

LA LETTRE DE L'OEE

éditorial

Jacques de Larosière

La volatilité des cours de bourse a pour cause fondamentale l'incertitude qui menace l'économie mondiale. Comme Jean-François Lepetit, Président de la Commission des Opérations de Bourse, l'a exposé à l'occasion de la dernière réunion du Conseil d'Administration de l'OEE, elle a sans doute aussi été amplifiée par certaines techniques d'ingénierie financière proposées par les intermédiaires aux entreprises et aux épargnants. On peut, du reste, ajouter que certains aspects de la régulation comptable et prudentielle (*fair value...*), ou des modèles d'analyse de risques, ajoutent à cette volatilité. Les leçons à tirer de ce constat font l'objet d'une réflexion du CESR, qui réunit l'ensemble des régulateurs de marché européens.

Quel impact a cette situation sur les comportements d'épargne ? Comme le montre l'étude du Professeur Babeau sur les "heurs et malheurs des épargnants européens", on constate depuis trois ans une réorientation des flux d'épargne des actifs risqués vers des placements liquides et moins exposés aux marchés. Réaction proportionnée à une augmentation du risque de certains actifs, ou changements de comportement pérennes ? Je note avec beaucoup d'intérêt le projet étudié par notre Conseil d'Orientation, de mise en place d'un indicateur conjoncturel d'aversion aux risques des européens.

Cette *Lettre de l'OEE* contient plusieurs articles sur des questions de réglementation financière, qui prennent encore plus d'importance dans ce contexte de montée des risques. Les exigences de capital minimum, traitées dans le cadre du Comité de Bâle, comme les mesures de protection de l'épargne, contenues notamment dans le projet de Directive sur les Services d'Investissement, sont deux domaines dans lesquels l'harmonisation européenne progresse.

Signalons enfin le partenariat d'étude qui a été conclu par l'OEE avec la Banque Centrale Européenne, sur les comptes financiers des ménages de la zone euro. L'action de la BCE prend évidemment en compte les tendances et comportements concernant l'ensemble des actifs financiers et je me félicite que l'expérience acquise par l'OEE puisse y contribuer.

Stock price volatility has its roots in the uncertainties threatening the world economy. As presented by Jean-François Lepetit, the President of COB, the French market authority, at the occasion of the OEE's last Board meeting, recent volatility was most probably amplified by the use of financial engineering techniques offered by intermediaries to both companies and savers. It may also be added that some aspects of accounting and prudential regulation (*fair value...*) or of risk analysis models, add to this volatility. The lessons to draw from this observation are currently being considered by CESR, which regroups all European market regulators.

Which impact does this situation have on saving behaviours? As evidenced by the Professor Babeau's research on the "Fortunes and misfortunes of European savers", it appears that, over the last three years, saving flows towards risky assets were redirected towards liquid products, less exposed to market risk. Does this trend reflect a reaction in proportion to the rise of the risks incurred by some financial assets, or a long lasting change in saving behaviours? I note with a particular interest the project considered by our Advisory Committee of constructing a short-term indicator of Europeans' risk aversion.

This publication contains several articles on financial regulation issues, which have become all the more important in this context of rising risks. Minimum capital requirements, considered in the framework of the Basel Committee, and savers' protection rules, mostly part of the Investment Services Directive, are two fields in which European harmonisation progresses.

Let us also mention the research partnership concluded by OEE with the European Central Bank, on the theme households financial accounts in the euro area. The ECB's initiative obviously draws into account an observation of trends and behaviours for all types of assets and I am very pleased that the experience gained by the OEE may contribute to it.

L'épargne face à la montée des risques

Savings in a context of rising risk

- 1 1995-2002 : heurs et malheurs des épargnants européens
1995-2002: Fortunes and misfortunes of European savers
- 5 Patrimoine financier des ménages dans les pays industrialisés : un paysage morcelé
Households' Financial Wealth in Industrialised Countries: A Fragmented Landscape
- 11 Renouveau de la méthodologie d'analyse du comportement d'épargne
Renewal of the methodology for analysing savings behaviour
- 16 Adossement des dépôts à vue : peut-on passer d'une approche conventionnelle à l'analyse des comportements clientèle ?
Hedging current account deposits: possible move from a conventional approach to the analysis of customer behaviour?
- 19 Risques opérationnels et exigences en fonds propres pour les sociétés de gestion : articulation entre Bâle 2 et les directives européennes
Operational risks and own funds requirements for management companies: Connection between Basel 2 and European Directives
- 25 L'obligation de "meilleure exécution" : les termes du débat en Europe
"Best execution" requirement: The terms of the debate in Europe
- 27 OCDE : projet de statistiques globales sur les retraites
OECD Global Pension Statistics Project
- 36 Agenda

1995-2002 : heurs et malheurs des épargnants européens

par André Babeau¹

1995-2002: Fortunes and misfortunes of European savers

by Andre Babeau¹

À côté des travaux menés par l'OEE en collaboration avec l'OCDE et Pioneer Investments, les informations dont dispose l'Association ont permis de poursuivre l'étude des comportements d'épargne des Européens sur l'ensemble de la période 1995-2001, les informations concernant l'année 2002 étant malheureusement encore assez rares. Le résultat de cette actualisation a fait l'objet d'une présentation à Paris (à l'occasion d'une conférence de presse organisée par Pioneer Investments) et à Luxembourg (assemblée annuelle de l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement - ALFI - en mars dernier). Nous résumons ici les principaux résultats obtenus dans cette étude.

Du point de vue des comportements financiers des Européens, la période sous étude fait apparaître deux sous-périodes extraordinairement contrastées : 1995-2000, années pendant lesquelles la part des actifs risqués augmente fortement dans le patrimoine financier des ménages, 2000-2002, années au contraire marquées par la recherche de sécurité et de liquidité. La césure entre ces deux sous-périodes est évidemment liée au brutal retournement des marchés boursiers au cours de l'année 2000.

1995-2000 : une montée "multi-forme" des actifs risqués

Curieusement, ce n'est pas toujours la détention directe d'actions cotées par les ménages qui s'est le plus développée : au Royaume-Uni, on a même enregistré des ventes nettes dans ce domaine. Dans d'autres pays (Italie, Espagne, France), les opérations de privatisation ont certes joué leur rôle, mais il y a eu bien d'autres facteurs d'augmentation de la part des actifs risqués dans les patrimoines. Dans un pays comme la Finlande par exemple, le développement des actions non cotées semble avoir été particulièrement vigoureux. En matière d'assurance vie, la croissance très rapide des versements sur les supports en unités de compte a été quasi générale en Europe : la

In addition to the results of the joint research of the OEE, OECD and Pioneer Investments, recently released information enabled to extend previous research on the savings behaviour of Europeans over the 1995-2001 time period. Unfortunately, however, information on 2002 remained still largely lacking. The results of this update were presented in Paris at a press conference organised by Pioneer Investments and in Luxembourg (annual meeting of ALFI, the Luxembourg investment funds' association), in March 2003. The following presents the main results of this research.

As far as Europeans' financial behaviour is concerned, the time period under review was characterised by two extraordinarily contrasted sub-periods: Whereas during from 1995 to 2000, the share of risky assets rose significantly in households' financial wealth, the years from 2000 to 2002 witnessed, on the contrary, a search of households for security and liquidity. The change between these two sub-periods was obviously a consequence of the brutal drop of stockmarkets in the course of 2000.

1995-2000: A "multiform" rise of risky assets

Curiously, direct holdings of shares by households were not always the category showing the strongest growth: In the United Kingdom, net sales were actually recorded. In other countries (Italy, Spain, France), privatisation operations certainly played a role, but a number of other factors also contributed to the rise of the share of risky assets in households' wealth over the period. In countries such as Finland, for example, growth in non-listed shares appeared particularly strong. As far as life insurance is concerned, the very rapid growth of investment into unit-linked life insurance products was observed pretty much everywhere in Europe: The share of these products in investment flows was already very high in countries such as the

1. Président du Comité d'Orientation de l'OEE.

1. "President of the advisory committee, OEE.

part de ces versements était déjà très élevée dans des pays comme le Royaume-Uni et les Pays-Bas et elle a crû très vite en Italie, en France et en Espagne. En revanche, des pays comme l'Allemagne, l'Autriche et le Danemark sont - prudemment - restés à l'écart de ce mouvement. Dans le cas du Danemark, il faut signaler que les contrats collectifs d'assurance retraite jouent un rôle important dans le premier pilier et, surtout, dans le second pilier de la protection vieillesse : ils correspondent certes à des fonds de pension à cotisations définies, mais ces fonds sont gérés sous la forme de contrats d'assurance vie à taux garanti, ce qui limite d'autant le risque supporté par les salariés. Au Royaume-Uni, les fonds de pension à cotisations définies - avec un risque assez important pour les salariés - semblent s'être davantage développés que les fonds à prestations définies.

Dernière manifestation de la montée des risques dans le patrimoine financier des ménages, l'importance des souscriptions de parts de fond d'investissement et l'arbitrage effectué en faveur des fonds d'investissement à supports "actions". Un tel arbitrage a été très net en France, en Italie et en Espagne, mais il est aussi apparent en Allemagne.

Une bonne partie des prises de position sur les produits à risque s'est effectuée assez tardivement, c'est à dire plutôt en 1998 et 1999 qu'en 1995 ou 1996 : d'où l'importance des retombées à partir des niveaux élevés des prix d'actifs atteints dans les dernières années du siècle.

L'année 2000 apparaît comme une année "pivot" ; beaucoup de choses ont en effet changé ; les taux d'épargne des ménages, qui baissaient depuis 1995, cessent de le faire et amorcent une remontée, la confiance n'est plus au rendez-vous ; pour la même raison, le recours au crédit qui avait culminé en 1999, se stabilise en 2000, puis recule. Si les investissements des ménages (logements et entreprises individuelles) résistent bien, le montant global des nouveaux placements financiers se contracte quelque peu. Et surtout, la composition de ces placements change du tout au tout...

2000-2002 : une recherche "multi-forme" de la sécurité

L'année 2000 divise l'Europe : certains pays (la Belgique, le Royaume-Uni, l'Allemagne,

United Kingdom and the Netherlands and it grew at a very livelypace in Italy, in France and in Spain. On the reverse, countries such as Germany, Austria and Denmark prudently remained on the side and did not significantly contribute to this general trend. In the case of Denmark, it must however be added that collective pension schemes play an important role in the first pillar of pensions, and even more in the second pillar: Although these products indeed relate to defined contribution pension funds, they are offered with a guarantee and actually managed like life insurance contracts, thus limiting the risk borne by wage earners. In the United Kingdom, defined contribution pension funds -with a relatively important degree of risk for wage earners- are more developed than defined benefit schemes funds.

Last evidence of an increase of risks in households' financial wealth: The importance gained by subscriptions to investment funds and the arbitrage made in favour of funds invested in equities. Such an arbitrage was distinctly observable in France, in Italy and in Spain, but it was also apparent in Germany.

An important part of exposure to risky products was taken at a relatively late point of time, namely often in 1998 and 1999 and less in 1995 or 1996. This helps explaining the importance of the drop from the high asset price levels reached in the latest years of the century.

The year 2000 appears as "pivotal"; as many things indeed changed at that time: Households savings rates that were decreasing since 1995, reversed their trend and started growing again, as a result of a lack of confidence; for the very same reason, the use of credit that had peaked in 1999, stabilised in 2000, and began decreasing. Although households investment (housing and corporate enterprises) showed a good resistance as a whole, the amount of new financial investment decreased somewhat. In the first place, however, its nature changed radically...

2000-2002 : A "multiform" search for security

The year 2000 divided Europe: Some countries (Belgium, the United Kingdom,

la France et la Suède) font encore apparaître des choix qui relèvent de la période qui s'achève ; d'autres, au contraire (Italie, Portugal, Espagne et Pays-Bas) sont déjà dans une nouvelle période, enquête de sécurité. De façon plus générale, en ce qui a trait à la vitesse des réactions sur l'ensemble des années étudiées, les Italiens, les Espagnols et les Portugais semblent plutôt sur-réagir aux circonstances, alors que les Allemands, les Autrichiens et les Danois paraissent plutôt sous-réagir. Naturellement, de telles observations ne peuvent s'expliquer de façon satisfaisante par le seul recours à des considérations psychologiques : ce que nous observons est le résultat de la confrontation d'une offre et d'une demande, l'une et l'autre relevant de déterminants évidemment complexes (réglementaires, institutionnels, historiques...). Toujours est-il qu'en matière de comportements financiers, l'année 2001 - et très probablement celle qui a suivi - ont réuni l'Europe autour de la recherche, également "multi-forme", de sécurité et donc de liquidité. Pour neuf pays de la zone euro¹, l'ensemble "monnaie et dépôts bancaires", qui ne représentait que 10 % du flux total de placements nouveaux en 2000, a dépassé 30 % en 2001. Du côté des obligations et emprunts, en 1999, c'est encore à des ventes nettes qu'on assistait : les achats nets représentent plus de 12 % en 2001. Enfin les acquisitions de parts de fonds d'investissement sont passées de 29 % en 1999 à seulement 14 % en 2001. Du côté des primes d'assurance-vie, on a partout assisté à un fort reflux des versements sur supports en unités de compte au profit des versements sur les supports à taux garanti, considérés comme très sécuritaires.

Cette "fuite vers la sécurité" prend, de pays à pays, des allures différentes et se caractérise souvent par un retour aux premières amours : les Italiens reviennent ainsi massivement vers les obligations qu'ils avaient délaissées entre 1996 et 2000, les Français vers l'épargne liquide réglementée ou non qui avait perdu beaucoup de terrain, etc. Du côté des fonds d'investissement, ce sont les diverses formes de fonds garantis qui recueillent les suffrages au détriment des fonds à supports actions sans garantie. Enfin, dans beaucoup de pays où l'immobilier se porte bien, les fonds immobiliers apparaissent comme des actifs possibles de diversification.

Germany, France and Sweden) still showed a persistence of the trend towards risky products, while, other countries (Italy, Portugal, Spain and the Netherlands) already started, on the contrary, a new trend towards more security. More generally speaking, regarding the reaction speed over time, Italian, Spanish and Portuguese people apparently overreacted somewhat to the circumstances, whereas Germans, Austrians and Danes tended to under-react. Such observations can obviously not rely only on psychological considerations and have to result from the confrontation of supply and demand, both being, in turn, determined by complex factors (regulatory, institutional, historical...).

It remains however that, as far as financial behaviour is concerned, the year 2001 -and very probably the following one- "reunited" Europe in a search, which might also be qualified of "multiform", for security and liquidity. Considering an aggregate of nine euro area countries¹ the share of "Money and bank deposits" in the total flow of new investments, one may note a rise from only 10% in 2000 to somewhat more than 30% in 2001. As far as fixed-income securities and loans are concerned, net sales were recorded in 1999. In 2001, conversely, net buying of fixed income securities and loans accounted for more than 12% of total new investment flows. Net acquisitions of investment funds' shares, for their part decreased from 29% of the total in 1999 to 14% only in 2001. As far as life insurance is concerned, a redirection occurred, from investment flows into unit-linked accounts, towards guaranteed products, considered as very secure.

This "flight to security" took, from country to country, very different forms and was often characterised by a reappearance of previous preference patterns: Italians whose fixed income investment had dropped during the time period from 1996 to 2000, reaffirmed massively their previous preference for fixed-income securities. Similarly, French people reoriented their savings towards regulated -as well as unregulated- liquid savings, etc. As for investment funds, investment in equity funds -which do not offer guarantees- was reoriented towards various forms of guaranteed funds. Finally, in many countries where real estate performed well, real estate funds appeared as a possible way to diversify portfolios.

1. Sont exclus le Luxembourg, l'Irlande et la Grèce.

1. Luxembourg, Ireland and Greece excluded.

On en était là le lundi 10 mars 2003, troisième anniversaire du retournement qui a suivi l'éclatement de la bulle des "dotcom". Naturellement, l'éclatement de cette bulle a eu pour conséquence de stopper pratiquement, depuis 3 ans, toute croissance du patrimoine financier des Européens, les flux nouveaux de placements étant à peu près contrebalancés par les moins-values apparues.

Pour finir sur une note moins morose, signalons que, malgré les disparités existant en Europe en matière de patrimoine financier par tête ou de composition de ces patrimoines, on a observé, d'un pays à l'autre, un synchronisme évident dans les comportements des ménages tant dans la phase d'augmentation des actifs à risque que dans celle de fuite vers la sécurité. Mais, bien évidemment, ces comportements n'ont pas concerné que les ménages européens.

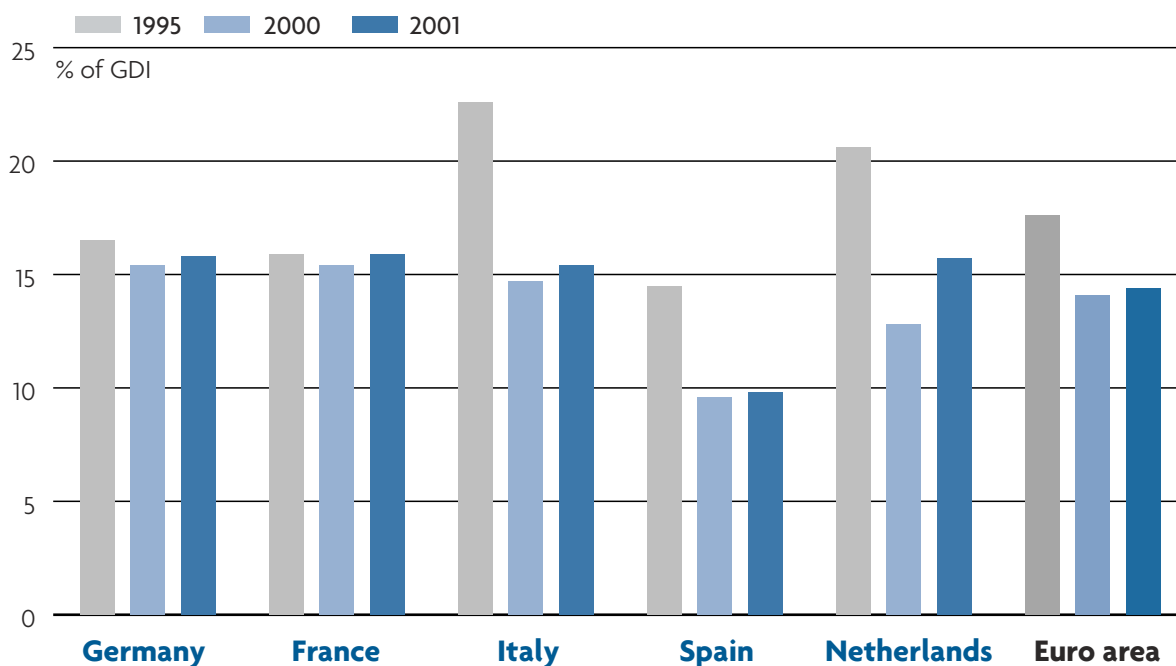
This was the state of things in April 2003, on the third birthday of the market drop that followed the burst of the "dotcom" bubble. Obviously, the burst of this bubble had for consequence to stop practically, during the last 3 years, any growth in financial European households' wealth, as new investment flows were practically counterbalanced by falls in value.

To conclude on a less negative note, let us add that -despite observable disparities in Europe regarding financial wealth per head and the structure of this wealth, cross country comparisons reveal a marked synchrony of households' behaviour when increasing the share of risky assets in financial wealth as well as during times of flight to security.

This, obviously, did not only relate European households.

Taux d'épargne bruts dans la zone euro : après un déclin de 1995 à 2000, un rebond en 2001

Gross saving rates in the euro area: After a decline from 1995 to 2000, an upturn in 2001



EUR	Financial wealth per head - End of 2001
Netherlands	74 580
Belgium	73 162
United Kingdom	59 791
Denmark	57 340
Italy	44 979
Germany	44 617
France	43 632
Spain	29 780
Portugal	23 570

Patrimoine financier des ménages dans les pays industrialisés : un paysage morcelé

par Daniele Fano¹ et Teresa Sbano²

Households' Financial Wealth in industrialised Countries: A Fragmented Landscape

by Daniele Fano¹ and Teresa Sbano²

Quelques résultats d'une recherche conjointe de l'OCDE, de l'OEE et de Pioneer Investments³

André Babeau a illustré comment le programme de recherche de l'OCDE, de l'OEE et de Pioneer Investments permettait de mieux comprendre l'évolution de l'attitude des investisseurs vis-à-vis du risque.

Le morcellement géographique des marchés de chacun des produits considérés est une autre question d'intérêt que l'étude en question a permis d'approcher sous un angle nouveau, en affinant les catégories d'actifs des ménages (tableau 1) proposées par les statistiques officielles. Pour mieux prendre en compte la nature des risques, les grands postes d'actif des ménages (fonds d'investissement, créances sur les sociétés d'assurance, fonds de pension) ont donc été subdivisés pour rendre compte de la nature des risques portés par les ménages.

Ainsi, trois types de fonds d'investissement ont été distingués : les fonds à dominante actions, les fonds à dominante obligations et les fonds mixtes. Au sein des créances sur les sociétés d'assurance trois sous-catégories ont été renseignées : un poste "Assurance non vie", un poste "Assurance sur supports en unités de compte", et un poste "Assurance-vie sur autres supports".

Enfin, parmi les fonds de pension, les fonds à prestation définie et les fonds à cotisation définie ont été distingués.

Some results of a research led jointly by the OECD, the European Savings Institute (OEE) and Pioneer Investments³

André Babeau evidenced how a joint research program of OECD, OEE and Pioneer Investments enabled to improve our understanding of change in investors' attitude towards risk over time.

Considering, for each of the products held, the markets' geographic fragmentation is another question of interest that this research enabled to approach under a new angle, namely by defining more specific categories of assets held by households (table 1) than proposed by official statistics. Thus, in order to better take into account the nature of risks, households' main asset categories (such as investment funds, claims on life insurance, claims on pension funds) were divided in subcategories, which enabled to improve the measurement -and the perception of the nature- of risks borne by households.

Three types of investment funds were considered: Funds mainly invested in equities, funds mainly invested in fixed-income securities and diversified funds. Among claims on insurance companies three subcategories were also considered: "Non life insurance", "Unit-linked life insurance", and "Other life insurance".

Finally, among pension funds, defined benefits schemes and defined contribution schemes were singled out.

1. Chef du Bureau d'Études de Pioneer Global Asset Management.
2. Analyste Economique auprès du Bureau d'Études de Pioneer Global Asset Management.
3. Recherche sur le "Patrimoine financier des ménages en Europe, aux États-Unis et au Japon". Cette investigation a donné lieu à une première présentation dans le cadre d'une conférence de comptabilité nationale de l'OCDE en octobre 2002 puis a donné lieu à des prolongements présentés lors de deux conférences de presse les 26 et 27 février 2003 à Francfort sur le Main et à Paris (documents consultables sur le site de l'OEE). Les auteurs désirent remercier Enrico Giovannini et François Lequiller de l'OCDE ainsi que, très particulièrement, le Professeur André Babeau, de l'OEE, sans lesquels cette recherche eût été impossible.

1. Director of the Pioneer Global Asset Management.
2. Economic Analyst with Pioneer Global Asset Management.
3. "The monthly survey's main results and data are reachable from the OEE's database, where a link redirects to the European Commission's website.

1. Pays dominés par l'intermédiation financière et pays caractérisés par la "bancassurance".

Sur la base des statistiques ainsi obtenue, une analyse discriminante (*cluster analysis*) a été conduite, qui compare la structure des patrimoines financiers (*asset mix*) des ménages dans les différents pays européens et permet d'identifier les principaux cliques. Ainsi, comme le montre le diagramme 1, les principaux pays industrialisés se regroupaient en 1995 principalement entre d'une part les États-Unis, le Royaume-Uni et les Pays-Bas et, de l'autre, le Japon et les autres pays d'Europe continentale. Cette distinction ne nous surprend pas : elle correspond à celle établie il y a déjà bien longtemps par Alexandre Lamfalussy entre nations caractérisées par l'importance de l'intermédiation par les marchés et pays caractérisés par une intermédiation institutionnelle. Il est intéressant de constater que cette distinction réapparaît lors de l'observation des données relatives aux actifs financiers des ménages.

L'analyse discriminante

L'analyse discriminante (*cluster analysis*) vise à déterminer le regroupement naturel des observations. On distingue principalement deux méthodes de regroupement (*clustering*): la méthode par partition et la méthode hiérarchique. La présente étude a opté pour la méthode hiérarchique et une mesure euclidienne des dissimilarités. La méthode par partition, cependant, a fourni des résultats analogues.

La méthode hiérarchique crée des groupes ordonnés. L'agglomération hiérarchique commence par considérer chaque élément comme un groupe à part entière. Les deux éléments les plus proches sont ensuite combinés pour produire n-1 groupes, l'un comprenant deux éléments et n-2 n'en comprenant qu'un. Puis, le processus est itéré jusqu'à ce que l'ensemble des observations ne forme plus qu'un seul et même groupe. Ce processus ordonne les groupes (*clusters*).

Pour établir l'écart entre deux observations, un indicateur de dissimilarité euclidienne est finalement calculé :

$$\sqrt{\sum_k^p (x_{ki} - x_{kj})^2}$$

1. Countries in which financial intermediation dominates versus countries characterised by "bancassurance".

Basing on these statistics, a "cluster analysis" was conducted, for comparing households' financial wealth structure ("asset mix") in the various European countries under review. This analysis enabled to identify the main country groups.

In 1995, as shown by diagram 1, the main clusters of industrialised countries regroup countries such as the United States, the United Kingdom and the Netherlands on the one hand, and Japan and other European continental countries, on the other hand.

This distinction is hardly surprising: It matches the distinction established long time ago by Alexandre Lamfalussy between nations characterised by a strong reliance on market intermediation and countries characterised by institutional intermediation.

It appears actually worth noticing that this distinction reappears when observing data relative to households financial assets.

Cluster analysis

Cluster analysis aims at determining natural groupings of observations.

Mainly two clustering methods may be considered: partition clustering and hierarchical clustering. The present research relied on the hierarchical method and an Euclidian measure of dissimilarities. The partition method, however, provided similar results.

The hierarchical clustering method creates sorted groups. Hierarchical aggregation starts with considering each element as a group on its own. The two closest elements are subsequently combined to produce n-1 groups, one comprising two elements and n-2 comprising only one. The process is subsequently iterated until all observations form only a single group. This process enables to sort the clusters out.

To calculate the spread between two observations, an indicator of Euclidian dissimilarity is finally calculated:

$$\sqrt{\sum_k^p (x_{ki} - x_{kj})^2}$$

Il est, en outre, particulièrement surprenant qu'en 2000, malgré la tendance générale mise en évidence par André Babeau à l'accroissement de la part des actifs à risque dans le patrimoine financier des ménages, les portefeuilles des ménages aient continué à être caractérisés par de profondes différences structurelles et n'aient pas montré à cet égard de signe de convergence distinct (diagramme 2).

2. Le marché de l'épargne reste fragmenté même au sein de l'eurozone

La suite de l'analyse a permis d'apporter des précisions sur un certain nombre de points. Le tableau 2 met en évidence les coefficients de corrélation entre poids des produits et instruments financiers dans les différents pays en 1995 et en 2000. Ces coefficients tendent certes à être plus élevés entre pays adhérents à l'euro. De 1995 à 2000, cependant, une tendance à la convergence n'a pu être mise en évidence.

La tendance à la baisse du poids des dépôts et à la hausse de celui des actions cotées et non cotées détenues directement semble générale. Pour le reste cependant, les comportements diffèrent. Alors qu'Espagnols et Italiens se sont tournés surtout vers les fonds communs de placement, les Français ont, pour leur part, préféré augmenter le poids des unités de compte. Les Allemands, enfin, sont restés dans l'ensemble plus fidèles à des instruments plus traditionnels.

Pourquoi ces différents comportements ?

- Le fait que l'Italie et l'Espagne aient connu un développement des marchés financiers plus récent explique probablement le succès des fonds communs, véhicule évolué, mais relativement peu complexe.
- Les diverses traditions locales, ainsi que les régimes réglementaires et fiscaux jouent certainement un rôle important.
- Tous les pays de la zone euro (Pays-Bas exceptés) sont caractérisés par l'absence d'un poids significatif des systèmes de retraite par capitalisation qui, dans l'avenir, pourrait au contraire se révéler un important facteur commun.

Moreover, it appears particularly surprising that, in 2000, in spite of the general trend evidenced by André Babeau of an increase in the share of risky assets in households' financial wealth, households portfolios still showed deep structural differences and did not present any discernible sign of convergence in this regard (diagram 2).

2. The savings market remains fragmented even in the eurozone

The subsequent analysis enabled to focus with more detail on a number of specific issues. Table 2 shows correlation coefficients between products' and financial instruments' weights in the various countries reviewed in 1995 and in 2000. These coefficients seem indeed higher between countries of the euro area. Over the period, however, a marked converging trend cannot be evidenced.

The decreasing trend of the weight of deposits in households portfolios and the rising trend of that of both listed and non listed shares held directly seemed to affect all countries. For the rest, however, behaviours varied across the board. While Spanish and Italian people favoured mainly UCITS, the French preferred, for their part, to increase the weight of unit-linked instruments in their portfolios. Germans, finally, remained, on the whole, true to more traditional instruments.

Why do behaviours differ?

- *The fact that Italy and Spain have witnessed a more recent development of financial markets probably explains that the success of UCITS, a mature instrument, but with a relatively low degree of complexity.*
- *The various local traditions, as well as regulatory and fiscal regimes, play certainly an important role.*
- *All the countries of the euro area (Netherlands excepted) are characterised by the absence of a significant weight of funded pension schemes. The latter could, in the future, appear on the reverse to be an important common factor.*

3. D'importantes marges d'expansion pour la composante gérée des actifs financiers

Ce dernier point - l'absence de systèmes de second pilier et le développement relativement limité de systèmes de troisième pilier - conduit à se poser certaines questions sur l'avenir. Nous savons, en effet, que les taux de substitution des systèmes de premier pilier sont, partout en Europe, destinés à se réduire fortement pour des raisons liées aux facteurs démographiques et d'équilibre des systèmes publics et de sécurité sociale. Il paraît donc raisonnable de penser que l'importance du rôle des gérants d'actifs est destinée à croître dans les prochaines 10-15 années dans les principaux pays de la zone euro, et se rapprocher du niveau observé à l'heure actuelle dans les pays à "intermédiation de marché" (histogramme 1).

4. Principales conclusions pour les gestionnaires d'actifs et leurs clients

Trois principales conclusions peuvent donc être tirées du point de vue des gestionnaires d'actifs et de leurs clients.

➔ Le secteur de la gestion d'actifs bénéficie de bonnes perspectives de croissance, surtout en Europe où les produits de retraite par capitalisation ont un poids encore limité.

➔ Le prochain défi sera d'inventer des produits simples à comprendre, mais assez évolués pour répondre aux nouvelles exigences des clients. Le développement de produits à la fois plus différenciés selon les groupes d'investisseurs mais plus semblables entre pays représente un but majeur pour l'avenir. Il y a probablement un morcellement géographique excessif de l'offre de produits financiers, notamment entre pays faisant partie de la même zone monétaire. En revanche, la différenciation de cette offre tient probablement un compte insuffisant des exigences des divers clients caractérisées par leur âge, profession, propension au risque et position dans les cycle de vie.

➔ Le conseil financier, en particulier en ce qui concerne le contrôle des risques financiers et les nouvelles formes de retraite, jouera un rôle clef.

3. Significant scope for development of the managed component of households' financial assets

This last point -the lack of a second pillar and the relatively limited development of third pillar schemes- thus leads us to raise a few questions on future developments. We know indeed, that the substitution rates of first pillar schemes are poised to decrease significantly everywhere in Europe, for reasons relating to demographic factors and for maintaining the equilibrium of public and social security systems. It thus appears reasonable to think that the importance of the role of asset managers is set to rise in the coming 10-15 years in the main countries of the euro area, and to come close to the level observed at present in countries with "market intermediation" (histogram 1).

4. Main conclusions for asset managers and their clients

Three main conclusions may thus be drawn from the point of view of assets managers and of their clients.

➔ *The asset management sector has good growth perspectives, above all in Europe where capitalised pension products still do not count for much.*

➔ *The next challenge will be to invent products simple enough to be understood, but sophisticated enough for satisfying the clients' new expectations. The development of products both more differentiated according to the different types of investors but more similar across countries represents a major aim for the future. There is probably an excessive geographic fragmentation of the supply of financial products, in particular between countries belonging to the same monetary zone. On the reverse, the differentiation of this supply still probably takes not enough account of the demands of the various clients characterised by their age, profession, risk aversion and position in the life cycle.*

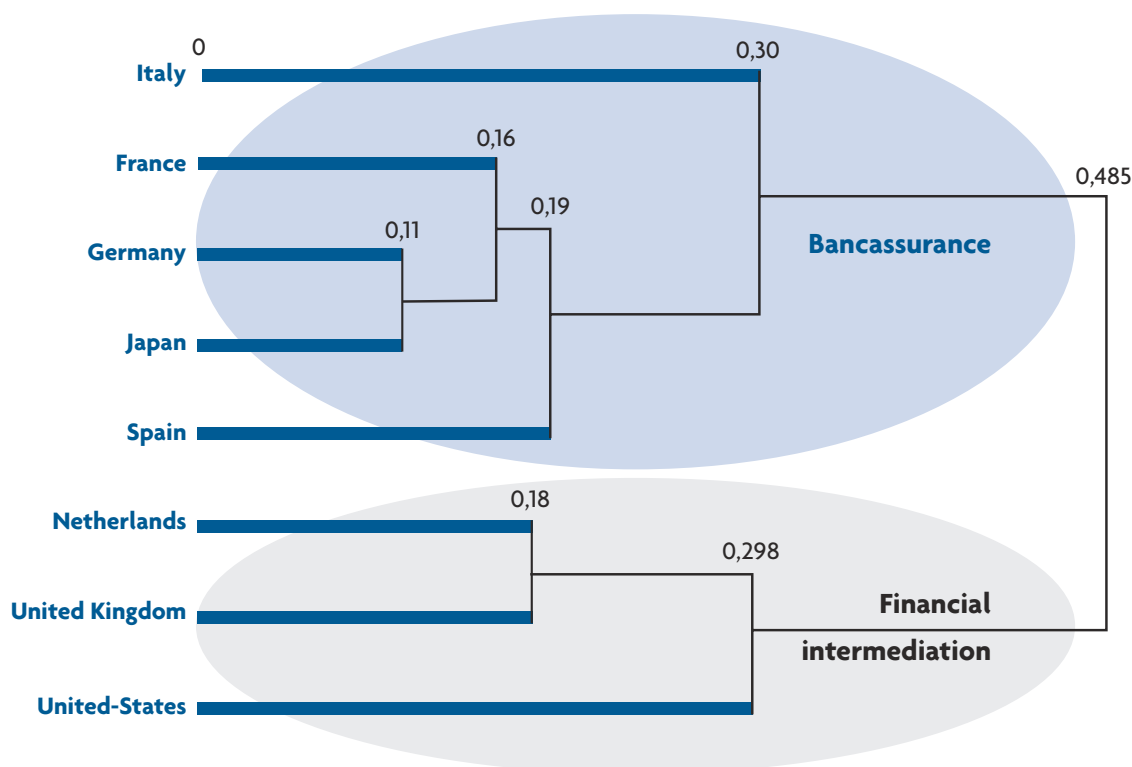
➔ *Financial advice, in particular insofar it relates to the control of financial risks and to new pension schemes, will be a key issue in this regard.*

Tableau 1. **Composition des actifs des ménages en 2000**
 Table 1. *Structure of households' financial wealth in 2000*

%	Italy	France	Germany	Netherlands	Spain	U-K	Japan	USA
Currency and deposits	24.0	30.4	33.9	18.1	36.2	22.2	52.9	11.1
Money-market funds	0.8	1.4	0.8	0.4	2.5	0.0	0.2	3.1
Securities other than shares	18.7	2.7	10.1	2.3	1.9	1.3	4.5	6.4
Listed and non listed shares	27.6	24.8	15.6	16.8	33.7	17.4	8.3	33.1
Investment funds	15.9	9.0	10.5	5.5	9.9	5.8	2.4	12.9
Life insurance - Unit-linked	1.9	4.9	0.3	5.7	1.2	11.5	0.1	3.7
Life insurance - Other contracts	4.2	18.4	13.3	9.7	5.1	15.9	17.6	3.4
Pension funds - Defined benefits	0.1	1.5	0.0	0.0	3.2	3.1	0.0	7.8
Pension funds - Defined contributions	1.1	0.0	5.2	37.7	2.1	19.0	9.7	16.0
Other financial investment	5.5	6.9	10.2	3.8	4.3	3.7	4.4	2.5

Diagramme 1. **Pays dominés par l'intermédiation financière et pays caractérisés par la "bancassurance" en 1995**

Diagram 1. *Countries where financial intermediation dominates and countries characterised by "bancassurance" in 1995*



Analyse discriminante exhaustive de la structure du patrimoine financier des ménages (asset mix) avec mesure euclidienne des dissimilarités.

Complete linkage clustering of households' financial wealth structure (asset mix) with Euclidian dissimilarity measure

Diagramme 2. Entre 1995 et 2000, la différence entre les deux groupes tend à s'accroître
Between 1995 and 2000, the difference between the two groups tended to rise

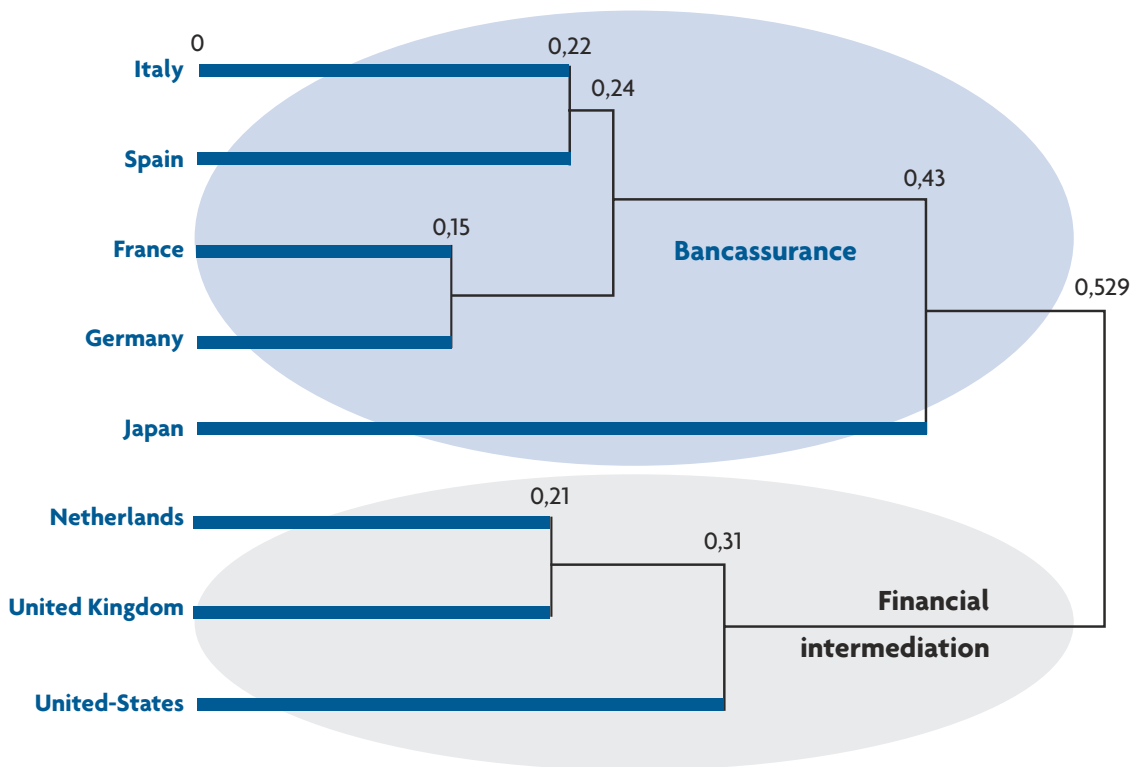
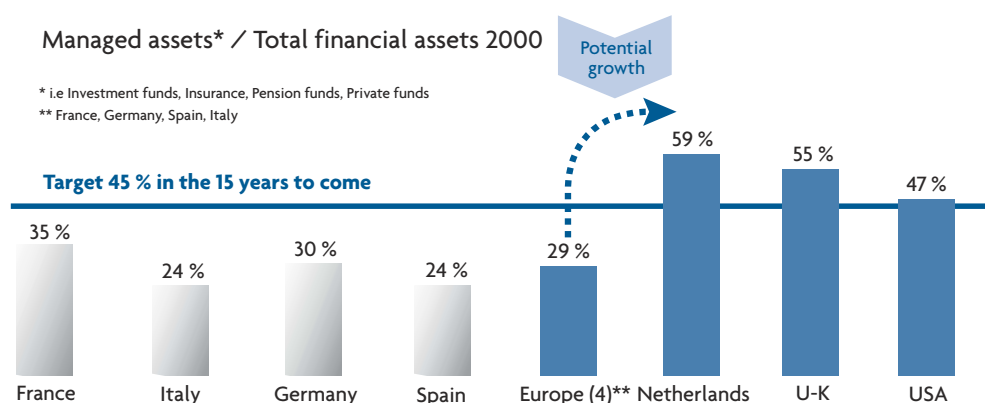


Tableau 2. Matrice de corrélation entre pays en fonction de la composition de leurs actifs financiers 1995/2000

Table 2. Correlation matrix between countries according to the composition of their financial assets 1995/2000

	Italy	France	Germany	Netherlands	Spain	U-K	Japan	USA
Italy	1							
France	0.73/0.72	1						
Germany	0.88/0.76	0.93/0.88	1					
Netherlands	0.22/0.13	0.33/0.23	0.43/0.31	1				
Spain	0.78/0.82	0.94/0.90	0.93/0.82	0.41/0.31	1			
U-K	0.33/0.34	0.61/0.68	0.61/0.61	0.85/0.80	0.61/0.62	1		
Japan	0.78/0.48	0.95/0.77	0.97/0.91	0.52/0.40	0.93/0.70	0.72/0.69	1	
USA	0.33/0.64	0.30/0.45	0.28/0.29	0.55/0.52	0.41/0.67	0.48/0.49	0.28/0.11	1

Histogramme 1. Perspectives de croissance des gestionnaires d'actifs européens
Histogram 1: Growth perspectives for european asset managers



Renouvellement de la méthodologie d'analyse du comportement d'épargne

par Nguyen The Van¹

Renewal of the methodology for analysing savings behaviour

by Nguyen The Van¹

L'épargne des ménages joue un rôle de plus en plus important dans l'évolution économique, surtout lorsque la demande des entreprises est déprimée. Actuellement, le comportement des ménages présente des aspects contradictoires, car le dynamisme de l'épargne, démontré par l'élévation du taux d'épargne à un niveau record, va de pair avec une grande vitalité à la fois du marché du logement et de la consommation, principal moteur de la croissance. Certes, on peut penser que la progression appréciable du pouvoir d'achat en raison des baisses d'impôts a dynamisé à la fois consommation et épargne. Toutefois, dans le passé, on a observé de longues périodes de déconnexion entre l'évolution des revenus et celle de l'épargne.

En fait, depuis longtemps, de nombreuses interrogations portent sur la mesure même de l'effort d'épargne : un indicateur simple comme le taux d'épargne peut-il rendre compte d'un comportement de plus en plus complexe ? En effet, le schéma keynésien, qui considère l'épargne comme un résidu - ce qui reste du revenu après la consommation - paraît de plus en plus contestable. La consommation des ménages a changé de nature : dans une économie avancée, elle n'est plus réductible aux seules dépenses de subsistance. Les biens durables et semi-durables représentent actuellement près de 22 % de la consommation. Celle-ci est donc plus flexible qu'autrefois. Par ailleurs, les placements d'épargne contractuelle (PEL, PEP et contrats d'assurance-vie) prennent une place grandissante.

De plus, l'utilisation des crédits permet de desserrer les contraintes de trésorerie des ménages. Si l'endettement génère des ressources dans un premier temps, il s'accompagne ensuite de contraintes de remboursement en capital et en intérêts. Il apparaît donc indispensable d'incorporer le comportement d'endettement dans l'analyse de l'épargne.

Par ailleurs, du fait de la montée en puissance de l'épargne financière, les revenus financiers (intérêts, dividendes) sont devenus non négligeables dans la formation du

Households' savings play an increasingly important role in economic development, above all when company demand is depressed. At present, household behaviour shows contradictory aspects, because the dynamism of savings, demonstrated by the rise in the savings rate to a record level, is going hand in hand with great vitality both in the housing market and consumption, the main motor of growth. Certainly it can be believed that the appreciable progress in purchasing power, due to the lowering of taxes, has stimulated both consumption and saving. However, in the past long periods of disconnection between the development of income and savings have been noticed.

For a long time the measurement of the savings effort has been raising numerous questions: does a simple indicator, like the savings rate, take increasingly complex behaviour into account? In practice, the Keynesian scheme, which considers savings as a residue - what remains of income after consumption - appears increasingly open to question. Household consumption has changed its pattern: in an advanced economy it can no longer be reduced to living expenses. Durable and semi-durable goods currently amount to 22% of consumption; it is therefore much more flexible than previously. Moreover, the contractual investment of savings (PEL, PEP and life insurance contracts²) are playing a growing role.

Furthermore, the use of loans enables households' cash constraints to be staggered. If debt generates funds in the first stage, it subsequently entails repayment in capital and interest. It therefore seems necessary to incorporate debt behaviour into the analysis of savings. Finally, owing to the growing strength of financial savings, financial income (interest, dividends) has become significant in the formation of overall income. Yet, bearing in mind the strong concentration of capital, a large part of this income is itself saved. The real savings

1. Responsable de l'Économie Bancaire, BNP Paribas.

1. Head of banking Economics, BNP Paribas.

2. Editor's note: Plans d'Épargne Logement, Plans d'Épargne Populaire and assurance-vie (life insurance) are French households' main medium to long-term savings products benefitting from a preferential tax treatment along with Plan d'Épargne en Actions (equity plans).

revenu global. Or, compte tenu de la forte concentration des patrimoines, une grande partie de ces revenus sont eux-mêmes épargnés. L'effort réel d'épargne ne doit dans ce cas être mesuré qu'à l'aune des souscriptions nettes, excluant les revenus créés ex nihilo par le système.

Enfin, les variations des indices boursiers engendrent des plus ou moins-values (réelles et potentielles) qui ne sauraient être ignorées. S'il est vrai que l'effet de richesse ne joue qu'un rôle modeste dans l'arbitrage consommation/épargne des ménages en Europe², les turbulences boursières ne sont pas neutres dans la recomposition des actifs monétaires et financiers. Toutes ces considérations appellent à un renouvellement de la méthodologie d'analyse, exigeant de nouvelles méthodes de mesure.

1. Une méthodologie revisitée

L'analyse des flux d'épargne est généralement conduite à partir de l'articulation des comptes des ménages dans la comptabilité nationale :

- 1 Épargne =
Revenu disponible - Consommation
- 2 Épargne financière =
Épargne totale - FBCF³ des ménages
- 3 Épargne financière = Placements financiers +
Remboursements des crédits anciens -
Crédits nouveaux

où les équations 2 et 3 (ici simplifiées à l'extrême, car nous avons ignoré les ajustement divers⁴) traduisent la cohérence entre les flux de capital et les flux financiers.

Pour éviter un schéma quelque peu artificiel de décision à plusieurs étapes : partage du revenu disponible en consommation /épargne, puis utilisation de l'épargne pour financer en priorité la FBCF, puis enfin affectation du dernier solde entre les différents emplois financiers, on peut résumer ces trois équations en une contrainte de trésorerie unique :

- 4 Revenu disponible = Consommation +
FBCF + Placements financiers -
Crédits nouveaux nets des remboursements

Dans la pratique, les remboursements des crédits constituent la première contrainte dans les décisions budgétaires. Ils réduisent les ressources de trésorerie disponibles pour la consommation et les investisse-

effort in this case can only be measured in the light of net subscription, excluding income created ex nihilo by the system.

Lastly, variations in stock exchange indexes cause greater or lesser capital gains (real and potential) which cannot be ignored. If it is true that the wealth effect only plays a modest role in household consumption/savings allocation in Europe³, stock exchange upheavals are not neutral in the allocation of monetary and financial assets.

All these considerations call for a renewal of the methodology of analysis, requiring new measurement methods.

1. A fresh look at methodology

Analysis of savings flows is generally conducted by considering of household accounts in the framework of national accounts:

- 1 Savings =
Disposable income - Consumption
- 2 Financial savings =
Total savings - Households' GFCF⁴
- 3 Financial savings =
Financial investments +
Repayment of old loans - New loans

Where the equations 2 and 3 (here extremely simplified, because we have ignored various adjustments⁵) reflect the coherence between capital and financial flows.

To avoid a somewhat artificial scheme for decision taking in several stages -allocation of disposable income to consumption/savings, then the use of savings to finance GFCF as a priority, lastly allocation of the final balance between the different financial usages- the three equations can be summarised in a single cash condition:

- 4 Disposable income = Consumption + GFCF +
Financial investments -
New loans net of repayment

In practice, the repayment of loans form the first constraint in budgetary decisions. They reduce disposable cash funds for consumption and investment (physical and financial). On the other hand, the use of new loans can

2. Voir, par exemple, l'étude "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market" citée dans la Lettre de l'OEE n°7 p.28-31.

3. Formation brute de capital fixe. Pour les ménages, il s'agit des logements et des investissements des EI (entrepreneurs Individuels).

4. Transferts en capital, aides à l'investissement, prime d'épargne...

3 Editor's note: See, for example the study "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market" quoted in OEE Letter N° 7 p. 28-31

4 Gross fixed capital formation. In the case of households, this covers housing and the investments of the SE (self-employed).

5 Capital transfers, investment subsidies, savings bonuses...

ments (physiques et financiers). En revanche, l'utilisation des crédits nouveaux permet de diminuer l'autofinancement des dépenses de consommation et d'investissement. Pour mettre en évidence l'influence du comportement d'endettement, on peut réécrire l'équation 4 sous la forme :

$$5 \quad \text{Ressources disponibles en trésorerie} = \text{Autofinancement de la consommation} + \text{Autofinancement des investissements} + \text{Placements financiers}$$

où :

- Les **ressources disponibles** (en trésorerie) sont définies comme la différence entre le revenu disponible et les remboursements des crédits (habitat, consommation, financement des entrepreneurs individuels)⁵. En fait, dans le calcul des ressources disponibles, il faut tenir compte d'autres facteurs comme le "décalage comptable" au sens large. Ce décalage comptable inclut notamment les délais de paiements obtenus par les ménages (crédits commerciaux des EI), les abandons de créances des banques, les plus-values réalisées, etc. Il peut représenter jusqu'à 10 % du revenu disponible, mais tend à se réduire ces dernières années.

- L'**autofinancement de la consommation** est la différence entre les dépenses de consommation et les crédits nouveaux à la consommation⁶.

- L'**autofinancement des investissements** comprend deux composantes : l'autofinancement des investissements en logement, et l'autofinancement des investissements des entrepreneurs individuels. Pour l'immobilier, normalement seule la production des crédits servant aux logements neufs et à la rénovation est à rapprocher de la FBCF immobilière. En fait, les crédits destinés au financement des transactions sur les logements anciens peuvent être indirectement affectés au financement d'une opération dans le secteur neuf, dans la mesure où, d'après des données d'enquêtes, environ 30 % des fonds servant à un achat immobilier proviennent de la revente d'un bien ancien. Il est donc plus judicieux de corriger le financement du neuf pour tenir compte de ce phénomène. La non-corrrection revient à supposer que la totalité des crédits servant aux transactions sur l'ancien est recyclée vers d'autres emplois (financement indirect des placements financiers, et, marginalement, financement de la consommation).

decrease the self-financing of consumption and investment expenditure. To show the influence of debt behaviour, equation 4 can be re-written in the form:

$$5 \quad \text{Funds available in cash} = \text{Self-financing of consumption} + \text{Self-financing of investment} + \text{Financial investments}$$

where:

- **Available funds** (in cash) are defined as the difference between disposable income and the re-payment of loans (accommodation, consumption, financing of the self-employed)⁶. In the calculation of available funds, account must be taken of other factors such as the "accounting time lag" in the broad sense of the term. This time lag notably includes the delays in payment obtained by households (commercial loans of the SE), abandonment of bank credits, capital gains achieved, etc. It can represent up to 10% of disposable income but has tended to decrease in recent years.

- **Self-financing of consumption** is the difference between consumption expenditure and new consumer credits⁷.

- **Self-financing of investments** comprises two components: the self-financing of investments in housing, and the self-financing of investments by the self-employed. In the case of property, normally only the production of loans being used for new accommodation and renovation relates to the property GFCF. In fact, loans used for financing transactions on old housing can indirectly be allocated to financing of operations in the new sector, insofar as, according to survey data, about 30% of funds used to purchase property come from the sale of an old good. It is therefore wiser to correct the financing of the new to take this practice into account. Non-correction amounts to supposing that the total of loans used for transactions on the old is recycled to other uses (indirect financing of financial investments, and, marginally financing consumption).

⁵ Les remboursements d'intérêts sont déjà pris en comptes dans le calcul du revenu disponible.

⁶ Ici, par simplification, nous supposons que seuls les crédits à la consommation financent les dépenses de consommation. En fait, dans la réalité (surtout dans les pays anglo-saxons), des crédits immobiliers peuvent servir à financer la consommation.

⁶ Interest payments are already taken into account in the calculation of disposable income.

⁷ In this case, by simplification we suppose that consumer credit only finances consumer expenditure. In fact, in practice, (above all in Anglo-Saxon countries), mortgages can be used to finance consumption.

À partir de cette équation de trésorerie, on peut définir des soldes intermédiaires :

● **L'épargne en trésorerie** est la différence entre les ressources en trésorerie et l'autofinancement de la consommation. Cette épargne est disponible pour les placements immobiliers et financiers. Le **taux d'épargne en trésorerie** est obtenu en rapportant l'épargne en trésorerie aux ressources disponibles.

● La différence entre l'épargne en trésorerie et l'autofinancement de l'immobilier et des EI fournit la **capacité de financement en trésorerie** ou l'épargne financière disponible (en trésorerie). En rapportant cette capacité à la trésorerie disponible, on obtient un taux (**taux d'épargne financière en trésorerie**) qui décrit le comportement financier.

En fait, ainsi définie, l'épargne financière en trésorerie ne traduit pas l'effort d'épargne financière, car une partie des placements financiers résulte du réinvestissement des intérêts et dividendes des placements anciens, sans nécessiter d'apports en épargne nouvelle. Plus précisément, une augmentation du patrimoine financier des ménages résulte non seulement de l'effort d'épargne nette, mais aussi d'un effet de revenu (capitalisation d'intérêts ou de dividendes) et d'un effet de valorisation au prix de marché. La variation de l'encours d'un actif financier peut être décomposée de la façon suivante :

$$\text{Variation de stocks} = \text{Effet souscription} + \text{Effet revenu} + \text{Effet valorisation}$$

L'**effet de valorisation** désigne la variation de la valeur de chaque actif due aux variations de prix des éléments qui le composent. Les produits susceptibles d'être cotés sur un marché secondaire : actions, obligations... sont valorisés selon ce principe. En revanche, les produits bancaires traditionnels (dépôts bancaires) sont enregistrés en valeur historique, et ne présentent pas d'effet de valorisation (sauf pour les dépôts en devises).

L'**effet revenu** est défini par les revenus d'intérêts et les dividendes encaissés et réinvestis. Par ailleurs, comme nous l'avons signalé, une partie des crédits aux logements anciens est recyclée dans les placements financiers. Au total, l'**effort net d'épargne financière**, que l'on peut également désigner par l'**effet souscription net-autofinancée**, est égal aux souscriptions nettes minorées des crédits au logement ancien non recyclés vers le logement neuf. Ces concepts semblent plus pertinents que les concepts classiques :

In the cash equation, intermediary balances can be defined:

● **Cash savings** is the difference between cash funds and self-financing of consumption. This saving is available for property and financial investment. The **cash savings rate** is obtained by relating cash savings to disposable funds.

● The difference between savings in cash and self-financing of property and of the SE supplies the **capacity for cash financing** or the financial savings disposable (in cash). By relating this capacity to available cash, a rate (**financial savings rate in cash**) is obtained which describes the financial behaviour.

Defined in this way financial savings in cash does not reflect the financial saving effort, because a part of financial investment results from the re-investment of interest and dividends from former investments, without necessitating the support of new savings. More precisely, an increase in households' financial capital results not only from the net savings effort, but also from an income effect (capitalisation of interest or dividends) and a valuation effect at market price. The change in outstanding financial assets can be broken down as follows:

$$\text{Change in stocks} = \text{Subscription effect} + \text{Income effect} + \text{Valuation effect}$$

The valuation effect designates the change in value of each asset due to variations in the price of its components. The products that are likely to be listed on a secondary market: shares, bonds, etc. are valued according to this principle. On the other hand traditional banking products (deposit balances) are recorded at their original value, and do not produce any valuation effect (except for currency deposits).

Income effect is defined by the income from interest and dividends paid in and re-invested. In addition, as we have pointed out, a part of old mortgages is recycled into financial investments. In total the net effort of financial savings, which can likewise be designated by the net self-financed subscription effect, is equal to net subscriptions minus old mortgages not recycled to new housing.

These concepts seem more relevant than the traditional concepts:

- On analyse très souvent le comportement d'endettement des agents économiques à partir des statistiques d'encours de crédits publiées par les autorités monétaires, en utilisant par exemple le ratio endettement/revenu disponible. Or, par définition, ces encours comportent un grand poids du passé, surtout en ce qui concerne les crédits longs. Il n'est pas étonnant dans ce cas de constater que les corrélations entre les crédits et les variables conjoncturelles à court terme sont souvent décalées. L'utilisation des taux d'autofinancement de la consommation et de l'immobilier (ou de manière équivalente, les taux de recours au crédit pour ces dépenses), tels que nous avons définis, permettent d'éviter ces inconvénients.
- De même, les taux d'effort d'épargne précédemment définis traduisent mieux le comportement d'épargne nouvelle, indépendamment des facteurs exogènes comme les flux de revenus financiers générés par le système, les variations de patrimoine dues aux fluctuations des valeurs de marché ou les ressources provenant des crédits de financement du marché de l'ancien.

2. Problèmes de mesure

L'application des concepts précédents nécessite, d'une part, la mesure des flux de production nouvelle et des remboursements des crédits, et, d'autre part, le calcul de l'**effet revenu** et de l'**effet valorisation pour les actions**. Les systèmes statistiques actuels ne collectent pas, de manière exhaustive, ces types de données. Pourtant, elles existent au sein du système d'information de la plupart des banques. Dans la gestion du bilan (gestion actif-passif, ou ALM) et dans le processus de contrôle de gestion, ces données sont en effet nécessaires. Souhaitons que les autorités statistiques et monétaires se penchent sur la question dans un avenir proche.

Dans cette attente, nous avons tenté d'appliquer notre méthodologie à l'analyse de l'épargne en France en utilisant des données partielles aujourd'hui disponibles. Les résultats de cette étude ont été publiés dans la revue *Conjoncture* de BNP Paribas⁷, et incluent des précisions méthodologiques, notamment sur la méthode de mesure des flux de production nouvelle et des remboursements des crédits et sur celle de calcul de l'effet revenu et des souscriptions nettes.

- *Very often the debt behaviour of economic operators, taken from the statistics of outstanding loans published by the monetary authorities, is analysed by using, for example, the debt/disposable income ratio. Yet, by definition, these outstandings include a great weight from the past, above all relating to long-term loans. In this case it is not surprising to find that the correlations between loans and short-term economic variables are often staggered. The use of self-financing rates for consumption and property (or similarly, the rates of recourse to loans for expenses), as we have defined them, enable these snags to be avoided.*

- *Similarly, the saving effort rates defined above better reflect the behaviour of new savings, independently of external factors such as the flows of financial income generated by the system, changes in capital due to fluctuations in market values or funds coming from financial loans of the former market.*

2. Problems of measurement

*The application of the preceding concepts necessitate, on the one hand, the measurement of new production flows and repayment of loans, and, on the other, the calculation of the **Income effect** and the **valuation effect** from shares. The present statistical systems do not, in an exhaustive way, collect these types of data. However, they exist within the information system of the majority of banks. In the management of the balance sheet (Asset-Liability Management or ALM) and in the process of management control, these data are in fact necessary. We would like the statistical and monetary authorities to tackle the question in the near future.*

*In the meantime, we have attempted to apply our methodology to the analysis of savings in France by using the partial data now available. The results of this study have been published in the *Conjoncture* review of BNP Paribas⁸. They include methodological explanations, notably on the method for measuring the flows of new production and the repayments of loans and on the method for calculating the income effect and net subscriptions.*

7 "Comportement financier des ménages", Nguyen The Van, février 2003. L'étude est disponible en ligne sur le site suivant : <http://economic-research.bnpparibas.com>.

8 "Households' financial behaviour", Nguyen The Van, February 2003. The study is available on line on the following site: <http://economic-research.bnpparibas.com>.

Adossement des dépôts à vue : peut-on passer d'une approche conventionnelle à l'analyse des comportements clientèle ?

Pierre-Manuel Sroczyński¹

Hedging current account deposits: possible move from a conventional approach to the analysis of customer behaviour?

Pierre-Manuel Sroczyński

L'une des missions d'Efiposte, entreprise d'investissement filiale de La Poste, est d'adosser la gestion financière des comptes-chèque postaux (CCP). Le 18 mars 2003, Efiposte a organisé des rencontres (Rendez-Vous d'Efiposte) sur le thème de l'adossement des dépôts à vue. Didier Davydoff, Directeur de l'OEE, y a resitué le contexte dans lequel les arbitrages financiers des ménages européens affectent les dépôts.

Il a notamment évoqué :

- une tendance globalement baissière depuis 30 ans de la part des moyens de paiement dans les actifs financiers des ménages européens ;
- une tendance à l'augmentation de la part de la monnaie scripturale au sein des moyens de paiement (masse monétaire M1), malgré la subsistance de différences de niveau entre pays ;
- l'impact relativement faible de l'autorisation de la rémunération des comptes à vue sur leur rémunération effective (à l'exemple de l'Espagne, notamment): les niveaux de rémunération des dépôts à vue n'excédant guère en effet 1 %.

Outre la présentation reproduite ci-après, les présentations de Didier Davydoff et l'intervention de Dominique Namur, Professeur des Universités, Conseiller scientifique au Commissariat Général du Plan sont disponibles sur le site de l'OEE.

Éléments de contexte

La fonction commerciale d'une banque de détail a pour vocation de distribuer des produits à la clientèle au meilleur prix. Selon le principe de séparation des fonctions, la gestion des risques financiers (taux, liquidité) ainsi générés est transférée à la sphère financière par un mécanisme d'adossement "notionnel". Chaque prêt ou dépôt est ainsi virtuellement adossé auprès de la gestion actif passif par un contrat interne de maturité identique.

One of the tasks of Efiposte, an investment company of La Poste, is to provide hedging for the financial management of postal cheque accounts (CCP or "comptes chèque postaux"). On 18 March 2003 Efiposte organised meetings (Efiposte Rendez-Vous) on the theme of hedging current account deposits. Didier Davydoff, Director of the OEE, repositioned the context in which European households' financial choices affect deposits.

He notably pointed out:

- *an overall declining tendency in the last thirty years in the share of means of payment in the financial assets of European households;*
- *a tendency for the share of currency to increase within the means of payment (M1 money supply), despite the remaining differences in level between countries;*
- *the relatively weak impact of the authorisation for current account remuneration (particularly the example of Spain): levels of remuneration on current account deposits scarcely exceed 1%.*

Apart from the article reproduced below, the presentations of Didier Davydoff and the statement of Dominique Namur, University Professor, Scientific Advisor to the Commissariat Général du Plan are available on the OEE website.

Context

The commercial function of a retail bank is to provide products to its customers at the best price. According to the principle of separation of functions, the management of financial risks (rates, liquidity) generated is transferred to the financial sphere by a "notional" hedging mechanism. Each loan or deposit is consequently virtually backed in asset-liability management by an internal contract with identical maturity.

1. Directeur de la Gestion Actif Passif, Efiposte.

1. Director of Asset Liability Management, Efiposte

Quelle maturité retenir pour l'adossement notionnel des dépôts à vue ? Efiposte est particulièrement sensible à cette question, dans la mesure où elle traduit directement sur les marchés financiers la politique de transformation des dépôts à vue retenue.

À l'occasion de l'entrée en vigueur du nouvel accord de Bâle II², les autorités de régulation nationales s'intéresseront également de près à cette question. Le champ de la supervision qu'elles exerceront au titre du pilier 2 inclut en effet le risque de taux du portefeuille bancaire. À ce titre, une politique conventionnelle d'adossement des dépôts à vue, reposant essentiellement sur des principes de prudence et de bon sens, est acceptable à condition d'être explicitement définie comme telle et de rester stable. En revanche, il est clairement indiqué que toute évolution de cet adossement devra être étayée par des analyses complémentaires. Faute de quoi, l'établissement s'expose à une charge supplémentaire en fonds propres.

Nous pensons que l'argument opposé par les banques à une approche uniformisée de la mesure du risque de taux du portefeuille bancaire est juste. Le profil de clientèle diffère d'un établissement à l'autre, appliquer aux dépôts à vue de toutes les banques une convention identique contrasterait avec l'évolution actuelle de la réglementation, qui incite à l'utilisation de modèles internes. Nous pensons qu'il convient de passer de l'argument à la pratique, en liant explicitement la politique d'adossement des dépôts à vue à la structure de la clientèle de déposants de l'établissement.

Méthodes et résultats

La première étape consiste à segmenter une population de clients selon deux axes : volatilité (reflet de l'utilisation au quotidien du compte courant) et échéance maximale de placement (traduit la préférence du client pour la liquidité sur le long terme).

L'information disponible à ce stade est une simple chronique historique d'encours. La qualité de la segmentation obtenue dépend de la taille du panel (65 000 clients dans notre cas) et de la profondeur d'historique (au moins 5 ans, idéalement 10 ans). Les segments sont ensuite identifiés à l'aide des

What maturity should be chosen for the notional backing of current account deposits? Efiposte is particularly sensitive to this question, insofar as the policy for the transformation of current account deposits is directly reflected on financial markets.

When the new Basel II² agreement enters into force, national regulatory authorities will also be closely interested in this question. The scope of supervision, which they exercise by virtue of the pillar 2, includes the rate risk of the banking portfolio. In this respect, a conventional policy for the hedging of current account deposits, mainly based on caution and common sense, is acceptable provided that it is explicitly defined as such and remains stable. On the other hand, it is clearly shown that any development in this hedging will have to be supported by additional analyses. Failing this, the establishment becomes exposed to an additional charge in own funds.

We think the argument whereby the banks oppose a uniform approach to the measurement of the rate risk of the banking portfolio is wise. The customer profile differs from one establishment to another; to apply an identical convention to all banks would be contrary to the current development of regulation, which encourages the use of internal models. We believe that the move from discussion to practice should be made, explicitly linking the policy for hedging account deposits to the customer structure of the establishment's depositors.

Method and Results

The first stage consists of segmenting a customer population according to two lines: volatility (showing the daily use of the current account) and the maximum investment duration (reflects the customer's preference for liquidity in the long-term).

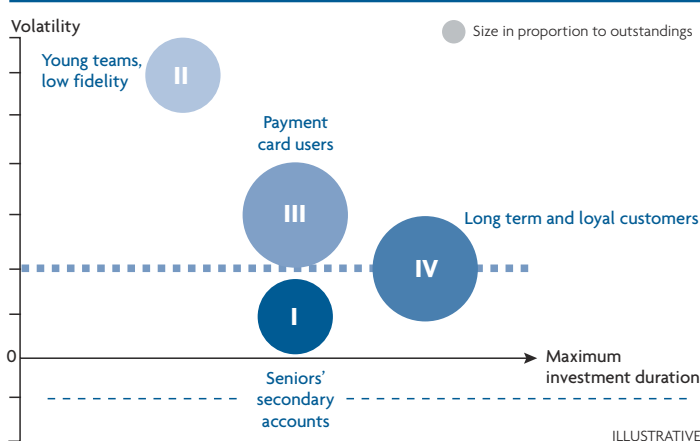
The information available at this stage is a simple record of outstandings. The quality of the segmentation obtained depends upon the size of the panel (65,000 customers in our case) and the length of the time period (at least five years, ideally ten years). The segments are subsequently identified with the aid of

2. Prévue en 2007.

2. "Planned for 2007"

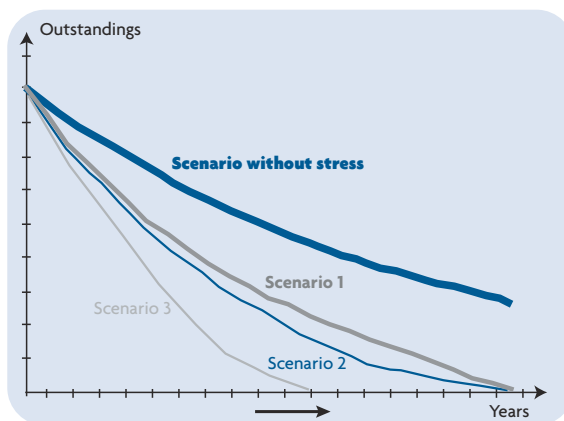
traits de caractéristiques communs entre clients d'un même segment.

Le résultat consiste en une cartographie "ALM" de la clientèle.



common features between customers in the same segment.

The result consists of an "ALM" map of the customer base.



L'amortissement de l'encours global est ainsi égal à la résultante de l'amortissement de chaque segment, pondéré par son poids relatif.

Il est alors possible de simuler des chocs, de nature commerciale et/ou réglementaire. Une loi d'écoulement est alors associée à chaque scénario de stress.

The depreciation of total outstandings thereby equals the result of the depreciation of each segment, weighted according to its relative weight.

It is then possible to simulate shocks, of a commercial and/or regulatory kind.

A running ratio is then associated with each stress scenario.

Principaux enseignements et pistes de développement

L'objectif poursuivi à travers une démarche de ce type est de passer du caractère inerte d'une convention d'adossé, basée sur des observations historiques de long terme par exemple, à la réactivité d'une politique de placement qui anticipe les déformations de la structure de la clientèle.

Nous avons pu vérifier ce caractère réactif en effectuant cette analyse en septembre 2001, puis en la renouvelant en juin 2002. Le fort impact sur les encours de dépôts à vue du passage à l'euro fiduciaire a été capté par le modèle, et l'évolution de l'adossé qu'il a suggérée s'est révélée adaptée au contexte.

Les pistes de développement sont :

- Déterminer un nombre optimal de segments, pour éviter des phénomènes d'instabilité.
- Attribuer un " score ALM " aux nouveaux clients, ce qui suppose l'enrichissement de la collecte de données explicatives de leur comportement.
- Réconcilier les segments utilisés par les services marketing et ALM, afin de contribuer à la cohérence des stratégies commerciale et financière.

Main Lessons and Ways Ahead

The objective pursued by a process of this type is the transition from the inertia of a hedging convention, based on for example long-term observation, to a system of reaction to an investment policy, which anticipates changes in the structure of the customer base.

We have been able to verify this reactive system by carrying an analysis in September 2001, then by renewing it in June 2002. The strong impact on the outstandings of current account deposits, owing to the transition to the currency Euro, has been captured by the model and the evolution in hedging, which it has suggested, has proved suited to the context.

The ways ahead are:

- To ascertain an optimal number of segments, to avoid instability;
- To attribute an "ALM score" to new customers, which supposes an increase in the collection of data explaining their behaviour;
- Reconciling the segments used by the marketing services and ALM, in order to contribute to the coherence of commercial and financial strategies.

Risques opérationnels et exigences en fonds propres pour les sociétés de gestion : articulation entre Bâle 2 et les directives européennes

par Carlos Pardo¹

Operational risks and own funds requirements for management companies: Connection between Basel 2 and European Directives

by Carlos Pardo¹

Dans le cadre général de ses réflexions et consultations visant à réformer l'actuel ratio "Cooke", le Comité de Bâle a proposé, entre autres, l'introduction d'un capital spécifique aux risques opérationnels dans le premier pilier du dispositif à venir, dit "Mc Donough" ou "Basel 2"². Il est aussi prévu que le montant minimum de capital réglementaire soit appliqué non seulement aux banques et aux groupes bancaires, mais aussi aux holdings, le capital afférent aux risques opérationnels étant calculé par ligne d'activité, dont la gestion pour compte de tiers. L'objectif, à ce stade, du comité de Bâle est l'adoption de nouvelles règles à l'automne 2003, pour qu'elles puissent être mises en place en 2006.

Parallèlement, la Commission européenne a lancé une consultation en matière de capitaux propres réglementaires afin de réviser la directive "Capital Adequacy" qui, elle, s'applique aussi bien aux entreprises d'investissement (et donc aux sociétés de gestion) qu'aux banques et groupes bancaires. La Commission a également prévu de modifier, dans un délai de trois ans, les exigences en capitaux propres des fonds d'investissement figurant dans la nouvelle directive UCITS III. Toutes ces révisions devraient se faire en cohérence avec Bâle 2 et compte tenu de certaines spécificités européennes.

1. La directive UCITS III prévoit déjà des règles spécifiques à la gestion de fonds d'investissement

Cette directive (2001/107/CEE du 21 janvier 2002) comporte de nombreuses dispositions, mais nous ne nous intéresserons dans la suite qu'à celles relatives aux capitaux propres réglementaires. Cette directive doit encore être transcrite dans la législation française et entrera en application en 2004. Le capital minimal requis des sociétés

In the general context of deliberations and consultations for reforming the present "Cooke" ratio, the Basel Committee, among other things, has proposed the introduction of a specific capital for operational risks within the first pillar of the forthcoming so-called "McDonough" or "Basel 2"² scheme. It is also prescribed that the minimum amount of capital, subject to regulation, be applied not only to banks and banking groups, but also to holding companies, the relevant capital for operational risks being calculated according to the type of activity, including management on behalf of third parties. The objective, at this stage, of the Basel Committee is to adopt new rules in the autumn of 2003, so that they can be introduced in 2006.

At the same time, the European Commission has started a consultation on the subject of regulatory own capital in order to revise the "Capital Adequacy" directive which, in this case, also applies both to investment companies (and therefore management companies) as well as banks and banking groups.

The Commission has also prescribed the amendment, within a three-year time limit, of own capital requirements for investment funds featuring in the new UCITS III directive. All these revisions will have to be made in accordance with Basel 2 and taking into account some specific European requirements.

1. UCITS III directive already prescribes specific rules for the management of investment funds

The Directive (2001/107/EEC of 21 January 2002) contains a large number of provisions, but in the following we are only interested in own capital subject to regulation. This directive still has to be transposed into French legislation and will enter into application in 2004. The minimum capital required for management companies of the coordinated UCITS type

1. Directeur des études économiques de l'AFG-ASFFI.

2. Le premier pilier est constitué des capitaux propres minima selon le type de risque (de crédit, de marché et opérationnel); les deux autres piliers sont le processus de surveillance prudentielle et la discipline de marché.

1. Director of Economic Studies at AFG-ASFFI.

2. The first pillar is constituted by minima own capital according to the type of risk (credit, market and operational); the two other pillars are processes for prudential surveillance and market discipline.

de gestion d'OPCVM coordonnés (UCITS) sera désormais de 125 000 euros (au lieu de 50 000 dans le dispositif actuellement en vigueur). Par ailleurs, si la société de gestion gère plus de 250 millions d'euros, les capitaux propres devront être d'au moins 2 points de base (0,02 %) des capitaux gérés dès le premier euro, en plus du minimum de 125 000 euros. Ce montant supplémentaire pourra être réduit de moitié, si la société de gestion est filiale d'un groupe important qui s'en porte garant. Ainsi, si une société a un actif géré de 500 millions d'euros :

Capital minimal	125 000
0,02 % de 500 000 000	100 000
Total	225 000 euros

Il est à noter que la règle des 25 % des frais généraux, contenue dans CAD 1, devrait continuer à s'appliquer, et que sera retenu le plus élevé de ces deux montants. Ainsi, si les frais généraux sont d'un million d'euros, le montant des capitaux propres exigé sera de 250 000 euros, au lieu de 225 000 euros.

2. Bâle 2 devrait influencer directement les mesures prises par la Commission en matière de capitaux propres (CAD 2), notamment les entreprises d'investissement

En matière de gestion de risques opérationnels, Bâle II prévoit trois méthodes de calcul pour les capitaux propres; les paramètres et modalités d'application étant encore susceptibles d'être modifiés.

Une méthode simple (*Basic Indicator Approach - BIA*), fondée sur le produit d'un indicateur unique du revenu brut³. Ce système prévoit un calcul forfaitaire du capital en couverture des risques opérationnels en appliquant un coefficient alpha, estimé actuellement à 15 % pour les activités de gestion pour compte de tiers, sur les revenus bruts.

L'«Approche Standard» (STA), quant à elle, vise un meilleur ajustement au risque spécifique de chaque ligne d'activité. Si l'assiette de calcul (revenu brut) est la même que pour le BIA, le capital exigé sera fonction de l'exposition relative de chaque branche d'activité aux risques de pertes opérationnelles. Ainsi, la gestion pour compte de tiers se voit appliquer un paramètre bêta de 12 %, l'activité «corporate» 18 %... (v. tableau ci-après).

will from then on be 125,000 Euros (instead of 50,000 in the scheme currently in force). In addition, if the management company manages more than 250 million Euros, own capital will have to be at least two basis points (0.02%) of the capital managed, starting from the first Euro, in addition to the 125,000 Euros minimum. This additional amount can be reduced by half, if the management company is an affiliate of a large group which acts as guarantor. Thus, if a company has 500 million Euros in managed assets:

Minimal capital	125 000
0.02% of 500 000 000	100 000
Total	225 000 Euros

It should be noted that the rule of 25% of general expenses, contained in CAD 1, remains in force and the higher of the two amounts will be applied. In this way, if general expenses are one million Euros, the amount of own capital required will be 250 thousand Euros, instead of 225 thousand Euros.

2. Basel 2 will directly influence the measures taken by the Commission on the subject of own capital (CAD 2), notably investment companies

On the subject of the management of operational risks Basel 2 prescribes three methods for the calculation of own funds: the parameters and application procedures being still liable to be amended.

A simple Basic Indicator Approach -BIA is based on the product of a single gross income³ indicator. The system prescribes a comprehensive calculation for capital to cover operational risks by applying an alpha coefficient, currently estimated at 15% of gross income for management activities on behalf of third parties.

The «Standard Approach» (STA), in this particular case, aims at a better adjustment of specific risk for each type of activity. If the total basis of the calculation (gross income) is the same as for the BIA, the capital required will be in accordance with the relative exposure of each branch of activity to the risk of operational losses. For instance, in the case of management on behalf of third parties a 12% beta parameter will be applied, for «Corporate»

³ Cet indicateur correspond en fait au produit net bancaire.

³ This indicator in fact corresponds to the net banking product.

Dans ses grandes lignes, cette méthode peut être adoptée si l'établissement est capable de mettre en place un système d'information permettant de déterminer le détail des risques opérationnels ligne par ligne sur les deux ou trois derniers exercices, ainsi que leur exposition probable aux risques opérationnels.

Business Lines	Beta factors
Corporate finance (β_1)	[18%]
Trading and sales (β_2)	[18%]
Retail banking (β_3)	[12%]
Commercial banking (β_4)	[15%]
Payment and settlement (β_5)	[18%]
Agency services (β_6)	[15%]
Asset management (β_7)	[12%]
Retail brokerage (β_8)	[12%]

Une méthode plus sophistiquée est également prévue, ou approche avancée (*Advanced Measurement Approach - AMA*), où les exigences en matière d'information sont bien plus élevées et devraient permettre une gestion prospective des risques.

3. Les exigences de capitaux propres doivent être recalibrées en tenant compte des spécificités de la gestion pour compte de tiers

Compte tenu du mécanisme proposé par Bâle, et repris par les services de la Commission dans son dernier document de consultation, deux autres points sont à souligner :

- Le coefficient bêta (12 %) proposé par le document CAD pour la méthode standard semble sur-dimensionné relativement aux autres activités concernées. En effet, une étude d'impact commandée par le Comité de Bâle (QIS2 - tranche 2¹) montre que parmi un échantillon de banques à activités variées, les activités de gestion pour compte de tiers ne contribuent qu'à hauteur de 2 % aux pertes totales constatées suite à la matérialisation de risques opérationnels. Le coefficient bêta prévu pour la gestion est pourtant à ce stade le même que celui de la banque de détail qui à elle toute seule explique 40 % des pertes dans le même échantillon.

activity 18%... (see table hereafter). Broadly, this method can be adopted if the establishment can institute an information system to ascertain, line-by-line, the detail of operational risks in the last two or three financial years, and also their probable exposure to operational risks.

A more sophisticated method, -Advanced Measurement Approach- AMA is also prescribed, where requirements on the subject of information are more exacting and must enable a forecast of risk management to be made.

3. Own capital requirements must be recalibrated to take into account the specific nature of management on behalf of third parties

Bearing in mind the mechanism proposed by Basel and replicated by the Commission services in its last consultation document, two other points are noteworthy.

- *The beta coefficient (12%) proposed for the standard method in the CAD document seems exaggerated by comparison with the other activities concerned. In fact, an impact study commissioned by the Basel Committee (QIS2 - section 2¹) shows that among a sample of banks with varied activities, management on behalf of third parties only contributes 2% of total losses occurring as a result of operational risks. The beta coefficient provided for management is, moreover, at this stage the same as that for the retail bank which alone accounts for 40% of the losses in the same sample. Therefore the level of the beta parameter -and consequently the alpha parameter in the basic method- applied to management must be*

⁴ Basel Committee on Banking Supervision, Risk Management Group, "The Quantitative Impact Study for Operational Risk: Overview of Individual Data and Lessons Learned", janvier 2002.

⁴ Basel Committee on Banking Supervision, Risk Management Group, "The Quantitative Impact Study for Operational Risk: Overview of Individual Data and Lessons Learned", January 2002.

Il faudrait donc reconsidérer le niveau du paramètre bêta - et par voie de conséquence celui du paramètre alpha dans la méthode de base - appliqué à la gestion, compte tenu notamment de son poids par rapport aux autres activités en termes de risques opérationnels. En outre, sous sa forme actuelle, l'assiette proposée pour calculer les capitaux propres n'est rien d'autre que le produit net bancaire, qui n'est pas un indicateur adapté aux métiers de la gestion.

● Enfin, il est souhaitable d'attribuer à l'assurance un rôle en matière de couverture et de réduction des risques opérationnels. En effet, un aspect positif du dernier projet de directive CAD considère précisément l'élargissement du principe de prise en compte de l'assurance en tant que facteur de réduction des risques opérationnels pour les trois méthodes de calcul des capitaux propres. Cette option, pour qu'elle exerce un rôle efficace sur le contrôle et la gestion des risques opérationnels, doit toutefois permettre aux sociétés de gestion de réduire en conséquence le niveau des capitaux demandés par la régulation.

4. Les règles actuelles posent un sérieux problème de distorsions de concurrence

Outre le problème posé par l'augmentation du niveau des capitaux réglementaires du fait de la mise en place de nouvelles règles, en attendant une nouvelle calibration des ratios, les professionnels s'inquiètent aujourd'hui des éventuelles distorsions de concurrence pouvant découler d'un manque d'articulation entre les nouvelles exigences de fonds propres inspirées par Bâle (CAD 2) et l'exigence contenue actuellement dans UCITS III (règle du quart des frais généraux issue de l'annexe IV de la CAD).

Les enjeux des débats et des réflexions en cours sur les capitaux propres, en tant qu'outil de régulation concourant à la protection des investisseurs, étant essentiels pour l'industrie de la gestion et ses clients, épargnants et investisseurs, plusieurs études ont été réalisées par des chercheurs universitaires à l'initiative des professionnels de la gestion pour compte de tiers. L'EAMA, l'association européenne des gérants d'actifs, a suscité à ce jour deux études : la première, publiée début 2001, porte sur les risques opérationnels⁵ et la

reconsidered, notably taking into account its weight in terms of operational risks by comparison with other activities. Furthermore, in its present form, the basic total proposed for the calculation of own capital is none other than the net banking product, which is not an indicator suitable for management operations.

● *Lastly, it is desirable to give insurance a role in the coverage and reduction of operational risks. A positive aspect of the last draft for the CAD directive considers the enlargement of the principle of taking insurance into account as a factor in the reduction of operational risks for the three methods of calculating own capital. This option, in order to fulfil an effective role in the control and management of operational risks, must however enable management companies to reduce in consequence the capital levels required by the regulation.*

4. Current rules raise a serious problem of distortion of competition

Apart from the problem raised by the increase in the regulatory level of capital, owing to the introduction of new rules while awaiting a new calibration of ratios, fund managers are now worried by the possible distortions of competition which might arise from the lack of a connection between the new own funds requirements from Basel (CAD 2) and the requirement at present contained in UCITS III (rule for the quarter of general expenses in accordance with Annex IV of the CAD).

The stakes in the discussions and deliberations taking place on own capital as a regulation tool for investor protection, are essential for the management industry and its clients, savers and investors. Therefore, several studies have been carried out by university researchers at the instigation of fund managers for management on behalf of third parties. EAMA, the European Association of Asset Managers, has up till now commissioned two studies: the first, published at the beginning of 2001, covers operational risk⁵ and the second, published at the end of 2002, the role of the deposi-

5. J. Franks, C. Mayer et OXERA, "Risk and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital Requirements?", publié par l'EAMA, Londres, janvier 2001 (disponible sur www.eama.org/publications/riskreport.pdf).

5. J. Franks, C. Mayer and OXERA, "Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital Requirements?", published by EAMA, London, January 2001 (available at www.eama.org/publications/riskreport.pdf).

seconde, publiée fin 2002, sur le rôle du dépositaire/conservateur en tant que facteur de réduction de ces risques⁶. La FEFSI, la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement, quant à elle, doit incessamment rendre publique une étude réalisée par des chercheurs de l'Université de Toulouse, spécifique à la gestion de fonds d'investissement en Europe⁷. L'ICI, l'association des mutual funds américaine, a également publié un rapport en 2002 rédigé par deux universitaires de ce pays⁸.

Les principales conclusions issues des études, en relation avec les risques opérationnels et les exigences en capitaux propres, rédigés par ces chercheurs sont les suivantes :

a) Même fixés à un niveau très élevé, les capitaux propres réglementaires ne contribueraient pas à améliorer la sécurité des investisseurs

Les sociétés de gestion étant sensibles aux coûts, leur augmentation pourrait même avoir des effets pervers : la fausse sensation de sécurité qu'ils procureraient pourrait notamment agir comme un frein à l'évolution des outils de régulation et de contrôle de la profession, qui ont prouvé de façon incontestable leur efficacité en matière de protection des investisseurs.

b) Des capitaux propres réglementaires élevés constitueraient des barrières à l'entrée nuisibles pour le dynamisme du métier

Compte tenu des coûts qu'elle entraînerait, une augmentation des fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille aurait de fâcheuses conséquences en termes de concurrence et d'innovation. Elle dresserait notamment des barrières à l'entrée pour les sociétés entrepreneuriales, véritables pépinières de talents individuels qui contribuent fortement au dynamisme et à la diversification de l'industrie de la gestion.

c) Des capitaux propres élevés introduiraient des distorsions de concurrence préjudiciables à la gestion européenne

Une augmentation des capitaux propres réglementaires entraînerait des coûts sup-

-tary as a factor in reduction of these risks⁶. FEFSI, Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissements (European Federation of Funds and Investment Companies) is due in the near future, to publish a study carried out by researchers from the University of Toulouse, specifically on the management of investment funds in Europe⁷. ICI, the American Association of Mutual Funds, in 2002 published a report drawn up by two of their country's university people⁸.

The main conclusions of the studies in relation to operational risks and own capital requirements, drawn up by these researchers are the following:

a) Even set at a very high level, regulatory own capital will not contribute to an improvement in investor security

Management companies being very sensitive to costs, the latter's increase could even have undesirable effects: the false sensation of security they engender could in particular act as a break on the development of the profession's rules for regulation and control, which have undeniably proved in the past their effectiveness for investor protection.

b) Regulatory own capital will erect obstacles to entry harmful to the profession's dynamism

Bearing in mind the costs they entail, an increase in own funds for portfolio management companies will have a baneful effect in terms of competition and innovation. It will erect in particular barriers to entry for entrepreneurial companies, the real breeding ground of individual talent which strongly contributes to the dynamism and diversification of the management industry.

c) High own capital will introduce distortions to competition harmful to European management

An increase of regulatory own capital will lead to additional costs, which will seriously harm

6. OXERA, "The Role of Custody in European Asset Management", publié par l'EAMA, Londres, novembre 2002 (disponible sur www.eama.org/publications/custodynov2002.pdf).

7. B. Biais, C. Casamata et J.-C. Rochet, "Operational Risks and Capital Requirements in the European Investment fund Industry", Université de Toulouse, publié par la FEFSI (à paraître).

8. C. Calomiris et R. Herring, "The Regulation of Operational Risk in Investment Management Companies", in Perspective, septembre 2002 (disponible sur www.ici.org/pdf/per08-02.pdf).

6. OXERA, "The Role of Custody in European Asset Management", published by EAMA, London, November 2002 (available at www.eama.org/publications/custodynov2002.pdf).

7. B. Biais, C. Casamata and J.-C. Rochet, "Operational Risks and Capital Requirements in the European Investment Fund Industry", Université de Toulouse, published by FEFSI (in preparation)

8. C. Calomiris and R. Herring, "The Regulation of Operational Risk in Investment Management Companies", in Perspective, September 2002 (available at www.ici.org/pdf/per08-02.pdf).

plémentaires qui nuiraient sérieusement à la compétitivité des acteurs européens face notamment aux concurrents américains qui, eux, ne sont soumis à aucune contrainte en la matière. Il pourrait en être de même pour la concurrence intra-européenne, compte tenu notamment de l'imparfaite articulation entre la directive UCITS III et la DSI.

d) Les sociétés de gestion ne sont pas soumises à des risques systémiques comme les banques et les sociétés d'assurances

Le métier de la gestion pour compte de tiers se situe, en matière de risques de marché et de crédit, dans une situation très différente de celle des banques et de celle des assurances car les sociétés de gestion de portefeuille ne portent pas dans leurs bilans les placements des investisseurs. Les systèmes prudentiels reposant fortement sur des capitaux propres, adaptés aux banques et aux sociétés d'assurances, ne sont pas pertinents pour l'industrie de la gestion.

e) Les sociétés de gestion sont d'ores et déjà soumises à un dispositif de régulation efficace, fonctionnant largement "ex ante", en matière de protection des investisseurs

- Les actifs gérés pour compte de tiers sont strictement séparés de ceux appartenant à la société de gestion ou gérés pour compte propre.
- La société de gestion n'a pas le droit de détenir des titres ou des espèces : cette tâche est dévolue à un tiers, le conservateur qui est un organisme agréé et dûment capitalisé.
- S'agissant des OPCVM, soumis à une réglementation stricte qui s'ajoute à celle des sociétés de gestion, le dépositaire, outre son rôle de conservation, contrôle de près que celles-ci respectent les règles de répartition des risques, l'orientation de gestion du produit proposé, orientation consignée dans la notice d'information de l'OPCVM, la validité des valorisations...
- Existence obligatoire d'un déontologue et du contrôle interne dans les sociétés de gestion.
- Contrôle et intervention éventuelle des commissaires aux comptes.
- Contrôles réguliers du régulateur et procédures disciplinaires.
- Rôle déontologique des associations professionnelles.

the competitiveness of European operators in particular facing American competitors who in their case are not subject to any constraint on the subject. The same could apply to intra-European competition, notably taking account of the imperfect connection between the UCITS III directive and the ISD.

d) Management companies are not subject to systemic risks like banks and insurance companies

The management on behalf of third parties profession, on the subject of market and credit risks, is in a very different situation from that of banks and insurance companies because portfolio management companies do not carry investors' holdings in their balance sheets. Prudential systems, firmly based on own capital suited to banks and insurance companies, are not appropriate for the management industry.

e) On the subject of investor protection, management companies are already subject to an effective regulatory scheme, functioning to a large extent "ex ante"

- *Assets managed on behalf of third parties are strictly separated from those belonging to the management company or managed on their own account.*
- *The management company does not have the right to hold securities or cash funds: this task is attributed to a third party, the depository which is authorised and duly capitalised.*
- *In the case of the UCITS, subject to strict regulation, which is added to that of management companies, the depository, in addition to its depositor role, closely ensures that they comply with rules for the sharing of risks, guidance of the management of the proposed product, guidance contained in the UCITS information notice, the validity of valuations, etc.*
- *Existence of ethical standards and internal supervision obligations in management companies.*
- *Control and possible action by auditors.*
- *Regular checks by the regulator and disciplinary procedures.*
- *The ethical role of trade associations.*

L'obligation de "meilleure exécution" : les termes du débat en Europe

par Didier Davydoff

"Best execution" requirement: The terms of the debate in Europe

by Didier Davydoff

Theresa Villiers, membre britannique du Parlement européen et agissant comme rapporteur du Comité "EMAC" (*Economic and Monetary Affairs Committee*), a soumis le 10 mars 2003 un projet de rapport sur la proposition, transmise par la Commission européenne, de Directive sur les Services d'Investissement et les Marchés Réglementés. Les amendements proposés par Theresa Villiers portent en particulier sur l'obligation de "meilleure exécution" des ordres des clients.

Le rapporteur propose en particulier de remplacer l'obligation pour l'intermédiaire d'obtenir la meilleure exécution possible de chacun des ordres par l'obligation de prendre des dispositions pour exécuter les ordres conformément à une politique d'exécution des ordres, ayant reçu l'accord du client. Cette politique d'exécution couvrirait notamment dans quelle mesure les ordres peuvent être exécutés en dehors des marchés réglementés ou des "MTF"², ainsi que les objectifs poursuivis en ce qui concerne le prix auquel sont conclues les transactions, leur coût, ainsi que la rapidité et le risque de non exécution. Les dispositions que devraient prendre les intermédiaires devraient prendre en compte la taille et le type d'ordre, et les instructions spécifiques des clients.

Madame Villiers propose cet amendement car, selon elle, "it is too one-dimensional to see "best execution" as an absolute and inflexible requirement to produce one particular result in a given case. Best execution (...) is a process rather than a single result". Les objectifs ne seraient pas les mêmes pour tous les clients. En revanche, les amendements proposés par Mme Villiers prévoient que les intermédiaires doivent mettre en place un suivi de la qualité d'exécution des ordres, qui permette d'identifier les inefficiences.

Enfin, Mme Villiers propose de supprimer les dispositions qui prévoyaient que la Commission prenne les mesures d'application de la Directive dans ce domaine. Les dispositions de la Directive deviendraient donc directement et immédiatement applicables.

Les propositions de Mme Villiers ont en réalité un enjeu très large : en effet, l'une des inno-

Theresa Villiers, British Member of the European Parliament, acting as rapporteur of the Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee (EMAC), submitted on March 10, 2003 a draft report amending the proposal released by the European Commission of Directive on Investment Services and Regulated Markets.

Amendments proposed by Theresa Villiers relate in particular to the requirement of "best execution" of client orders.

Mrs Villiers suggests in particular replacing the requirement for an intermediary to ensure the best possible execution for each order, by a requirement to make necessary arrangements for processing orders in accordance with an execution policy approved by the client and specifying his execution preferences.

This execution policy would specify to which extent orders may be processed outside regulated markets or outside "MTFs"², as well as specify the objectives pursued in terms of price at which trades are made, their cost, and the speed of execution and the risk of non-execution of those trades. Arrangements that would need to be made by intermediaries should take into account the size and the type of order, as well as the clients' specific instructions.

Mrs Villiers proposes this amendment since, according to her, "it is too one-dimensional to see "best execution" as an absolute and inflexible requirement to produce one particular result in a given case. Best execution (...) is a process rather than a single result". The aims would not be the same for all clients. Conversely, amendments proposed by Mrs Villiers foresee that intermediaries have to set up procedures for monitoring execution quality, which would enable to detect inefficiencies. At last, Mrs Villiers proposes to remove arrangements foreseeing that the Commission be in charge of implementing the Directive's rules in this field. Directive rules would thus become directly and immediately applicable.

Proposals by Mrs Villiers have in reality a very wide scope: An innovation of the new directive

1. Directeur de l'OEE.

2. Multi-Trading Facility : système de négociation concurrent des marchés réglementés, géré par une entreprise d'investissement européenne, et soumis à une réglementation spécifique.

1. Director of the OEE.

2. Multi-Trading Facility: Trading system competing with regulated markets, managed by a European investment company, and to which specific regulations are applicable.

vations de la nouvelle directive serait de permettre aux intermédiaires d'exécuter les ordres de leurs clients, non seulement sur les marchés réglementés, mais aussi sur des plate-formes électroniques (les MTF) ou même d'internaliser l'exécution de ces ordres, en se plaçant comme contrepartie des clients. Ces diverses options ouvertes doivent normalement accroître la concurrence à laquelle sont soumis les marchés réglementés, et donc inciter ces derniers à fournir de meilleurs services à un moindre prix. Mais cette concurrence ne sera pas effective si, par exemple, une convention de politique d'exécution des ordres prévoit une internalisation systématique des ordres. Il faut donc en permanence s'assurer que le choix du mode d'exécution des ordres est le meilleur pour le client.

Il n'en demeure pas moins vrai que l'exécution immédiate et sans précaution d'un ordre de taille importante par un investisseur peut faire décaler le cours si le marché n'est pas assez profond. Dans ce cas, l'investisseur peut avoir intérêt à une exécution patiente de cet ordre, quitte à s'exposer au risque de décalage du marché (le "risque d'opportunité"). Il est donc exact que pour un ordre de taille importante l'investisseur peut avoir plusieurs arbitrages possibles entre ces deux risques, et qu'un investisseur professionnel qui aurait indiqué à son intermédiaire ses préférences ne devrait pas pouvoir opposer ensuite à son intermédiaire un manquement à son obligation de meilleure exécution possible.

Mais en dehors de ces cas, l'arbitrage entre la rapidité d'exécution et le prix de la transaction peut d'ores et déjà être géré par les marchés "gouvernés par les ordres" : sur de tels marchés, les ordres limites permettent à l'investisseur de déterminer lui-même son exigence de rapidité d'exécution en fonction de son degré d'exigence sur le prix de la transaction.

Dans ce cas, seul un système complet de mesure de la qualité d'exécution des ordres peut répondre aux obligations de meilleure exécution des ordres.

En définitive, la question est la suivante : doit-on se limiter au critère du prix pour juger qu'un intermédiaire a satisfait à ses obligations, ou doit-on étendre l'analyse aux coûts de transaction ? Une telle extension correspondrait au mode de relation contractuelle observé de plus en plus fréquemment entre investisseurs institutionnels et intermédiaires. On peut alors se demander si l'application d'un simple critère de prix, comme aux États-Unis, n'est pas plus pertinente pour des dispositions normatives, quitte à prendre en compte le fait que le prix d'exécution d'un gros ordre peut diverger de celui d'un petit ordre.

indeed consists in allowing intermediaries to process their clients orders not only on regulated markets, but also on electronic platforms (MTFs) or even to internalise the processing of these orders by becoming their own clients' counterparts. These various open options should in principle increase competition pressure on regulated markets, and therefore provide an incentive for them to provide the best service at the lowest cost. But this competition would actually be hampered if, for example, an order processing convention may translate into a systematic internalisation of orders. It is thus necessary to permanently make sure that the client's choice of order processing facility is the best.

Conversely, an investor's large order posted without precaution for immediate execution may have an adverse impact on market prices if the market is not deep enough. In this case, the investor may have an interest in a patient execution of his order, even if he may have to face an "opportunity risk" of seeing the price move to his disadvantage. Therefore investors may, for large trades, face several possible arbitrages between those two risks, and a professional investor that would have specified his preferences to his intermediary should not be able to charge him for failing to comply with requirement to achieve the best execution possible at a later stage.

Generally speaking, and apart from such cases, the arbitrage between speed of execution and trading price may be already managed by order-driven markets: On these markets, limit orders enable investors to specify their needs in terms of execution speed, since their price limit reflects their degree of tolerance regarding the trading price.

In the latter case, only a complete system dedicated to trade execution quality measurement may ensure that best execution requirements are complied with.

Finally, the question raised is the following: Does one have to limit oneself to the price criterion, for judging if an intermediary complies with best execution requirements, or does one have to widen the scope to a broader analysis of trading costs? Contractual relations observed more and more frequently between institutional investors and intermediaries points to such an extension. One may however question whether the application of a simple price criterion, as in the United States, is not the most relevant for normative arrangements, even if it appears subsequently necessary to draw into account the fact that execution prices of large trades may diverge from that of small ones.

OCDE : projet de statistiques globales sur les retraites

par Jean-Marc Salou, Analyste Projet -
"Pension and insurance statistics",
Division Financial Markets, OCDE

OECD Global Pension Statistics Project

Jean-Marc Salou, Project-Analyst
"Pension and insurance statistics",
Financial Markets Division, OECD

Sous l'effet du vieillissement des populations et de la charge qui incombe aux systèmes publics de retraite par répartition, un certain nombre de pays dans le monde s'engagent actuellement dans - ou ont récemment procédé à - une réforme des systèmes de retraite. Souvent, ces réformes ont favorisé la croissance des systèmes privés de retraite par capitalisation et ont substantiellement augmenté l'importance des actifs gérés par les fonds de pension.

Avec un actif total évalué à 8 billions de dollars dans les seuls pays de l'OCDE, les fonds de pension sont donc aujourd'hui les seconds investisseurs institutionnels dans le monde (après les sociétés d'assurance). Le développement des systèmes privés de gestion par capitalisation des retraites dans le monde a eu d'importantes implications pour le développement des marchés de capitaux. La croissance des fonds de pension a significativement accru la disponibilité de capitaux à moyen et long terme, et l'importance du rôle joué par les investisseurs institutionnels.

Ces facteurs ont joué un rôle moteur dans le processus qui a conduit à la création d'un organe ad-hoc de l'OCDE (*Working Party on Private Pensions*), dont l'objet est d'étudier les systèmes privés de financement des retraites. Ce groupe de travail est présenté en première partie de l'article qui suit.

Sous l'effet de la constante évolution des systèmes de retraite, il est par ailleurs devenu de plus en plus nécessaire pour les décideurs politiques de connaître et de diffuser des informations sur les différents systèmes de retraite privés. La seconde partie de cet article présente un projet statistique original mis en place dans ce but.

1. Premières réalisations du Groupe de travail sur les fonds de pension

L'OCDE comprend environ 150 comités, groupes de travail et groupes d'experts. Le groupe de travail sur les systèmes de financement privés des retraites (*Working Party on Private Pensions*) a été créé au sein du Comité

In response to the effects of ageing populations and the burden placed on public Pay-As-You-Go retirement systems, countries around the world are currently undergoing, or have recently undergone, pension reforms. Often, these reforms have encouraged the growth of private funded pension systems and have substantially increased the size of pension fund investments.

Pension funds have thus become the second largest institutional investors in the world (after insurance companies), with total estimated assets of US\$8 trillion in OECD countries alone. The establishment of private, funded pension systems across the globe also has important implications for the development of capital markets.

The growth in pension funds has significantly increased the availability of medium and long-term capital, and has heightened the role of institutional investors in corporate governance.

These factors were key reasons for the establishment of a special body at the OECD -the Working Party on Private Pensions- dedicated to the study of private pensions and presented in the first part of the following article.

Besides, the need to review constantly changing retirement systems, made it increasingly necessary for policymakers to understand their different systems and to disseminate information on private pensions. The second part of this article presents an original statistical project developed to that end.

1. First achievements of the Working Party on Private Pensions

There are over 150 committees, working group and expert groups. The Working Party on Private Pensions was established as a sub-set of the Insurance Committee in June 1999 to host information-gathering, analytical, and advisory

sur les assurances en juin 1999 pour héberger les activités de collecte d'information, analytiques et de conseil liées aux systèmes privés de financement des retraites afin de contribuer à en assurer le développement. Le programme de travail de ce groupe s'étend de l'enquête et de la collecte d'informations relatives à la couverture, l'objet, et la régulation des systèmes de pension privés des pays membres, jusqu'aux recommandations spécifiques sur les politiques adoptées dans les domaines réglementaires et de la supervision. Le groupe de travail s'appuie sur les ressources de l'unité "Private Pensions and Insurance", au sein du Département des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises (DAFFE). Il se réunit deux fois par an à Paris, en juin et en décembre.

Les membres du groupe de travail sont pour la plupart des représentants des ministères et autres organes compétents en matière de régulation et de supervision des systèmes privés de financement des retraites. Le cercle de ces membres inclut également un certain nombre d'observateurs comprenant des représentants des organismes suivants: *Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones* (AIOS), *European Federation for Retirement Provision* (EFRP), *International Social Security Association* (ISSA), Banque Mondiale et Fonds Monétaire International (IMF).

L'un des obstacles majeurs au travail du forum international est de s'assurer que la même terminologie de base est adoptée par tous les membres du forum. L'une des premières tâches du groupe de travail (*Working Party on Private Pensions*) était donc précisément d'établir une taxonomie des systèmes privés de financement des retraites¹. Cette tâche a été compliquée par la prolifération de définitions, ne serait-ce que pour la simple distinction entre financement public et privé des retraites, ou entre systèmes à cotisation définie et à prestation définie.

Le développement d'une taxonomie des systèmes de retraite a été identifié comme une étape critique de la mise en place en cours d'un système de collecte de données statistique par le groupe de travail. Ce travail sera prolongé par l'INPRS² (*International Network of Pension Regulators and Supervisors*).

1. La taxonomie est téléchargeable à l'adresse suivante : www.oecd.org/pdf/M00038000/M00038096.pdf
2. Les membres du réseau de l'INPRS sont des représentants des agences de supervision et de régulation des organismes de retraite dans le monde. Des réseaux régionaux ont été développés au sein de l'INPRS. Un réseau INPRS d'Europe Centrale et de l'est a été mis en place, ainsi qu'un INPRS Amérique Latine et INPRS Asie et Pacifique. La création d'un INPRS Afrique est prévue.

activities related to private pension systems in order to help ensure their adequate development. The programme of work of this group ranges from surveying and collecting information on the coverage, adequacy, and regulation of private pensions in Member countries to specific policy recommendations on regulatory and supervisory aspects.

The Working Party is supported by the Private Pensions and Insurance Unit, within the Directorate for Financial, Fiscal, and Enterprise Affairs (DAFFE). It meets twice a year in Paris, in June and December.

The membership of the Working Party consists mainly of representatives from relevant ministries and other bodies with competence over the regulation and supervision of private pension systems.

There are also a number of observers, including the Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), the European Federation for Retirement Provision (EFRP), the International Social Security Association (ISSA), the World Bank, and the International Monetary Fund (IMF).

One of the key obstacles to the work of any international forum is making sure that the basic terminology is shared by all members of the forum. One of the first tasks of the Working Party on Private Pensions was precisely the creation of a taxonomy of private pension systems¹. This task was complicated by the proliferation of definitions for even the most basic distinctions in pensions such as public-private pensions, and defined benefit-defined contribution.

The development of a pensions taxonomy was identified as a critical step for the statistical data collection process that is being developed by the Working Party and that will be extended to the International Network of Pension Regulators and Supervisors² (INPRS).

1. The "Revised Taxonomy" can be found and downloaded at the following address: www.oecd.org/pdf/M00038000/M00038096.pdf
2. The members of the Network are the representatives from pensions regulatory and supervisory agencies around the world. Regional Networks have been developed within the International Network. A Central and Eastern European regional INPRS is in operation, alongside a regional INPRS in Latin America and an Asian Pacific regional INPRS. The establishment of a regional INPRS in Africa is planned.

Pour développer cette compréhension et ce vocabulaire communs, un travail en cours consiste à établir un glossaire de la terminologie des retraites³.

2. Collecte de données statistiques sur les fonds de pension : construire une base de données unique

Dans quelle mesure le financement des fonds de pension est-il adéquat ? Quel est l'équilibre entre les financements privés et publics des retraites ? Comment leur provisionnement évolue-t-il dans le temps ? À quel niveau de maturité se situent les différents systèmes de retraite dans chacun des pays observés ? À quelle étape du processus d'accumulation de droits à la retraite se situe-t-on ? Quelle est l'importance absolue et relative de l'industrie des fonds de pension et son attractivité ? Quels est l'importance des volumes des fonds de pension drainés par l'économie ?

Afin de répondre à de pareilles questions, et de combler les manques de l'appareil statistique existant, l'unité "Private Pensions and Insurance", au sein du Département des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises, a lancé en 2002 un projet statistique visant à développer une base de données administrative globale sur les fonds de pension. Pour appuyer ce projet et l'orienter d'un point de vue dans l'organisation substantielle de cette activité, la *Task Force on Pension Statistics* (TFPS) de l'OCDE, qui regroupe les Délégations de l'OCDE, s'est réunie en novembre 2002.

Quoique des résultats significatifs aient été obtenus en matière de données et de reporting sur les fonds de pension, des écarts importants demeurent entre pays de l'OCDE. À cet égard, le projet statistique améliorera l'exploitabilité et la comparabilité des données sur les fonds de pension et constituera donc un outil important d'aide à décision et à la mesure des performances.

Quel rôle la co-opération internationale joue-t-elle ?

L'un des champs clés où la co-opération internationale pourrait s'avérer utile inclut la collecte et le partage de données statistiques nouvelles comparables à l'échelle internationale.

In order to develop this common understanding and vocabulary: work is also underway to develop a glossary for pension related terms³.

2. Pension statistics data Collection: build a unique data set

How adequate is pension provision? How is pension provision balanced between private and public systems? How does pension provision evolve over time? At which level of maturity are the different systems across countries? At which stage is the build up of pension rights? What is the absolute and relative importance of the pension industry and its attractiveness? What are the amounts of pension flows into the economy?

With a view to address such questions, and to fill a data gap in the existing pension statistics data sets, the Private Pensions and Insurance Unit, within the Directorate for Financial, Fiscal and Enterprises affairs, initiated in 2002 a statistical project, the aim of which is to set up a database of global pension administrative statistics. In order to support this project and to provide methodological support for the substantive organisation of this activity, the OECD Task Force on Pension Statistics (TFPS), which gathers OECD Delegations, first met in November 2002.

Although significant strides have been made in pension data and reporting, great variability remains across and within OECD countries. In this respect the statistical project will further improve the reliability and comparability of core pension data and provide an important tool so as to effectively support decision making and performance assessment.

What role can international co-operation play?

One of the key fields where international co-operation could be of assistance includes the collection and sharing of new statistical data on an internationally comparable basis.

3. Le glossaire ("OECD glossary of pension terms") est téléchargeable sous www.oecd.org/pdf/M00039000/M00039252.pdf

3. The document "OECD glossary of pension terms" can be found at: www.oecd.org/pdf/M00039000/M00039252.pdf

Base de données internationales existantes

À présent les plus importantes sources de statistiques globales sur les fonds de pension, s'appuient sur des données administratives. On identifie :

➔ Eurostat (l'office statistique de la Commission Européenne), qui couvre les statistiques des fonds de pension autonomes dans les pays européens :

— L'objectif de la base de données d'Eurostat est clairement de décrire l'activité en utilisant la nomenclature NACE Rev.1 (class 66.02) (*Pension funding*), qui exclut les plans non-contributeurs pour lesquels le financement provient largement de sources publiques et les plans de retraite obligatoires de sécurité sociale, mais inclut les revenus au titre de la retraite.

➔ Et la base de données "Investisseurs Institutionnels" de l'OCDE qui évalue aujourd'hui les actifs de ses 30 pays membres :

— Cette base de données de l'OCDE ne porte que sur les actifs des fonds de pension.

La base de données d'Eurostat comme celle des Investisseurs Institutionnels emploie la même classification distinguant Fonds de pension autonomes et Non-autonomes, en accord respectif avec le SNA 1993 (*System of National Accounts*), et le SEC 95 (Système Européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté).

Le projet considéré ici se distingue des Statistiques Structurelles des Entreprises relatives aux fonds de pension d'Eurostat par le type de plans pris en compte. Eurostat a choisi de ne retenir que les fonds de pension autonomes dont les activités se situent dans ce que l'UE désigne comme les second et troisième piliers, et qui exclut les régimes de capitalisation faisant partie des régimes de sécurité sociale. Le Secrétariat de l'OCDE a récemment abandonné la classification en trois piliers au profit d'une "Taxonomie des plans de retraite, fonds de pension et organismes de retraite", car il peut cacher plus de choses qu'il n'en révèle dans les comparaisons internationales, ainsi que dans les comparaisons entre revenus des retraites perçus par les ménages. Cette taxonomie adopte une perspective institutionnelle et une perspective fonctionnelle (*voir organigrammes ci-après*).

Existing international data sets

Presently the most notable sources for broad statistics on pensions, build upon administrative data, such as:

➔ Eurostat (the statistical office of the European commission), which covers statistics on autonomous pensions in European countries:

— The objective of the Eurostat data set is clearly to describe activity using the NACE Rev.1 nomenclature (class 66.02) (*Pension funding*), which excludes non-contributory schemes where the funding is largely derived from public sources, and compulsory social security schemes, but includes the provision of retirement incomes.

➔ And the OECD Institutional Investors database that has a current data set on pension fund assets for 30 member countries:

— The OECD Institutional Investors database covers pension funds assets only.

Both Eurostat and the Institutional Investors database use the same classification scheme, Autonomous vs. Non-autonomous pension funds, respectively complying with the System of National Accounts (SNA 1993) and the European system of national and regional accounts in the Community (ESA-95).

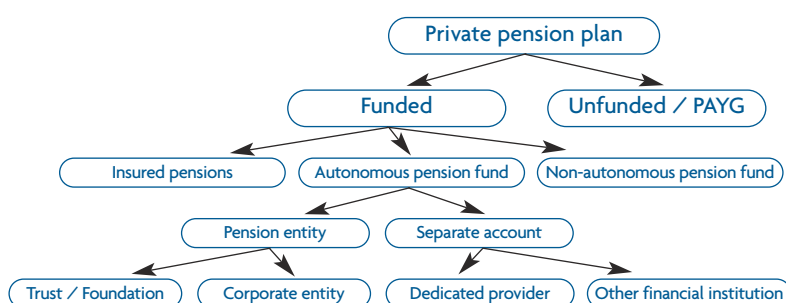
The project distances itself from the Eurostat pension dataset, part of the Structural Businesses database, by the types of plans covered. Eurostat has chosen to include only autonomous pension funds that operate in what the EU called the second and third pillars, and these funds exclude private pension funds that operate as part of social security regimes. The OECD has recently abandoned the three pillars classification through its 'Taxonomy for pension plans, pension funds and pension entities', because it can hide more than it can reveal in cross-country, as well as in cross-household comparisons of retirement income. This new taxonomy combines both institutional and functional perspectives (*see flow chart below*).

La différence entre les piliers est plutôt floue dans bon nombre de pays. Dans certains pays, les plans sont administrés par employeurs et organisations professionnelles sous mandat du gouvernement (en Australie, Islande et Suisse), ou par des sociétés financières (en Hongrie, Mexique, Pologne et Suède). Dans d'autres pays avec une longue tradition de négociation collective (comme les Pays-Bas ou la Suède), les conventions collectives établissent les caractéristiques des plans.

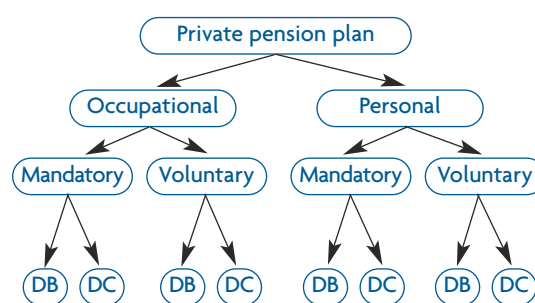
The difference between pillars is rather blurred in many countries. There are countries where government-mandated pension plans are provided through employers and occupational groups (as in Australia, Finland, Iceland and Switzerland), or through financial companies (as in Hungary, Mexico, Poland and Sweden). There are also countries with a long history collective-bargaining where provision is agreed as part of collective agreements (as in the Netherlands and Sweden).

Taxonomy classification in the questionnaire

Institutional perspective



Functional perspective



Source: OECD, Financial Markets Division.

But et objectifs : combler le besoin de statistiques et d'indicateurs sur les caractéristiques principales des systèmes de retraite

Le projet statistique consistera à développer un système complet de statistiques internationales sur les fonds de pension, provenant de sources administratives primaires, calibrées par des concepts, des définitions et méthodologies statistiques cohérents, selon une périodicité régulière.

L'accès par internet à une base de données analytique fournira un moyen précieux d'effectuer une veille de l'industrie des fonds de pension, permettant ainsi les comparaisons entre pays avec des indicateurs et des données à jour sur les principaux aspects des systèmes de retraite, dans les pays de l'OCDE dans un premier temps, et dans les pays non-membres dans une étape ultérieure.

Goal and objectives: fill in the need for up-to-date statistics and indicators on salient aspects of retirement systems

The statistical project will develop a comprehensive system of international pension statistics, collected from primary administrative sources, under coherent statistical concepts, definitions and methodologies, on an ongoing basis.

Internet access to an analytical database would provide a valuable gateway for measuring and monitoring the pension industry, thereby permitting inter-country comparison with up-to-date statistics and indicators on key aspects of retirement systems across OECD, to be extended to non-OECD countries at a later stage.

D'un point de vue pratique, les objectifs sont :

- ➔ D'évaluer les données - et métadonnées⁴ - sur les fonds de pension disponibles actuellement
- D'identifier les statistiques manquantes et la divergence entre les méthodologies employées dans les pays membres de l'OCDE
- D'apprécier les besoins supplémentaires d'information statistique.
- ➔ D'améliorer l'harmonisation des concepts, définitions, et le respect de la taxonomie développée par le groupe de travail de l'OCDE
- D'appliquer des critères communs de qualité des données.
- D'identifier les méthodes les plus appropriées pour résoudre les questions soulevées par les déficiences des - et écarts entre - définitions et méthodes de calcul.
- ➔ Collecte et analyse des données
- Une aide à la prise de décision.

Difficultés à résoudre

Le projet statistique vise à résoudre les problèmes suivants...

- ➔ Manque d'informations administratives complètes pour les indicateurs-clé.
- ➔ Manque de données récentes pour le suivi de l'activité financière de l'industrie internationale des fonds de pension.
- ➔ Manque de transparence : il est parfois difficile de définir exactement ce à quoi certaines données correspondent, ce qui cumule les difficultés d'utilisation de ces données aux fins de production de tableaux comparatifs.

Programme de recherche

Pour mieux atteindre ses buts et objectifs, le projet a été subdivisé en trois modules :

- ➔ Dans **le premier module**, déjà financé par l'OCDE, une enquête sur les pays membres a été conduite, les informations pertinentes pour la collecte de données et métadonnées ont été identifiées dans chaque pays de l'OCDE et la classification de la Taxonomie de l'OCDE (par types de produits, par types de fond de pension et par types d'entités) a été précisée. Elle a ainsi permis d'établir un glossaire des termes utilisés en matière de fonds de pen-

The practical objectives are to:

- ➔ *Evaluate pension data currently available and related metadata⁴:*
- *Identify potential data gaps and the divergence of methodologies used across and within OECD Member countries.*
- *Assess the requirements for further statistical information.*
- ➔ *Improve the harmonisation of concepts, definitions, and compliance in line with the taxonomy developed through the OECD Working Party on Pension Statistics*
- *Apply common criteria for the quality of pension data.*
- *Identify the best methods to accommodate data deficiencies and variations in definitions and measurement methods.*
- ➔ *Collect and analyse the data*
- *As a basis for policy decision.*

Issues to be addressed

The statistical project specifically targets the following problems:

- ➔ *Lack of comprehensive administrative data for key indicators*
- ➔ *Lack of timely data to monitor the financial activity of the international pension industry*
- ➔ *Lack of transparency: it is sometimes difficult to define exactly what some data corresponds to, resulting in compounded difficulties when using these data to compile comparable tables.*

Research program

To fulfil the overall project goal and objectives, the project has been divided in three modules:

- ➔ ***In the first module***, already funded by the OECD, member countries were surveyed, relevant information for data collection was identified and country metadata in each OECD country following the OECD Taxonomy classification (by type of pension plan, by type of pension fund and by type of pension entity) was described and a glossary of pension terms has been developed. Based on an agreed set of measures, an electronic questionnaire has been drawn.

4. Fournissant des informations (champs couverts, source, etc.) sur les statistiques, les métadonnées constituent d'autres données.

4. By providing information (eg. Coverage, source, etc.) on data, metadata describes other data.

sion. Sur cette base, un questionnaire électronique a été préparé.

➔ Dans **le second module**, un ensemble d'indicateurs pertinents sera établi et, selon la fréquence retenue, nous procéderons à la collecte des données. Ce module consistera à collecter les données à l'aide d'un questionnaire électronique. Les données seront principalement collectées auprès de sources administratives; de régulateurs, d'offices statistiques nationaux ou de banques centrales.

La liste ci-après présente les variables incluses dans le questionnaire de collecte des données qui vient d'être validé. Cette liste se subdivise en cinq parties. Les variables sont réparties en cinq catégories : 1) Actifs 2) Passifs 3) Revenus 4) Dépenses et 5) Membres.

Variables breakdown by categories

1) ASSETS

TOTAL INVESTMENTS

- Of which: Total investments in the plan sponsor
- Of which assets overseas: Issued by entities located abroad
- Of which assets overseas: Issued in foreign currencies
- Cash and deposits
- Bills and bonds issued by public administration
- Corporate bonds
- Loans
- Shares
- Land and buildings
- Mutual funds (Collective Investment Scheme, CIS)
- Unallocated insurance contracts
- Other investments products

2) LIABILITIES

TOTAL LIABILITIES

- Capital
- Net technical provisions
- Other liabilities

➔ *In the second module, built on an agreed set of measures and data frequency, we will proceed to the data collection. This module will consist in collecting data via an electronic questionnaire. Data will be mainly collected from administrative sources; pension regulators, national statistical offices or central banks.*

The list below contains the variables that are included in the recently approved data collection questionnaire. The list consists of five parts. The variables are broken down into five categories: 1) assets, 2) liabilities, 3) income, 4) expenditure and 5) membership.

3) INCOME

NET INVESTMENT INCOME

TOTAL CONTRIBUTIONS

- Employers contributions
- Employees contributions

OTHER INCOME

4) EXPENDITURE

BENEFITS

- Lump sum
- Pension
- Allocated insurance contracts

OPERATING EXPENSES

OTHER EXPENSES

5) MEMBERSHIP

TOTAL MEMBERS

- Total active members
- Total deferred members
- Total passive members

OTHER BENEFICIARIES

TOTAL NUMBER OF FUNDS / PLANS

(Future variables that may be included as part of the dataset)

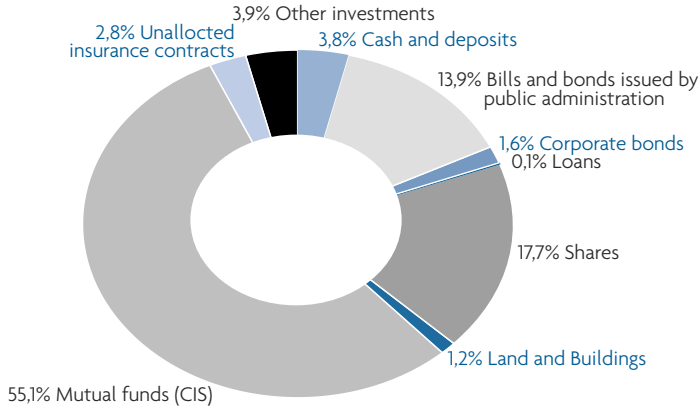
MICRO-DATA

COSTS AND FEES

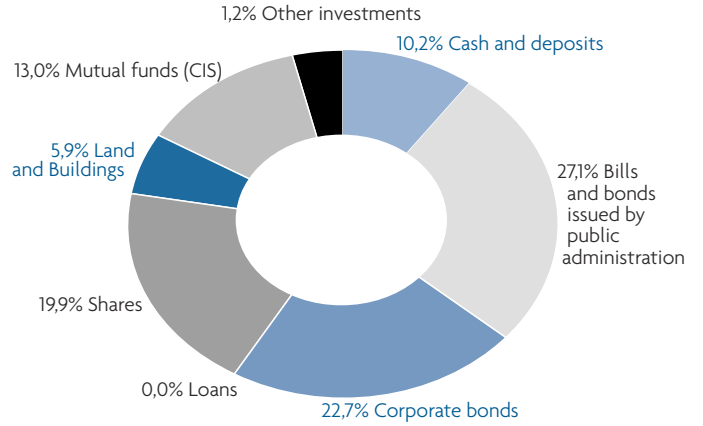
Sur la base du questionnaire développé par l'OCDE, les graphiques suivants ont pu être réalisés, qui présentent l'allocation par type de produits, pour une sélection de pays de l'OCDE. Ces données ont été compilées à l'occasion d'un exercice volontaire visant à estimer la disponibilité des données dans les pays de l'OCDE.

Based on the questionnaire developed by the OECD, the following charts could be realised, which show assets allocation by type of investment products, for selected OECD countries. These data were compiled on the occasion of a voluntary exercise aiming at assessing data availability throughout OECD countries.

BELGIUM: Pension funds portfolio mix (2001 data)



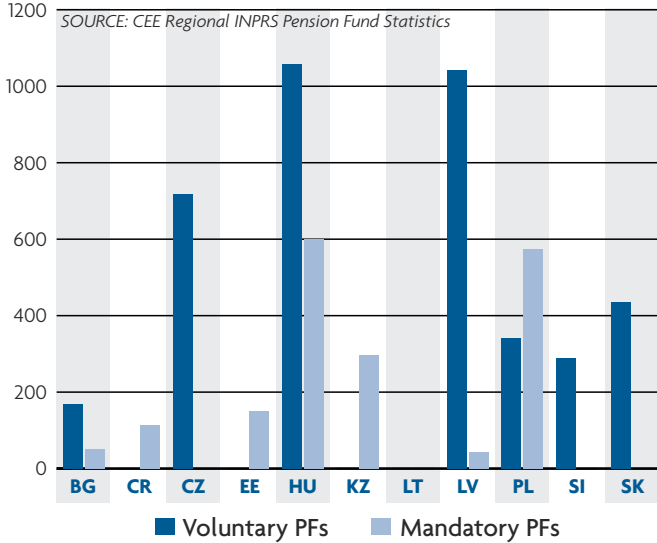
PORTUGAL: Pension funds portfolio mix (2001 data)



SOURCE: OECD, Financial Markets Division

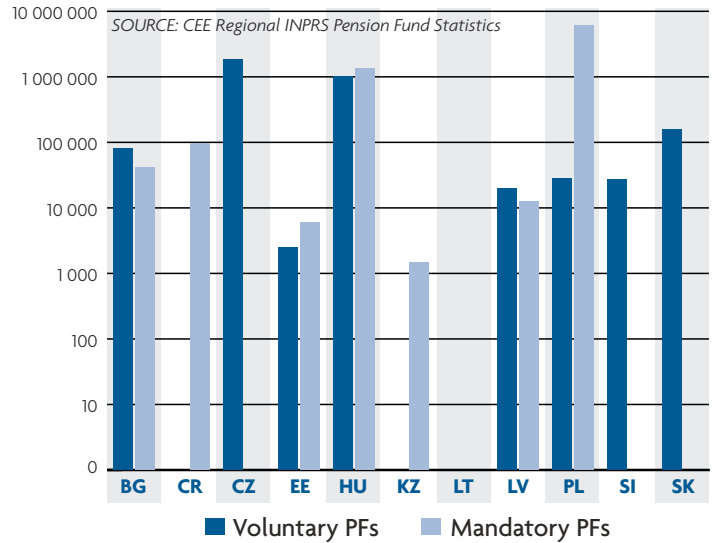
EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

Average Assets per Capita (per member, in USD)
Unit USD / Year 2002



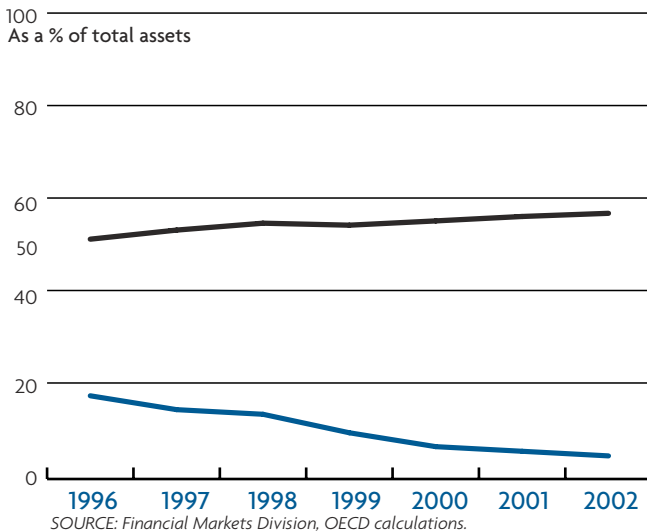
EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

Voluntary and Mandatory pension funds in 2002
Unit 1000 USD / Year 2002



DEFINED CONTRIBUTION

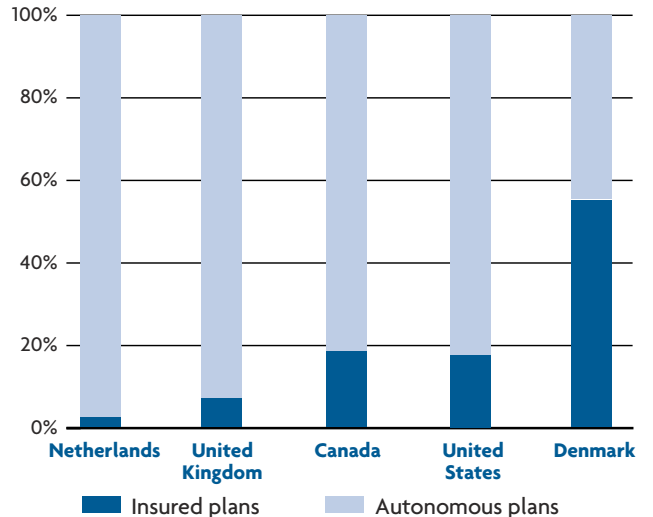
UNITED-STATES AUSTRALIA



SOURCE: Financial Markets Division, OECD calculations.

SELECTED OECD COUNTRIES

The importance of "Insured plans" vs. "Autonomous plans" (2001 data)



➔ **Le troisième module** sera consacré à la diffusion des données et au travail analytique.

➔ **The third module** will be devoted to describing and analysing the pension industry activity.

Tentative list of measures that would be developed)

Stock

Financial measures	<ul style="list-style-type: none"> › Net financial assets as % of financial market capitalisation, as % of GDP › Trends in assets, contributions and benefits by type of plan: DB-DC, Occupational Vs Personal (including growth in member-directed plans), insured vs. non-insured › Relative importance of special-purpose pension entities, banks, insurance companies, asset management companies and other institutional investors as managers of autonomous pension funds › Trends in assets by type of fund › Number and type of pension entities administering pension funds › Asset allocation of autonomous pension funds › Size distribution of pension plans and funds
Coverage measures	<ul style="list-style-type: none"> › Break-down of active members as % of the active population, deferred and retired members › Employee participation in DB/DC plans, occupational vs. personal plans

Flow

Financial measures	<ul style="list-style-type: none"> › Amount of contributions by type of plan › Pension plan operational expenses › Investment income (Real asset return and risks) › Benefits paid by type of plan
Coverage measures	<ul style="list-style-type: none"> › Membership flows

Partenariat :

pour mener à terme ce projet, l'OCDE cherche des partenaires des secteurs public et privé. Au cas où votre organisation souhaiterait s'y associer - ou demander un supplément d'information, Jean-Marc Salou peut-être contacté directement par email à l'adresse suivante : jean-marc.salou@oecd.org ou par téléphone au [33] 1 45 24 91 10.

Data Partnership with the OECD:

In order to complete successfully this project, the OECD is seeking partners from the public or the private sector. Should your organisation be interested in joining this challenge or should you require more information on the project, please contact directly Jean-Marc Salou by email at the following address: jean-marc.salou@oecd.org or by phone [33] 1 45 24 91 10.

• OEE : événements récents

• Recent past OEE events

- Feb. 26** Pioneer Invts seminar, “Insights from the OECD-OEE-Pioneer Invts joint research on households’ financial wealth in Europe”, Frankfurt
Presentation by D. Davydoff, “What we have learnt on household wealth in industrialized nations”
- Feb. 27** Pioneer Invts seminar, “Insights from the OECD-OEE-Pioneer Invts joint research on households financial wealth in Europe”, Paris
Presentation by A. Babeau, “Heurs et malheurs des épargnants européens”
- Mar. 11** ALFI conference 2003, “Financial One”, Luxembourg
Presentation by A. Babeau “Households’ saving behaviour in a volatile market”
- Mar. 27** Efiposte seminar, “Hedging current account deposits”, Paris
Presentation by D. Davydoff, “Adossement des dépôts à vue : une perspective européenne”
- Mar. 28** OEE seminar, “Accounting for occupational pensions plans in Europe”, Paris
Presentation by R. Deville et L. Bouquet, Fixage
- May 5** OEE seminar, “Financial intermediation in Europe”, Paris
Presentation by J. Couppey-Soubeyran & G. Cappelle-Blancard, Panthéon-Sorbonne University
- May 14** ALFI seminar, “Financial One”, Luxembourg
Presentation by A. Babeau “Household Assets in Europe, the U.S. and Japan”

Agenda

• Principaux événements des semaines à venir

• Main events of the coming weeks

Jun. 2-3	OECD-World Bank Bond Market Forum Washington D.C., www1.oecd.org/media/upcoming.htm
Jun. 4-5	European Forum for Socially Responsible Investment Paris, www.eurosif.org/event-2003-06-04.shtml
Jun. 4-6	EVCA Symposium EVCA, Vienna, www.evca-specials.com/vienna
Jun. 5-6	Workshop: Monetary Policy and the Money Market Organised and sponsored by the ECB and Federal Reserve Bank of New York, New York, www.ecb.int
Jun. 5-6	20th Symposium on Banking and Monetary Economics Financial Instability and Regulation in Europe GdR Economie Monétaire et Financière, Birmingham, www.econ.cam.ac.uk/mmf/links.html
Jun. 12-13	7th European Financial Markets Convention FESE, London www.fese.be/efmc
Jun. 23	The Future of European Pensions Royal Institute of International Affairs, London, www.ipe.com
Jun. 23-25	20th Annual International Conference French Finance Association, Lyon, www.affi.asso.fr
Jun. 24 -27	Fund Forum International FFI, Nice, www.icbi-uk.com/fundforum
Jun. 25-26	Private Banking & Wealth Management 2003 EFMA, Paris, www.efma.com
Jun. 26	Réforme des retraites 2003 The Economist, Paris, www.economistconferences.com
Jul. 4	La maîtrise du risque dans l'entreprise: Méthodes et objectifs - 1^{ères} rencontres internationales de l'Institut Europlace de Finance Paris Europlace, Paris, www.paris-europlace.net
Aug. 13-20	54th Biennial Session, 2003 International Statistical Institute, Berlin, www.isi-2003.de
Aug. 31-Sep. 5	57th Congress of International Fiscal Association IFA, Sydney, www.ifa-sydney.com
Oct. 1-2	International Asset Management Conference ICAA/EAMA, Paris, www.eama.org
Oct. 11-13	Annual Meeting, World Federation of Exchanges New-York, www.world-exchanges.org
Oct. 10-11	10th Annual Meeting, German Finance Association Mainz, www.dgf-ev.de
Nov.	IT Workshop, World Federation of Exchanges MIT, www.world-exchanges.org
Nov. 6-7	Capital Flows and Macroeconomic Cycles, 4th Annual Research Conference IMF, Washington DC, www.imf.org/external/np/exr/seminars
Nov. 14-15	International Research Forum on Monetary Policy, 2nd conference ECB, Federal Reserve Board, Georgetown University, Center for Financial Studies, Washington, DC, www.ifk-cfs.de
Nov. 20-21	3rd Workshop of ECB-CFS Research Network: Capital markets and Financial Integration in Europe Athens, www.eu-financial-system.org/ecbcfs.htm

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

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

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

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

www.oee.fr

