinq pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie, Royaume-Uni) et aux États-Unis au cours des deux dernières décennies (de 1980 à 2000). L'explosion et la diversification de la sphère financière y sont tout d'abord mesurées par le rapport des actifs financiers des secteurs financiers à ceux des secteurs domestiques, et par l'importance relative des investisseurs institutionnels et des banques dans les actifs détenus par le secteur financier. La croissance et la rentabilité des activités bancaires sont ensuite considérées au vu de différents indicateurs (actifs financiers des banques, produit net bancaire, intérêts nets des groupes bancaires). La seconde partie aborde plus spécifiquement l'importance du rôle des banques en France.

• Financial intermediation in Europe

The July 2001 issue of the half-yearly publication "Épargne et Financement" of CDC Ixis assesses - in the first part of a research modelling the French banks adaptation to the new financial environment ("Le modèle français d'adaptation des banques au nouvel environnement financier") - changes in the role of the banks in five European countries (Germany, Spain, France, Italy and the U.K.) as well as in the United States in the last two decades (from 1980 to 2000). The surge and the diversification of the financial sphere is first observed with respect to the ratio of financial assets of financial sectors to those of domestic sector, and by the relative importance of institutional investors and banks in the financial sector's assets. Growth and profitability of banking activities are then assessed with regard to various indicators such as financial assets of the banks and net banking product. The second part of the paper focuses on the importance of the role of banks in France.

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Chairman of the Board

Jacques de Larosière

Vice-Chairman

Alain Leclair

Secretary General

Pierre Bollon

Treasurer

Jean-Pierre Ruault

Chairman of the Advisory Committee

André Babeau

Director

Didier Davydoff

D.Davydoff@oeefr

Economist

Laurent Grillet-Aubert

L.Grillet-Aubert@oeefr

Statistician-Economist

Auguste Mpacko-Priso

A.Mpacko-Priso@oeefr

Support

Chantal Gautron

C.Gautron@oeefr

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

33, rue de Miromesnil • 75008 Paris
Tel. : +33-(0)1 43 12 58 00 • Fax : +33-(0)1 43 12 58 01

www.oee.fr

