

LA LETTRE DE L'OEE

éditorial

Jacques de Larosière

Retraites
& ÉpargnePensions
& Savings

- 1** Les normes de comptabilisation des engagements sociaux des entreprises privées européennes
Accounting for private companies' occupational pensions plans in the main European countries
- 6** OCDE Global Pension Statistics
Résultats préliminaires de la collecte de données
OECD Global Pension Statistics Preliminary data collection results
- 12** Vieillesse démographique, épargne et flux de capitaux : éléments de prospective dans le cas de l'Allemagne et de la France
Ageing, saving and capital flows: prospective elements in the case of Germany and France
- 18** L'endettement des ménages européens
European households' debt
- 22** Les comptes des ménages dans les pays européens entrant dans l'Union le 1^{er} mai 2004 ou candidats à une entrée ultérieure
Households accounts in the countries accessing to European Union on 1 May 2004 or candidates for a later entry
- 24** Approfondissement de la nomenclature des actifs financiers du SNA 1993/ESA 1995
Detailing SNA 1993 and ESA 1995 nomenclatures of financial assets
- 26** Agenda
- 27** Publications

Le financement des retraites est au cœur de ce numéro de La Lettre de l'OEE.

Les engagements de retraite des entreprises européennes ont un impact important sur leur situation financière, désormais mesuré avec précision par les agences de notation. Un rapport, réalisé à la demande de notre association, montre que selon les méthodes et les paramètres actuariels utilisés dans les différents pays, un même engagement de retraite est valorisé pour un montant variant dans un rapport proche de 1 à 3 ! Ces engagements existent que les retraites soient "gagées" sur les actifs de l'entreprise ou sur ceux d'un fonds de pension auquel l'entreprise apporte sa garantie.

Pour mieux se représenter les enjeux et financement des retraites, il conviendrait de disposer de statistiques internationales cohérentes, non seulement sur les fonds de pension autonomes, mais aussi sur tous les engagements des entreprises et des sociétés d'assurances. C'est pourquoi nous avons assisté l'OCDE et sa "Task Force on Pension Statistics", dans un projet qui vise à rassembler des données complètes sur les régimes de retraite privés. Au-delà de ce projet, il resterait à mesurer les droits sociaux accumulés par les ayants droit sur les régimes financés par répartition...

Cette Lettre de l'OEE comporte également quelques premiers résultats d'une étude confiée par l'OEE au CEPII sur les liens entre les flux d'épargne et le financement de retraites. Dans cette matière, bien sûr, il est indispensable d'avoir une vision prospective, puisque les droits sont accumulés, puis exercés presque tout au long de la vie. C'est ainsi par exemple, qu'une part importante de l'épargne sera captée pour pallier l'insuffisance de ressources des régimes de retraites français à partir de 2025, et allemands dès 2010, compte tenu des caractéristiques démographiques de ces deux pays.

Deux autres grands enjeux européens, sur lesquels nous travaillons, intéresseront le lecteur : une comparaison de l'endettement des ménages européens, qui, rapporté au Revenu Disponible Brut, est par exemple dans un rapport de un à six entre l'Italie et le Danemark ; le projet, en cours, de construction de comptes financiers de ménages dans les pays européens qui entreront dans l'Union européenne le 1^{er} mai 2004, et d'autres pays d'Europe Centrale.

Pension financing is at the heart of this issue of La Lettre de l'OEE.

Pension liabilities of European companies have a significant impact on their financial condition, and are now precisely assessed by rating agencies. A report written on behalf of our association, shows that depending on the method and actuarial parameters used in the various countries, a similar liability can be valued in a range from one to three! These liabilities may either take the form of company assets or of pension fund assets guaranteed by the company.

A better representation of pension financing would require the availability of consistent international statistics, not only on autonomous pension funds, but also on all the companies and insurers' commitments. It is the reason why we assisted the OECD and its "Task Force on Pension Statistics" in a project aiming at collecting complete datasets on private pension regimes. Furthermore, the cumulated rights of pay-as-you-go schemes' beneficiaries remain, for their part, to be measured...

This issue of La Lettre de l'OEE includes also the first results of a study entrusted by the OEE to CEPII, on the relations between saving flows and pension financing. In this matter, obviously, it is crucial to acquire a prospective view, as claims are accrued and exercised all along the lifetime. It is why, for example, a significant share of saving flows will be captured for alleviating the insufficient funding of pension needs, from 2025 onwards in France, and from 2010 onwards in Germany, given the demographic characteristics of those two countries.

Two other major issues on which we are currently working will attract the reader's interest: on the one hand, a comparison of European households' indebtedness, which, related to Gross Disposable Income, ranges, from Italy to Denmark, on a scale from one to six; on the other hand, a current project of construction of household financial accounts in the European countries that will join the European Union on May 1st, 2004 and of other Central European countries.

Introduction

L'architecture des régimes de retraite est généralement présentée sous la forme des trois piliers :

- **1^{er} pilier** : les systèmes de pension, au travers de régimes publics liés aux revenus
- **2^e pilier** : les régimes privés de type professionnel
- **3^e pilier** : les plans de retraite de type individuel

On distingue traditionnellement dans les régimes d'entreprise les régimes à cotisations définies des régimes à prestations définies.

Les normes d'évaluation et de comptabilisation des engagements de retraite et avantages similaires ont été développées et modifiées pour mieux appréhender les engagements des entreprises au titre des régimes de retraite (et assimilés) à prestations définies.

1. Les différents mécanismes de fonctionnement des régimes à prestations définies

La situation actuelle de certains fonds de pension rappelle que la "créance" que les ménages détiennent au titre des promesses de retraite n'a de valeur que dans une hypothèse de continuité d'exploitation de l'entreprise ou de l'organisme qui gère le régime. La répartition des risques entre les différents organismes gérant les régimes de retraite n'est pas neutre pour les salariés et les bénéficiaires. En effet, les entreprises peuvent aujourd'hui adopter différents mécanismes de fonctionnement pour leurs régimes de retraite, qui répartissent de manière différente les risques viagers et financiers.

1.1 La gestion en interne

Les prestations sont promises et versées directement par l'entreprise. Elles peuvent faire l'objet d'un provisionnement en interne.

Introduction

The architecture of pension regimes is generally presented under the form of three pillars:

- **1st pillar**: pension systems, through income based public schemes
- **2nd pillar**: occupational private regimes
- **3rd pillar**: individual pension plans

Among occupational regimes, a distinction is generally made between defined benefit schemes and defined contribution ones.

Valuation and accounting of pensions due and similar benefits have been developed and modified for improving the methodology for taking company defined benefit pension liabilities (and similar liabilities) into account.

1. The various functioning mechanisms of defined benefit plans

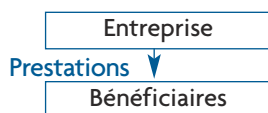
The present situation of some pension funds stresses the fact that the "asset" that households hold in the form of a pension promise is only valid under the assumption of operational continuity of the company or of the organisation managing the le regime.

Risk allocation among the various organisations managing the pension schemes is not neutral for wage earners and beneficiaries. Indeed, companies may now choose among various functioning mechanisms as far as their pension schemes are concerned, which allocate risks on the life of the insured as well as financial risks in several possible ways.

1.1 Internal management

Benefits are due and paid directly by the company. They may lead to the constitution of provisions by the company.

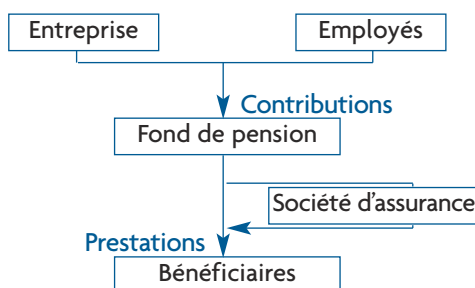
Les pays dans lesquels on rencontre le plus souvent cette approche sont l'Allemagne, l'Autriche et la Suède.



1.2 La gestion en externe

Les cotisations employeur et/ou employés sont versées à un fonds de pension ou à un organisme tiers externe qui verse les prestations aux employés ou bénéficiaires.

L'entreprise (ou le fonds de pension avec l'accord de l'entreprise) peut aussi choisir de transférer auprès d'un organisme assureur tout ou partie de l'engagement de payer les retraites :



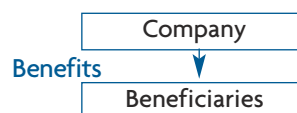
Le fonds de pension ne libère pas l'entreprise de ses obligations vis-à-vis de ses salariés et retraités. Il ne s'agit que d'une structure de gestion administrative et financière. Si les actifs du fonds s'avèrent insuffisants, l'entreprise devra effectuer des versements complémentaires. Les pays dans lesquels on rencontre généralement cette approche sont la Grande-Bretagne, les Pays-Bas et la Suisse, où les entreprises ont souvent pris des engagements de retraite à prestations définies gérés par un fonds de pension.

Dans le cas où l'entreprise (ou le fonds de pension avec l'accord de l'entreprise) a choisi de transférer auprès d'un organisme assureur tout ou partie de l'engagement de payer les retraites, l'organisme assureur peut assumer totalement ou partiellement les risques viagers et financiers, suivant les modalités du contrat.

Les pays dans lesquels on rencontre le plus souvent cette approche sont la Belgique, la France, l'Espagne et les Pays-Bas (régimes de petite taille).

La suite de cet article décrit la prise en compte des engagements de retraite dans les comptes des entreprises privées et non dans ceux de l'organisme assureur ou du fonds de pension ou assimilé.

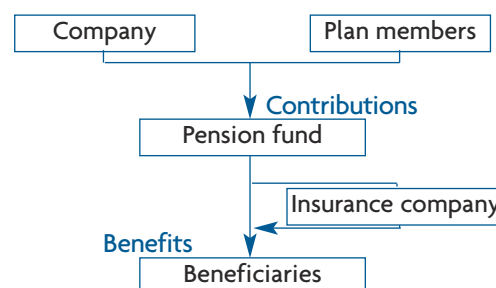
The countries in which this approach is most frequently observed are Germany, Austria and Sweden.



1.2 External management

Contributions are paid by the employer (and/or employee) to a separate institution which then pays benefits to the employees or beneficiaries.

The company (or the pension fund, in accordance with the company) may also choose to transfer part or all of its commitment to pay pensions to an insurance company:



The use of a pension fund does not alleviate the company's liabilities towards employees and pensioners. The latter remains an administrative and financial management structure. If the fund's assets appear not to be sufficient, the company has to provide additional funding.

The countries in which this approach is the most widespread are the United Kingdom, the Netherlands and Switzerland, where companies' pension commitments are generally of the defined benefit form and managed by pension funds.

When the company -(or the pension fund, in accordance with the company)- chooses to transfer part or all of its commitment to pay pensions to an insurance company, the insurer may bear part or all the financial risk and of the risk on the life of the insured. It must then be specified in the agreement.

Countries in which this approach is most widespread are Belgium, France, Spain and the Netherlands (smaller schemes).

The following focuses on a description of how pension liabilities are accounted for in private companies' accounts. Note that this description does not relate to accounting methods used by insurers, pension funds and organisations of a similar nature.

2. Les différentes méthodes actuarielles d'estimation des engagements : la dette actuarielle

Une des composantes principales des normes de comptabilisation des engagements sociaux est la dette actuarielle. La dette actuarielle (*accrued liability*) est la quote-part de la valeur actuelle probable des prestations futures (VAPF) des régimes de retraite évalués correspondant aux droits accumulés au titre des services passés. Elle n'inclut pas les droits qui seraient acquis au titre des services futurs dans l'entreprise. Pour la calculer on doit donc utiliser une méthode actuarielle ou "funding method" qui permet de reconnaître de manière ordonnée et graduelle le coût d'un engagement social différé de telle sorte qu'au départ en retraite la provision mathématique correspondant à l'engagement soit constituée. L'impact du choix de la méthode d'estimation sur le montant de la dette actuarielle est illustré dans l'exemple suivant.

3. Comparaison de l'évaluation des dettes actuarielles de l'entreprise dans un cas simplifié

Nous avons calculé un exemple de dette actuarielle pour un régime de retraite complémentaire, selon les méthodes et paramètres généralement utilisés, dans différents pays européens et selon les normes FAS87 et IAS19.

Les méthodes et hypothèses de calcul sont issues d'un rapport publié par le Groupe Consultatif Actuariel Européen en décembre 2001, complétées pour la France et les normes FAS 87 et IAS 19 par les hypothèses correspondant à des cas réels. Nos simulations ont été effectuées pour un même groupe de bénéficiaires dans les différents pays. La mortalité et le turnover sont supposés identiques. Rappelons que les méthodes actuarielles utilisées peuvent varier d'une entreprise à l'autre au sein d'un même pays.

L'écart maximal obtenu est de l'ordre de 1 à 3 avec l'emploi d'une table de mortalité et d'un taux de turnover identiques dans tous les pays. Avec l'emploi des tables de mortalité réellement utilisées dans chaque pays l'écart maximal obtenu aurait été plutôt de 1 à 4.

2. Accrued liabilities: Various actuarial valuation methods

One of the main elements of accounting standards used for valuing social liabilities relates to accrued liabilities.

The accrued liability is the share of the probable present value of future benefits to be paid by pension regimes, valued with respect to the cumulated rights due for the provision of past services. It does not include rights that may be acquired on the basis of services to be provided to the company in the future. For calculating the accrued liability one must therefore use an actuarial method or "funding method" that enables to account gradually and in an orderly manner for the cost of a deferred social liability and to provide technical provisions corresponding to the liability at the time of retirement. The impact of the choice of the method used for estimating the amount of the accrued liability is shown in the following example.

3. Comparison of the valuation methods of companies' accrued liabilities in a simple case

The accrued liability calculations of our example are based, in various European countries, on the assumption of a second pillar pension scheme, on the use of widespread methods and parameters, and rely on FAS 87 and IAS 19 accounting standards.

Calculation methods and assumptions are based on a report published by Groupe Consultatif Actuariel Européen in December 2001 (completed for the French case), as well as on the use of the FAS 87 and IAS 19 standards and of assumptions corresponding to real cases. Our simulations have been made for similar groups of beneficiaries in the various countries under review. Mortality and turnover are supposed to be identical in each sample group. Let us recall here that actuarial methods used may vary from a company to another within the same country.

The maximum spread observed is of a magnitude from 1 to 3 using identical mortality and turnover tables for all countries. Basing calculation on the use of the mortality and turnover tables used in practice in each country the maximum spread would have been of a magnitude of about 1 to 4.

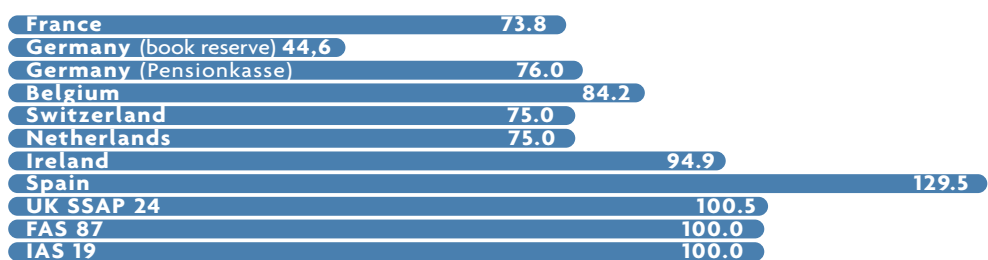
Country	Actuarial method	Discount rate	Salary increase rate	Pension increase rate	Accrued Liability Pension
France ¹	Projected Unit Credit with service prorate	5.25%	Variable, avg 3.5%	2%	73.8
Germany ² (book reserve)	Entry Age	6.00%	0.0%	0%	44.6
Germany ^{2,3} (Pensionkassen)	Entry Age	3.50%	0.0%	0%	76.0
Belgium ²	Unit Credit method with salary projection	6.00%	3.0%	2%	84.2
Switzerland ²	Unit Credit method with no salary projection	4.00%	NA	0%	75.0
Netherlands ²	Unit Credit method with no salary projection	4.00%	NA	0%	75.0
Ireland ²	Unit Credit method with salary projection	7.00%	5.0%	3%	94.9
Spain ²	Unit Credit method with salary projection	4.00%	2.5%	2%	129.5
UK SSAP 24 ^{2,4}	Unit Credit method with salary projection	6.50%	4.5%	3%	100.5
France ⁵	Projected Unit Credit with service prorate	5.25%	Variable, avg 3.5%	2%	73.8
FAS 87	Max (Unit Credit method with salary projection, Projected Unit Credit with service prorate)	5.25%	Variable, avg 3.5%	2%	100.0
IAS 19	Max (Unit Credit method with salary projection, Projected Unit Credit with service prorate)	5.25%	Variable, avg 3.5%	2%	100.0

1. Sources for calculation methods and assumptions: real cases - 2 Sources for calculation methods and assumptions: Groupe Consultatif Actuariel Europeen - December 2001 Report - Average spread assumption - 3 Pensionkassen adopt a more prudent insurance-like approach than companies. Their results cannot be directly compared to other cases. - 4 UK FRS 17: the actuarial method used for calculating the actuarial liability is the same as used in SSAP 24. - 5 Sources for calculation methods and assumptions: real cases.

Dette actuarielle

Accrued Pension Liability

(%, FAS 87, IAS 19 = 100)



4. L'évolution des normes de comptabilisation des engagements sociaux différés et ses conséquences

4.1 Une base commune aux principales normes comptables

L'estimation des passifs sociaux des entreprises comporte les principales étapes suivantes, quelle que soit la méthode comptable retenue :

- Le calcul de la valeur actuelle probable des prestations futures
- Le calcul de la dette actuarielle
- La détermination de la charge annuelle
- La détermination de la provision à passer au bilan

4.2 Disparité dans la comptabilisation des engagements sociaux

Il existe actuellement de grandes disparités au sein des principaux pays européens dans la comptabilisation des engagements sociaux. Ces disparités tiennent à l'hétérogénéité des hypothèses utilisées (taux d'actualisation, tables de mortalité, rendement des actifs de couverture, etc.) et des méthodes pour évaluer et comptabiliser les engagements sociaux dans les comptes des entreprises privées.

4.3 Une uniformisation prochaine des pratiques grâce à la norme IAS 19...

L'arrivée de la norme IAS 19 va permettre de réduire les disparités qui existent au

4. Changes in differed social liabilities' accounting standards and consequences

4.1 A common basis for the main accounting standards

Whatever the accounting method adopted for valuing a company's social liabilities, the following steps have to be taken:

- Calculation of the probable present value of futures benefits,
- Calculation of the accrued liability,
- Determination of the annual cost,
- Determination of the provision to be recorded in the balance sheet.

4.2 Differences in social liability accounting

Social liability accounting reveals significant discrepancies at present in the main European countries.

Those discrepancies relate to the heterogeneity of assumptions made (discount rate, mortality tables, return on assets held by the scheme, etc.) as well as to differences in methods used for valuing and accounting for social liabilities recorded in private companies' accounts.

4.3 An harmonisation of practices should occur soon, due to the adoption of the IAS 19 standard...

The introduction of the IAS 19 standard will

sein de l'Europe.

Elle rend obligatoire la reconnaissance dans les comptes des entreprises des engagements sociaux liés aux régimes de retraite (et assimilés) à prestations définies.

Elle limite les possibilités offertes aux entreprises dans le choix des méthodes et hypothèses utilisées pour estimer la dette actuarielle, la charge annuelle à comptabiliser et la provision à constater au bilan.

4.4 ...au prix d'un accroissement prévisible de la volatilité

Les normes comptables, dont la norme IAS 19, et les projets de norme comptable évoluent vers le principe du "marked to market" en réduisant, voire supprimant des facultés de lissage.

Cette évolution aura pour conséquences :

- Un accroissement de la volatilité des comptes des entreprises, tant au niveau des comptes de résultat que des bilans, compte tenu des charges et provisions pour retraites à y inscrire.
- Une possible dégradation de la notation du crédit de l'entreprise, ce qui peut rendre plus difficile et plus coûteux son financement et affaiblir son cours de bourse.
- Pour certaines entreprises, la publication d'états financiers révélant un sous-financement critique de leurs fonds de pension.
- Une incitation pour les fonds de pension à réduire leur exposition au risque actions.

Conclusions

► L'ordre de grandeur des différences sur les dettes actuarielles est important :

■ Un écart de 1 à 3 pour un régime de retraite supplémentaire avec l'emploi d'une table de mortalité identique.

■ Cet écart serait d'environ 1 à 4 avec l'emploi des tables de mortalité réellement utilisées dans chaque pays.

► L'obligation pour les entreprises de l'Union européenne cotées sur un marché réglementé d'un État membre d'utiliser les normes IAS à partir de 2005 pour l'élaboration de leurs comptes consolidés et l'émergence de normes comptables nationales qui vont s'inspirer de la norme IAS 19 va réduire à terme ces écarts entre dettes actuarielles.

► Mais la généralisation de la norme IAS 19 ou de normes locales proches de cette dernière peut accroître la volatilité des charges et provisions à passer dans les comptes des entreprises du fait de l'approche "marked to market" et de la réduction ou la suppression des possibilités de lissage existant dans les normes actuelles.

enable to reduce discrepancies within Europe. It makes the recognition in the company's accounts of social liabilities relating to defined benefit pension schemes (as well as of schemes of a similar nature) mandatory.

It limits the importance of companies' scope for choice among methods and assumptions for estimating accrued liabilities, annual costs and balance sheet provisions.

4.4 ...at the cost of a foreseeable rise in volatility

Accounting standards, among which IAS 19, and projected accounting standards tend to adopt the "marked to market" principle and thus to reduce or even suppress smoothing possibilities.

This will lead to:

- *A rise in the volatility of companies' accounts, which will impact on both the income statement and the balance sheet, due to pension costs' and provisions records;*
- *A possible decrease in the credit rating of some companies, which may lead to an increased difficulty to raise money, a rise in financing costs and impact negatively on the stock's price;*
- *For some companies, the publication of financial statements indicating a critical underfunding of their pension fund;*
- *An incentive for pension funds to reduce their exposure to equity risk.*

Conclusions

► *The scope of discrepancies of accrued liabilities is significant:*

■ *A magnitude from 1 to 3 for second pillar pension schemes, using identical mortality tables;*

■ *This magnitude would reach 1 to 4 basing on the mortality tables used in practice in the countries under review.*

► *The requirement for European Union companies listed on member state regulated markets to use the IAS standard from 2005 onwards for consolidated accounts, as well as the emergence of national accounting standards inspired by the IAS 19 standard will, over time, lead to a reduction in the discrepancies among accrued liability valuations.*

► *Conversely the adoption of the IAS 19 standard, or of similar local standards, may increase the volatility of cost and provisions to be recorded in companies' accounts, due to the "marked to market" approach and to the impossibility of using smoothing techniques as at present.*

OCDE Global Pension Statistics Résultats préliminaires de la collecte de données

Jean-Marc Salou, OCDE

OECD Global Pension Statistics Preliminary data collection results

Jean-Marc Salou, OECD

La division des Marchés Financiers de l'OCDE, au sein de la Direction des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises, a lancé en 2002 un projet statistique dans le but de développer une base de données analytiques et d'indicateurs globaux sur les pensions. Dans le but de soutenir ce projet et de fournir un soutien méthodologique pour la majeure partie de l'organisation de cette activité, une *Task Force* de l'OCDE sur les statistiques de pension (TFPS) a été créée en 2002.

Le numéro précédent de "La Lettre de l'OEE"¹, décrivait le lancement de ce projet, dont le but est de collecter de façon régulière des statistiques globales sur les fonds de pension. Le présent article² s'appuie sur les résultats d'une analyse de données relatives à la période 2001-2002 obtenues lors d'un premier exercice de collecte de données conduit mi-2003 par l'OCDE. N'ont été retenues, parmi les informations traitées, que celles relatives aux actifs, à la structure des actifs et aux membres. Cet article illustre les résultats attendus de ce projet, ses développements récents et anticipés. Bien que ces données proviennent toutes de sources gouvernementales officielles, elles sont encore préliminaires. Dans le cadre de ce projet³, les données collectées étaient relatives aux actifs, passifs, revenus, dépenses et aux membres (*membership*). Ces données préliminaires ont été présentées lors de la seconde réunion de la Task Force sur les statistiques de pension qui s'est tenue le 26 novembre 2003 et y ont fait l'objet d'une discussion. Ce projet bénéficiera des activités analytiques du Groupe de Travail sur les Pensions Privées de l'OCDE (WPPP), en particulier de la taxonomie révisée approuvée par l'OCDE⁴.

The OECD Financial Markets Division, within the Directorate for Financial and Enterprises Affairs, initiated in 2002 a statistical project, the aim of which is to set up an analytical database of global pension statistics and indicators.

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) was created in 2002.

The previous issue of "La Lettre de l'OEE", described the launch of this project, which aimed at collecting global pension statistics on an on-going basis.

This article² draws on the results of a preliminary analysis of 2001 and 2002 data gathered at mid-2003 within the first round of the OECD data collection exercise. The topics presented below are limited to aggregate assets data, assets structure, membership information.

This article gives an insight into the expected outcomes of the project, its recent and anticipated development. Although the data come all from official governmental sources, they are still preliminary.

Within the framework of this project³, data collected pertains to assets, liabilities, income, expenditure and membership.

The preliminary data was presented and discussed at the second meeting of the Task Force on Pension Statistics held on the 26 November 2003.

This project will benefit from the analytical activities of the OECD's Working Party on Private Pensions (WPPP), and in particular from the approved OECD 'Revised taxonomy of pension plans, pension funds and pension entities'⁴.

1. http://www.oee.fr/html_e/publi01.htm

2. À l'issue de cette première collecte de données, la Division Marchés Financiers de l'OCDE a sous-traité à l'OEE le traitement des données et la production d'une synthèse incluant des tableaux comparatifs.

3. Cette activité a été conduite avec le soutien financier de ING Groep et de l'American Benefit Institute.

4. "Revised taxonomy of pension plans, fonds de pension et pension entities", <http://www.oecd.org/dataoecd/34/23/2488707.pdf>.

1. http://www.oee.fr/html_e/publi01.htm

2. For this first round of the data collection, the OECD Financial Markets Division have subcontracted to the 'OEE' the data processing and the production of a synthesis including the production of comparative tables.

3. This activity has, so far, been carried out with the financial support of ING Groep and the American Benefit Institute.

4. See: <http://www.oecd.org/dataoecd/34/23/2488707.pdf>.

Lors de ce premier exercice, 26 pays⁵ ont rempli le questionnaire statistique relatif aux pensions tel qu'approuvé en avril 2003 par le Groupe de Travail de l'OCDE sur les pensions privées (WPPP). L'assistance et le support des participants à la Task Force dans cette initiative ont été cruciaux et cet exercice a permis de fournir à l'OCDE une quantité substantielle de données comparatives, qui seront intégrées dans notre travail analytique. En ce qui concerne les autres pays de l'OCDE⁶ pour lesquels l'information manque encore, des progrès significatifs ont d'ores et déjà été obtenus qui se traduiront certainement par la contribution de données. L'OCDE anticipe donc d'ici peu l'inclusion de ces pays dans ses sources d'information.

Statistiques sur les pensions privées : panorama de l'activité des fonds de pension

L'exercice statistique couvrait une gamme d'indicateurs étendue et s'appuyait sur une définition large des plans de retraite privés. Ces derniers étaient subdivisés en catégories détaillées⁷. À ce stade de la collecte de données, la plupart des commentaires pertinents pouvaient être faits sur les fonds de pension autonomes, le type de fonds pour lequel le plus d'information détaillée a été fourni.

Cependant, les fonds de pension autonomes ne représentent pas la totalité de l'activité des organismes de retraite. Il apparaît donc important d'obtenir des informations additionnelles sur les fonds de pension non-autonomes ainsi que sur les fonds de pension assortis de certaines garanties

For this first round, 26 countries⁵ have participated and answered to the statistical questionnaire on pensions approved by the OECD Working Party on Private Pension (WPPP) in April 2003. The assistance and support of the Task Force's participants in this endeavour was critical and this exercise has provided the OECD with a substantial amount of comparative data, which will be phased into our analytical work.

Concerning the remaining OECD countries⁶ for which the information is still missing, good progress towards filling in the questionnaires has been achieved and the OECD anticipates to include these countries shortly in its information sources.

Private Pension statistics: overview of pension activity

The statistical exercise covered an extensive range of indicators and related to a wide definition of private pension plans, themselves subdivided into detailed categories⁷. At this stage of the data collection, most of the relevant comments were made on autonomous pension funds, the fund type for which most of the detailed information was provided.

However, autonomous pension funds do not represent the totality of pension plans' activity. It would thus be important to obtain additional information on non-autonomous and pension funds with certain guarantees (called 'Insured pension' in the taxonomy). The autonomous pension funds category includes sepa-

5. OCDE et une sélection de pays hors OCDE (source statistique): Autriche (FMA Financial Market Authority), Belgique (Office de Contrôle des Assurances), Canada (Statistics Canada), Danemark (Danish Financial Supervisory Authority), Finlande (Insurance Supervision Authority), Allemagne (Federal Financial Supervisory Authority), Hongrie (Hungarian Financial Services Agency), Islande (Financial Supervisory Authority), Italie (Commissione vigilanza fondi pensione (COVIP)), Japon (Ministry of Foreign Affairs), Corée (Korea Life Insurance Association), Mexique (CONSAR), Pays-Bas (Statistics Netherlands), Norvège (Kredittilsynet), Pologne (Insurance and Pension Funds Supervisory Commission of Poland), Portugal (Instituto de Seguros de Portugal), République Slovaque (Ministry of Labor, Social Affairs and Family, Ministry of Finance of the Slovak Republic), Espagne (Banco de España, Ministry of Economy), Suisse (Office fédéral de la statistique), Suède (Finansinspektionen (the Swedish Financial Supervisory Authority)), Turquie (Undersecretariat of Treasury, T.C. Basbakanlik Hazine Mustesarligi), Royaume-Uni (National Statistical Office (ONS)), Etats-Unis (Department of Treasury, FED, Department of Labor). Hors-OCDE : Bulgarie (Financial Supervision Commission), Estonie (Financial Supervision Authority), Slove (Slovene Insurance Supervision Agency, Slovene Security Market Agency).

6. Australie, République Tchèque, France, Grèce, Irlande, Luxembourg.

7. Pour plus de détail se reporter à la taxonomie révisée des fonds de pension : <http://www.oecd.org/dataoecd/34/23/2488707.pdf>.

5. OECD and selected non-OECD Countries (statistical source): Austria (FMA Financial Market Authority), Belgium (Office de Contrôle des Assurances), Canada (Statistics Canada), Denmark (Danish Financial Supervisory Authority), Finland (Insurance Supervision Authority), Germany (Federal Financial Supervisory Authority), Hungary (Hungarian Financial Services Agency), Iceland (Financial Supervisory Authority), Italy (Commissione vigilanza fondi pensione (COVIP)), Japan (Ministry of Foreign Affairs), Korea (Korea Life Insurance Association), Mexico (CONSAR), Netherlands (Statistics Netherlands), Norway (Kredittilsynet), Poland (Insurance and Pension Funds Supervisory Commission of Poland), Portugal (Instituto de Seguros de Portugal), Slovak Republic (Ministry of Labor, Social Affairs and Family, Ministry of Finance of the Slovak Republic), Spain (Banco de España, Ministry of Economy), Switzerland (Office fédéral de la statistique), Sweden (Finansinspektionen (the Swedish Financial Supervisory Authority)), Turkey (Undersecretariat of Treasury, T.C. Basbakanlik Hazine Mustesarligi), United Kingdom (National Statistical Office (ONS)), United States (Department of Treasury, FED, Department of Labor). Non-OECD: Bulgaria (Financial Supervision Commission), Estonia (Financial Supervision Authority), Slovenia (Slovene Insurance Supervision Agency, Slovene Security Market Agency).

6. Australia, Czech Republic, France, Greece, Ireland, Luxembourg.

7. For more detail see 'Revised taxonomy of pension plans, pension funds and pension entities', <http://www.oecd.org/dataoecd/34/23/2488707.pdf>.

(appelés “régimes garantis” dans la taxonomie). La catégorie des fonds de pension autonomes inclut les organismes de retraite et les actifs regroupés sur un compte séparé géré par une société financière au nom des participants au plan/fonds (appelés “comptes séparés” dans la taxonomie).

Panorama de l'activité des fonds de pension

1. Les membres

Dans les pays ayant fourni des informations sur le nombre de membres (en 2001 et/ou en 2002), les membres actifs (c'est à dire actifs ou cotisants), représentent, en moyenne, près de 58 % du nombre total de membres des fonds de pensions. Presque tous sont actifs dans les pays qui ont créé des fonds de pension très récemment comme l'Espagne et l'Italie, tandis qu'aux Pays-Bas, les actifs ne représentent que 39,1 % du total.

Mexique excepté, le ratio du nombre d'actifs - en activité ou cotisants - sur le nombre total de membres, a crû de 2001 à 2002 dans tous les pays ayant fourni une information de cette nature pour les deux années.

2. Total des actifs

En 2001, l'encours total des actifs investis par les fonds de pension autonomes dans les pays de l'OCDE a atteint 8 973 milliards de dollars, soit un agrégat de 50,6 % du PIB de ces pays et 43,4 % de leur capitalisation domestique d'actions cotées.

En 2002, l'investissement total des fonds de pension autonomes a décliné de 24,4 % dans les pays pour lesquels les données étaient disponibles. Ainsi, le ratio total des investissements au PIB est tombé à 36,2 % dans ces pays. À l'inverse, sous l'effet d'une chute brutale d'une année sur l'autre de la capitalisation domestique des actions cotées, le ratio du total des investissements des fonds de pension autonomes à la capitalisation domestique a atteint 49,7 %.

Le poids économique des fonds de pension autonomes varie significativement selon les pays. Dans la plupart des pays, le total des investissements représente moins de 5 % du PIB. À l'inverse, ce ratio représente 50 % ou plus du PIB au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Islande. Il excède même le niveau du PIB aux Pays-Bas et en Suisse. Le Danemark est en position intermédiaire

rate pension entities as well as assets pooled in a separate account and managed by a financial company on behalf of the plan/fund members (called “Separate accounts” in the taxonomy).

Overview of pension activity

1. Membership

In the countries that provided information on their membership (either for 2001 or 2002), active members (i.e. working or contributing individuals), represent, on average, close to, 58% of the total number of pension funds members. Almost all members are active in countries that have created pension funds very recently, such as Spain and Italy, whereas in the Netherlands, active members represent only 39.1% of the total.

The ratio of the number of active members - working or contributing to pension funds- to the total number of members, rose from 2001 to 2002 in all of the countries that provided such information for both years, Mexico excepted.

2. Total assets

In 2001, the total outstanding investment of autonomous pension funds in OECD countries amounted to USD 8,973 bn. This represents an aggregate of 50.6% of the total GDP in those countries and 43.4% of their domestic listed shares' market capitalisation.

In 2002, total investment of autonomous pension funds decreased by 24.4% in the countries for which statistics are available. Accordingly, the ratio of total investment to GDP decreased to 36.2% in those countries. Conversely, and resulting from a dramatic year-on-year fall in domestic shares' market capitalisation, the ratio of total autonomous pension funds investment to domestic shares' market capitalisation, rose to 49.7%.

The economic weight of autonomous pension funds varies significantly across countries. In most countries, total investments amount to around 5% or less of GDP. Conversely, it amounts to 50% or more of GDP in Canada, the United States, the United Kingdom and in Iceland. It even exceeds GDP in the Netherlands and Switzerland. Denmark is in an intermediate position (27.1% of the GDP).

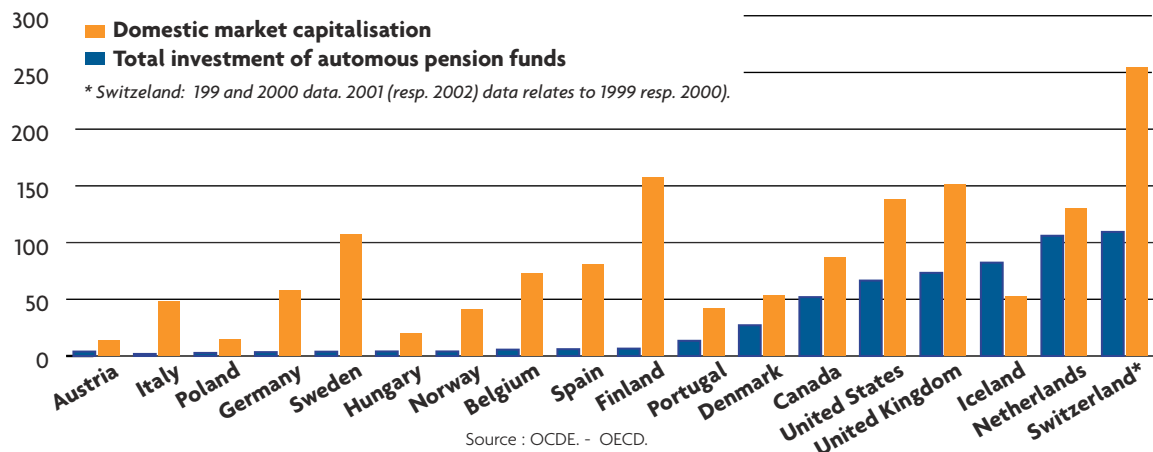
(27,1 % du PIB). Pour ces derniers pays, Danemark compris, les fonds de pension autonomes représentent plus de la moitié de la capitalisation domestique d'actions cotées.

Les pays présentant des ratios d'investissement total des fonds de pension au PIB élevés tendent aussi à afficher des ratios élevés de la capitalisation de marché au PIB, comme le montre le graphique ci-après (2001). Les pays dans lesquels les grosses sociétés cotées ont développé une base actionnariale internationale, comme la Suède et la Finlande, ont aussi connu une forte croissance de leurs bourses locales.

For those last countries, Denmark included, autonomous pension funds amount to over a half of the market capitalisation of domestic shares.

Countries showing high ratios of total pension funds investment to GDP tend also to exhibit high ratios of market capitalisation to GDP, as evidenced on the graph hereafter (2001 data). Countries in which big listed companies (blue chips) have developed an international shareholder basis, such as Sweden and Finland, have however witnessed strong growth in their local stock exchange as well.

Poids du total des investissements des fonds de pension comparé à la taille de la bourse Weight of pension funds' total investments in the economy compared to stock exchange's size



3. Structure de l'actif

L'investissement total des fonds de pension autonomes dans les pays de l'OCDE est en majeure partie investi en actions (39,7 %). La seconde classe d'actifs est constituée par les bons du Trésor et obligations (21,8 %), suivie par les OPCVM (13,8 %).

La structure de l'actif par type d'investissement varie fortement en fonction des pays :

- Dans la majorité des pays, les bons du Trésor et obligations figurent au premier rang de l'allocation d'actifs. Au Danemark, en Hongrie, en Islande, au Mexique, en Pologne, en Bulgarie, en Estonie et en Slovénie, ils représentent plus de la moitié du total des investissements.
- Dans quatre pays, les actions comptent pour 40 % ou plus des actifs : au Danemark, aux Pays-Bas, aux États-Unis et au Royaume-Uni (où ils représentent 53,8 % de la capitalisation malgré la chute du marché).

3. Structure of assets

The aggregate total investment of autonomous pension funds in OECD countries is predominantly invested in shares (39.7%). The second asset class consists of bills and bonds (21.8%), followed by mutual funds (13.8%).

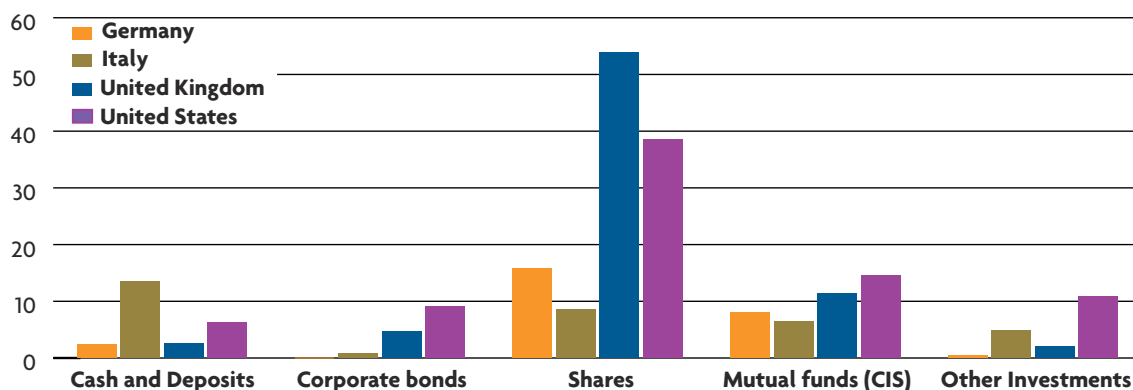
The breakdown of assets according to the type of investment product varies widely across countries:

- *In the majority of countries, bills and bonds rank first in asset allocation. In Denmark, Hungary, Iceland, Mexico, Poland, Bulgaria, Estonia and Slovenia, it accounts for over a half of total investments.*
- *In four countries, equity shares account for 40% or more of assets: Denmark, the Netherlands, the United States and the United Kingdom (53.8% despite the stock market's downturn).*

- En Belgique et au Canada, les parts d'OPCVM sont prédominantes dans la structure de l'actif.
- Dans la plupart des pays, les disponibilités et les dépôts, prêts, terrains et immobilier ne représentent que de faibles parts.

- *In Belgium and Canada, mutual funds shares are predominant in the asset structure.*
- *In most countries, cash and deposits, loans, Lands and buildings account only for relatively small amounts.*

Structure de l'actif des fonds de pension autonomes dans une sélection de pays (% du total des actifs) Asset structure of autonomous pension funds in selected countries (% of total assets)



Source : OCDE - OECD.

Perspectives pour 2004

À la suite de sa dernière réunion, la Task Force de l'OCDE sur les statistiques de pension (TFPS), a décidé de collecter les données pour l'année 2003 à mi-année. Les données 2003 relatives à l'activité des organismes de retraite dans les pays de l'OCDE et hors OCDE devraient être publiées et diffusées dans une brève publication de l'OCDE sur les retraites et sous la forme d'un CD-ROM, récapitulant les indicateurs relatifs aux pensions et les notes méthodologiques.

Enfin, des améliorations sont déjà envisagées :

- ▶ La couverture géographique devrait être étendue aux pays asiatiques⁸;
- ▶ Pour améliorer et préciser le calcul des taux de rendement, des informations sur les coûts et commissions seront demandées ;
- ▶ Pour développer des indicateurs de court-terme (trimestriels), et étendre progressivement le projet à l'ensemble des mécanismes de financement des retraites (y compris les financements publics), nous envisageons de collecter des données micro-économiques;

Looking forward in 2004

Following the last meeting of the Task Force on Pension Statistics (TFPS), the OECD Task Force has decided to collect data for the base year 2003 at mid-year. Pension activity data in OECD and non-OECD countries is intended to be published and disseminated for 2003 in an OECD's pension statistics brief and in the form of a CD-ROM, regrouping pension indicators and country methodological notes.

In addition, further improvements are already in sight:

- ▶ The project's geographical coverage should be extended to Asian countries⁸;
- ▶ With a view to improve and refine the calculation of return on investment rates, costs and fees should be investigated;
- ▶ Finally, to develop short-term (quarterly) indicators, and to progressively extend the project to all funded pension plans (ie. including public plans), we could consider collecting micro-data;

8. Bangladesh, Chine, Hong-Kong (Chine), Inde, Indonésie, Kazakhstan, Malaisie, Mongolie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

8. Bangladesh, China, Hong-Kong (China), India, Indonesia, Kazakhstan, Malaysia, Mongolia, Philippines, Singapore, Thailand.

- ▶ Afin d'améliorer la disponibilité des données et le reporting, il est également important d'identifier et de discuter tout problème éventuellement rencontré par un pays dans la collecte des informations requises. Les données manquantes devront être considérées par la Task Force pour certains pays, par exemple, où les données ont été déclarées comme étant disponibles mais n'ont pas été fournies. D'autres pays devraient être en mesure de fournir ces données, mais elles y font encore défaut.
- ▶ Un besoin de financement des fonds de pension substantiel et probablement sous-estimé de l'ordre de plusieurs milliards de dollars dans plusieurs pays de l'OCDE a été observé. Dans ce contexte, dispose d'une évaluation de la situation financière des fonds de pension, et plus spécifiquement du financement des fonds de pension (ratio actifs/passifs) serait utile. Avec pour objectif d'examiner plus en profondeur le sujet, la Task Force s'attacherait, dans un premier temps, à passer en revue les méthodes d'évaluation des actifs et des éléments du passif dans tous les pays.

La collecte de données statistiques globales sur les pensions par l'OCDE sera donc orientée par des besoins pratiques. Le travail est par ailleurs en cours pour poursuivre l'amélioration et l'extension de la coopération avec des acteurs financiers privés afin d'assurer, dans le cadre de ce projet, la satisfaction des besoins d'information statistique et analytique de tous les agents.

Global Pension Statistics project : la Division Marchés Financiers de l'OCDE recherche des partenaires des secteurs public et privé. Pour obtenir plus d'information sur les partenariats, n'hésitez pas à contacter directement Jean-Marc Salou, Project-Manager, par email à l'adresse suivante : jean-marc.salou@OCDE.org ou par téléphone au +33-(0)1 45 24 91 10.

- ▶ *In order to further improve data availability and reporting, it is also important to identify and discuss any problems that countries may have experienced in collecting the requested information. Data gaps would have to be addressed within the Task Force. For instance, for some countries, where data for personal plans was notified as being available, such data was not provided. For other countries, which should be in a position to deliver such data, the data is missing.*
- ▶ *The size of the global multi-trillion U.S. dollar funding gap identified in several OECD countries is substantial and probably underestimated. Against this background, an accurate assessment of the actual situation of pensions, and more specifically of pension funding (assets/liabilities ratio) will be very much needed. With a view to examine further this issue, the Task Force would, in the first stage, review assets and liabilities valuations methods across countries.*

OECD Global Pension Statistics collection will thus be oriented by practical needs. Work is however underway for improving even further - and extending- cooperation with private financial actors, as to ensure that, within the scope of this project, the needs for pension statistics and analytical data of all economic agents are met.

Global Pension Statistics project: the OECD Financial Markets Division is seeking partners from both the public and the private sector. In order to obtain more details on the partnership, please do not hesitate to contact directly Jean-Marc Salou, Project-Manager, by email at the following address: jean-marc.salou@oecd.org or by phone +33-(0)1 45 24 91 10.

Vieillesse démographique, épargne et flux de capitaux : éléments de perspectives dans le cas de l'Allemagne et de la France

Catherine Bac et Jean Chateau¹

Ageing, Saving and Capital Flows: prospective elements in the case of Germany and France

Catherine Bac and Jean Chateau¹

L'accélération du vieillissement démographique dans les années à venir et la pérennisation de ce phénomène à plus long terme vont mettre sous pression l'ensemble des régimes de retraites. Si l'on considère l'Europe de façon isolée, la baisse relative du nombre d'actifs par rapport au nombre de retraités entraînera vraisemblablement une diminution du rendement des régimes de retraite, qu'ils soient par capitalisation ou par répartition² sauf à accepter une ponction difficilement supportable sur les revenus du travail dans une phase de pénurie de celui-ci. Dans ces circonstances, l'ensemble des pays de l'UE a adopté des réformes plus ou moins ambitieuses de leurs régimes de retraite. Comme ces pays l'ont admis lors du sommet de Lisbonne de mars 2000, une condition nécessaire au succès de ces réformes demeure une participation accrue des seniors au marché du travail. Dans le cadre de l'UEM, ces changements démographiques accompagnés de modifications sur le marché du travail et de réformes des régimes de retraite vont profondément modifier la donne en matière de comportement d'épargne et de flux de capitaux intra-européens.

Pour illustrer ce propos de façon simple, nous allons ici nous focaliser sur le cas de deux pays de l'Union, l'Allemagne et la France. D'un poids économique relativement équivalent et dotés, à la fin des années 1990, de systèmes de protection sociale comparables, dans leur générosité et leur règles de fonctionnement, les deux pays seront soumis à des changements structurels sensiblement différents dans les années à venir.

La première différence est la situation démographique nettement plus défavorable en Allemagne qu'en France (Figure 1). En

The acceleration of ageing in the coming years and the permanence of this phenomenon on the long term will exert pressure on all pension schemes. When considering Europe specifically, the relative drop in the working age population related to the number of pensioners will most probably translate into a decrease in the return of pension schemes, be they funded or of the pay-as-you-go type², considering the difficulty for work income to bear this charge at times when it is low. Against this background, all the EU countries adopted more or less ambitious reforms of their pension schemes. As these countries admitted during the Lisbon Summit in March 2000, a necessary condition of the success of those reforms remains a higher participation of seniors in the labour market. Within EMU, these demographic changes, along with changes on the labour market and reforms of pension schemes, will deeply impact on saving behaviours and intra-European capital flows.

As a simple illustration of this standpoint, we will hereafter focus on the case of two European Union countries, Germany and France. With relatively comparable economic weights and -at the end of the nineties, social protection systems similar in terms of generosity and functioning rules- the two countries will be submitted to markedly different structural changes in the years to come.

The first difference lays in a distinctly more unfavourable demographic situation in Germany than in France (see Chart 1). In

1. CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales), 9 rue Georges Pitard, 75740 Paris Cedex 15. Correspondance : bac@cepii.fr ou chateau@cepii.fr.

2. Si l'on considère l'Europe comme une zone parmi les autres au sein d'un monde de finance globalisée le rendement du capital peut apparaître comme relativement peu affecté par le vieillissement démographique de l'UE et de ce fait le rendement des régimes de retraite par capitalisation comme moins soumis aux aléas démographiques internes (CF la lettre du CEPII No 200, Avril 2001).

1. CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales), 9 rue Georges Pitard, 75740 Paris Cedex 15. Contact: bac@cepii.fr ou chateau@cepii.fr.

2. When considering Europe as a zone among others in a global financial world, the return on capital may appear not to be much impacted by ageing in the EU and the return of funded schemes thus less dependent on internal demographic developments (CF La Lettre du CEPII No 200, April 2001).

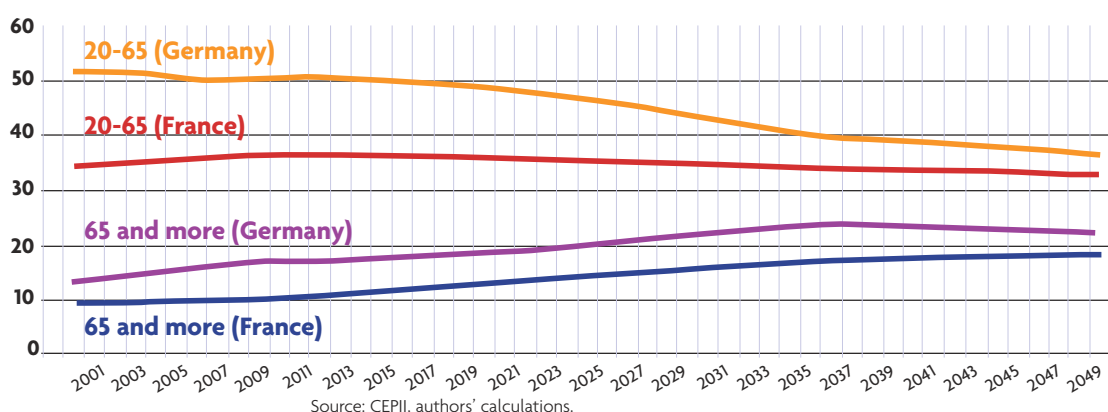
effet, si dans les deux pays, le ratio de la population en âge de travailler rapportée au nombre de retraités se dégrade nettement, la situation est plus dramatique en Allemagne. Ainsi, la population âgée de 20 à 65 ans diminue d'environ 13 millions entre 2000 et 2050. Sur la même période, en France, la baisse correspondante devrait rester inférieure au million.

Face à cette situation, les deux pays ont choisi deux voies distinctes de réforme de leur système de retraite. L'Allemagne soucieuse de ne pas accentuer le coût du travail par des hausses de cotisations sociales a décidé d'inciter ses citoyens à opter pour des régimes complémentaires par capitalisation, et ce afin de compenser la baisse programmée des pensions du système de retraite par répartition (réforme Riester, 2001). La France, quant à elle, mise sur un mix de hausses des cotisations sociales et de baisses des pensions. Dans les deux pays, les règles des régimes par répartition ont été adaptées pour inciter les travailleurs à allonger la durée de leur carrière professionnelle (Réformes de 1992 en Allemagne, de 1993 et de 2003 en France)³. Toutefois, alors que la cible française serait plutôt de centrer l'âge moyen de cessation d'activité autour de 62 ans contre 59 ans aujourd'hui, les autorités allemandes espèrent décaler cet âge de 60,5 aujourd'hui à 65 ans. L'acuité du vieillissement démographique à venir en Allemagne justifie cette exigence (cf. Figure 1).

spite of the fact that the ratio of the working age population to the number of pensioners deteriorates noticeably in both countries, the situation appears to be more dramatic in Germany. Indeed the population aged 20 to 65 decreases by about 13 millions between 2000 and 2050 in Germany. Over the same period, in France, the corresponding drop should amount to less than a million.

Facing this situation, the two countries adopted two separate ways of reforming their pension system. Anxious of not increasing the cost of labour by rising social contributions, Germany decided to provide incentives to its citizens by developing funded complementary pension schemes, with a view to compensate the forecasted drop in the benefits of pay-as-you-go pension schemes (Riester reform, 2001). France, as far as it is concerned, relies on a mix of increases in social contributions and decreases in pensions. In both countries, the rules of pay-as-you-go schemes have been modified in order to provide incentives for workers to extend the duration of their professional careers (1992 reform in Germany, 1993 and 2003 reforms in France)³. However, whereas the French aim would be to center the average age of retirement at about 62 years against 59 observed at present, German authorities hope to shift this age from 60.5 at present to 65 years. The acuteness of demographic ageing in Germany legitimates such a demand (see Chart 1).

Figure 1. Projection de population (millions)
Chart 1. Population outlook (millions)



Pour étudier la question des effets économiques et financiers du vieillissement des populations, et notamment sur les flux de capitaux au sein de l'Europe, le CEPII

For studying economic and financial impacts of population ageing, and more specifically particularly their impacts on capital flows within Europe, CEPII developed a general

3. Le lecteur intéressé par de plus amples détails concernant le fonctionnement des régimes de retraite et les réformes en cours en France pourra se reporter au site du COR www.cor-retraite.fr. Pour un document équivalent concernant l'Allemagne nous conseillons la lecture du document de travail, "The German Public Pension System: How it was, How it will be" de A. Börsch-Supan et C. Wilke, WP2003-041, University of Michigan.

3. Reader interested in more detail on the functioning of pension schemes and on current reforms in France may refer to the website of the COR www.cor-retraite.fr. For an equivalent document concerning Germany we advise the lecture of the Working Paper, "The German Public Pension System: How it was, How it will be" by A. Börsch-Supan and C. Wilke, WP2003-041, University of Michigan.

construit un modèle d'équilibre général à générations d'agents à l'échelon européen⁴. C'est un modèle de croissance néoclassique dans l'esprit de celui de Blanchet (1992)⁵, mais enrichi de comportements d'épargne et de spécifications du marché du travail comparables à ceux proposés dans le modèle de d'Autume et Quinet (2001)⁶. Outre leur âge, les consommateurs sont distingués suivant leur genre et leur statut professionnel (cadre, non cadre ou fonctionnaire), et ce, afin de reproduire le mieux possible les différents régimes de retraite existant dans chaque pays.

Pour l'exercice présenté ici nous considérons les deux pays de façon isolée sous deux hypothèses extrêmes concernant leur ouverture économique et financière vis-à-vis du reste du monde. Dans le premier cas, les deux économies prennent comme donné le taux de rendement du capital, de sorte que la demande de capital de la part des entreprises est, une fois le niveau de l'emploi déterminé, uniquement dépendant des conditions externes. Dans ce cas tout excès d'épargne nationale par rapport à cet investissement donne lieu à des sorties de capitaux. Dans un second temps, nous adoptons l'hypothèse polaire d'économie autarcique, dans un tel cas, le taux d'intérêt équilibre l'offre et la demande de capital au sein du pays, les flux de capitaux avec l'extérieur étant prohibés.

La participation des individus au marché du travail n'est pas déterminée au sein du modèle. Nous avons préféré à cet égard recourir à des "scénarios" quant aux comportements d'activité des ménages. Les hypothèses retenues ici pour l'évolution future des taux d'activité sont optimistes, à l'instar de celles adoptées dans les projections officielles (INSEE et CES-IFO). Elles conduisent, à l'horizon 2040, à un décalage de l'âge moyen de cessation d'activité de 3 et 5 ans, en France et en Allemagne, respectivement ; ainsi qu'à une hausse significative des taux d'activité des seniors. Ces évolutions, synthétisées dans la Figure 2, soulignent que malgré une hypothèse forte en matière de hausse des taux d'activité, la population active allemande devrait néanmoins diminuer de 8 millions d'individus d'ici à 2040, la baisse correspondante en France serait de l'ordre de 1,5 millions.

equilibrium model with generations of agents at a European scale⁴. This neoclassical growth model in the spirit of Blanchet (1992)⁵, is however completed by adding saving behaviours and labour market specifications comparable to those proposed in the model of d'Autume and Quinet (2001)⁶. In addition to their age, consumers are characterised by their gender and professional status (executive, non executive or civil servant), and this, in order to replicate as faithfully as possible the various existing pension schemes in each country.

For the exercise currently presented we consider the two countries separately under two extreme assumptions concerning their economic and financial openness to the rest of the world: In the first case, a given rate of return of capital is assumed in the two economies, so that -once the rate of employment fixed- demand for capital emanating from companies is only depending on external conditions. In this case any excess of national savings on investment will lead to capital outflows. In a second stage, when the opposite assumption of an autarkical economy is made, the interest rate equilibrates supply of and demand for capital within the considered countries, and capital flows with the rest of the world are prohibited.

Individual participation in the labour market is not determined by the model. We preferred in this regard to resort to "scenarios" on households' activity. The assumptions made here on the future change in the rate of activity are optimistic, like those made by official projections (INSEE and CES-IFO). They lead, on a 2040 horizon, to shift the average age of retirement by 3 and 5 years, respectively, in France and in Germany. In addition, they lead to a significant rise in the activity rates of seniors. These changes, summarised in Chart 2, stress that despite the strong assumption of a rise in activity rates, the German working age population should decrease by 8 millions of individuals from now to the year 2040. The corresponding drop in France would amount to some 1.5 million.

4. Cette recherche bénéficie du soutien financier de l'Observatoire Européen de l'Épargne ainsi que de l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations.

5. "Retraites et croissance à long terme : un essai de simulation", D. Blanchet, Economie et Prévision, N°105, 1992 (4).

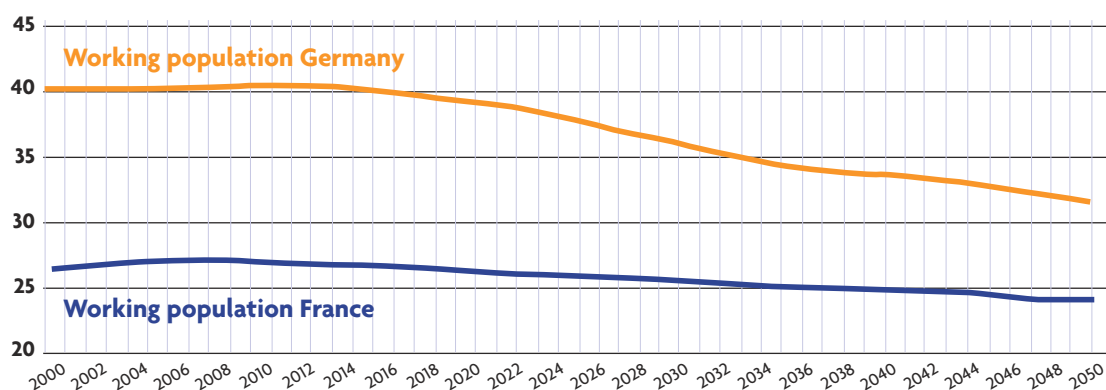
6. "Une maquette de moyen terme de l'économie Française", A. d'Autume et A. Quinet, Economie et Prévision, N°148, 2001 (2).

4. This research draws benefit of the financial support of Observatoire Européen de l'Épargne as well as of the Research Institute of the French Caisse des Dépôts et Consignations.

5. "Retraites et croissance à long terme : un essai de simulation", D. Blanchet, Economie et Prévision, N°105, 1992 (4).

6. "Une maquette de moyen terme de l'économie Française", A. d'Autume and A. Quinet, Economie et Prévision, No148, 2001 (2).

Figure 2. Projection de population active (millions)
Chart 2. Outlook for working population (millions)



Source: CEPII, authors' calculations.

Les projections financières que nous commentons tiennent compte des réformes récentes des régimes de retraite (réformes de 2001 en Allemagne et de 2003 en France). Nous supposons cependant que l'équilibre financier des régimes de retraite par répartition est assuré par recours à l'emprunt, en cas de soldes primaires négatifs, ou par constitution de réserves dans le cas inverse. Enfin, il nous faut souligner que si les pensions de retraite sont indexées sur l'évolution des prix en France⁷, elles sont en Allemagne indexées sur l'évolution des prix plus 1 % par an⁸.

a) Economies ouvertes

Dans un premier temps, il apparaît que les réformes actuelles, combinées à la hausse supposée de l'activité des 50-65 ans permettent de garantir la solvabilité des régimes de retraites jusqu'à l'horizon 2010 en Allemagne et 2025 en France (cf. dette des régimes de retraite dans les tableaux 1. et 2.). Au delà de ces dates, l'accumulation de soldes financiers négatifs entraîne une hausse de l'endettement des régimes de retraite qui se révèle particulièrement critique, à long terme, dans le cas de l'Allemagne. Jusqu'en 2020, l'accumulation de capital reste soutenue dans les deux pays ; celle-ci est plus vigoureuse en France et ce malgré l'absence des dispositifs de type allemand visant à la constitution de pensions complémentaires par capitalisation. Encore une fois, il faut invoquer pour

The financial projections commented here take recent pension scheme reforms into account (2001 reform in Germany and 2003 reform in France). We assume however that the financial equilibrium of pay-as-you-go pension schemes is ensured by borrowing, in case of negative primary balances, or by the constitution of reserves in the opposite case. Finally, let us emphasize here that pension benefits are indexed on inflation in France⁷, and on inflation plus 1% per year, in Germany⁸.

a) Open economies

In a first stage, current reforms, combined with the understated rise in activity rates of people age 50 to 65 enable to ensure the solvability of pension regimes on an horizon of 2010 in Germany and 2025 in France (see debt of pension schemes in tables 1 and 2). Beyond these dates, the accumulation of negative financial balances leads to a rise in pension schemes' indebtedness which appears to be particularly critical, on the long run, in Germany. Until 2020, the accumulation of capital remains sustained in the two countries; although it is more significant in France and this in spite of the lack of measures aiming, as in Germany, at constituting third pillar funded pensions. Once again, this effect may be accounted for by the importance of the deterioration of the working population the ratio of pensioners in Germany: From 2010 the latter

7. Sauf pour la fonction publique où l'indexation est égale à la hausse des prix plus 0.5 %.

8. Dans les faits, le régime de retraite public allemand garantit l'indexation des pensions sur les salaires nets ; en réalité, la dérive programmée des dépenses de retraites dans ce cas n'est financièrement pas soutenable à long terme (CF document cité dans la note 3). C'est la raison pour laquelle nous avons, à l'instar de nombreux instituts, adopté une voie médiane.

7. Public administrations excluded where pension indexation occurs at a rate of inflation plus 0.5%.

8. In practice, the German public pension scheme guarantees an indexation of pensions on net wages. The resulting drift in pension payments would however not be financially sustainable on the long run (see document cited in note 3). As a result, we have like many other institutes considered a median way.

expliquer cet effet l'importance de la dégradation du rapport actifs sur retraités en Allemagne qui dès 2010 plombe les dépenses de retraites et de ce fait induit des déficits captant une bonne partie de l'épargne nationale. Cette anémie de la dynamique de la population active en Allemagne explique aussi les faibles taux de croissance à partir de 2020 même si, jusqu'à cet horizon, la part des dépenses de retraite publique dans le PIB reste comparable dans les deux pays.

weighs on the pension payments and induces, as a result, deficits that capture a significant share of national savings. The weakness of the dynamics of the working population in Germany explains also the low level of the rate of growth from 2020 onwards, even if, up to that date, the share of public pension spending in GDP remains comparable in both countries.

Tableau 1 : Allemagne - Petite économie ouverte (Taux d'intérêt 3,75 % par an)

Table 1. Germany - Small open economy (interest rate: 3.75% per annum)

	2001	2005	2010	2020	2030	2040
GDP growth (%)	1.22	2.80	2.10	1.24	0.72	1.42
Pension payments (% of GDP)	11.80	12.99	13.18	14.60	16.91	17.22
Debt of pension schemes (% of GDP)	0.00	2.98	9.37	30.80	73.87	142.40
Annual capital growth (%)	1.22	2.80	2.10	1.24	0.72	1.42
Foreign capital inflows (% of GDP)*	0.00	0.83	3.17	3.27	5.36	10.87

Source : CEPII, authors' calculations.

*Nous comptabilisons ici les Flux de capitaux uniquement associés aux changements démographiques, sans tenir compte d'une éventuelle dérive de la dette publique au delà de son niveau actuel.

* We take here only capital flows related to demographic changes into account, not a possible drift of public debt beyond its present level.

Ce fort besoin de financement de l'économie allemande se retrouve dans les importants flux de capitaux entrants dès 2020. En France, il faut attendre les années 2030-2040 pour observer des besoins de financement comparables à ceux de l'Allemagne des années 2015-2025. Avant cette période, la dés-épargne des générations nombreuses issues du baby boom, désormais en fin de vie reste globalement compensée par la hausse de l'épargne des générations actives consécutive à une croissance soutenue de leurs revenus.

This strong need for financing of the German economy translates into important capital inflows from 2020 onwards. In France, one will need to wait for the years 2030-2040 for observing financing needs comparable to those of Germany in 2015-2025. Before this time, dis-saving of the numerous baby boom generations, that will have reached the last stage of their life, will remain globally balanced by rises in savings of working generations due to sustained growth in their revenues.

Tableau 2 : France- Petite économie ouverte (Taux d'intérêt 3,75 par an)

Table 2. France - Small open economy (interest rate: 3.75 per annum)

	2001	2005	2010	2020	2030	2040
GDP growth (%)	2.10	2.30	2.40	1.60	1.60	1.70
Pension payments (% of GDP)	12.70	12.80	12.90	14.60	15.40	16.20
Debt of pension schemes (% of GDP)	-1.00	-2.00	-4.00	-3.00	12.00	41.00
Annual capital growth (%)	2.13	3.32	2.43	1.60	1.56	1.71
Foreign capital inflows (% of GDP)	0.30	1.10	1.30	-0.70	1.30	3.80

Source : CEPII, authors' calculations.

b) Economie fermée

Dans le schéma précédent, on supposait implicitement que les deux économies étaient parfaitement intégrées à un marché mondial du capital et trouvaient toujours

b) Closed economy

In the former schema, it was implicitly assumed that the two economies were perfectly integrated in a worldwide capital market and that they always found financing sources at a fixed

des sources de financement à un taux d'intérêt demeurant constant. On considère le cas polaire d'une économie devant financer la dette de ses régimes de retraite publics et l'accumulation du capital productif par le seul recours à l'épargne nationale : les choses peuvent s'avérer plus dramatiques (CF. tableau 3.). Dans ce cas la hausse des besoins de financement des systèmes de retraite détourne progressivement une part accrue de l'épargne des placements directement productifs. Dès lors, la croissance du stock de capital se fait à un rythme moins élevé, ce qui pénalise la croissance économique. Cela résulte de la raréfaction relative de l'épargne qui entraîne une hausse du taux d'intérêt. Au total, la part des dépenses de retraite dans le PIB s'accroît par rapport au cas de la petite économie ouverte, non pas du fait d'une hausse du pouvoir d'achat des pensions servies, mais bien parce que le PIB atteint désormais des niveaux plus faibles. Les conclusions seraient similaires dans le cas de l'Allemagne, quoique évidemment plus accentuées.

interest rate. If the opposite case of an economy is now considered, in which both public pension schemes' debt and productive capital accumulation are financed only by national saving, things may appear to be somewhat more dramatic (see table 3). Indeed, in this case the increasing pension systems needs financing attracts a progressively rising share of savings thus disadvantaging directly productive investment. From then on, the capital stock's growth occurs at a lower rhythm, which is detrimental to economic growth. This results in a growing relative scarcity of savings which translates into a rising interest rate. On the whole, the share of pension payments in GDP rises compared to the case of a small open economy, not due to a rising spending power of pensions paid, but because GDP reaches now much lower levels. Conclusions would be similar in the case of Germany though obviously more severe.

Tableau 3 : France - Économie fermée
Table 3 : France - Closed economy

	2001	2005	2010	2020	2030	2040
GDP growth (%)	2.18	3.13	2.27	1.64	1.33	0.98
Pension payments (% of GDP)	12.65	12.66	12.97	14.04	15.53	17.03
Debt of pension schemes (% of GDP)	0.00	-2.00	-5.00	-4.00	9.00	40.00
Yearly interest rate (%)	3.96	4.00	4.04	3.92	3.98	4.37
Annual capital growth (%)	2.02	2.17	2.15	1.71	1.15	0.39

Source : CEPII, authors' calculations.

La logique du modèle actuellement en construction au CEPII est de relier les économies européennes entre elles au moyen d'une union économique et financière impliquant notamment l'unicité du rendement du capital au sein de la zone. Du fait d'un vieillissement des populations globalement plus accentué dans la plupart des pays européens que celui constaté en France, on pourra s'attendre à une hausse à long terme du taux de rendement du capital dépassant celle présentée dans le tableau 3. Cependant l'apport principal de ce travail sera d'examiner l'impact sur les mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone des différences de perspectives démographiques et de la nature extrêmement diverse des régimes de retraite dans les pays européens (on pense notamment aux pays dotés d'importants régimes par capitalisation face à ceux dont la répartition reste le pilier majeur).

The logic of the model presently developed at CEPII consists in establishing a relation between European economies in an economic and financial union, and in particular with a unicity of return on capital within the zone. As a result of a generally more pronounced ageing effect of populations in the considered European countries than in France, one may expect a long term rise in the capital's rate of return in excess of that presented in table 3. However, this work's main contribution will consist in examining the impact of differences in demographic perspectives and extremely diverse natures of pension schemes in European countries -where, countries with significant funded regimes face countries in which pay-as-you-go schemes remain predominant- on capital flows within the zone.

L'endettement des ménages européens

Didier Davydoff, Laurent Grillet-Aubert
et Grégoire Naacke, OEE

European households' debt

Didier Davydoff, Laurent Grillet-Aubert
and Grégoire Naacke, OEE

Le Comité des Usagers du Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) français a examiné, dans sa réunion du 18 décembre 2003, une étude de l'OEE intitulée "L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002".

Cette étude compare l'endettement des ménages en Europe entre 1995 et 2002, tel qu'il ressort des comptes nationaux harmonisés par le SEC 95, et de certaines statistiques complémentaires.

Ce qui suit retrace les principales conclusions de cette étude.

1. Le niveau d'endettement des ménages en Europe : de fortes disparités selon les pays

Globalement, l'endettement des ménages, mesuré par habitant ou en proportion du revenu disponible brut, est assez différent selon les pays. Deux pays se distinguent par un endettement nettement plus élevé que la moyenne : le Danemark (près de 32 000 euros par habitant) et les Pays-Bas (plus de 28 000 euros par habitant). Dans ces deux pays la dette des ménages représente près de deux fois leur revenu disponible brut.

The Committee of Users of the French CNCT (Conseil National du Crédit et du Titre), examined at a meeting on Dec. 18, 2003, an OEE report entitled "European households' indebtedness from 1995 to 2002":

This report compares households' indebtedness in Europe from 1995 and 2002, basing on the harmonised national accounts (ESA 95), as well as on some alternative sources.

The following presents the main conclusions of this study.

1. European households' debt level: wide discrepancies from country to country

From a global standpoint, households' debt, measured per head or as a proportion of gross disposable income, differs widely across countries. Two countries stand out with markedly higher than average debt: Denmark (about 32,000 euros per head) and the Netherlands (over 28,000 euros per head). In both countries households debt represents about two times gross disposable income.

Endettement par habitant et en % du Revenu Disponible Brut (RDB)

Debt par habitant and % du Gross disposable income (RDB)

	Debt per head 2002 (2001), en EUR	Outstanding debt 2002 (2001), % du RDB
Germany	18 507	111.5
Austria	10 917	66.1
Belgium	9 812	60.6
Denmark (2001)	31 832	194.2
Spain	9 422	86.4
Finland	9 266	72.4
France	9 592	59.4
Italy	5 254	34.1
Netherlands	28 301	198.2
Portugal (2001)	8 025	105.2
United Kingdom	23 186	120.2
Sweden	16 293	113.6
Europe*	17 963	109.6

* Moyenne des pays représentés pondérée par les encours d'endettement totaux en 2001. Source : Comptes nationaux, OCDE

* Country average weighted by total debt outstanding in 2001. Source: National accounts, OECD

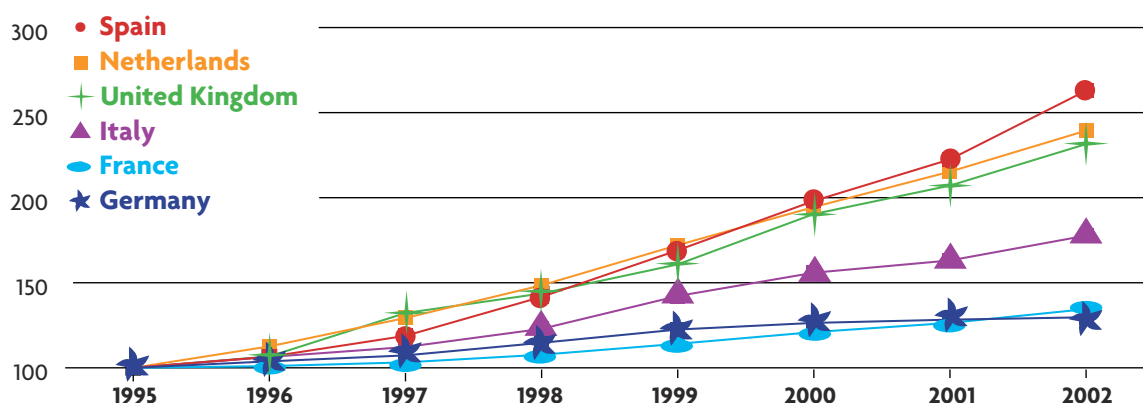
Le pays où les ménages sont le moins endettés est l'Italie, mais la France vient juste après, parmi les pays les moins endettés, avec une dette inférieure à 10 000 euros par habitant, représentant moins de 60 % du revenu disponible brut.

Depuis 1995 les tendances sont également divergentes : l'endettement a peu augmenté en France et en Allemagne, alors qu'un phénomène de rattrapage a, par exemple, été observé en Espagne avec une progression annuelle moyenne de près de 15 %.

The country in which households have the lowest debt is Italy, but France comes just afterwards, among the countries where debt is the lowest, with a debt lower than 10,000 euros per inhabitant, representing less than 60% of gross disposable income.

In addition, since 1995, trends are not converging: as debt rose little in France and Germany, but a catch-up phenomenon occurred in some instances such as in Spain where it grew at an annual pace of close to 15%.

Encours d'endettement des ménages (base 100 en 1995) Households' Outstanding Debt (base 100 en 1995)



2. Structure de l'endettement

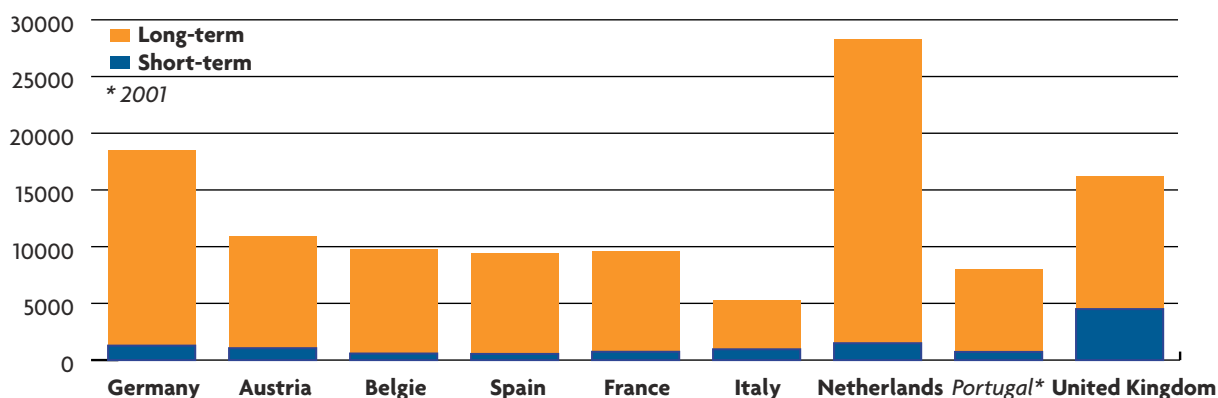
L'endettement des ménages est principalement un endettement à long terme.

2. Debt breakdown

Households' debt is mostly long-term debt.

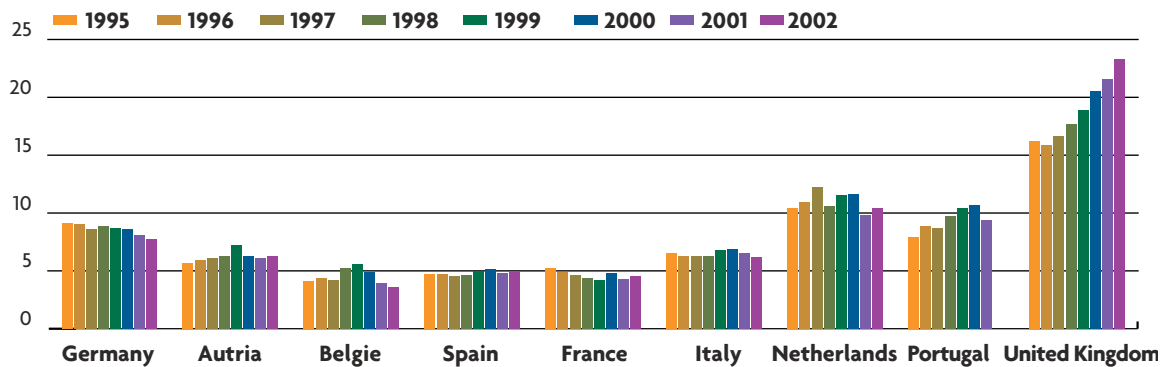
Encours de crédit en 2002 (en EUR par habitant) Outstanding credit in 2002 (EUR per head)

Source : Comptes nationaux - National accounts



Le crédit à court terme représente moins de 10 % de l'encours, sauf au Royaume-Uni (19,4 %) et en Italie (18,1 %). Mais l'exception italienne est imputable plutôt à la faiblesse de l'endettement à long terme qu'à l'importance du crédit à court terme.

Short-term credit represents less than 10% of outstanding debt, excepted in the United Kingdom (19.4%) and in Italy (18.1%) but the Italian exception appears to result more from the low level of long-term debt than from the importance of short-term credit.

Encours de crédit court terme (en % du revenu disponible brut)*Outstanding short-term credit (% du gross disposable income)*

De même, la partie la plus importante des prêts a, dans tous les pays, pour objet le financement de l'habitat. L'augmentation des prix de l'immobilier explique en grande partie l'accroissement de l'endettement des ménages européens dans la deuxième partie de la décennie. Mais on note aussi, à travers l'analyse comparative des tableaux de financement des ménages, une certaine substituabilité entre l'épargne et le recours au crédit. Deux exceptions méritent néanmoins d'être signalées : aux Pays-Bas, l'épargne et le crédit sont importants. En Finlande, l'épargne et le crédit sont peu importants.

Similarly, the bulk of households' credit, in all the countries under review, is used for financing housing expenses. The rise in real estate prices explains most of the rise in Europeans households' debt in the second part of the decade. However, a comparative analysis of households' financing tables reveals a certain degree of substitutability between households' saving and households' use of credit. Two main exceptions should however be mentioned here: In the Netherlands both households' saving rates and households' debt appear to be high. In Finland, conversely, households' savings and credit are both low.

Tableau de financement des ménages (par ordre décroissant de taux d'épargne, 2002 sauf mention contraire)*Households Financing Table (by decreasing order of saving rate, 2002 if not otherwise mentioned)*

% du GDI*	Resources				Uses		
	Gross Saving Rate	Rate of Credit Use	Transfers and stat. adjustments	Total	Physical Investment Rate	Financial Investment Rate	Total
France	16.7	3.6	0.8	21.1	8.6	12.5	21.1
Germany	16.2	1.1	1.2	18.6	9.4	9.1	18.6
Italy*	15.5	2.4	7.3	25.2	10.1	15.1	25.2
Belgium*	15.0	0.3	6.0	21.3	9.1	12.2	21.3
Netherlands	14.6	19.4	-0.5	33.5	12.5	20.6	33.5
Portugal*	10.6	13.9	3.9	28.4	10.4	18.2	28.4
Spain*	9.8	9.8	1.8	21.4	10.2	11.3	21.4
Finland*	9.2	4.1	4.6	17.9	6.4	11.5	17.9
Royaume Uni	5.1	14.9	0.2	20.6	6.3	14.9	20.6

* Tableau de financement relatif à l'année 2001. Source : comptes nationaux, calculs OEE.

* 2001 data. Source: National Accounts, OEE calculations.

3. Charge du crédit

Le poids du service de la dette des ménages n'a pas augmenté autant que l'encours d'endettement, car les taux d'intérêt ont baissé. Le taux d'intérêt apparent des prêts existants a convergé vers 6-8 % dans tous les pays de la zone euro. Il est près de deux fois plus élevé au Royaume-Uni. Les ménages britanniques cumulent donc deux facteurs alourdissant le poids du crédit : une

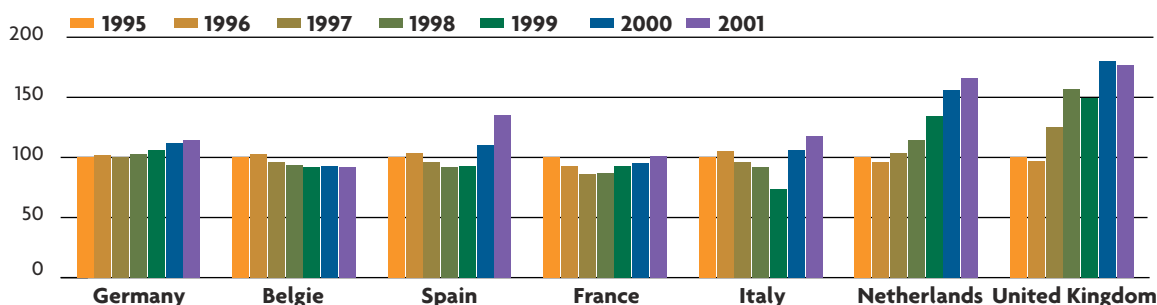
3. Charge of credit

Households' debt service did not rise as much as outstanding debt, since interest rates declined over the period. The apparent interest rate of existing credit converged towards 6-8% in all the countries of the euro area. It is almost twice as high in the United Kingdom. British households thus cumulate several factors weighing on credit: Firstly, short-term credit to be paid back in the course of the year is

part du crédit à court terme remboursable dans l'année relativement élevée, et des taux d'intérêt plus élevés que dans le reste de l'Europe.

relatively high, secondly, interest rates are higher than in the rest of Europe and, finally, mortgage pay-back periods shorter than in the rest of Europe.

Intérêts payés par les ménages (base 100 en 1995) Interests paid by households (base 100 in 1995)



4. Comparaison internationale

Enfin, une comparaison internationale montre que les ménages japonais, et surtout américains sont nettement plus endettés que la moyenne des ménages européens, sauf peut-être les danois et les néerlandais. Mais depuis 1995, l'endettement nominal des ménages japonais est resté stable (+3,6 %), alors qu'il a augmenté de 81,7 % aux États-Unis et de 68 % en Europe. La répartition des crédits selon leur objet est à peu près la même en Europe et aux États-Unis, mais au Japon, les prêts professionnels aux entrepreneurs individuels représentent plus du tiers du total.

Conclusion

L'étude est une contribution à la réflexion sur l'endettement des ménages dans une perspective de comparaison internationale. Plusieurs prolongements de ces travaux apparaissent cependant souhaitables, notamment :

- ▶ Afin d'étudier et de comparer entre les différents pays européens, la nature des prêts, selon qu'ils sont à taux fixe ou à taux variable. Cela permettrait de déterminer qui, des ménages ou des intermédiaires financiers, porte le risque de taux d'intérêt.
- ▶ Afin de compléter cette étude qui porte principalement sur des agrégats de comptabilité nationale, par une étude micro-économique permettant de connaître la concentration de l'endettement et le profil des emprunteurs.

De façon plus générale, les particularités nationales, telles que, par exemple, la permanence en France d'un taux d'épargne élevé, restent largement à expliquer et le champ d'étude de l'OEE apparaît encore vaste.

4. International comparison

At last, an international comparison sheds light on the fact that Japanese households, and even more American ones, are markedly indebted than the average European one, excepted, maybe, in Denmark and the Netherlands. But since 1995, Japanese households' nominal debt remained stable (+3,6%), whereas it rose by some 81.7% in the United States and 68% in Europe.

The breakdown of credits according to their purpose is more or less similar to the European and the American one, but in Japan, professional credit of individual entrepreneurs accounts for more than a third of the total.

Conclusion

This study contributes to the reflections on households' debt in an international comparison. Several research orientations are however worth mentioning for future investigations, among which:

- ▶ *A research aiming at comparing credit in European countries according to the fact that this credit is contracted with fixed or variable rates. This would enable to identify who, among households and financial intermediaries, bear the interest rate risk.*
- ▶ *As a complement to the present macro-economic standpoint, based on the use of national accounts aggregates, a micro-economic analysis would enable to measure the concentration of debt holdings and the profile of both borrowers on the one hand, and investors on the other.*

More generally, national specificities, such as, for example, the permanence in France of a high saving rate, remain largely to be explained. The field to be explored by the OEE thus appears to remain vast.

Les comptes des ménages dans les pays européens entrant dans l'Union le 1^{er} mai 2004 ou candidats à une entrée ultérieure

André Babeau, OEE

Households accounts in the countries accessing to European Union on 1 May 2004 or candidates for a later entry

André Babeau, OEE

Avec le soutien de Pioneer Investments, l'OEE, en la personne d'André Babeau, poursuit, auprès de l'OCDE, le travail de réflexion sur les comptes des ménages mené en 2002 dans le cadre d'une comparaison Europe/États-Unis/Japon. Il s'agit principalement de rassembler les informations existantes dans ce domaine auprès des banques centrales nationales ou des offices nationaux de statistiques de quatre pays membres de l'OCDE et entrant dans l'Union en mai 2004. Des données assez précises ont ainsi déjà pu être obtenues pour la Pologne, la République tchèque, la Hongrie et la Slovaquie. Ces données portent, pour la période 1995-2002, sur :

- l'équilibre des ressources financières (épargne + crédits) et des emplois des ménages (investissements physiques et placements financiers) ;
- les actifs financiers des ménages en encours et en flux ;
- les passifs financiers des ménages en encours et en flux.

Du côté des ressources, les taux d'épargne des ménages ainsi que leur recours au crédit semblent varier fortement d'un pays à un autre (par exemple, du simple au double, en ce qui concerne le taux d'épargne brut de la consommation de capital fixe) : un des objectifs de l'étude consistera évidemment à vérifier ces écarts et à s'assurer qu'ils ne proviennent pas de spécificités que développerait l'une ou l'autre des comptabilités nationales utilisées. S'agissant des "emplois", dans les quatre pays étudiés, le montant des placements financiers excède régulièrement et assez nettement celui des investissements réalisés dans le logement ou par les entreprises individuelles. Il s'agit ici d'une configuration qui est donc assez semblable à celle que l'on observe dans

With the help of Pioneer Investments, the European Savings Institute (OEE), in the person of André Babeau, extends, in coordination with the OECD, 2002's reflections on households' accounts made in the framework of a comparison of Europe with the United States and Japan. Main objective of the research has been to regroup existing information of the same nature, as provided by either National Central Banks or National Statistical Offices of four OECD member countries which will join European Union in May 2004. Data encompassing some detail could thus be gained for Poland, the Czech Republic, Hungary and Slovakia. This data relates, for the period from 1995 to 2002, to:

- *The equilibrium of households' financial resources (savings + credits) and uses (both physical and financial investments);*
- *Households' financial assets (both stocks and flows);*
- *Households' financial liabilities (both stocks and flows).*

On the resources' side, households' saving rates as well as households' use of credit appear to vary widely across countries (for example, in a relation from one to two, as far as saving rates gross of fixed capital consumption are concerned): an aim of this study will obviously consist in asserting those discrepancies and in ensuring that they do not result of specificities developed by national accountancies. Regarding "uses", in the four countries under review, the amount of financial investment exceeds regularly and markedly investment in real estate or by individual entrepreneurs. At stake is a configuration that is hence similar, to some extent, to that observed in the 15 countries that are presently members of the European Union. Related to gross disposable income, financial investment ratios are close to 10% and gross investment around 7-8%.

les 15 pays actuels de l'Union. Rapportés au revenu disponible brut, les taux de placements financiers se situent souvent autour de 10 % et les taux d'investissement bruts autour de 7-8 %. Là encore, il s'agit de grandeurs analogues à celles que l'on observe dans les pays de l'actuelle Union européenne, mais les revenus disponibles par tête sont bien sûr, en moyenne, dans l'Union, nettement plus élevés que dans les quatre pays européens participant à "l'élargissement" de 2004.

S'agissant des actifs financiers, on s'efforcera d'aller aussi loin dans le détail que cela avait été tenté dans la comparaison Europe/États-Unis/Japon. Mais il faut observer que les actifs concernés par cet approfondissement (fonds d'investissement, assurance vie et fonds de pension) n'ont jusqu'ici qu'un développement très modeste dans les quatre pays ici sous étude.

Indépendamment de l'étude menée auprès de l'OCDE, l'OEE s'intéressera aussi, avec l'appui de Pioneer Investments, à la situation qui prévaut, dans les différents domaines évoqués ci-dessus, dans des pays comme la Turquie, la Bulgarie, la Roumanie et la Slovaquie. Pour ces différents pays, les recherches d'informations sont en cours, avec le concours, comme d'ailleurs pour les quatre pays déjà mentionnés, des équipes d'économistes qu'Unicredito Italiano y fait travailler.

Pour les quatre premiers pays mentionnés, on peut penser qu'un premier rapport provisoire pourrait être disponible dès la fin dès février 2004. Pour l'ensemble des pays concernés, le rapport d'étude définitif devrait pouvoir être livré à la fin du premier trimestre 2004.

There again, the magnitude is comparable to that observed at present in the countries of the European Union, but disposable income per head is of course, on average, significantly higher in the European Union than in the four European countries participating in the "enlargement" in 2004.

As far as financial assets are concerned, it will be attempted to reach as much detail as had been obtained for the comparison of Europe, the United States and Japan. But one must consider that the assets under review (investment funds, life insurance and pension funds) have here, up to now, recorded only a very modest development in the four considered countries.

Independently from the research led in coordination with OECD, the European Savings Institute (OEE) will also, with the help of Pioneer Investments, focus on the situation prevailing -in the various fields mentioned above- in countries such as Turkey, Bulgaria, Romania and Slovakia. For these different countries, data gathering has started, with the help, again (as for the four countries previously considered), of Unicredito's teams of economists.

For the four first mentioned countries, an intermediate report should be available at the beginning of February 2004. For all the countries considered, the final report should be delivered at the end of the first quarter 2004.

Approfondissement de la nomenclature des actifs financiers du SNA 1993/ESA 1995

André Babeau, OEE

Detailing SNA 1993 and ESA 1995 nomenclatures of financial assets

André Babeau, OEE

Il s'agit également d'un prolongement de l'étude menée pour l'OCDE en 2002 sur la comparaison des comptes financiers des ménages Europe/États-Unis/Japon. Une note rassemblant les différentes étapes de la démarche a été présentée les 6 et 7 octobre 2003 à la réunion d'experts des comptes nationaux de l'OCDE au Château de la Muette¹. À partir de ces orientations, l'OCDE souhaite pouvoir présenter des résultats de cet approfondissement à la réunion des experts des comptes financiers de l'OCDE en octobre 2004. Pour chaque pays concerné, les résultats obtenus devraient couvrir une période d'au moins cinq ans. Un groupe de travail sera constitué à cet effet qui réunira, outre des représentants de l'OCDE, de l'OEE et de Pioneer Investments, les représentants de trois pays qui ont accepté de participer à cette réflexion : Italie, France et Canada.

Le calendrier prévu pour les travaux de ce groupe est le suivant :

- en février 2004, André Babeau (OEE) et Teresa Sbrano (Pioneer Investments) diffuseront aux membres du groupe de travail un texte expliquant comment ils ont procédé pour parvenir, pour l'Italie et pour la France, au degré de détail demandé dans les trois domaines concernés (fonds d'investissement, assurance vie et fonds de pension) ;
- de mars à mai 2004, l'Italie et la France communiqueront leurs remarques sur les diverses ventilations proposées et suggéreront certainement des améliorations aux méthodes utilisées ; quant au Canada, ses représentants examineront les sources disponibles pour parvenir, dans les trois domaines concernés, aux ventilations jugées souhaitables ; naturellement, ces dernières feront elles-

This research is another development of the research led on behalf of OECD in 2002 and which aimed at comparing households financial accounts in Europe, the United States and Japan. A note regrouping the various steps of the methodology was presented on 6 and 7 October 2003 at an OECD Meeting of National Accounts experts at Château de la Muette¹ in Paris. Basing on those orientations, the OECD would like to present the results of this extension of the research at OECD's Meeting of Financial Experts to be held in October 2004. For the four countries reviewed, results obtained should cover a period of at least five years. A Working Party will be established to that end, which will regroup, in addition to representatives of OECD, OEE and Pioneer Investments, representatives of three countries that accepted to participate in this reflection: Italy, France and Canada.

The schedule of this Working Party is the following:

- *In February 2004, André Babeau (OEE) and Teresa Sbrano (Pioneer Investments) will release to the members of the Working Party a text explaining how they proceeded for reaching, in Italy and in France, the degree of detail requested in the three fields under review (investment funds, life insurance and pension funds);*
- *From March to May 2004, Italy and France will communicate remarks on the various breakdowns proposed and most probably suggest improvements of methods used. As far as Canada is concerned, representatives will examine sources available for obtaining, in the three fields under review, the desired breakdowns. This will obviously lead to a general discussion among members of the Working Party;*

¹ Note on the Methodology for developing a more precise classification of household financial wealth, by André Babeau, Honorary Professor, University of Paris-Dauphine, and European Savings Institute (OEE).

¹ Note on the Methodology for developing a more precise classification of household financial wealth, by André Babeau, Honorary Professor, University of Paris-Dauphine, and European Savings Institute (OEE).

mêmes l'objet d'une discussion générale entre les membres du groupe ;

- au début du moins de juin, le groupe de travail se réunira pour porter un jugement général sur l'ensemble des résultats obtenus dans les trois pays ;
 - les mois de juillet à août seront employés éventuellement à des recherches complémentaires, mais surtout à la rédaction des rapports finaux pour chacun des trois pays et à celle du rapport de synthèse par l'OCDE ;
 - en octobre 2004, ce dernier rapport, ainsi que les rapports nationaux, seront donc présentés à la réunion d'experts des comptes financiers de l'OCDE.
- *At the beginning of June, the Working Party will meet for a general review of results obtained in the three countries;*
 - *The months of July and August will be used by each of the three countries as well as the OECD itself for wrapping up final reports as well as conducting if necessary additional research;*
 - *In October 2004, the final reports, as well as national reports, will thus be presented at the OECD Meeting of Financial Accounts experts.*

C'est donc seulement à la fin de l'année 2004 que l'on saura si l'OCDE envisage de conseiller aux pays-membres d'utiliser, dans toute la mesure du possible, une nomenclature plus détaillée des actifs financiers en ce qui concerne d'abord les ménages, mais aussi probablement les autres secteurs de la comptabilité nationale. Dans le cas où l'OCDE essaierait de promouvoir cette nouvelle nomenclature, EUROSTAT aura aussi probablement à prendre position à ce sujet.

Hence, it will be known only at the end of 2004 whether the OECD wishes to advise member countries of using, as much as possible, a detailed nomenclature of financial assets -for the household sector in the first place, but also probably for other domestic economic sectors. In case the OECD should relinquish on promoting this new nomenclature, EUROSTAT would also probably have to express its position on the subject.

Les propositions pour une nomenclature plus détaillée des actifs financiers des ménages

(les items en gras sont ceux qui approfondissent la nomenclature officielle)

Proposal for a more detailed nomenclature of households' financial assets

(items in bold provide more detail than the official nomenclature)

F.52 Parts de fonds de placements collectifs

Mutual Shares

F.521 Fonds monétaires *Money market funds*

F.522 Fonds à dominante actions *Equity funds*

F.523 Fonds à dominante obligations *Bond funds*

F.524 Fonds hybrides *Hybrid funds*

F.525 Fonds immobiliers *Real estate funds*

F.611 Créances nettes des ménages sur les sociétés

d'assurance vie. Net claims of households

on life insurance companies

F.6111 Supports en unités de compte

Unit linked vehicles

F.6112 Supports à taux garanti *Fixed rate vehicles*

F.612 Créances nettes des ménages sur les fonds de pension

Net claims of households on pension funds

F.6121 Fonds de pension à contributions définies

Defined contribution pension funds

F.6122 Fonds de pension à prestations définies

Defined benefits pension funds

F.6123 Fonds de pensions "hybrides" *Hybrid pension funds*

Agenda

• Recent OEE Events

- Oct. 6-7, 2003 OECD Working Party on Financial Statistics**, Paris, Presentation on "Classification issues" by André Babeau available on OECD's and OEE's website*.
- Oct. 15, 2003 Launch of the Cortal Consors Brandname**, Paris/Frankfurt Joint Cortal Consors-OEE. Presentation on "Germany & France: Pillars of Retail Investments in Europe" available on the OEE's website*.
- Oct. 27, 2003 New Europe Households' Assets**, OECD-OEE joint project with Pioneer Investments Methodology presented by André Babeau.
- Nov. 5, 2003 Joint Pioneer Investments-OEE Press Conference on Savings and Pensions**, Madrid, Spain. Presentations by Didier Davydoff (OEE), Daniele Fano (Pioneer Investments), Karla Joulain (Fixage) and Prosper Lamothe (Madrid University) are available on the OEE's website*.
- Nov. 27-28, 2003 "L'épargne salariale face à la réforme des retraites"**, Development Institute International, Paris. Presentations by Didier Davydoff (OEE) and Laure Delahousse (AFG) are available on the OEE's website*.
- Dec. 18, 2003 CCSF Working Party, Banque de France**, Paris. Presentation on European households indebtedness ("L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002") by Didier Davydoff available on the OEE's website*.

*At http://www.oee.fr/html_e/publi06.htm

• Upcoming Events

Additional information on OEE events is available at http://www.oee.fr/html_e/news03.htm

- | | |
|-------------------------------|--|
| Jan. 14 | OECD Working Group on a more Detailed Financial Assets Nomenclature , Paris. OEE contribution by André Babeau (see article page 22) |
| Jan. 15 | Wettstreit der Gesellschaftsformen in Europa? Perspektiven und Risiken der neuen EuGH-Rechtssprechung ,
DAI, Frankfurt am Main, Germany, http://www.dai.de |
| Jan. 21-23 | 10th ACN Conference , Paris,
http://www.insee.fr/fr/nom_def_met/colloques/acn/cnat_acn.htm |
| Jan. 22 | Venture Capital und junge Kapitalmärkte ,
DAI, Frankfurt am Main, http://www.dai.de |
| Jan. 27 | La réforme des retraites : quels impacts sur le paysage de l'épargne en France ?
P. de Lauzun, Fédération Bancaire Française, Paris, http://www.fbf.fr |
| Feb. 3 | OEE Seminar Opportunities & Challenges for Savings & Retail Banks , Paris. Presentations by M. de Noose, ESBG, and M. Benusilho, Fédération des Caisses d'Épargne. |
| Feb. 25 | OEE Seminar Preliminary Results from the OECD Global Pensions Statistics Project , Paris. Presentations by MM. Yermo and Salou, OECD. |
| Mar 16-17 | Finance Job Market , Paris, http://www.institut-europlace.com/events.htm |
| Mar. 22-23 | OECD's European Banking and Financial Forum, Secretary-General , Czech Republic, Prague, http://www1.oecd.org/media/upcoming.htm |
| Mar. 16 | Sixth Annual Retail Banking Conference , The Economist, London, United Kingdom, http://www.economistconferences.com |
| Apr. 5-12 | 55th Biennial Session, International Statistical Institute , Sydney, Australia, http://www.cbs.nl/isi/calendar.htm |
| Apr. 20 | 2nd Annual European Pensions Conference , The Economist, London, United Kingdom, http://www.economistconferences.com |
| May 20-22 | Dependence Modelling: Statistical Theory and Applications in Finance and Insurance , Université Laval, Québec City, Canada, http://www.fsa.ulaval.ca/demostafi/index.htm |
| May 20-22 | Risk Analysis: Statistical and Probabilistic Methods , Katholieke Universiteit, Leuven, Belgium, http://www.kuleuven.ac.be/ucs/colloq.htm#jlt |
| July 8-9 | Paris Europlace International Financial Forum 2004 , Paris, http://www.institut-europlace.com/events.htm |
| Jul. 21-24 | 3rd World Congress, Bachelier Finance Society , Chicago, USA, http://www.uic.edu/orgs/bachelier |
| Aug. 20-24 | 19th Annual Congress of the European Economic Association & the 59th European Meeting of the Econometric Society , EEA-ESEM, Madrid, www.eea-esem2004.org |
| 4th quarter | AFFI 2004 International Conference , French Finance Association, Université de Cergy-Pontoise, http://www.affi.asso.fr |

• **Rapport ESBG sur le futur des marchés bancaires de détail en Europe**

Le 10 juillet, le Groupement européen des Caisses d'Épargne (ESBG) a présenté au Commissaire Frits Bolkestein une étude intitulée "Future of European Retail Banking Markets". Cette étude est une contribution substantielle à la discussion sur la banque de détail en vue de l'échéance de 2005 pour mener à terme le Plan d'Action des Services Financiers.

L'étude de l'ESBG explique le succès du développement d'un marché "de gros" transfrontalier servant les institutionnels et les grosses entreprises. Les marchés de détail restent cependant, pour leur part, largement locaux et régionaux. Il y a peu d'incitation pour les banques et leurs clients - particuliers et PME - à l'expansion internationale compte tenu de la forte concurrence et des faibles marges. "Ces faibles marges signifient que les consommateurs auront des difficultés à couvrir leurs coûts de recherche de "bonnes affaires".¹

Sur la base d'une analyse approfondie de l'industrie de la banque de détail qui tient notamment compte des questions structurelles, organisationnelles, de clientèle et de compétitivité, cette recherche identifie les indicateurs appropriés de mesure de l'intégration et formule des recommandations pour les projets législatifs à venir.

Un séminaire de l'OEE se tiendra à Paris le 3 février. Chris de Noose, Président de l'ESBG, y présentera les principaux résultats de cette recherche. Maurice Benusilho, Directeur de la Fédération Nationale des Caisses d'Épargne commentera ces résultats.

• **Perspectives 2004-2006 du secteur de la construction en Europe**

Une conférence Euroconstruct s'est tenue en novembre à Madère (Portugal) sur les "Perspectives 2004-2006 du secteur de la Construction en Europe". Parmi les contributeurs, Patrick de la Morvonnais, BIPE, a présenté une étude sur le thème "Marché européen du logement et cohésion sociale". Cette étude évalue la contribution des politiques en matière de logement dans les différents pays européens. L'efficacité réelle de ces contributions apparaît comme nuancée.

• **ESBG reports on "The Future of European Retail Banking Markets"**

On July 10th, the European Savings Banks Group's (ESBG) presented Commissioner Frits Bolkestein a study on "The Future of European Retail Banking Markets". This study is a substantial contribution to the discussion on retail banking in view of the 2005 deadline for completion of the Financial Services Action Plan.

ESBG's study sheds light on the successful development of efficient cross border wholesale markets serving institutional and corporate clients. Retail markets, however, remain, for their part, predominantly local and regional. There is little incentive for banks and consumers - individuals and SMEs - to expand cross border as competition is high and margins are low. "These same low margins mean that consumers will have difficulties in off-setting their search costs when looking for a "good deal".²

Basing on an in-depth review of the retail banking industry considering in particular structural, organisational, customer and efficiency issues, the research identifies appropriate integration measurement indicators and makes recommendations for upcoming legislative design.

At an OEE seminar to be held in Paris on February 3rd, Chris de Noose, ESBG Chairman, will present the main results of this research. Maurice Benusilho, Director of the French savings banks federation (Fédération Nationale des Caisses d'Épargne) will comment on these results.

• **Outlook for the European Construction Sector 2004-2006**

A Euroconstruct conference was held in November in Madeira Portugal on the "Outlook for the European Construction Sector (2004-2006)". Among contributors, Patrick de la Morvonnais, BIPE, presented a study on the theme "European Housing Market and Social Cohesion in Europe". This study assesses the contribution of housing policies to social cohesion in European countries. Accordingly, the actual efficiency of those contributions can be considered as diverse.

1. La recherche complète est disponible en ligne sur <http://www.savings-banks.com> (241 pages).

2. "European Savings and Retail Banks present their vision for retail banking in the EU", communiqué de presse du 10 juillet 2003.

1. The full research is available online at <http://www.savings-banks.com> (241 pages).

2. "European Savings and Retail Banks present their vision for retail banking in the EU", press release on July 10, 2003.

Publications

• Rapport Mercer, Oliver & Wyman sur l'intégration des marchés hypothécaires européens

Les observations du rapport de l'ESBG mentionnées ci-dessus ont trouvé un écho dans une étude³ d'octobre 2003 du cabinet de consultants Mercer, Oliver & Wyman commanditée par la Fédération hypothécaire européenne et qui se concentre plus particulièrement sur les marchés hypothécaires.

Les marchés hypothécaires y apparaissent en effet fragmentés **“du fait de différences entre les produits et (...) de facteurs structurels tels que la taille du marché et sa structure, les subventions croisées entre types de produits et la réglementation”**⁴. Mais ils y apparaissent aussi efficaces, du point de vue du consommateur, puisque, **“les différences de prix sont faibles entre les marchés, les marges des prêteurs sont faibles et il y a peu de nouveaux entrants sur les marchés”**⁴.

Cependant, **“Il y a des trous dans la plupart des pays dans la gamme des produits offerts et les catégories d'emprunteurs servis, souvent du fait de la réglementation, de préférences des consommateurs, et d'autres facteurs fiscaux et structurels.”**⁴ L'étude conclue donc qu'il y a **“de la marge pour améliorer l'offre de produit et le nombre d'emprunteurs servis et pour améliorer l'efficacité du marché (...)”**. L'étude trouve qu'une **“intégration plus poussée des marchés hypothécaires serait bénéfique, cependant elle identifie aussi un certain nombre de barrières à leur mise en œuvre, en particulier la faible productivité de l'activité hypothécaire, ainsi que l'insuffisance de l'information disponible et sa mauvaise qualité.”**⁴ Cette recherche s'achève par une appréciation des avantages qu'aurait une intégration plus poussée et des obstacles qu'elle pourra rencontrer.

• Mercer, Oliver & Wyman reports on Financial Integration of European Mortgage Markets

Above mentioned observations of the ESBG report found an echo in a study focusing, for its part on, European mortgage markets produced by the Mercer, Oliver & Wyman consultancy in October 2003 on behalf of the European Mortgage Federation³.

*Mortgage markets thus appear to be fragmented **“due to product differences and (...) structural factors such as market size and structure, product cross-subsidies and regulation”**. But they also appear to be efficient from a consumer perspective considering **“narrow underlying price differences between markets, low lender returns and limited market entry”**.*

*However, **“There are gaps in most countries in terms of product range and the range of borrowers served, often driven by regulation, consumer preferences, taxation and other structural factors”**. The study thus identifies **“room for both enhancing the product range and range of borrowers served and improving efficiency”** and finds that **“significant benefits could be realised through greater integration of mortgage markets, although it also identifies a number of barriers to achieving them, most noticeably the low levels of profitability in mortgage lending and poor information availability and quality.”** Finally, the research provides an assessment of both benefits from integration and obstacles facing them.*

3. La recherche est disponible en ligne sur <http://www.hypo.org/> (92 pages, annexes disponibles séparément).

4. Traduction en français par l'OEE.

3. The full research is available online at <http://www.hypo.org/> (92 pages, annexes are available separately).

• Aspects financiers de l'élargissement de l'Union européenne

L'élargissement de l'Union européenne devient une réalité et il est nécessaire de construire l'"UE 25". Le but de la dernière publication de l'Association d'Économie Financière⁵ est de faire le point sur les conditions du succès de l'élargissement européen. Différents aspects de l'intégration financière sont couverts sous divers points de vue notamment ceux d'un certain nombre d'experts des pays de l'est de l'Europe. Les thèmes abordés incluent : les bénéfices - et les risques - de l'investissement financier en Europe de l'Est, la redéfinition des politiques communes et l'impact sur les nouveaux accédants et les pays membres, la gestion du *policy-mix* européen et le rôle international de l'euro, les défis de la régulation et l'intégration financière et ses perspectives.

Rappelons ici que l'OEE mène à présent un projet de recherche en coopération avec l'OCDE et soutenu par Pioneer Investments sur les comptes des ménages de la nouvelle Europe (voir page 6).

Un certain nombre de publications françaises sur l'élargissement européen ont été faites récemment. Mentionnons en particulier deux rapports - l'un du Ministère français des Finances et de l'Économie⁶, l'autre par de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris⁷- qui mettent des opportunités d'investissement et d'expansion en Europe de l'est en lumière. Beaucoup d'informations sur ces sujets sont également fournies par ces institutions sur leurs sites internet.

• Financial Aspects of European Enlargement

EU enlargement is becoming a reality and it is now needed to build "EU 25". The aim of the last publication of Association d'Économie Financière⁴ is to focus on the conditions of a success of the European enlargement. The various aspects of financial integration are covered under various standpoints including those of a number of experts from eastern European countries. Among the themes covered let us mention here: the benefits of -and the risks to- financial investment in Eastern Europe, the redefinition of common policies and impact of enlargement on both accessing and member countries, the management of the European policy-mix and the role of the euro, regulatory challenges and financial integration and perspectives.

Let us recall here that the OEE currently leads a research project in cooperation with the OECD under the sponsorship of Pioneer Investments on households' national accounts in the countries accessing to European Union (see page 6).

A number of French publications on European enlargement have also been released recently. Among them, we would particularly like to mention two reports -from the French Ministry of Finance and Economy⁵ and from the Paris Chamber of Commerce⁶- that shed light on corporate investment and expansion opportunities in Eastern Europe. Abundant resources on related issues are also provided by those institutions on their websites.

5 "Les aspects financiers de l'élargissement européen" n° 72, édité by Christian de Boissieu et Christian de Perthuis, Décembre 2003 (376 pages). Plus d'informations sur cette publication en français sur <http://www.soficom-diffusion.com/aef/aef.htm>.

6 "Élargissement de l'Union européenne: quelles opportunités pour les entreprises industrielles?"; Ministère de l'Économie et des Finances, novembre 2003, 145 pages (<http://www.industrie.gouv.fr/enjeux/pdf/elarg.pdf>). Ressources disponibles sur <http://www.minefi.gouv.fr/minefi/europe/090503.htm>.

7 "Élargissement de l'UE aux PECO: des chances à saisir d'urgence par les entreprises françaises"; CCIP, 20 nov. 2003, 52 pages (<http://www3.ccip.fr/etudes/archrap/rap03/der0311.htm>).

4 "Les aspects financiers de l'élargissement européen" n°72, edited by Christian de Boissieu and Christian de Perthuis, December 2003 (376 pages). More detail on this French publication is available at <http://www.soficom-diffusion.com/aef/aef.htm>.

5 "Élargissement de l'Union européenne: quelles opportunités pour les entreprises industrielles?"; French Ministry of Finance and Economy, November 2003, 145 pages (<http://www.industrie.gouv.fr/enjeux/pdf/elarg.pdf>). Resources

6 "Élargissement de l'UE aux PECO: des chances à saisir d'urgence par les entreprises françaises"; CCIP, 20 Nov. 2003, 52 pages (<http://www3.ccip.fr/etudes/archrap/rap03/der0311.htm>).



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

