

LA LETTRE DE L'OEE

éditorial

Jacques de Larosière

L'OEE fait la synthèse de ses travaux de recherche

The OEE summarises its research investigations

L'Observatoire de l'Épargne Européenne a mené a bien depuis deux ans un important travail de recherche et le moment était venu d'en faire une première synthèse. La conception par l'OEE d'un numéro complet de la Revue d'Économie Financière en versions française et anglaise, consacré à l'"Épargne en Europe" marque le franchissement d'une étape.

Second signe tangible de cette nouvelle maturité de l'OEE : les relations de coopération établies avec les institutions internationales. Un rapport sur "Épargne et investissement en Europe" a été remis en janvier 2002 à Yves Franchet, Directeur Général d'Eurostat. Une coopération très prochaine est également envisagée avec la Banque Centrale Européenne.

Élargissant notre champ d'intérêt, un programme de travail vient d'être mis en place entre l'OCDE, la société Pioneer et notre Observatoire, afin de comparer l'épargne et le patrimoine des ménages dans les grands pays industrialisés, incluant les États-Unis et le Japon.

Dans les semaines à venir, une conférence présentera les travaux coordonnés par le Professeur Jappelli, sur la détention d'actions par les ménages européens. Un rapport sur l'épargne salariale en Europe nous sera également bientôt remis. Et la nouvelle vague d'appels d'offres pour des études est déjà en préparation !

Given the important research work conducted by the European Savings Institute over the last two years, the time has come to publish a first review of these investigations. In that respect, the conception by the OEE of a complete issue of the Revue d'Économie Financière -a version in French as well as one in English- can be considered as a milestone.

The relations the OEE has established with international institutions appears as a second tangible sign of its maturity. A report on "Saving and investment in Europe" was delivered in January 2002 to Yves Franchet, Director General of Eurostat. A joint project with the European Central Bank is also envisaged in the near future.

Widening our field of interest, a project was also recently launched, which reunites the OECD, the Pioneer company and the OEE and aims at comparing households' savings and wealth in the main industrialised countries, including the United States and Japan.

In coming weeks, a conference will present the results of an important research project coordinated by Professor Jappelli on European households' stockholdings. A report on company saving schemes in Europe will also be delivered soon. In the meanwhile, the next call for tenders starting a new wave of research projects is already being prepared!

1 L'OEE remet à la Commission européenne un rapport sur "l'Épargne et l'Investissement en Europe"
The OEE delivers a report on "Savings and Investment in Europe" to the European Commission

6 Europe : adoption de deux directives modifiant la directive OPCVM de 1985
Adoption of directives modifying the 1985 directive on UCITS

16 Davantage d'Europe dans les services financiers : ce qu'on peut en attendre, ce qu'on doit faire
More Europe in financial services: What one can expect, what must be done

22 Un institut de recherche harmonise les statistiques de crédit en Europe
A Research Institute harmonises European credit Data

26 Agenda

27 Brèves, Publications & Projets en cours
Events, Publications & Current projects

L'OEE remet à la Commission européenne un rapport sur l'“Épargne et l'Investissement en Europe”

The OEE delivers a report on “Savings and Investment in Europe” to the European Commission

En janvier 2002, l'OEE a remis à Eurostat un rapport intitulé “Épargne et Investissement en Europe - 1995-2000”. Après une analyse globale de l'équilibre épargne-investissement, ce rapport retrace et analyse l'évolution de l'équilibre épargne-investissement entre 1995 et 2000 et celle des comportements d'épargne des ménages européens sur la période. Ce qui suit restitue dans la limite de l'espace imparti, les principales conclusions de cette étude.

L'analyse a porté sur 12 pays européens, les comptes réels et financiers grecs, irlandais et luxembourgeois faisant défaut¹. Pour l'année 2000, les comptes autrichiens, danois, italiens et portugais n'étaient pas encore disponibles au moment de la réalisation de cette étude.

L'équilibre épargne-investissement dans la zone euro

Au sein de la zone euro, la baisse modeste de la capacité de financement sur la période provient d'une légère reprise de l'investissement, l'épargne brute étant restée stable aux alentours de 22 % du PIB.

La stabilité du taux d'épargne de la zone euro masque en réalité **des changements substantiels de sa structure sectorielle**. Le recul de l'épargne brute des ménages (et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières) a en effet été contrebalancé par une progression de la part des administrations publiques à l'approche du 1er janvier 1999 : nulle en 1995, cette dernière atteint près de 10 % en 1999 et 2000.

L'investissement dans la zone euro a légèrement augmenté (de 20,6 % en 1995 à 21,3 % en 2000) grâce à une hausse de la part **des sociétés non financières** plus forte que la baisse enregistrée pour les administrations publiques et les sociétés financières.

Au total, la conjugaison de l'augmentation du besoin de financement des sociétés non financières et de la diminution de la capacité de financement des ménages a réduit la capacité de financement de la zone à 0,7 % du PIB en 2000.

In January 2002, the OEE sent Eurostat a report entitled “Savings and Investment in Europe 1995-2000”. After an overall analysis of the savings-investment balance, the report traces and analyses the development of the savings-investment balance between 1995 and 2000 and European households' savings behaviour over the period. What follows, within the limit of the space available, summarises the study's main conclusions.

The analysis covered twelve European countries, real and financial accounts from Greece, Ireland and Luxembourg being lacking¹. For the year 2000, Austrian, Danish, Italian and Portuguese accounts were still not available at the time when the study was carried out.

The savings-investment balance in the Eurozone

Within the euro area, the modest fall in financing capacity over the period followed a slight recovery in investment, gross savings having remained stable around 22% of GDP.

The stability of the saving rate in the euro area masks **substantial changes in its sectoral structure**. The decline of households' gross savings -and, to a lesser extent, that of non-financial companies- was counter-balanced by progress made by governments as 1 January 1999 approached: nil in 1995, the latter reached nearly 10% in 1999 and 2000.

Investment in the euro area slightly increased - from 20.6% in 1995 to 21.3% in 2000 - as a result of the rise of **non-financial companies'** share, stronger than the rise recorded by public administrations and financial companies.

In total, the combination of the increase of non-financial companies' need for finance and the decrease in households' financing capacity reduced the zone's financing capacity to 0.7% of GDP in 2000.

1. Le critère qui caractérise un défaut est ici l'absence de comptes réels et/ou financiers.

1. Criterion for default is in this case the absence of real and/or financial accounts.

Dans l'ensemble, les écarts entre taux d'épargne (et entre taux d'investissement) des pays européens ne semblent pas s'être réduits au cours de la période. En fin de période, on distingue surtout un groupe de pays où les taux d'épargne restent élevés (Allemagne, Italie, France, Autriche) d'un groupe où ils sont plus faibles (Royaume-Uni, Suède, Finlande, Danemark).

Épargne et investissement des ménages européens

Les ressources des ménages

Épargne et crédit semblent partiellement substituables

De façon générale - malgré une relative stabilité des taux d'épargne en France et en Allemagne - on discerne sur la période 1995-2000 une tendance à la baisse des taux d'épargne. Cette évolution n'a cependant pas été accompagnée d'une réduction de la dispersion entre les taux d'épargne nationaux.

Au sein de l'Union européenne, le recours au crédit a crû à des degrés divers selon les pays: fortement au Danemark, au Portugal, en Espagne et aux Pays-Bas, mais de façon à peine perceptible en Allemagne, en France et en Belgique.

Une relation de substitution partielle du crédit à l'épargne, observable à la fois dans le temps et dans l'espace, semble donc pouvoir être établie. La causalité de cette relation - probablement du crédit vers l'épargne - reste cependant à établir.

“Taux d'accumulation” : une tendance à la baisse, mais une forte dispersion

Sur données pondérées, **le taux d'accumulation** - grosso modo la somme des taux d'épargne et de recours au crédit en pourcentage du revenu disponible brut - **a reflué de de 21,9 % à 20,2 %** de 1995 à 1999. Simultanément, on pouvait également noter **sa forte dispersion géographique** (de 12,8 % en moyenne en Suède, ce taux atteignait 34 % aux Pays-Bas). Il faut cependant se garder de traduire les observations relatives au taux d'accumulation (flux) en termes de croissance du patrimoine brut (stock) en raison des effets de prix des actifs patrimoniaux qui sont intervenus.

Emplois des ménages

Restant compris entre 9,1 % et 9,5 % entre 1995 et 2000, contrairement aux placements

On the whole, differences in saving rates - as well as in investment rates - among European countries did not lessen during the period. At the end of the period, a distinction can be made between a group of countries where saving rates remained high - Germany, Italy, France, Austria - and a group where they were lower - United Kingdom, Sweden, Finland, Denmark.

European households' savings and investment

Households' resources

Savings and credit partially offset one another

Generally - despite relative stability of the saving rate in France and Germany - for the period 1995-2000 a downward tendency of the saving rate is noticeable. This development, however, was not accompanied by a reduction in the dispersion between national saving rates.

In the European Union, use of credit grew in varying degrees according to country: strongly in Denmark, Portugal, Spain and the Netherlands, but scarcely perceptibly in Germany, France and Belgium.

A partial substitution of credit for savings, noticeable both throughout time and across countries, therefore seems possible. The cause of this substitution - probably from credit towards savings - remains however to be established.

“Accumulation rate”: a downward tendency, but strong dispersion

*In weighted data, **the accumulation rate - approximately the sum of the saving rate and use of credit as a percentage of gross disposable income - declined from 21.9% to 20.2%** from 1995-1999. Simultaneously, noticeable also was **its strong geographic dispersion** - from 12.8% on average in Sweden, the rate reached 34% in the Netherlands. One should not however translate the observations on accumulation rate - flows - in terms of gross capital growth - stock - owing to price movements on capital assets which occurred.*

Household uses

Remaining between 9.1% and 9.5% from 1995 to 2000, unlike asset allocation²,

financiers², **l'investissement physique des ménages européens a relativement peu varié dans l'espace et dans le temps.**

De 12,3 % en 1997, le taux de placements financiers des Européens a par contre décliné pour atteindre 9,4 % en 2000 : la baisse du taux d'accumulation signalée plus haut apparaît ainsi essentiellement comme une conséquence de celle des placements financiers.

Choix de placements financiers : en 2000 les tendances antérieures ne se poursuivent pas dans tous les pays.

Entre 1995 et 1999 on identifie les tendances communes relatives aux choix de placements financiers suivantes :

- **le recul** des souscriptions et des achats nets **d'emprunts publics**, surtout en Italie, mais aussi en Belgique, en Finlande et en Allemagne ;
- l'augmentation des souscriptions et des **achats nets d'actions cotées** en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique, le Royaume-Uni faisant ici figure d'exception ;
- augmentation des **achats de parts de fonds d'investissement** - souvent par l'intermédiaire des réseaux bancaires. En 1998 et 1999, il s'est souvent agi de fonds d'investissement à supports "actions". En moyenne, entre 1995 et 1999, les fonds d'investissement ont représenté plus des quatre cinquièmes des flux de placement des ménages en Italie, les deux cinquièmes en Espagne, un quart en Belgique, près d'un cinquième en Allemagne et en Finlande ;
- les contrats d'**assurance-vie** ont eu un vif succès sur la période 1995-1999. Comptabilisé avec les fonds de pension ces contrats ont en effet représenté en moyenne plus de 75 % des placements financiers des Britanniques et des Suédois, plus de 60 % des placements des Néerlandais et des Français, plus de 40 % de ceux des Allemands, près du tiers de ceux des Finlandais et des Portugais et autour de 25 % de ceux des Belges et des Italiens. Dès 1996-1997, les contrats en unités de compte ont, sauf exception, joué un rôle clé dans ce développement.

En 2000, une rupture dans le choix de placements des ménages (baisse des placements en actions, retour aux placements à taux fixe, etc.) a été observée dans certains pays - notamment en Italie, en Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas et en Finlande. Le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, la Belgique et la Suède échappent cependant encore, à cette date, à ce retournement et prolongent les tendances antérieures.

2. Les écarts vont de 1 à 5 : les Pays-Bas, la Belgique, le Portugal et l'Espagne ont, sur la période étudiée, des taux de placements financiers élevés. À l'opposé, on trouve la Finlande, le Danemark, la Suède et l'Autriche.

European households physical investments varied only slightly in area and time.

From 12.3% in 1997, Europeans' financial investment rate, on the other hand, decreased to 9.4% in 2000: the fall in the accumulation rate, pointed out above, thereby appears mainly as a consequence of this financial investment.

Asset allocation: in 2000 previous tendencies did not continue in all countries. *Between 1995 and 1999 the following common tendencies relating to financial investment choice can be identified:*

- **decline** of subscriptions and net purchases of **government loans**, above all in Italy, but also in Belgium, Finland and Germany;
- **increase** in subscriptions and **purchases of listed shares** in Italy, the Netherlands and Belgium, the United Kingdom in this case being the exception;
- **increase** in **investment fund units** - often through the intermediary of banking networks. In 1998 and 1999, these were often investment funds with "share" instruments. On average, between 1995 and 1999, investment funds represented more than four-fifths of households' investment flows in Italy, two-fifths in Spain, a quarter in Belgium, nearly a fifth in Germany and Finland;
- **life insurance** contracts made lively progress during the 1995-1999 period. Accounted together with pension funds, these contracts represented on average more than 75% of the British and Swedish financial investments, more than 60% of French and Dutch investments, more than 40% of the German, nearly two-thirds of the Finnish and Portuguese and around 25% of those of the Belgians and Italians. From 1996-1997, unit-linked contracts, with some exceptions, acted as the motor for this development.

In 2000, a break in the choice of households' investments -fall in investment in shares, return to fixed rate investment, etc. - was noticeable in some countries, -notably in Italy, Spain, Portugal, the Netherlands and Finland. However, the United Kingdom, Germany, France, Belgium and Sweden have still, at this date, escaped this reversion and continued previous tendencies.

2. The gaps go from one to five: the Netherlands, Belgium, Portugal and Spain have, during the period studied, high financial investment rates as opposed to Finland, Denmark, Sweden and Austria.

Le patrimoine financier

Une croissance rapide des patrimoines financiers entre 1995 et 1999, mais un sérieux freinage en 2000

La baisse relative des taux de placement financiers (qui restent à des niveaux élevés), n'a pas empêché une forte croissance des patrimoines financiers entre 1995 et 1999 en raison d'effets de valorisation qui ont surtout joué entre 1997 et 1999.

Cette importance des phénomènes de valorisation - conjuguée avec une allocation des flux d'investissement des ménages tendanciellement favorable aux actifs risqués - s'est traduite lors du retournement des cours en 2000 par un net recul de la croissance des patrimoines financiers voire, dans certains cas, par des diminutions du patrimoine financier (Royaume-Uni, Suède).

Malgré des écarts de niveaux de patrimoine financier élevés (de l'ordre de 1 au Portugal, à 4 en Belgique, aux Pays-Bas ou au Royaume-Uni pour l'année 2000), on n'observe pas distinctement de phénomène de convergence entre les pays européens sur la période.

Les passifs s'alourdissent, mais restent très variables d'un pays à l'autre

Résultant de **l'augmentation des taux de recours au crédit** dans presque tous les pays européens, la forte croissance du passif des Européens entre 1995 et 2000 a pratiquement compensé la baisse de leur épargne. Cette croissance du passif varie cependant selon l'indicateur utilisé. Un ratio passif total/patrimoine financier, par exemple aurait plutôt tendance à décroître.

Les **forts écarts entre passifs par tête** se traduisent par un ratio de près de 1 à 6 entre les passifs par tête des plus endettés (les Danois) et de ceux qui le sont le moins (les Italiens). Une comparaison prenant en compte les caractéristiques (type, durée des prêts) de ces passifs conduirait cependant probablement à des différences moindres entre les charges annuelles de remboursement (en pourcentage du revenu disponible) pesant sur les ménages dans les différents pays d'Europe.

Des changements importants de composition des patrimoines financiers

Hormis certains pays - Danemark, Pays-Bas et Royaume-Uni - où les placements en assurance-vie et fonds de pension représentent dès 1995 la moitié du patrimoine financier des ménages, les **modifications de la composition de ce patrimoine financier** sont spectaculaires :

- fort ou très fort **recul de l'intermédia-**

Financial capital

Rapid growth of financial wealth between 1995 and 1999, but a serious slowdown in 2000

The relative fall in financial investment - which remained at high levels - did not prevent strong financial wealth growth between 1995 and 1999 owing to the increased values, particularly between 1997 and 1999.

The importance of the valuation phenomena - combined with an allocation of households' investment flows with a tendency towards risk-bearing assets - at the time of the price turnaround in 2000 was reflected in a net decline in the growth of financial wealth and even, in some cases, in decreases in financial wealth (United Kingdom, Sweden).

Despite important differences in levels of financial wealth - around one for Portugal, to four in Belgium, the Netherlands and the United Kingdom for the year 2000 - no convergence for European countries during the period is distinctly noticeable.

Weight of liabilities increases, but remains very variable from one country to another
*Resulting from the **increase in rates of use of credit** in almost all European countries, the strong growth of Europeans' liabilities between 1995 and 2000 practically offset the lowering of their savings. The growth of liabilities however varies according to the indicator used. The ratio of total liability/financial wealth, for example, would have had a tendency to decrease.*

The strong differences in liabilities per capita are reflected in a ratio of nearly one to six between the liabilities per head of the most indebted - Danes - and those which are the least - those of Italians. A comparison taking into account the characteristics - type, duration of loans - of these debts would however probably lead to lesser differences between the annual charges - in percentage of disposable income - weighing on households in European countries.

Important changes in the composition of financial wealth

*Apart from some countries - Denmark, Netherlands and United Kingdom - where investments in life insurance and pension funds from 1995 already amounted to half households' financial wealth, the **changes in the composition of financial wealth** were spectacular:*

- strong or very strong decline in banking inter

tion bancaire, reflux prononcé des portefeuilles obligataires ;

- les “volumes” et les “prix” jouant ici dans le même sens (faibles placements et peu ou pas de plus-values en capital) ;
- **accroissement substantiel des placements sur supports actions** - pour les actions détenues en direct, les “effets prix” jouent plus que les volumes ;
- **hausse de la part de l'assurance-vie**, à des niveaux encore très divers.

Si ces évolutions sont significatives en Espagne, en Suède et en Belgique, l'Italie reste le pays où elles sont le plus remarquables. Représentant plus de 40 % du patrimoine financier des ménages fin 1995, les dépôts bancaires ne comptaient plus que pour 25 % de ce patrimoine en 2000. Dans le même temps, cette part du patrimoine passait de plus de 25 % à 8 % pour les emprunts d'État et de 17 % à 43 % pour les actions et parts de fonds d'investissement.

Conclusion

On distingue donc nettement les évolutions observées entre 1995 et 1999 de celles de l'année 2000 :

- **Entre 1995 et 1999**, on note une **croissance continue du patrimoine financier des ménages**. En ressources, la hausse du taux de recours au crédit a été moins forte que la baisse du taux d'épargne. En emplois, la stabilité du taux d'investissement physique a été accompagnée d'une **baisse sensible du taux de placements financiers**. La croissance du patrimoine financier s'explique donc largement par un **effet de valorisation** des actifs détenus. Sauf dans les pays où les fonds de pension étaient déjà développés, on a observé sur la période **un nouveau comportement de placement des ménages réorientant leur épargne vers des actifs plus risqués** au détriment d'actifs sans risque.
- **En 2000**, la baisse des marchés a affecté le comportement des ménages dans la moitié des pays sous revue **dans le sens d'un retour à des placements sans risque**. Au total, fin 2000, le rapport du passif des ménages au revenu disponible variait fortement d'un pays à l'autre. La durée de ces passifs étant mal connue, cette comparaison resterait toutefois à préciser.

mediation, pronounced reflux of bond portfolios;

- *“volumes” and “prices” in this case moving in the same direction - low investments and little or no capital gains;*
- **substantial increase in investment in share instruments** - *in the case of directly held shares the “price effects” played a greater role than volumes;*
- **rise in the life insurance share**, *at still very different levels.*

Although these developments are significant in Spain, Sweden and Belgium, Italy remains the country where they were the most remarkable. Representing more than 40% of households' financial wealth at the end of 1995, bank deposits only accounted for 25% of it in 2000. At the same time, the share declined from more than 25% to 8% for State loans and rose from 17% to 43% for shares and units in investment funds.

Conclusion

A distinction can therefore clearly be made between the developments observed from 1995 to 1999 and those for the year 2000:

- **Between 1995 and 1999, a continuous growth of households' financial wealth is noticeable.** *In resources, the rise of the rate of use of credit was less strong than the fall in the saving rate. In uses, stability in the physical investment rate was accompanied by a **noticeable decrease in the financial investment rate**. The growth of financial wealth can largely be explained by the **increase in value of assets held**. Except in countries where pension funds were already developed, noticeable over the period is **a new behaviour in household investments, directing their savings towards more risk-bearing assets** to the detriment of assets without risk.*
- **In 2000, in half the countries under review the fall in markets caused households to move in the direction of a return to investment without risk.** *On the whole, at the end of 2000, the ratio of households' liabilities to disposable income varied strongly from one country to another. The duration of these liabilities being little-known, this comparison however remains to be made.*

Europe : adoption de deux directives modifiant la directive OPCVM de 1985

Éric Pagniez, Directeur Général Adjoint, AFG-ASFFI
Bénédicte Vincent, Directeur des Affaires Internationales, AFG-ASFFI

Europe: adoption of two directives amending the 1985 UCITS directive

Eric Pagniez, Deputy Director General, AFG-ASFFI
Bénédicte Vincent, Director of International Affairs AFG-ASFFI (French Asset Management Association)

Il aura fallu près de dix ans de négociation pour modifier la directive OPCVM de 1985. Le chantier s'est achevé par la publication de deux directives au JOCE le 13 février dernier. Ces deux directives constituent l'un des principaux objectifs du plan d'action pour les services financiers. La première élargit l'éventail des actifs dans lesquels les OPCVM peuvent investir. La seconde harmonise les conditions d'exercice et d'activité des sociétés de gestion et simplifie les informations à communiquer aux investisseurs par la mise en place d'un prospectus simplifié unique. La balle est désormais dans le camp des autorités nationales qui bénéficient d'un délai de deux ans pour appliquer ces nouvelles dispositions.

Adoptée en 1985, la directive OPCVM a été la première étape d'une harmonisation du marché de la gestion collective en Europe. La Directive a instauré un régime d'"agrément unique" ; c'est-à-dire qu'une fois qu'un OPCVM est agréé dans un État membre et se conforme aux règles de la Directive (notamment règles de répartition des risques, instruments financiers éligibles, fonds ouverts), il peut commercialiser ses parts dans n'importe quel autre État membre sur la seule base d'une notification sans demander un nouvel agrément dans le pays de commercialisation. Depuis la transposition de la directive européenne, la commercialisation transfrontalière d'OPCVM s'est progressivement développée.

Toutefois, le texte a très vite nécessité des adaptations afin notamment d'élargir le champ des produits pouvant bénéficier du passeport. Par ailleurs, il est apparu nécessaire de clarifier certaines règles qui avaient été interprétées différemment par les États membres entravant ainsi l'exercice du passeport.

Les premières négociations visant à moderniser la directive OPCVM remontent à plus de 10 ans. Après un échec des projets de réforme en 1997, la commission européenne

Nearly ten years of negotiation were necessary to amend the 1985 UCITS directive. The labour was completed by the publication of two directives in the OJEC of 13 February. The two directives represent one of the main objectives of the action plan for financial services. The first broadens the range of assets in which UCITS can invest. The second harmonises the conditions of operation and activity of management companies and simplifies the information to be supplied to investors by introducing a fully harmonised simplified prospectus. The ball is now in the court of national authorities who have been given a two-year time limit for applying the new provisions.

Adopted in 1985, the UCITS directive was the first stage in the harmonisation of the collective investment funds industry in Europe. The directive installed a "single authorisation" regime, i.e. once a UCITS was authorised in a Member State and conformed to the directive rules - notably rules for the spreading of risks, eligible financial instruments, open funds - it could trade its units/shares in any other Member State solely on the basis of a notification without having to apply for a further authorisation in the country where it intended to operate. Since the transposition of the European directive, cross-border marketing of UCITS progressively developed.

However the text very soon needed adaptations in order effectively to broaden the range of products which could benefit from the passport. Also it appeared necessary to clarify some of the rules which had been interpreted differently by Member States, thereby hindering the use of the passport.

The first negotiations aiming to modernise the UCITS directive date back more than ten years. After a failure of draft reform in 1997, the European Commission proposed a new

a proposé une nouvelle approche en 1998 avec deux directives modifiant la directive OPCVM de 1985 :

- La directive aujourd'hui référencée 2001/108 couvre principalement les règles applicables aux OPCVM en matière d'éligibilité et de répartition des risques (directive "produit"). Le texte élargit la gamme des actifs financiers éligibles. À l'avenir, les OPCVM pourront investir non seulement dans des actions cotées et des obligations, mais également dans des dépôts bancaires (fonds de trésorerie), dans des instruments du marché monétaire, dans des produits financiers dérivés (contrats d'option et contrats à terme d'instruments financiers standardisés traités sur les marchés réglementés et instruments dérivés négociés de gré à gré) et dans des parts d'autres organismes de placement collectif. (Cf encadré).
- La directive 2001/107 définit les conditions d'exercice et d'activité des sociétés de gestion ainsi que les obligations d'information vis-à-vis des investisseurs (prospectus simplifié notamment) (Cf encadré).

Après de nombreuses discussions notamment sur l'utilisation des produits dérivés de gré à gré ou encore sur le niveau de fonds propres des sociétés de gestion, ces deux textes ont finalement été adoptés par le Parlement européen en octobre 2001 et par le Conseil en décembre 2001.

Le Parlement européen a néanmoins voté deux amendements :

- **Le premier** est une clause de révision qui prévoit que dans un délai de trois ans (13 février 2005) la commission doit transmettre un rapport au parlement sur la mise en œuvre des nouvelles dispositions et proposer des modifications le cas échéant. Ce rapport portera en particulier sur le fonctionnement du passeport, celui du prospectus simplifié, le champ des activités auxiliaires, le degré de coopération entre autorités de tutelle en matière d'interprétation, l'application des nouvelles exigences en fonds propres, l'opportunité d'élargir le champ des produits coordonnés (fonds institutionnels, fonds immobiliers, fonds maître nourriciers, fonds de placement à risque), les pratiques en matière de délégation, enfin sur les règles d'investissement des OPCVM en matière de produits dérivés notamment. De même, à la demande de la présidence de l'Union européenne, la Commission devra également procéder dans un délai d'un an à une analyse du rôle des dépo-

approach in 1998 with two directives amending the 1985 UCITS directive:

- *The directive n° 2001/108 mainly covers the rules applicable to UCITS on the subject of eligibility and the spreading of risks - "product" directive. The text broadens the range of eligible financial assets. In future, UCITS will be able to invest not only in listed shares and bonds, but also in bank deposits, in money market instruments, derivatives traded on regulated markets and in OTC derivatives- and in units of other collective investment funds (ref. panel).*

- *The directive 2001/107 defines the conditions of operation and activity of management companies and also the obligations for the information of investors - notably the simplified prospectus (ref. panel).*

After numerous discussions particularly on the use of OTC derivatives or furthermore on the level of management companies' own funds, the two texts were finally adopted by the European Parliament in October 2001 and by the Council in December 2001.

The Parliament nonetheless made two amendments:

- **The first** is a revision clause which prescribes that within a three-year time limit - 13 February 2005 - the Commission shall transmit a report to the Parliament on the implementation of the new provisions and, if necessary, propose amendments. The report will deal with the functioning of the passport, the simplified prospectus, the scope for ancillary activities, the degree of cooperation between supervisory authorities on the subject of interpretation, the application of new requirements for own funds, the expediency of enlarging the range of coordinated products - institutional funds, property funds, master feederventure capital funds, practices on the subject of delegation and lastly on UCITS investment rules particularly for derivatives. Similarly at the request of the Presidency of the European Union, the Commission shall also proceed within a year to review the role of depositaries, in order to ascertain whether or not it is necessary to harmonise the status of the UCITS depositary.

sitaires, afin de déterminer s'il est nécessaire ou non d'harmoniser le statut du dépositaire d'OPCVM.

- **Le second** amendement prévoit une clause de grand-père qui autorise les États membres à accorder aux OPCVM existants à la date d'entrée en vigueur de la présente directive un délai de 5 ans pour se conformer aux nouvelles règles (soit jusqu'au 13 février 2007).

- **The second** amendment prescribes a grandfather clause which authorises Member States to grant existing UCITS, at the date of entry into force of the new directive, a five-year time limit to conform to the new rules - i.e. up to 13 February 2007.

Les grandes étapes de la négociation

Major stages of the negotiation

| | |
|-----------------------|---|
| 1985 | Directive OPCVM actuelle (85/611/CEE du 20 déc. 1985) incorporant quelques modifications ultérieures (directives 88/220/CEE du 22 mars 1988 et 95/26/CE du 29 juin 1995) <i>Current UCITS directive (85/611/EEC of 20 December 1985) subsequently incorporating amendments (directives 88/220/EEC of 22 March 1988 and 95/26/EC of 29 June 1995)</i> |
| 1991 | Début des travaux sur la réforme de la Directive OPCVM (UCITS II) <i>Start of work on the reform of the UCITS directive (UCITS II)</i> |
| 1993 | Première proposition de la Commission <i>First Commission proposal</i> |
| 1997 | Échec du projet de réforme et adoption d'une nouvelle approche <i>Failure of draft reform and adoption of a new approach</i> |
| 1998 | La Commission propose deux textes distincts (UCITS III) - COM (98)449 : directive "produits" - COM (98) (451) : directive "sociétés de gestion et information à l'investisseur" <i>Commission proposes two distinct texts (UCITS III)</i> - COM (98) 449: "products" directive - COM (98) 451: "management companies and investor information" directive |
| Depuis 09/1998 | Travaux du Conseil de l'Union Européenne <i>Proceedings in the Council of the European Union</i> |
| Fin 1999 | La présidence finlandaise a présenté plusieurs compromis <i>Finnish presidency presented several compromises</i> |

Développements récents

Recent developments

| | |
|-------------------|--|
| 17.02.2000 | 1 ^{re} lecture du parlement européen <i>First reading by the European Parliament</i> |
| 30.05.2000 | Nouvelles propositions de directive de la commission COM (2000) 329 & 331 <i>New directive proposals from the Commission COM (2000) 329 & 331</i> |
| 17.10.2000 | Accord politique du conseil ECOFIN sur la première partie de la Directive <i>Political agreement in the ECOFIN Council on the first part of the directive</i> |
| 12.03.2001 | Accord politique sur la deuxième partie de la Directive <i>Political agreement on the second part of the directive</i> |
| 23.10.2001 | 2 ^e lecture au parlement européen <i>Second reading by the European Parliament</i> |
| 04.12.2001 | Adoption finale du texte par le conseil ECOFIN <i>Final adoption of the text by the ECOFIN Council</i> |
| 13.02.2002 | Publication de la Directive au Journal Officiel es Communautés européennes <i>Publication of the directive in the Official Journal of the European Communities.</i> |

Quel bilan dresser de la révision de la directive OPCVM ?

Après des années de négociations, le bilan des modifications de la directive reste mitigé. Certes, le nouveau texte élargit la gamme des instruments éligibles permettant ainsi à d'augmenter de manière significative la liste des OPCVM pouvant bénéficier du passeport européen. D'autre part, la mise en place d'un prospectus simplifié totalement harmonisé devrait simplifier la mise en oeuvre du passeport européen. En effet, les nombreuses divergences dans les informations complémentaires demandées par les autorités de tutelle des différents États membres ont souvent représenté des obstacles administratifs majeurs pour les sociétés de gestion. L'acceptation d'un document unique selon un format standardisé devrait représenter un progrès significatif dans ce domaine.

Malgré ces avancées notables, certaines difficultés apparaissent.

Le cadre réglementaire proposé par la directive OPCVM en matière d'utilisation des instruments dérivés, s'il a toutefois évolué favorablement au cours des débats (réticences de la Commission et de certains pays notamment sur les dérivés de gré à gré), est plus rigoureux que le cadre juridique actuellement en vigueur en France ou encore que le cadre actuel de la directive de 1985. La directive OPCVM de 1985 dans sa forme originale avait permis l'utilisation d'instruments dérivés dans le cadre d'une "bonne gestion de portefeuille" sans en préciser les règles qui ont fait l'objet d'interprétations très différentes. La directive modifiée quant à elle, introduit un ratio de contrepartie de 10 % pour les instruments de gré à gré et demande que le sous-jacent des opérations dérivées soit pris en compte dans les ratios émetteurs. Ces nouvelles règles, dont toutefois la justification ne saurait être contestée, pourraient exclure du passeport européen certains produits garantis.

La directive introduit par ailleurs des nouvelles règles de répartition des risques selon lesquelles l'OPCVM ne peut pas investir plus de 20 % de ses actifs dans des émetteurs appartenant au même groupe. Cette règle devrait présenter de nombreuses difficultés d'application compte tenu de la difficulté d'appréhender en temps réel la notion de groupe.

What is the outcome of the revision of the UCITS directive?

After years of negotiation, appraisal of the directive's amendments is leading to mixed feelings. Certainly the new text enlarges the range of eligible instruments thereby significantly increasing the list of UCITS which can receive the European passport. Also the introduction of a simplified, totally harmonised, prospectus will facilitate the use of the European passport. In practice, the large number of divergences in information requirements asked for by supervisory authorities in the Member States often raised major administrative obstacles for management companies. The acceptance of a single document, based on a standardised format, makes significant progress in this field.

Despite considerable advances difficulties have appeared.

The regulatory framework proposed by the UCITS directive on the use of derivatives, although developing favourably during the discussions after reluctance from the Commission and some Member States over the use of OTC derivatives - is stricter than the legal framework currently in force in France or even the provision of the 1985 directive. The 1985 UCITS directive in its original form allowed the use of derivatives in the context of "good portfolio management" without specifying the rules, which were very differently interpreted. The amended directive introduces a 10% counterparty ratio for OTC instruments and requires derivatives' underlying assets to be taken into account in the issuers' ratios. These new rules, the justification for which cannot be opposed, could exclude some guaranteed products from the European passport.

The directive also introduces new rules for risk spreading according to which the UCITS cannot invest more than 20% of its assets with issuers belonging to the same group. This rule may prove very difficult to implement, bearing in mind the difficulty of grasping the group notion in real time.

Enfin, la directive OPCVM définit un nouveau statut de société de gestion à objet élargi, dont l'articulation avec le statut de société de gestion défini dans la Directive sur les Services d'Investissement n'est pas toujours claire notamment en matière de fonds propres, de règles de conduite ou encore de délégation.

Enfin, certains domaines ne sont toujours pas couverts par la directive.

C'est le cas notamment des fonds maîtres et nourriciers qui pourraient représenter des opportunités intéressantes en matière de commercialisation transfrontalière et générer des économies d'échelle importantes.

Le passeport européen de la société de gestion ne permet toujours pas (en vertu de l'article 3 de la directive OPCVM inchangé) à une société de gestion française de créer directement un OPCVM de droit étranger.

Enfin, de nombreuses faiblesses de la directive de 1985 liées à des différences d'interprétation du texte et de difficultés d'application ne pourront être résolues sans une refonte en profondeur du processus réglementaire. La directive OPCVM ne fait malheureusement pas partie du champ d'application du dispositif "Lamfalussy". Ce dernier, qui s'appliquera progressivement à de nombreuses directives portant sur les marchés financiers, prévoit un mécanisme de régulation plus souple et plus flexible. Les grands principes seront définis au niveau des directives et la réglementation secondaire sera établie par des comités spécialisés associant les autorités de tutelle de chaque pays. Ce dispositif devrait permettre de limiter les différences d'interprétation, de suivre la mise en œuvre des textes et d'adapter la réglementation beaucoup plus rapidement aux évolutions du marché. Hélas, la directive OPCVM ne dispose pour faciliter la mise en œuvre de la directive que d'un comité de contact au champ d'action très limité. L'AFG-ASFFI milite fortement pour que ce point puisse être reconsidéré dans la cadre de la clause de révision.

Quelles sont les prochaines étapes ?

Les États membres ont maintenant 18 mois maximum soit jusqu'au 13 août 2003 pour transposer la directive dans leur législation et 24 mois pour que les nouvelles dispositions entrent en application (13 février 2004). D'ici là, l'opposabilité du nouveau texte relèvera des relations bilatérales entre les États membres.

Lastly, the UCITS directive defines a new status for the management company with enlarged scope; the link, however, with the status of the management company defined in the Investment Services Directive is not always clear, in particular on the subject of own funds, rules of conduct and, furthermore, delegation.

Finally some areas are still not covered by the directive. This is particularly the case for master feederfunds which could provide interesting opportunities for cross-border marketing and generate substantial economies of scale.

The management companies' European passport still does not - by virtue of the unchanged Article 3 of the UCITS directive - allow a French management company directly to create from the country in which the management company is based a UCITS under foreign law. A number of the weaknesses in the 1985 directive, connected with differences in text interpretation and application difficulties, cannot be solved without a reform of the regulatory process. Unfortunately the UCITS directive does not fall within the scope of the "Lamfalussy" process. The latter, which will be progressively applied to a number of directives with a bearing on financial markets, prescribes a more manageable and flexible mechanism for regulation. The major principles will be defined at directive level and secondary regulation will be established by specialised committees involving each country's supervisory authorities. The scheme will limit the differences in interpretation, monitor the implementation of texts and adapt regulation much more quickly to changes in the market.

Alas the UCITS directive, to facilitate its implementation, only provides for a contact committee with very limited scope. AFG-ASFFI is making a strong case for this point to be reconsidered within the context of the revision clause.

What are the next steps?

Member States now have eighteen months at the most, up to 13 August 2003, to transpose the directive into their legislation and two years for the new provisions to be applied - 13 February 2004. Between now and then, the possibility of conflict arising from the new text will be subject to bilateral relations between Member States.

Main provisions concerning coordinated UCITS investment possibilities contained in directive 2001/108 - “Products” directive

The directive 2001/108, the so-called “Products directive”, broadens the investment possibilities for coordinated UCITS, opens coordination to new UCITS types, specifies conditions for UCITS intervention on derivative markets and amends the general rules for risk spreading.

Enlargement of UCITS investment possibilities

Up to now, coordinated UCITS have only been allowed to invest in transferable securities and were able, in a secondary capacity, to hold liquidity. From now on, they can also invest:

1. In monetary market instruments, in conditions relating to the issuer's quality and the security's liquidity.

The coordination of French monetary UCITS, making the majority of their investments in negotiable debt instruments (“titres de créance négociables”), can no longer be called into question, as was the case in the past. Also, and this is one of the wishes of French fund managers, some “euro commercial papers” become eligible, among the assets above the 10% “junk” ratio.

2. In bank deposits

Deposits in a credit establishment from now on constitute an authorised investment without limitation, on condition that they are made with the credit establishments, that they have an expiry date lower than twelve months and are repayable on demand.

3. In UCITS

In addition, investment in UCITS securities has been liberalised: the 5% ratio limiting investment in other UCITS has been removed. A 30% ratio is, however, prescribed for maximum investment in non-coordinated UCITS, eligible in conditions relating to an equivalent level of protection in the rule for risk spreading and control.

It is interesting to note that these investment possibilities - transferable securities, money market instruments, UCITS, deposit funds - can be combined without limitation at the manager's discretion.

Coordination of new UCITS categories

As a consequence of the above, two new categories of UCITS can from now on be coordinated: the “UCITS of UCITS” and “deposit funds”, i.e. UCITS whose business is to make the majority of their investment respectively in other UCITS or bank deposits. It follows that particular rules for the division of risks are prescribed for these investments:

- a “coordinated fund of funds” cannot invest more than 20% of assets in the same UCITS - instead of 35% in France
- a “deposit fund” cannot place more than 20% of its assets in the same entity.

There is no need to dwell on the interest for the profession of the coordination of funds of funds.

Lastly, the directive has provided for the coordination of indexed funds, which can invest up to 20% - instead of 5%, general ratio - of their portfolio in securities from the same issuer, even 35% in specific market circumstances.

However, and contrary to French regulation, only UCITS strictly replicating an index can benefit from this advantage, to the detriment of UCITS pursuing a performance objective linked to the index, without going so far as to comply exactly with the index, in order to achieve results. In this case, unfortunately, a considerable number of French indexed UCITS will be denied coordination.

UCITS intervention on derivative markets

Up to now, coordinated UCITS were able to intervene on derivative markets in the context of “good portfolio management”. This somewhat vague condition has been interpreted differently from one country to another; as far as France is concerned, in a fairly broad manner, including for example the use of OTC derivatives, an attitude sometimes contested by other countries.

The new directive, although it also remains vague about objectives, “effective portfolio management”, it nonetheless specifies the means - valuation, control over risks, reporting - and limitations: UCITS can not have commitments on derivative markets for more than the amount of their assets - present French rule - only operations having underlying transferable securities or money market instruments are eligible; the underlying issuer risk is taken into account in the overall calculation of issuers' ratios.

The methods for applying the latter point will have to be specified. Too strict an interpretation of the rule could jeopardise some guaranteed or futures funds' operations.

Recourse to OTC operations is expressly provided for in conditions relating to counterparty quality - as in France - but also, this is new, relating to compliance with a spreading of counterparty risk. The UCITS cannot be at risk on the same entity for more than 10% if it is a credit establishment, for more than 5% for the others.

In this case also, the calculation methods for the ratio will have to be specified, it being understood that the risk represents the amount of the possible debt of the counterparty towards the UCITS, taking into account collaterals and other margin calls. Too strict an interpretation could jeopardise some guaranteed UCITS.

New rule for risk spreading

The basic rule, pertaining to issuer risk, remains - no more than 5% in securities from the same issuer, possibility of raising the ratio to 10% on condition that all securities exceeding 5% do not amount to more than 40% of the UCITS assets. But is strengthened by the effect of:

- the inclusion of the underlying issuer risk for derivatives - see above,
- its calculation, where appropriate, at group level - entities whose accounts are consolidated - and no longer at the level of a sole issuer.

The latter faculty could prove difficult to implement. However, Member States have the possibility to place the limit at 10%, pre-

viously quoted at 20%, for companies of the same group.

Lastly, other provisions specify the possibility of aggregating the different risks on the same entity. Thereby issuer, deposit and counterparty risks in the same entity, cannot in combination exceed 20% of the UCITS assets or 35% for issuers benefiting from a specific regime (ie securities guaranteed by the State).

Directive 2001/107

What are the changes for management companies and in relation to investor information?

Directive 2001/107 is intended to accompany the extension of the scope for UCITS, which can be coordinated, by introducing a European regulatory framework for management companies. In particular the directive prescribes:

- **Broadening of activities which management companies can carry on**, notably **individual management under mandate**, and some secondary activities such as **investment advice** or the **safekeeping and administrations of UCI units handled by the management company**.
- **Provision of a passport for the management company** - its bearing is still limited since the principle, according to which a UCITS shall be domiciled in the same country as the management company, remains. It will therefore still not be possible, for example, to create from France a UCITS under German law.
- Some prudential rules for the management company with in particular **new rules for the calculation of own funds** (*ref. panel*).
- Harmonisation of the rules for **delegation**, in particular prescribing information for the competent authorities and specifications for the quality of delegates. The directive also gives a reminder of some general principles. Delegation must not affect the management company's liability. Delegation must not transform the management company into an empty shell.
- **Rules of professional conduct**, still general at this stage.

The second aspect of directive 2001/107 defines the **rules for investor information**. The text provides for a single commercial document - the **simplified prospectus**; its content is close to that of the French information notice. It will contribute to harmonising marketing practices in Member States. National authorities will not be able to demand any information other than that contained in the simplified prospectus. The document should be used in all Member States without any adaptation other than its translation. In time, the document is likely to replace the French information notice at least for coordinated funds.

In theory the simplified prospectus amounts to an important advance and removes a number of obstacles to cross-border marketing, taking into account the disparity of information at present demanded by supervisory authorities. In practice, however, some concepts to be included in the simplified prospectus will have to be clarified in order to avoid all divergence of interpretation. This is particularly the case for presenting past performance, the UCITS risk profile and information relating to expenses. Lastly, in the directive's implementation, Member States should be watched so that they do not impose additional obligations for marketing and advertising by virtue of the directive's unamended Article 44.1 & 2, which leaves countries where trading takes place, with the possibility of applying their domestic rules.

New rules for ascertaining management companies' own funds

The directive prescribes an initial capital of 125 000 Euros. Then, above 250 million Euros of assets managed, the management company shall produce an additional amount of own funds equivalent to 0.02% of assets exceeding 250 million Euros. These additional own funds have a 10 million Euro ceiling. To make the calculation, the management company shall take into account the UCITS, which it manages, including portfolios, for which it has delegated the management, but excluding portfolios which it manages by delegation.

In any case own funds cannot be lower than the amount prescribed in Annex IV of the ISD - i.e. the present rule of one quarter of general expenses.

The additional own funds can be reduced by 50% under certain conditions when the management company possesses a guarantee given by a credit establishment or an insurance company.

For SICAV which has not appointed a management company - "self-managed" SICAV - the directive prescribes an initial capital of 300 000 Euros. Although the own funds requirement is not appropriate for a SICAV, the directive does not provide the option of recourse to an external guarantee. This difference in treatment between the SICAV having appointed a management company - the latter having to include it in the basis for calculating its own funds - and the "self-managed" SICAV is not, according to us, satisfactory.

Generally, the question of management companies' own funds has raised numerous discussions between Member States. Some countries want them to be raised to levels unacceptable for the profession and which do not seem to us a response suited to management companies' specific risks. Work is now being undertaken by AFG-ASFFI and European Asset Management Associations FEFSI and EAMA - in order to identify the relevant criteria for ascertaining management companies' own funds. The calculation method for own funds will have to be reviewed within three years in the context of the revision clause. In the meantime, the method proposed in the directive will not, according to an impact study, which we have carried out, necessitate further major capitalisation for French management companies.

Davantage d'Europe dans les services financiers : ce qu'on peut en attendre, ce qu'on doit faire

André Babeau, OEE

More Europe in financial services: What one can expect, what must be done

André Babeau, OEE

La table ronde sur les services financiers européens¹ - European Financial Services Round Table (EFR) - a été créée en 2000, à l'instigation de quinze grandes institutions financières européennes comme la Deutsche Bank, Allianz, ING, Unicredito, BNP Paribas et d'autres encore. L'objet de l'EFR est de rassembler de l'information sur le fonctionnement des marchés européens des produits et services financiers. Son président en est actuellement Peter Gyllenhammar (CGNU plc).

Le contexte de l'étude présentée à la presse

L'EFR, localisé à Bruxelles, choisit des thèmes sur lesquels il fait réaliser des travaux par des experts indépendants (centres de recherche, équipes universitaires, sociétés d'études).

C'est ainsi qu'a été élaboré le rapport présenté à la presse au milieu du mois de février dernier et intitulé "**Les avantages d'un marché européen efficace des produits et services financiers**". Ce document devait en particulier alimenter les discussions lors du sommet de Barcelone des 15 et 16 mars 2002.

Les conclusions de ce rapport sont fondées sur dix contributions traitant des différents problèmes abordés : cinq viennent du Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) de Mannheim, trois de l'Université de la Ruhr à Bochum, une de l'Institut für Weltwirtschaft de Kiel (IfW) et une également du Center for European Policy Studies (CEPS) de Bruxelles. La cheville ouvrière de ce rapport a été le Dr Friedrich Heinemann (ZEW, Mannheim).

Ces différentes contributions traitent en particulier du marché européen de l'assurance-vie et non-vie, du marché des produits bancaires, de celui des fonds d'investissement, de celui des crédits aux particuliers et du rôle joué par le courtage en ligne.

Les gains tirés de la diversification internationale des portefeuilles d'actions et d'obligations constituent le thème d'une recherche

The European Financial Services Round Table¹ (EFR) - was created in 2000, at the instigation of fifteen large European financial institutions such as Deutsche Bank, Allianz, ING, Unicredito, BNP Paribas and also several others. The objective of the EFR is to collect information on the functioning of European markets for financial products and services. Its president is currently Peter Gyllenhammar (CGNU plc).

Context of the study presented to the press

*The EFR, taking place in Brussels, chooses themes for work to be carried out by independent experts - research centres, university teams, consultancy companies. An EFR report was presented to the press in the middle of February. It was entitled "**The benefits of a working EU market for financial services**". The document was in particular intended to fuel discussions at the time of the Barcelona Summit on 15 and 16 March 2002.*

The report's conclusions were based on ten contributions dealing with the various problems tackled: five came from Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) of Mannheim, three from the University of the Ruhr at Bochum, one from the Institut für Weltwirtschaft of Kiel (IfW) and also one from the Centre for European Studies (CEPS) of Brussels. The report's kingpin was Dr Friedrich Heinemann (ZEW, Mannheim).

Contributions dealt with the European life and non-life insurance markets, banking products, investment funds, credits for individuals, and the role played by online brokerage. Gains deriving from international diversification of share and bond portfolios provided the theme for a particular research. The role of supervisory authorities was also the subject of a specific study.

1. Le site internet de la Table ronde est www.efsr.org.

1 The website of the Round Table is www.efsr.org.

particulière. Le rôle des différentes autorités de contrôle fait également l'objet d'une réflexion spécifique. Enfin, le degré d'intégration du marché des particuliers en matière de produits et services financiers est mesuré et des évaluations sont proposées en ce qui concerne les divers avantages qui seraient retirés d'une intégration plus poussée.

Principaux résultats obtenus

La mesure du degré d'intégration des différents marchés

En ce qui concerne l'intégration des marchés des produits et services financiers elle paraît, de façon générale, encore assez limitée. Qu'il s'agisse de la banque ou de l'assurance, la vente directe trans-frontière aux particuliers reste marginale. La pénétration se fait par le biais de fusions et acquisitions, beaucoup plus que par celui de créations ex nihilo : les coûts d'entrée sur les marchés paraissent en effet partout élevés. Mais, même en tenant compte du résultat de ces fusions-acquisitions, l'ouverture du marché intérieur des particuliers à des établissements étrangers paraît faible.

En ce qui concerne le marché spécifique des fonds d'investissement, le nombre de fonds "étrangers" enregistrés dans les différents pays semble a priori élevé, mais il s'agit là largement d'une illusion d'optique : beaucoup de ces fonds relèvent en effet du "détour" par Luxembourg ou par Dublin qu'opèrent des établissements nationaux. Le nombre de vrais fonds étrangers offerts dans les différents pays est, en réalité, assez réduit ; seuls quelques marchés importants, comme l'Allemagne et, dans une moindre mesure, la France, sont réellement ouverts à une offre de fonds étrangers. En particulier, certains marchés de petite taille apparaissent comme complètement dominés par l'offre domestique de fonds : c'est que la taille de ces marchés ne permet pas de contrebalancer les coûts d'entrée. En outre, dans un pays comme le Danemark, par exemple, l'imposition particulière des plus-values en capital des fonds étrangers interdit à ces derniers tout accès au marché.

La mesure des gains à attendre d'une plus grande intégration

L'ensemble de choix des produits financiers serait évidemment élargi. Dans certains petits pays, on estime, par exemple, que l'offre de fonds d'investissement pourrait

Lastly, the degree of integration of the financial products and services market for individuals was measured and assessments were proposed relating to the various advantages which will be derived from more intensive integration.

Main results obtained

Measurement of the degree of integration of the various markets

Generally the integration of markets for financial products and services still seems rather limited, direct cross-border sale of banks or insurance companies to individuals remain marginal. Penetration is being made by means of mergers and acquisitions, much more than by making a fresh start: the cost of entry into the markets is high everywhere. Also, even taking into account mergers and acquisitions, the opening of the internal market for individuals to foreign establishments appears weak.

In the case of the specific market for investment funds, the number of "foreign" funds registered in the various countries at first sight seems high, but it is largely an optical illusion: many of these funds reveal a "round-trip" effect through Luxembourg or Dublin of national establishments. The number of true foreign funds offered in the various countries is in reality rather small; only a few large markets, such as Germany, and to a lesser extent, France, are really open to the supply of foreign funds. In particular, some small markets appear completely dominated by the domestic supply of funds: the size of these markets does not counterbalance the entry cost. Moreover in a country, such as Denmark for example, the particular taxation of foreign funds capital gains prevents the latter's access to the market.

Measurement of gains to be expected from greater integration

The choice between a whole range of financial products will obviously be enlarged. In some small countries, it is estimated for example that the supply of investment funds could multiply

être multipliée par un facteur 10 ou même 20. Les coûts supportés par les épargnants pourraient, d'autre part, connaître des baisses substantielles du fait des économies d'échelle. Dans l'industrie de la gestion des fonds, par exemple, si la taille moyenne d'un fonds s'élevait en Europe au niveau de ce qui est observé aux États-Unis, il en résulterait une réduction des coûts de gestion de quelque 5 milliards d'euros par an. Cette économie serait particulièrement bien venue à un moment où les fonds de pension capitalisés vont connaître un nouvel essor, dans le cadre des réformes en cours en matière de protection vieillesse. On sait en effet que les fonds d'investissement jouent un rôle important dans le placement des réserves des fonds de pension.

Ce ne sont pas seulement les investisseurs, mais aussi les emprunteurs qui bénéficieraient d'une plus grande intégration des marchés : en matière d'emprunts, pour les particuliers recourant au crédit hypothécaire, ce qui compte c'est la vitesse de propagation des baisses des taux d'intérêt des marchés. Pour la période 1995-1999, une accélération de cette vitesse de propagation a été simulée ; pour un prêt hypothécaire de 100 000 euros, cette accélération se serait traduite par une économie annuelle d'intérêts de 2 550 euros en Italie, 1690 en Espagne, 1590 au Portugal et 790 en Irlande. En matière de diversification des portefeuilles détenus par les particuliers, les ratios de Sharpe peuvent encore beaucoup s'accroître : il apparaît qu'assez souvent une diversification à la seule échelle de l'Europe est susceptible d'engranger tous les gains d'une diversification internationale.

Des considérations théoriques et empiriques montrent, d'autre part, l'existence d'une relation entre l'intégration financière et la croissance économique. Les travaux menés, en coupe instantanée, sur un large échantillon de pays semblent montrer que l'augmentation d'un écart-type des indicateurs utilisés pour mesurer l'intégration financière pourrait être à l'origine d'un supplément de croissance annuelle du PIB de l'ordre de 0,5 à 0,7 %. Compte tenu du niveau de PIB observé pour l'ensemble de l'Union européenne en 2000, une croissance supplémentaire de 0,5 % correspond à un montant de PIB compris entre 40 et 45 milliards d'euros, ce qui est évidemment tout à fait considérable. Il n'est malheureusement pas possible de traduire précisément en termes d'emplois cette croissance supplémentaire, car, dans ce domaine, un rôle important est joué par

ten or even twenty times.

The costs borne by savers, on the other hand, could lessen substantially owing to economies of scale. In the fund management industry, for example, if the average size of a fund amounted to the level noted in the United States, the result would be a reduction of management costs of some 5 billion Euros per year. This economy would be particularly welcome at a moment when capitalised pension funds are going to make a further surge, in the context of the reforms in progress for the protection of the elderly. Investment funds play an important role in the placing of pension fund reserves.

It is not only the investors, but also the borrowers who would benefit from greater market integration: in the case of loans, for individuals taking out mortgages, what counts is the speed of the spread of lower interest rates in the markets. For the 1995-1999 period, the speeding up of the pace of spread was simulated; for a 100,000 Euro mortgage loan, the acceleration would be reflected by an annual saving of interest of 2,550 Euros in Italy, 1,690 in Spain, 1,590 in Portugal and 790 in Ireland. On the subject of the diversification of portfolios held by individuals, Sharpe ratios could also increase considerably: it appears fairly often that diversification on a European scale alone is capable of generating all the gains of an international diversification. Also both theoretical and practical considerations show the existence of a relation between financial integration and economic growth. The work conducted on a large sample of countries, shows that a one standard-error increase in indicators used to measure financial integration would lead to an addition to the annual GDP rate of around 0.5 to 0.7%. Taking into account the level of GDP noted for the European Union as a whole in 2000, an additional growth of 0.5% corresponds to a GDP amount lying between 40 and 45 billion euros, which is obviously impressive. It is unfortunately not possible to translate this growth accurately into additional employment terms, because in this field an important role is played by particular national labour market characteristics and reforms in progress.

les particularités nationales du marché du travail et les réformes en cours.

Pour clore ce chapitre, les auteurs soulignent que les progrès qui seront effectués dans l'intégration des marchés financiers auront des conséquences bénéfiques en ce qui concerne le statut international de l'Euro. De façon cumulative, l'amélioration de ce statut devrait procurer des gains significatifs : augmentation du seignorage, diminution des coûts de transaction et de la prime de liquidité.

L'identification des principaux obstacles à l'intégration des marchés

Les obstacles linguistiques et culturels ne sont certes pas inexistantes, mais leur réduction ne relève pas de directives ou de recommandations européennes. D'autres obstacles liés à des dispositions nationales devraient en revanche pouvoir faire l'objet de réflexions au niveau européen : ainsi en est-il de la réglementation fiscale, de la protection des consommateurs ou du rôle joué par les différentes autorités de contrôle. La nature des "blocages" dépend des marchés considérés.

En matière d'assurance, le facteur principal est probablement le manque de confiance dans la solidité à long terme d'une institution que l'on ne connaît pas suffisamment. Mais certaines pratiques fiscales discriminatoires et certaines dispositions en matière de protection des consommateurs jouent aussi leur rôle.

La vente de produits financiers sur internet se heurte, quant à elle, à une multitude de difficultés dont on ne mentionnera que quelques unes : nécessité d'adapter la stratégie marketing à chaque pays, spécificités des marchés en termes de protection du consommateur ou de pratiques des autorités de contrôle, coût des règlements transfrontières et, bien évidemment, préférence affichée de catégories importantes de clients pour le "face-à-face".

En matière de crédits, on sait que l'asymétrie de l'information est cruciale ; l'inexistence de fichiers d'endettement correctement renseignés ou l'impossibilité d'y accéder constitue dès lors un sérieux barrage.

En ce qui concerne les fonds d'investissement, la définition restrictive des UCITS limite l'offre, particulièrement en ce qui concerne les fonds monétaires, les fonds de fonds et les fonds indiciels. La lourde procédure d'enregistrement contribue aussi

In closing this chapter, the authors point out that the progress, which will be made in the integration of financial markets, will have beneficial effects on the international status of the euro. In aggregate, the improvement of this status will procure significant gains: increase in scope, decrease in transaction costs and the liquidity premium.

Identification of the main obstacles to markets' integration

Linguistic and cultural obstacles are certainly not inexistent, but their reduction cannot be achieved by European directives or recommendations. Other obstacles connected with national provisions, on the other hand, will have to be the subject of deliberations at European level: this applies to tax regulations, consumer protection and the role played supervisory authorities. The nature of the blockages depends upon the markets under consideration.

On the subject of insurance, the main factor is probably the lack of confidence in the long-term soundness of an institution which is not sufficiently well-known. However some discriminatory tax practices and consumer protection provisions also play their role.

The sale of financial products on internet, in this particular case, encounters a mass of difficulties, only a few of which will be mentioned: need to adapt marketing strategy to country, specific characteristics of markets in terms of consumer protection and supervisory authorities' practices, cost of cross-border settlement and, obviously, some important client categories' preference for face-to-face dealings.

On the subject of credits, the lack of symmetry in information is crucial; the inexistence of correctly completed indebtedness documentation and the impossibility of obtaining it is a serious blockage.

The restrictive definition of UCITS limits the supply of investment funds, particularly relating to monetary funds, funds of funds and indexed funds. Burdensome registration procedure also contributes to the erection of an entry barrier. Some tax provisions and the host

à élever la barrière à l'entrée. Certaines dispositions fiscales et le rôle du pays d'accueil en matière de contrôle de la publicité et de la vente peuvent aussi constituer des obstacles supplémentaires. Enfin, dans un dernier domaine, il est probable que les exigences accompagnant les nouvelles dispositions en matière de produits-retraite créent de nouvelles barrières à l'entrée des marchés (voir le récent exemple de l'Allemagne).

Les domaines dans lesquels des initiatives devraient être prises

L'absence d'intégration des marchés financiers pèse certainement plus lourd pour les pays petits et pauvres que pour les pays importants et plus riches. Mais tous les épargnants de l'Union européenne gagneront cependant à des initiatives dépassant le contenu du "Plan d'action pour les services financiers", adopté en 1999 (donc bien avant le rapport Lamfalussy de 2001) par le Conseil des ministres et par la Commission. On se contentera d'énumérer ici les principaux domaines concernés :

- les pratiques fiscales discriminatoires (elles concernent surtout l'assurance-vie et les fonds d'investissement) ;
- les différences, d'un pays à l'autre, en matière de protection du consommateur (principe du contrôle par le pays hôte pour le commerce sur internet, définition de "l'intérêt général" - general good - nécessité de concevoir un produit-retraite harmonisé pour cet important segment du marché) ;
- FIN-NET (réseau d'ombudsmen européens mis en place pour régler à l'amiable certains différends transfrontières entre les institutions financières et leurs clients) doit être mieux connu, surtout par les cadres des banques et sociétés d'assurance, mais aussi par la presse financière ;
- en ce qui concerne le rôle des différentes autorités de contrôle, à court terme, l'accent pourrait être mis sur une certaine harmonisation des exigences et des pratiques ; à moyen terme, pourrait être offert aux sociétés multi-nationales la possibilité d'opter pour un contrôle au niveau européen ; à plus long terme, surtout si, après élargissement, la coopération entre 25 ou 30 autorités de contrôle devient particulièrement difficile, la question de la création d'une autorité de contrôle unique ne pourra manquer d'être posée.

countries' supervision of advertising and sales can also constitute additional obstacles.

Finally, in a last area, it is probable that the requirements accompanying new provisions for pension products are creating new barriers to market entry (see the recent example of Germany).

Areas in which initiatives will have to be taken

The absence of financial markets' integration certainly weighs more heavily on small and poor countries than on more important and rich countries. However all European Union savers will gain from initiatives going beyond the contents of the "Action Plan for Financial Services", adopted in 1999 -well before the 2001 Lamfalussy report- by the Council of Ministers and the Commission.

Here only the main areas concerned will be listed:

- *discriminatory tax practices - above all they concern life insurance and investment funds;*
- *differences, from one country to another, in consumer protection -principle of control by the host country for internet trading, definition of "general good", need to design a harmonised pension product for this important market segment;*
- *FIN-NET -European ombudsman network introduced to settle some cross-border disputes between financial institutions and their customers by mutual consent- must be better-known, by bank and insurance company staff and also by the financial press;*
- *concerning the role of the various supervisory authorities, in the short-term, the accent will have to be placed on a degree of harmonisation of requirements and practices. In the medium-term, multinational companies will have to be given the possibility of opting for supervision at European level, in the longer term above all if, after enlargement, cooperation between 25 or 30 supervisory authorities becomes particularly difficult, the question of creating a single supervisory authority cannot fail to arise.*

Un institut de recherche harmonise les statistiques de crédit en Europe

Amparo San Jose, ECRI
Laurent Grillet-Aubert, OEE

A Research Institute harmonises European credit Data in Europe

Amparo San Jose, ECRI
Laurent Grillet-Aubert, OEE

L'Institut de Recherche Européen sur le Crédit (ECRI)

L'Institut de Recherche Européen sur le Crédit (European Credit Research Institute) est une association internationale sans but lucratif établie en mars 1999 en coopération avec le Centre for European Policy Studies. Son objectif est de promouvoir l'étude des différents aspects du crédit à la consommation en Europe. Il est dirigé par un comité exécutif dont les membres représentent de grandes institutions de crédit à la consommation. Un comité scientifique est chargé de veiller à la qualité des travaux. Les activités incluent la constitution de bases de données sur le crédit à la consommation, la publication d'études et l'organisation des séminaires. Les activités de l'ECRI apparaissent ainsi complémentaires de celles de l'OEE, puisque, comme l'a à maintes reprises souligné l'OEE, le crédit à la consommation demeure mal connu en Europe.

Premier rapport de l'ECRI sur le "Crédit à la Consommation en Europe"¹

Des statistiques de crédit à la consommation harmonisées n'étant pas collectées de façon systématique au niveau international, le premier rapport de l'ECRI "Crédit à la consommation dans l'Union européenne" apparaît comme une première étape très utile.

La base de données de l'ECRI contient des statistiques relatives à onze pays de l'Union européenne, au Japon et aux États-Unis.² Des efforts sont entrepris pour couvrir l'ensemble des pays de l'Union européenne.

La première partie de l'étude présente une synthèse très intéressante des difficultés méthodologiques rencontrées. Parmi celles-ci, on peut citer :

- l'absence d'harmonisation de données nationales ;

ECRI, the European Credit Research Institute

Created in March 1999, the European Credit Research Institute is a non-profit organisation carrying out research on consumer credit in Europe. It was started in cooperation with the Centre for European Policy Studies (CEPS) and is managed by an Executive Committee consisting of representatives from major consumer credit companies. A Scientific Committee ensures compliance with academic standards. Its activities include the constitution of databases on consumer credit, the publication of studies and the organisation of seminars. ECRI thus appears as very complementary to the OEE's own activities, since -as pointed out in several instances by the OEE- consumer credit in the EU remains badly known.

ECRI's first research report on "Consumer Credit in Europe"¹

As harmonised consumer credit data is not systematically collected at international level, ECRI's first research report on "Consumer Credit in the European Union" appears as a valuable first step.

ECRI's statistical database comprises eleven EU countries² as well as Japan and the United States. Efforts are being made to cover all EU countries.

The research starts, indeed, with a valuable overview of methodological difficulties encountered, among which we note:

- *the absence of national data harmonisation;*

1. Préparé par Nuria Diez Guardia, le rapport a été publié en février 2000.

2. Belgique, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède et Royaume-Uni.

1 Prepared by Nuria Diez Guardia, the report was released in February 2000.

2 Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Italy, the Netherlands, Portugal, Spain, Sweden and the U.-K.

- l'absence fréquente des "statistiques brutes de prêt" ;
- les définitions multiples du secteur des ménages (certains y incluent les entreprises individuelles et/ou les institutions sans but lucratif au service des ménages alors que d'autres ne les incluent pas. Lorsqu'ils les incluent, la décomposition n'est pas toujours disponible) ;
- des discontinuités fréquentes dans les statistiques (par exemple, en mars 1993 au Royaume-Uni ou encore en 1994 en Belgique).

La deuxième partie du rapport analyse en détail le comportement de crédit à la consommation dans l'Union européenne (évolution dans le temps, poids dans la consommation, poids dans l'endettement total, importance selon le circuit de distribution et la catégorie).

Ses principaux résultats :

- grâce au développement de l'offre, on observe à la fois dans l'Union européenne et aux États-Unis, une tendance globale à la hausse des encours de crédit à la consommation depuis les années quatre-vingt ;
- en pourcentages du revenu disponible, le poids du crédit aux ménages est plus important aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, que dans les autres pays ;
- la croissance des crédits à la consommation est plus faible dans les pays d'Europe continentale.

De façon générale, il "apparaît qu'après plus d'une décennie de régulation, le marché unique du crédit à la consommation est loin d'être réalisé" et il demeure très difficile "d'identifier un modèle européen". En effet, on observe encore de grandes différences entre les pays de l'Union européenne dans le financement de la consommation par le crédit. Le crédit à la consommation est très répandu en Suède et au Royaume-Uni alors qu'il est plus limité en Grèce et en Italie. Les pays comme l'Espagne et la France se trouvent dans une situation intermédiaire.

La troisième partie présente les questions liées à la régulation du crédit à la consommation. Des annexes statistiques très détaillées permettent d'affiner l'analyse à la fois au niveau national et au niveau agrégé même si l'on peut regretter des délais dans la production des données (les statistiques les plus récentes concernent souvent l'année 1997).

- *the frequent lack of "gross lending statistics"*
- *the varying definitions of the household sector (some include individual enterprises and/or non-profit organisations while others do not. When they do, a breakdown is not always available);*
- *frequent discontinuities in time series (for example in March 1993 in the UK, or in 1994 in Belgium).*

A *second part of this report analyses consumer credit behaviour in the EU in detail (over time, as a share of consumption, as share of total indebtedness, by origin of distribution, by category).*

Its major findings:

- *a global, rising trend of outstanding levels (nominal) since the 1980s can be observed both in the EU and in the United-States due to a development of the supply side;*
- *a higher weight of household credit in the United States, the United Kingdom and Germany;*
- *a slower growth of consumer credit in continental European countries.*

More generally speaking, it appears that "after more than a decade of regulation, a single consumer credit market is far from being accomplished" and that it remains subsequently difficult "to identify a European model". Indeed, large differences can be observed across EU countries in the use of credit to finance consumption. Consumer credit is very extended in Sweden and the UK whereas more limited in Greece and Italy. At the middle of the ranking are countries such as Spain or France.

A third part reviews consumer credit regulation issues. The very interesting and detailed statistical annexes provide statistical insights at both national and aggregate levels with a restriction due to the delays in data production (most recent data are for 1997).

Poursuivre la recherche sur le crédit

Portant sur les "taux de crédit à la consommation dans la zone euro", un second rapport de l'ECRI sur le crédit à la consommation a été publié en janvier 2002. Il présente une analyse économétrique de l'intégration des marchés de détail dans la zone euro et conclut que le marché bancaire de détail était très peu intégré avant le 1er janvier 1999, mais que depuis cette date, des signes de changement structurel sont apparus. On identifie une tendance très nette à l'intégration du marché du crédit aux sociétés alors que les marchés du prêt à la consommation restent très fragmentés. "On n'a pas noté d'importants arbitrages transfrontaliers qui auraient pu produire les signes statistiques d'un marché bancaire de détail uniforme, mais un lissage et des mouvements semblables de taux d'intérêt induits par la politique monétaire commune. L'absence jusqu'alors de preuve d'intégration des marchés du crédit à la consommation est un défi pour la politique de concurrence actuelle visant à créer un marché uniforme de crédit à la consommation dans la zone euro".

Programme de travail de l'ECRI

Le programme de travail de l'ECRI pour l'année 2001 comprenait une recherche sur le commerce électronique dans les services financiers, publiée en octobre 2001. Trois autres études, sur "Législation et pratique dans les pays candidats", "Protection des données dans les marchés financiers", "Les bureaux de crédit en Europe" seront bientôt publiées. Cette dernière présentera une synthèse des différents dispositifs nationaux centralisant l'information sur le crédit et explorera les liens avec le surendettement. Un autre projet de recherche sera consacré à l'impact de la réglementation sur la protection des données sur les marchés du crédit en Europe et aux États-Unis.

L'institut organisera une conférence sur le surendettement dans une perspective européenne qui impliquera des acteurs sociaux ainsi que des représentants des autorités publiques et de l'industrie.

Les rapports de recherche de l'ECRI sont disponibles gratuitement au format pdf sur son site web: <http://www.ecri.be>.

Further research on credit

Focusing on "Consumer Credit Rates in the Eurozone", ECRI's second report on consumer credit published in January 2002 presents an econometric analysis on the integration of retail finance in the euro area. It concludes to a "very limited evidence of an integrated retail banking market prior to 1 January 1999" but identifies "signs of structural changes" since then. There is a clearer trend on the corporate lending market, whereas consumer lending markets remain more fragmented. Though "the extent of cross-border retail banking is still very limited", (...) "It is not so much cross-border arbitrage that has so far produced the "statistical signs" of an uniform retail banking market, but a smooth and uniform pass-through of interest rate changes induced by the single monetary policy. The lack of evidence of integration in consumer credit so far therefore also points to the relevance of competition policy for creating a uniform consumer credit market in the eurozone."

ECRI's work programme

ECRI's 2001 work programme also included a research on e-commerce in financial services ("Regulating E-Commerce In Financial Services"), published in October 2001. Reports will be shortly published on "Legislation and Practice in Candidate Countries "as well as on" Data Protection in Financial Markets". In addition, an in depth study of "Credit Bureaux in Europe" will present an overview of the various national arrangements centralising information on credit and explore the linkages with overindebtedness. Research to be finalised later in the year will concentrate on the impact of data protection regulation in credit markets in the EU and the U.S.

The institute will organise a conference on overindebtedness from a European perspective which will involve social actors, public authorities and industry representatives.

ECRI's reports are available free of charge in Acrobat file format on its website at <http://www.ecri.be>.

Crédit à la consommation, en % du revenu disponible
Household credit, as a percentage of disposable income

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| B | 7.0 | 7.3 | 7.2 | 7.1 | 6.9 | 6.0 | 6.1 | 6.2 | 6.4 | 6.8 |
| D | 17.6 | 17.7 | 16.6 | 16.6 | 6.8 | 16.8 | 16.5 | 16.4 | 16.8 | 17.6 |
| E | 12.0 | 10.8 | 10.0 | 9.5 | 9.9 | 9.5 | 9.5 | 9.4 | 9.6 | 11.4 |
| EL | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 1.8 | 2.2 | 2.7 | 3.5 |
| F | 8.7 | 8.7 | 8.2 | 8.2 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | 8.8 | 10.3 | 11.2 |
| FIN | | | | | 8.1 | 7.4 | 6.5 | 6.1 | 5.7 | 5.7 |
| I | 3.3 | 3.4 | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 3.7 | 4.1 |
| P | | | | | | | | 8.8 | 10.5 | 11.0 |
| NL | | 6.3 | 6.7 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.5 | 7.8 | 8.2 |
| S | 49.2 | 44.7 | 33.8 | 29.3 | 24.3 | 22.2 | 21.7 | 20.0 | 19.9 | 20.4 |
| UK | 15.2 | 14.9 | 15.5 | 13.1 | 12.4 | 12.9 | 14.3 | 14.4 | 16.5 | 18.6 |
| US | 19.8 | 18.4 | 17.4 | 16.4 | 17.0 | 18.6 | 20.3 | 20.8 | 20.7 | 20.6 |
| JP | 10.7 | 14.1 | 13.5 | 12.7 | 12.2 | 12.0 | 12.2 | 12.2 | 11.9 | 11.9 |

Source: ECRI, les données plus récentes sont disponibles sur demande.
 Source: ECRI, more recent data available on request

Agenda

| | |
|-------------------|---|
| Apr. 15 | “Private Equity Deal Flow-Finding Opportunities in a Downturn” IBC, www.ibcglobal.com |
| Apr. 25-26 | “FIBV Market Surveillance Workshop” Warsaw, www.fibv.com |
| May 15-17 | “Trans-Atlantic Public Economics Seminar” IFS and NBER, London, www.ifs.org.uk/conferences |
| May 22 | “IOSCO Annual Meeting” www.iosco.org |
| May 24 | “FESE Annual Meeting” Brussels, www.fese.be |
| May 30-31 | “Sixth European Financial Markets Convention (award of FESE Joseph de la Vega Prize)” Brussels, www.fese.be |
| Jun. 2-5 | “International Options Markets Association/International Options Clearing Association Annual Conference” Montreal; , www.fibv.com |
| Jun. 6-8 | “European Business Summit “Entrepreneurship and sustainable development in an enlarged Europe?” Brussels, www.ebsummit.org |
| Jun 20-21 | “FOW’s 12th European Derivatives Exhibition” London, www.fow.com |
| Jun. 24-26 | “Association Française de Finance, 19th Annual Meeting” Strasbourg, www.affi.asso.fr |
| Jun. 25-26 | “Private Banking & Wealth Management Conference” Paris, www.efma.org |
| Sep. 19-20 | “EIR Annual Conference” London, London School of Economics-Financial market group, www.theeir.com |
| Sep. 19-20 | “Mortgage Credit Conference” Brussels, www.efma.org |
| Oct. 4-5 | “9th Annual Meeting, German Finance Association” www.affi.asso.fr |
| Nov. 07-08 | “European Pension Schemes summit” Lisbonne, IMN, www.imn.org |
| Dec 8-11 | “IMN’s Superbowl of Indexing” Phoenix, USA, www.stoxx.com |

• **Séminaire à la Banque Centrale Européenne**

À l'occasion d'un séminaire organisé par la Banque Centrale Européenne en novembre 2001, Albert Teplin, de la Division de la Recherche et des Statistiques du Board de la Federal Reserve et en charge des statistiques des Flows of Funds a présenté différents indicateurs d'endettement des ménages calculés par la Banque Centrale américaine sur la base, notamment, des statistiques des comptes financiers (Flows of Funds). Il a souligné à cette occasion le rôle qui leur est accordé dans la conduite de la politique monétaire. Le "debt service burden" tient compte de l'échéancier de remboursement du principal et de paiements d'intérêts relatifs aux emprunts contractés¹. Sous l'effet de facteurs concomitants tels que l'allongement de la durée du crédit ou l'importance des renégociations lors des baisses de taux d'intérêt, les autorités monétaires sont récemment arrivées à la conclusion que l'endettement des ménages avait augmenté de façon cyclique pour s'approcher aujourd'hui de son pic. L'appareil statistique américain constitue ainsi un cadre d'analyse de l'endettement des ménages qui fait encore pour l'essentiel défaut à l'échelle de l'Europe (voir également notre article sur le European Credit Research Institute en page 22).

• **PPESV : un impact sensible sur les volumes d'épargne drainés en Europe**

Un rapport publié en décembre 2001 par UBS Warburg présente les principales conséquences anticipées de l'introduction du Plan Partenarial d'Épargne Volontaire (PPESV) français. Nous retenons ici que :

- la masse des capitaux concernés devrait être considérable, puisqu'elle pourrait à terme représenter quelques 200 milliards d'euros, dont la moitié gonflerait la capitalisation boursière française (jusqu'à 10 milliards par an) ;
- le PPSEV est également présenté par comparaison avec les systèmes de retraite britannique, allemand et américain (ses caractéristiques sont pratiquement identiques à celles des plans 401 k aux États-Unis, hormis qu'il ne propose pas de sortie en rente).

• **Seminar at the European Central Bank**

At a seminar organised by the European Central Bank in November 2001, Albert Teplin of the Division of Research and Statistics of the Board of the Federal Reserve and in charge of the Flows of Funds presented various indicators of household debt calculated in the United States based, in particular, on financial accounts data (Flows of Funds). He pointed out on this occasion the importance of their role in conducting monetary policy. The "debt service burden" indicator, in particular, is a measure combining various statistical sources taking scheduled principal and interest payments¹ into account. Against this background, and as a result of various factors playing in the same direction such as the increase of credit duration or the importance of renegotiations when interest rates decrease, monetary authorities have recently come to the conclusion that household debt had recorded a cyclical increase to come close of its peak. American statistics thus build up an analysis framework of household indebtedness that still, for most of it, at a European scale (see also our article on the European Credit Research Institute on page 22).

• **French PPESV company saving scheme: a significant impact on the volume of savings in Europe**

A report published in December 2001 by UBS Warburg presents the main consequences anticipated from the introduction of the French PPESV company saving scheme (Plan Partenarial d'Épargne Volontaire). We note that:

- *The mass of funds concerned should be considerable, as it would in the end represent some 200 billion euros, of which half would add-up to Paris' market capitalisation (up to 10 billions a year) ;*
- *PPSEV is also compared to British, German and American pension schemes (its characteristics are practically identical to that of 401k plans in the U.S excepted that it does not yield a pension).*

1. "The near-term burden of household debt is typically measured as scheduled principal and interest payments as a proportion of disposable personal income."- "The U.S. Flow of Funds Accounts and their Uses"; Federal Reserve Bulletin; July 2001, p 436.

1. "The near-term burden of household debt is typically measured as scheduled principal and interest payments as a proportion of disposable personal income."- "The U.S. Flow of Funds Accounts and their Uses"; Federal Reserve Bulletin; July 2001, p 436.

Brèves

• Les OPA en Europe

Nous signalons la publication, en décembre dernier, d'un ouvrage de Viviane de Beaufort² sur "Les OPA en Europe" (Economica) : "Auparavant, il était d'usage de localiser les holdings aux Pays-Bas pour des questions d'optimisation fiscale, car les Pays-Bas ont un régime de groupe intéressant. Désormais, un deuxième aspect est également exploité par les entreprises : la possibilité de limiter les prises de contrôle". Une conférence de l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts a été consacrée au lancement de cet ouvrage le 13 décembre 2001.

Ajoutons ici qu'une intéressante comparaison des cadres réglementaires des OPA en Europe et aux États-Unis a été fournie par le Professeur Guido Rossi lors d'un séminaire du Deutsches AktienInstitut le 19 février dernier à Bruxelles. La présentation de M. Guido Rossi est téléchargeable sur le site du Deutsches AktienInstitut. (<http://www.dai.de/>)

• Institutionnalisation de l'épargne en Europe

Le numéro de janvier 2002 de la revue semestrielle "Épargne et Financement" de CDC IXIS propose une étude de F. Pansard et A. Boubel sur l'institutionnalisation de l'épargne dans les principaux pays européens (l'Allemagne, la France, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni). La première partie de l'étude met en évidence le fait que la part de l'épargne des ménages gérée par les investisseurs institutionnels a augmenté de façon continue au cours de la dernière décennie, cette part croissant davantage dans certains pays, comme l'Italie, en raison du retard accumulé. La seconde partie de l'étude évalue les conséquences de cette institutionnalisation de l'épargne et révèle en particulier qu'elle a permis une réallocation massive des actifs financiers des ménages en faveur des actions. Les projections à l'horizon 2006 en dernière partie permettent d'anticiper une poursuite des tendances actuelles – au moins dans les pays d'Europe où les fonds de pension n'ont pas encore atteint leur phase de maturité.

• Takeovers in Europe

A book by Viviane de Beaufort² on takeovers in Europe ("Les OPA en Europe", Economica) was published in december, 2001: "Previously, it was usual to locate holdings in the Netherlands for reasons of tax optimisation, as the Netherlands have an attractive regime holdings. From now on, a second aspect is also used by companies: the possibility to reduce takeover risks".

Let us add that an interesting comparison of takeover regulation in Europe and in the United States was provided by Professor Guido Rossi at a seminar of the Deutsches AktienInstitut in Brussels on February 19th. Mr Guido Rossi's paper may be downloaded from the Deutsches AktienInstitut's website (<http://www.dai.de/>).

• Institutionalisation of Savings in Europe

The January 2002 number of the six-monthly review "Épargne et Financement" (Saving and Financing) of CDC IXIS contains a study by F. Pansard and A. Boubel on the institutionalisation of savings in the main European countries - Germany, France, Spain, Italy, the Netherlands and the United Kingdom. The first section of the study shows that the part of households' savings managed by institutional investors has continuously increased during the last decade, growing to a greater extent in some countries, such as Italy, owing to an accumulated delay. The second part of the study assesses the consequences of savings' institutionalisation; in particular it reveals that it has led to a massive reallocation of households' financial assets in favour of shares. Projections up to 2006 in the last part anticipate a continuation of present tendencies - at least in the countries of Europe where pension funds have still not reached maturity.

2. Docteur en droit, V. de Beaufort est professeur à l'ESSEC.

2. Doctor in Law, V. de Beaufort is Professor at ESSEC.

Brèves

• Nouveaux itinéraires de l'épargne

Le 28 novembre 2001, la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne a publié les résultats d'un projet de recherche sur "Les nouveaux itinéraires de l'épargne" en France. Cette recherche analysant le comportement des français face à l'épargne reposait sur une enquête menée en septembre 2001 (après le 11 septembre pour l'essentiel) auprès d'un échantillon représentatif de 2000 personnes ainsi que sur une présentation des informations économiques contextuelles permettant de l'interpréter. L'enquête détaille tout d'abord motifs économiques et déterminants psychologiques de l'acte d'épargne (notamment par classes d'âge) et permet de dresser sur cette base des profils-type des épargnants français. Un second volet de l'enquête propose une "macroscopie" de l'épargnant français et livre enfin un panorama détaillé des 22 régions françaises.

• New Channels for Savings

On 28 November 2001, the Caisse Nationale des Caisses d'Épargne (Central Bank of Savings Banks) published the result of a research project on "New channels for savings" (Les nouveaux itinéraires de l'épargne) in France. The research, analysing the behaviour of French savers, was based on a survey carried out in September 2001 - largely after 11 September - among a representative sample of 2,000 people. It also commented in context on the economic data. The survey first of all detailed the economic motivation and psychological impulses underlying the savings act - notably by age brackets - and on this basis drew the typical profiles of French savers. A second aspect of the survey gave a "macroscopic" view of the French saver and, lastly, delivered a detailed overview of the 22 French regions.

Publications

• Épargne et investissement en Europe

L'Observatoire de l'Épargne Européenne a coordonné la publication d'un numéro spécial de la Revue d'Économie Financière (REF) sur "L'Épargne et l'investissement en Europe." Au terme de deux ans d'existence, l'OEE y a fait la synthèse des principaux programmes de recherche conduits à ce jour. Souvent le fait d'équipes de recherche universitaires européennes travaillant pour le compte de l'OEE, nombre de contributions ont cependant aussi été livrées par des auteurs appartenant aux organismes qui, dès l'origine, ont soutenu l'OEE. Nous tenons à leur exprimer ici notre gratitude.

Ci-après, nous reproduisons le sommaire de ce quatrième numéro de la REF de l'année 2001. Ajoutons enfin, qu'une traduction intégrale de ce numéro en anglais sera disponible dès le mois de mai prochain.

• Savings and Investment in Europe

The European Savings Institute has coordinated the publication of an edition of the Revue d'Économie Financière (REF) -Financial and Economic Review- on "Savings and Investment in Europe". After two years of existence, the OEE has made a summary of the main research projects conducted up to now. Often the work of European university research teams on behalf of the OEE, a number of contributions have, however, also been presented by authors belonging to organisations which, from the start, have supported the OEE. We would like to take this opportunity of expressing our gratitude.

Below we reproduce the table of the contents of the fourth number of the REF for the year 2001. A complete translation of this number into English will be available in May.

Sommaire du numéro “Épargne et investissement en Europe” de la REF

Contents of the “Savings and Investment in Europe” edition of the REF

Introduction au numéro spécial
par André Babeau et Didier Davydoff

Encore de sérieuses zones d'ombre dans nos connaissances
par André Babeau (OEE)

Les grands équilibres économiques de la zone euro
par Fabrice Pansard (CDC IXIS)

Le modèle d'accumulation patrimoniale
par André Babeau (OEE)

Tableaux de financement des ménages en Europe
par Laurent Grillet-Aubert et Auguste Mpacko Priso (OEE)

La composition du patrimoine financier des ménages en Europe et aux États-Unis
par André Babeau et Auguste Mpacko Priso (OEE)

Les portefeuilles des ménages européens : des choix initiaux à l'affectation finale
par Valérie Oheix (Modem - Université de Paris X-Nanterre) et Bruno Séjourné (GEAPE - Université d'Angers et CDC IXIS)

La fiscalité des revenus de l'épargne en Europe : une comparaison multi-produits
par Yannick L'Horty et Thierry Laurent (EPEE- Université d'Evry-Val d'Essonne)

Commentaires sur la fiscalité des revenus de l'épargne en Europe par Pierre Bollon (AFG-ASSFI)

Portrait psychologique de l'investisseur individuel en Europe
par Arianna Arzeni (Crédit Agricole Indosuez Luxembourg), Werner De Bondt (University of Wisconsin-Madison) et Patrick Zurstrassen (Crédit Agricole Indosuez Luxembourg)

Les marchés européens de l'assurance-vie
par Aurélie Boubel (CDC IXIS) et Bruno Séjourné (Université d'Angers et CDC IXIS)

Quelles perspectives pour l'assurance-vie en Europe ?
par Jérôme Cornu (FFSA)

Le profil des détenteurs d'actions en Europe
par Luigi Guiso (University of Sassari, Ente Luigi Einaudi, and CEPR), Michael Haliassos (University of Cyprus, HERMES, and IMOP) et Tullio Jappelli (CSEF, University of Salerno, and CEPR)

Le marché des fonds d'investissement en Europe : une décennie aux évolutions contrastées
par Alain Leclair et Carlos Pardo (AFG-ASSFI)

Les fonds d'investissement spécialisés en Europe
par Didier Davydoff (OEE)

L'évaluation des fonds propres des sociétés non cotées en Europe
par Michel Dietsch et Laurent Weill (LARGE, Université Robert Schumann - Strasbourg)

L'évaluation du patrimoine national en actions non cotées : les efforts d'harmonisation européenne et l'état de la réflexion en France
par Mireille Bardos (Banque de France), Marc Chazelas (Banque de France), René Isnard (Commissariat Général du Plan)

Introduction,
by André Babeau and Didier Davydoff

Still a Number of grey zones in our knowledge,
by André Babeau (OEE)

Macroeconomic and Financial Balances in the Euro Zone,
by Fabrice Pansard (CDC IXIS)

The wealth accumulation model,
by André Babeau (OEE)

European households' financing tables,
by Laurent Grillet-Aubert and Auguste Mpacko Priso (OEE)

Breakdown of households' financial wealth in Europe and the United States,
by André Babeau and Auguste Mpacko Priso (OEE)

European households' portfolios: From initial choice to final allocation,
by Valérie Oheix (Modem - Paris University X-Nanterre) and Bruno Séjourné (GEAPE - Angers University and CDC IXIS)

Taxation of savings in Europe,
by Yannick L'Horty and Thierry Laurent (EPEE - Université of Evry-Val d'Essonne)

Briel Comments on the article “Taxation of savings in Europe”,
Pierre Bollon (AFG-ASSFI)

A psychological portrait of the individual investor in Europe,
by Arianna Arzeni (Crédit Agricole Indosuez Luxembourg), Werner De Bondt (University of Wisconsin-Madison) and Patrick Zurstrassen (Crédit Agricole Indosuez Luxembourg)

European life insurance markets,
Aurelie Boubel (CDC IXIS) and Bruno Séjourné (Angers University and CDC IXIS)

Development of Life Insurance in Europe,
by Jérôme Cornu (FFSA)

The profile of European stockholders,
Luigi Guiso (University of Sassari, Ente Luigi Einaudi, and CEPR), Michael Haliassos (University of Cyprus, HERMES, and IMOP) and Tullio Jappelli (CSEF, University of Salerno, and CEPR)

The Growing Role of Investment Funds in the financing of European Economies,
by Alain Leclair and Carlos Pardo (AFG-ASSFI)

Specialised investment funds in Europe,
by Didier Davydoff (OEE)

The assessment of equity of non-listed companies,
by Michel Dietsch and Laurent Weill (LARGE, Robert Schumann University - Strasbourg)

Valuation of National assets in Unquoted shares: European harmonization efforts and the current situation in France,
by Mireille Bardos (Banque de France), Marc Chazelas (Banque de France), René Isnard (Commissariat Général du Plan).

• Les effets de richesse

Les importantes variations des cours des actions survenues au cours de la dernière décennie ont réactualisé la question des liens entre le patrimoine des ménages et leur consommation. Plus spécifiquement, on s'est beaucoup interrogé sur le rôle joué par les différentes classes d'actifs dans la construction de cette relation. Dans ce contexte, les résultats d'une étude de l'Université de Berkeley réalisée par E. Case, J. Quigley et R. Shiller¹, dont le but est de tester le rôle des actifs immobiliers dans la relation patrimoine - consommation des ménages dans 14 pays (dont la plupart sont européens) et dans 51 États des États-Unis, sont très frappants. Leur conclusion est que les effets du patrimoine immobilier sur la consommation des ménages dominent très largement ceux de leur patrimoine boursier.

Dans une première partie, théorique, les auteurs passent en revue la littérature - non probante - concernant les raisons pour lesquelles les actifs détenus par les ménages peuvent avoir un impact sur leur consommation et identifient un certain nombre de motifs institutionnels (impôts), intertemporels (cycle de vie), de précaution (incertitude) ou psychologiques ("les individus sont capables de placer différents types de patrimoine dans "les mental accounts" différents). Selon les auteurs, la recherche faite sur ce sujet dans le passé reposait surtout sur les estimations de la valeur des logements des propriétaires, estimations qui augmentaient de façon importante la variabilité des résultats et par suite réduisaient leur possible interprétation.

Une section 2, davantage intéressante, passe en revue les aspects méthodologiques de la recherche. Deux panels de données ont été utilisés : un panel de données trimestrielles construit pour les États américains de 1982 à 1999 et un panel de données annuelles couvrant 14 pays (dont 12 pays européens²) sur la période 1975-1999.

• Wealth Effects

Dramatic changes in stock prices over the last decade have led to renewed interrogation on the link between household wealth and household consumption. More specifically, questions have been raised on the role played by the various asset classes building up household wealth in this relation. In this context, a working paper of the Berkeley University by E. Case, J. Quigley and R. Shiller¹ is striking, as its tests of the role of housing assets in this relation for 14 (mostly European) countries as well as in each of the 51 states of the United States concludes that housing wealth effects on consumption dominate by far stock market wealth effects.

A first, theoretical part reviews -unconclusive- literature on the reasons why the nature of assets held by households may impact on their consumption and identifies a number of motives -institutional (taxes), intertemporal (life cycle), precautionary (uncertainty) or psychological (people may segregate different kinds of wealth into separate "mental accounts"). According to the authors, research done in the past on the subject mostly relied on owners' estimates of housing values, which strongly increased the variability of results and subsequently reduced their interpretability.

A most interesting second section reviews methodological aspects of the research. Two sets of panel data have been used: a panel of quarterly data constructed for U.S. states from 1982 through 1999 and an annual data set from 1975 to 1999 covering 14 countries (among which 12 European²).

1. "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", Octobre 2001

2. Les pays étudiés sont: la Belgique (1978-1996), le Canada (1978-1993), le Danemark (1978-1996), la Finlande (1978-1996), la France (1982-1996), l'Allemagne (1991-1995), l'Irlande (1982-1987, 1994-1995), les Pays-Bas (1978-1996), la Norvège (1980-1996), l'Espagne (1975-1996), la Suède (1975-1996), la Suisse (1991-1996), le Royaume-Uni (1978-1996) et les États-Unis (1975-1997).

1. "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", October 2001

2. The countries include: Belgium (1978-1996), Canada (1978-1993), Denmark (1978-1996), Finland (1978-1996), France (1982-1996), Germany (1991-1995), Ireland (1982-1987, 1994-1995), the Netherlands (1978-1996), Norway (1980-1996), Spain (1975-1996), Sweden (1975-1996), Switzerland (1991-1996), the United Kingdom (1978-1996), and the United States (1975-1997).

Publications

1. Le panel américain de données trimestrielles est basé sur :

- les estimations annuelles du patrimoine financier agrégé à partir des Flows of Funds (FOF) (somme des actions des sociétés détenues par le secteur des ménages, les réserves des fonds de pension et les fonds mutuels) ;
- la détention des fonds mutuels par État fournie par l'Institut d'investissement privé (ICI) pour les années 1986, 1987, 1989, 1991 et 1993. La distribution géographique se base sur la corrélation entre la détention des fonds mutuels et d'autres actifs financiers ;
- la détention directe d'actions et des fonds de réserve a été distribué selon le même modèle que les fonds mutuels ;
- les estimations du patrimoine à partir de l'application des "prix de vente répétés" sur les valeurs de base reportées dans le recensement de 1990 (1990 Census of Population and Housing). La valeur agrégée des logements occupés par leur propriétaire a été estimée par :

$$V_{it} I_{it} N_{it} R_{it} = V_{io}$$

où

V_{it} = la valeur agrégée du logement occupé par son propriétaire dans l'État i au cours du trimestre t ,

R_{it} = le pourcentage de la population propriétaire dans l'État i au cours du trimestre t (1990 Census of population and Housing),

N_{it} = nombre de ménages dans l'État i au cours du trimestre t (Enquête annuelle de la population),

I_{it} = l'indice des prix inchangés pondéré. Les indices des ventes à prix inchangés pondérés (WRS), construits par Case Shiller Weiss Inc. sont disponibles pour 16 États sur la période entière mais l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) publie également trimestriellement les indices des prix répétés. Les données de l'OFHEO sont utilisées lorsque les données WRS ne sont pas disponibles.

V_{io} = le prix moyen pour à l'État i en année de base 1990.

La valeur nominale agrégée des logements occupés par leurs propriétaires aux États-Unis est passée de 2 800 milliards en 1982 à 7 200 milliards de dollar en 1999.

- La dépense de consommation par ménage au niveau de l'État a été estimée en utilisant un panel de ventes au détail construit par Regional Financial Associates, lui-même basé sur les données mensuelles du recensement au niveau national. Les ventes de détail représentent environ la moitié des dépenses de consommation.

1. The US panel of quarterly data is based on:

- Annual estimates of aggregate financial wealth from the Federal Reserve Flow of Funds (FOF) accounts (a sum of corporate equities held by the household sector, pension fund reserves and mutual funds).
- Mutual fund holdings by state provided by the Investment Company Institute (ICI) for the following years: 1986, 1987, 1989, 1991 and 1993. Geographical distribution uses the correlation between holdings of mutual funds and other financial assets;
- Direct household holdings of stocks and pension fund reserves were distributed in the same geographical pattern as mutual funds.
- Housing wealth estimates based on "repeat sales prices" applied to the base values reported in the "1990 Census of Population and Housing".

The aggregate value of owner occupied housing was:

$$V_{it} I_{it} N_{it} R_{it} = V_{io}$$

where,

V_{it} = aggregate value of owner occupied housing in state i in quarter t ,

R_{it} = homeownership rate in state i in quarter t (1990 Census of population and Housing),

N_{it} = number of households in state i in quarter t (Annual Population Survey),

I_{it} = weighted repeat sales price index. Weighted repeat sales (WRS) indexes constructed by Case Shiller Weiss Inc. are available for this entire period for 16 states but the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) also publishes state level repeat value indexes quarterly. OFHEO data is used where WRS are unavailable.

V_{io} = mean home price for state i in the base year 1990.

Aggregate nominal value of the owner-occupied stock in the U.S. grew from \$2.8 trillion in 1982 to \$7.2 trillion in 1999.

- Consumption spending by households at state level had to be estimated using a panel of retail sales constructed by Regional Financial Associates, itself based on Census of Retail Trade's monthly data at county's level. Retail sales account for roughly half of total consumer expenditures.

2. Le panel de données annuelles des autres pays est basé sur :

- Le patrimoine en actions agrégées pour chaque pays, obtenu à partir des données de capitalisation boursière du marché d'actions ;
- les indices annuels des prix des logements, obtenus auprès de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) ;
- le nombre de propriétaires occupant leur logement, obtenu à partir des différents numéros du bulletin annuel des statistiques sur le logement et la construction en Europe et en Amérique du nord publié par les Nations-Unies ;
- les données sur la consommation collectées par International Financial Statistics ("Household Consumption Expenditure", y compris les organismes sans but lucratif au service des ménages comme dans les standards du nouveau système de comptes européens, ESA 95) ;
- la consommation agrégée, valeurs du logement et des actions, par pays et par année, exprimé en termes réels et par tête en utilisant les données des Nations Unies sur la population et les indices des prix à la consommation.

Dans l'ensemble, la construction des différents panels et des statistiques qui en découlent donnent le sentiment que les prix de l'immobilier et du patrimoine immobilier... manquent de précision.

Une troisième section détaille les méthodes standards de l'économétrie des données de panel utilisée : trois modèles sont utilisés pour chaque ensemble de données (sans trend temporel spécifique de l'État/pays et avec effets fixes de l'année/trimestre, avec prise en compte du trend temporel du pays/État et effet fixe annuel/trimestriel). Les résultats de la dernière spécification – un modèle autoregressif en différences premières est reproduit ci-après.

Le tableau page suivante montre que les effets du patrimoine immobilier sur la consommation sont significatifs et importants (les élasticités varient de 0.11 à 0.17 pour les comparaisons internationales et de 0.05 à 0.09 pour les comparaisons entre États américains) alors que les effets du patrimoine financier sur la consommation sont plus faibles (...) même s'ils sont aussi significatifs. Dès lors, il apparaît que l'in-

2. The panel of annual country data is based on :

- *Aggregate stock market wealth for each country obtained from domestic stock market capitalisation data;*
- *Indexes of annual housing prices obtained from the Bank of International Settlements (BIS);*
- *The number of owner-occupied housing units obtained from various issues of the Annual Bulletin of Housing and Building Statistics for Europe and North America published by the United Nations;*
- *Consumption data collected from the International Financial Statistics ("Household Consumption Expenditure" including non-profit institutions-serving households as in the European System of Accounts 95 standards);*
- *Aggregate consumption, housing values and stock market valuations, by country and year, expressed per capita in real terms using UN population data and consumer price indices.*

On the whole, this set of data raises suspicion "that housing prices and housing wealth (...) are not measured accurately".

A third section details the (standard) panel data econometric methods used: three models are estimated for each set of data (without country/state specific time trends and year/quarter fixed effects, with country/state specific time trends and with year/quarter fixed effects). The last specification – an autoregressive model in first differences is reproduced hereafter.

As a result, housing market wealth effects on consumption appear significant and large (elasticity ranges from 0.11 to 0.17 in international comparisons and from 0.05 to 0.09 in state comparisons) while "estimated effects of financial wealth upon consumption are smaller", when significant at all (see table next page). Thus, "evidence of a stock market wealth effect is weak (...) [but there is] strong evidence that variations in housing market wealth have important effects upon consumption.

Publications

fluence de l'effet de richesse boursière sur la consommation est faible alors que les variations du patrimoine immobilier ont des conséquences importantes sur la consommation. Ce résultat est valable que l'on utilise le panel des États américains, le panel des données internationales ou que l'on modifie la spécification du modèle. L'influence sur la consommation des pays développés de l'évolution du marché immobilier est plus importante que celle du marché boursier.

This evidence arises consistently using panels of U.S. states and individual countries and is robust to differences in model specification. The housing market appears to be more important than the stock market in influencing consumption in developed countries."

Tableau - Moindres Carrés Ordinaires

Modèles de consommation en différences premières utilisant la consommation retardée

Table - Ordinary Least Squares

Consumption models in differences using lagged consumption

Effets fixes Pays/État

$$\text{Modèle : } C_t = a.C_{t-1} + b_1.\text{Revenu}_t + b_2.\text{Actions}_t + b_3.\text{Logement}_t + c.\text{EffetsFixes} + e_t$$

Toutes les variables sont réelles par habitant et en logarithmes.

Le modèle I inclut des constantes (dummy variables) pour chaque pays ou État. Il y ajoute un trend (temporel) pour chaque pays ou État. III inclut les effets spécifiques temporels (annuels) et géographiques (pour chaque pays). Il comporte des effets saisonniers - trimestriels - pour les états.

Country/State Fixed Effects

$$\text{Model: } C_t = a.C_{t-1} + b_1.\text{Inc}_t + b_2.\text{Stock}_t + b_3.\text{House}_t + c.\text{FixedEffects} + e_t$$

All variables are real and measured per capita in logarithms.

Model I includes fixed effects, i.e. a set of dummy variables for each country and state. It also includes state and country specific time trends.

III includes year-specific fixed effects as well as fixed effects for countries. For states, III also includes seasonal fixed effects, i.e., one for each quarter.

| | Country data | | | State data | | |
|------------------------------------|--------------|---------|---------|------------|----------|----------|
| | I | II | III | I | II | III |
| Change in income | 0.262 | 0.108 | 0.244 | 0.321 | 0.308 | 0.266 |
| t ratio | (-4.01) | (-1.62) | (-3.19) | (-13.66) | (-13.67) | (-11.13) |
| Change in stock market wealth | -0.007 | -0.016 | -0.007 | 0.004 | -0.003 | 0.004 |
| t ratio | (-1.25) | (-2.89) | (-0.89) | (-0.55) | (-0.43) | (0.61) |
| Change in housing market wealth | 0.129 | 0.167 | 0.139 | 0.047 | 0.056 | 0.047 |
| t ratio | (-6.31) | (-8.02) | (-6.31) | (-4.77) | (-5.84) | (-5.05) |
| Lagged consumption | -0.024 | -0.244 | -0.031 | -0.026 | -0.162 | -0.093 |
| t ratio | (-1.84) | (-6.01) | (-1.08) | (-8.18) | (-20.23) | (-14.77) |
| Country/State specific time trends | No | Yes | No | No | Yes | No |
| Year/Quarter fixedeffects | No | No | Yes | No | No | Yes |
| R2 | 0.4047 | 0.5286 | 0.4841 | 0.0914 | 0.1819 | 0.1972 |
| Durbin-Watson | 1.702 | 1.758 | 1.669 | 2.426 | 2.353 | 2.421 |
| t ratio | 6.399 | 8.375 | 6.418 | 3.634 | 5.042 | 3.768 |
| DF | 195 | 181 | 175 | 3393 | 3342 | 3373 |
| p-value for H0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| p-value for H1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |

Projets en cours

• Un projet de recherche de l'OEE sur l'épargne salariale en Europe

Contrairement à la retraite ou l'assurance, l'épargne salariale n'a, à ce jour, pas fait l'objet d'une harmonisation européenne. Compte tenu des multiples dimensions qu'elle fait intervenir (fiscalité et charges sociales, droit du travail, droit boursier, etc.) cette harmonisation semble illusoire à court terme. L'épargne salariale connaît pourtant depuis quelques années un développement rapide en Europe. En témoigne l'apparition de nouveaux dispositifs d'incitation (comme le PPESV en France) et la mise en place de systèmes d'épargne salariale paneuropéens par un certain nombre de multinationales. L'évaluation comparative et quantifiée de l'importance prise par l'épargne salariale en Europe fait cependant encore défaut.

Dans ce contexte, l'OEE a confié à une équipe de la CCIP, sous la Direction de M. Biacabe, un travail de description et d'analyse des mécanismes d'épargne salariale en Europe. L'étude aura pour objectif de dresser, au moins dans les cinq principaux pays européens, un panorama de l'épargne salariale. Elle couvrira les dispositifs d'épargne salariale (participation ou intéressement aux résultats; actionnariat salarié, à l'exclusion de tout ce qui s'assimile à un salaire) bénéficiant d'un cadre spécifique (qualified schemes), y compris les réglementations qui, sans constituer un "dispositif" complet, constituent une incitation (approved schemes: règle des 300 DM de déduction en Allemagne).

L'étude consistera donc d'abord en un inventaire des formules existantes ("fiches produits") facilitant les comparaisons. Un second volet présentera les informations disponibles sur l'usage fait de ces dispositifs dans les pays concernés et s'appuiera sur un questionnaire adressé aux entreprises constitutives de l'indice Dow Jones Euro STOXX 50. Ce questionnaire a pour objectif de cerner l'utilisation faite des dispositifs disponibles d'épargne salariale dans les entreprises, d'évaluer les objectifs de - et les obstacles à - l'épargne salariale ainsi que l'orientation des placements. La publication du rapport final de cette étude est prévue pour avril 2002.

• An OEE research project on company saving schemes in Europe

Unlike pensions or insurance, company savings schemes have not -up to now- been harmonised at a European level. Given the multiple dimensions involved (tax treatment, social contributions, legal aspects), this harmonisation seems illusory, at least in the short-term. However, since a few years, company saving schemes' development has been brisk in Europe: new incentives have appeared (such as PPESV in France) and a number of multinational companies have set up pan-European schemes. Comparative and quantified evaluation of the importance gained by company saving schemes at a European level remains however largely unavailable.

Therefore the OEE has entrusted a team of researchers of the Paris Chamber of Commerce and Industry led by Mr. Biacabe with a project aiming at describing and analysing company saving schemes' mechanisms in Europe. This research will aim at providing -at least for the five major European countries- with a global picture of company saving schemes'. It will cover qualified schemes (profit sharing, employee shareholding, excluding anything that can be assimilated to a salary) as well as approved schemes, i.e. regulations that, even though they cannot, as such, be considered as "saving schemes", entail an incentive (300 DM tax deduction in Germany for example).

The research will thus consist in the first place in a review of existing schemes ("Product fact-sheets") that will enable to draw comparisons. A second part will present information available on current practices in considered countries. To that end it will use, in particular, the answers to a detailed questionnaire sent to the companies constituting the Dow Jones Euro STOXX 50 index. This questionnaire aims at identifying the use made by these companies of existing frameworks and reviews the aims of - and obstacles to - company saving, as well as the structure of investments. The publication of the final report of this research is scheduled for April 2002.

Projets en cours

• L'OEE noue des contacts avec la Banque Centrale Européenne

En visite à Francfort en novembre 2001, Didier Davydoff, Directeur de l'OEE, et André Babeau, Président du Comité d'Orientation de l'OEE ont rencontré Christian Noyer, Vice-Président de la Banque Centrale Européenne (BCE), et Werner Bier, Directeur de sa Division Statistiques économiques et financières générales. Cet entretien a mis en évidence un certain nombre de sujets d'intérêt commun :

- La BCE cherche à réunir et à exploiter de l'information fiable sur le compte financier des agents non financiers. Dans ce contexte, la division "Statistiques économiques et financières générales" travaille en vue d'une publication d'informations statistiques issues des comptes nationaux. L'objectif de la BCE - qui n'a pas de pouvoir réglementaire en la matière - est, dans un premier de temps de produire une analyse du compte financier des ménages de la zone euro.
- L'OEE a, de son côté, mené une réflexion approfondie sur les comptes financiers publiés en base SEC 95. Il a conduit plusieurs études exploitant ces données, notamment en partenariat avec la Commission des Communautés européennes et avec le Commissariat Général du Plan français.

Une coopération est donc envisagée entre la BCE et l'OEE.

• The OEE establishes contacts with the European Central Bank

Visiting Frankfurt in November 2001, Didier Davydoff, Director of the OEE and André Babeau, President of the OEE's Advisory Committee met Christian Noyer, Vice-President of the European Central Bank (ECB), and Werner Bier, Director of its General Economic and Financial Statistics division. This interview showed a number of common subjects of interest:

- The ECB seeks to collect and use reliable information on non financial agents' financial accounts. Against this background, the "General Economic and Financial Statistics" division aims at publishing statistical information based on national accounts. The aim of the ECB - which, however, has no regulatory power in this matter - is, in a first step to analyse euro area households' financial accounts.
- The OEE has, for its part, conducted a reflection on ESA 95 financial accounts. Based on them, it has led several research projects, in particular for the European Commission and the French Commissariat Général du Plan.

Cooperation might thus be envisaged on a number of issues.

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Chairman of the Board

Jacques de Larosière

Vice-Chairman

Alain Leclair

Secretary General

Pierre Bollon

Treasurer

Philippe Trainar

Chairman of the Advisory Committee

André Babeau

Director

Didier Davydoff

D.Davydoff@oee.fr

Economist

Laurent Grillet-Aubert

L.Grillet-Aubert@oee.fr

Statistician-Economist

Auguste Mpacko-Priso

A.Mpacko-Priso@oee.fr

Support

Chantal Gautron

C.Gautron@oee.fr

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

