

LA LETTRE DE L'OEE

éditorial

Jacques de Larosière

Quelles sont
les perspectives
de l'épargne
européenne ?

Which Outlook
for European
Savings?

Je voudrais tout d'abord me réjouir de l'adhésion de deux nouveaux membres à l'Observatoire de l'Épargne Européenne : L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et le groupe TNS-Sofres. La participation active des experts de ces deux organismes prestigieux ne pourra qu'accroître le rayonnement et la pertinence de nos travaux. Je les accueille donc chaleureusement.

La carte de l'épargne européenne reste fragmentée. Certes, de manière générale, le comportement des investisseurs est toujours attentiste, malgré un certain regain d'activité boursière au début de l'année. Mais les contrastes restent forts entre des pays comme l'Espagne et le Portugal où les ménages épargnent peu et s'endettent beaucoup, et d'autres comme l'Allemagne, la France ou l'Italie qui continuent d'investir. La fragmentation est encore plus marquée lorsque sont pris en compte les spécificités des comportements dans la "Nouvelle Europe", désormais partie intégrante de l'Union Européenne. Les travaux du Professeur Babeau réalisés avec les spécialistes de Pioneer Investment sont à cet égard très éclairants.

Malheureusement, s'il est un facteur commun à nombre de pays européens, c'est bien que l'on recourt de manière excessive à l'épargne privée pour financer des déficits publics. L'épargne n'est pas trop abondante en soi : ce qui pose problème, c'est plutôt son utilisation, trop peu tournée vers le financement des entreprises.

Or l'orientation de l'épargne dépend largement de la fiscalité. Comme le montre une étude récente conduite par Yannick L'Horty pour notre Observatoire, le poids réel de la fiscalité de l'épargne reste très différent d'un pays à l'autre, et l'on serait bien en peine de trouver une logique aux différences de traitement fiscal entre les grandes classes d'actifs financiers.

Les obstacles réglementaires et institutionnels gênent aussi l'émergence d'une véritable Europe de l'épargne. Dès lors, plutôt que de chercher à réformer l'ensemble d'un système très résistant au changement, je pense que les institutions européennes devraient permettre la création d'une nouvelle catégorie de produits, d'emblée européens, qui seraient proposés aux épargnants à côté de produits nationaux.

I would like first to express the pleasure I have to welcome two new OEE members: The Autorité des Marchés Financiers (AMF) and the TNS-Sofres group. The active participation of experts of both those prestigious organisations can only increase the influence and relevance of our work. I thus welcome them warmly.

The European savings geography remains very fragmented. Obviously, from a general point of view, investors tend to adopt a wait-and-see attitude, despite a new bout of stock exchange activity at the beginning of the year. But contrasts remain strong between countries such as Spain and Portugal, where households do not save much and tend to go in debt, and others, such as Germany, France or Italy, which keep investing. Fragmentation is even more pronounced when behaviour specificities are taken into account such as those observed in "New Europe" countries, now part of the European Union. Professor Babeau's work was conducted in cooperation with specialists of Pioneer Investment, whose contribution in this regard was quite enlightening.

Unfortunately, if there is a common factor to a number of European countries, it is obviously that an excessive use of private saving is made for financing public deficits. Saving is not excessive per se: The problem raised relates more to its use, not enough oriented towards company financing.

Saving depends largely on taxes. As evidenced by a recent study conducted by Yannick L'Horty for our institute, the real weight of saving taxes remains very different from a country to another, and finding a logic to the differences in the tax treatment of the various financial asset classes would prove to be difficult.

Regulatory and institutional obstacles do also hamper the emergence of a true Europe of savings. From there on, instead of trying to reform a whole system that resists to change, I think that European institutions should allow for the creation of a new category of products, European from the start, that would be offered to savers next to national products.

- 1 Comportements financiers des ménages au cours de la période récente : le cœur de la crise et la sortie de crise
Households' financial behaviour in the recent period: The heart and the way out of the slump
- 9 Spécificités des comportements d'investissement et d'endettement des ménages dans la "Nouvelle Europe"
Specificities of "New Europe" households' investment and debt behaviour
- 14 Ménages dans la "Nouvelle Europe" - communiqué de presse
"New Europe" Households' - Press release
- 17 Le poids réel des impôts sur les revenus du patrimoine financier dans trois pays européens
The true weight of taxes on wealth income in three European countries
- 22 Pratiques des organismes de capital-investissement sur le marché de la transmission d'entreprises : premiers résultats
Practices of private equity firms on the buyout market: First results
- 25 Les raisons d'une sortie de crise avec une consommation un peu faible dans la zone euro
The reasons for consumption to remain weak in the euro area on the way out of the crisis
- 28 Agenda
- 29 Publications

Comportements financiers des ménages au cours de la période récente : le cœur de la crise et la sortie de crise

André Babeau, Président du Comité d'Orientation
Didier Davydoff, Directeur
Laurent Grillet-Aubert, Economiste

Households' financial behaviour during the recent crisis: The heart and the way out of the crisis

André Babeau, President of the Advisory Committee
Didier Davydoff, Director
Laurent Grillet-Aubert, Economist

L'article qui suit fait une synthèse de la présentation faite par André Babeau et Didier Davydoff lors de la conférence de presse du 29 juin 2004 à l'occasion l'Assemblée Générale de l'Observatoire de l'Épargne Européenne.

L'analyse est centrée sur les comptes des ménages des cinq plus grands pays européens - l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni - depuis 1999.

1. Une assez grande diversité des comportements d'épargne, d'investissement et d'endettement

1.1 Deux pays à épargne modeste, mais stable, et à très fort recours au crédit : le Royaume-Uni et l'Espagne

En ce qui concerne les ressources des ménages, les taux d'épargne apparaissent faible au Royaume-Uni et modeste en Espagne, mais pratiquement stables sur la période 1999-2003.

On constate, en outre, dans les deux pays un recours au crédit déjà très important en début de période et qui s'amplifie encore tout au long de cette dernière : les particuliers ont profité du bas niveau des taux d'intérêt.

S'agit il d'une bulle immobilière ? Une certitude : les ménages seront particulièrement sensibles aux hausses de taux lorsque les taux des crédits hypothécaires qu'ils contractent sont variables. Or les crédits à taux variables représentent 80 % de l'encours en Espagne et 70 % au Royaume-Uni.

The following article synthesizes the presentation made by André Babeau and Didier Davydoff at a June 29, 2004 press conference, following the European Savings Institute's (OEE) General Assembly.

The analysis centers on households' accounts in the five biggest European countries Germany, France, Italy, Spain and the United Kingdom- since 1999.

1. A wide range of saving, investment and debt behaviours in Europe

1.1 Two countries with modest but stable saving, make a very intensive use of credit : The United Kingdom and Spain

As far as households' resources are concerned, saving rates appear low in the United Kingdom and modest in Spain, but practically stable throughout the 1999-2003 period.

In the two countries, an already very significant use of credit at the start of the period may also be noted, which, in addition, increased over time: Individuals drew profit from the low level of interest rates.

Is a real estate bubble at stake? One certainty: Households will be all the more sensitive to rises in interest rates as they have contracted mortgage with variable rates. In this regard, variable rate credit represents 80% of households' outstanding credit in Spain and 70% in the United Kingdom.

Tableau de financement (en % du RDB) - Royaume-Uni*Financing table (% of GDI) - United Kingdom*

	1999	2000	2001	2002	2003
Gross saving Epargne brute	5.3	5.5	6.7	5.5	5.7
Net capital transfers Transferts nets en capital	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4
Change in liabilities Variation de passif	10.3	10.1	10.7	15.2	15.2
Adjustment Ajustement	1.5	-0.2	0.1	1.4	1.4
Total of resources and uses Total Ressources-Emplois	16.7	15.0	17.0	21.7	21.9
Gross fixed capital formation Formation brute de capital fixe	6.2	5.9	6.2	7.0	5.4
Financial investment Placements financiers	10.5	9.1	10.8	14.7	16.5

Tableau de financement (en % du RDB) - Espagne*Financing table (% of GDI) - Spain*

	1999	2000	2001	2002	2003
Gross saving Epargne brute	11.9	10.7	10.2	10.5	10.6
Net capital transfers Transferts nets en capital	1.2	1.4	1.1	1.3	1.1
Change in liabilities Variation de passif	11.7	12.6	10.4	11.5	15.5
Adjustment Ajustement	-0.4	-0.2	0.9	1.4	0.8
Total of resources and uses Total Ressources-Emplois	24.4	24.5	22.6	24.7	28.0
Gross fixed capital formation Formation brute de capital fixe	9.7	10.3	10.5	10.9	11.3
Financial investment Placements financiers	14.7	14.2	12.1	13.8	16.7

Du côté des emplois, les investissements des ménages dans le logement neuf et l'entretien-amélioration sont restés assez faibles au Royaume-Uni. Ce sont surtout les transactions sur l'ancien qui ont soutenu le crédit. En Espagne, les investissements dans le logement neuf ont été, au contraire, assez importants.

Les deux pays ont cependant en commun d'avoir des taux de placements financiers élevés et en forte augmentation en 2003.

En ce qui concerne les logements anciens, l'augmentation de passif des acheteurs s'est traduite par une augmentation des actifs financiers des vendeurs.

1.2 Trois pays à épargne élevée et dont le taux s'est encore accru au moment de la crise : Allemagne, France, Italie

Dans ces trois pays, les taux d'épargne sont élevés - entre 15 et 16% - et ont crû jusqu'en 2002-2003. Ce niveau élevé des taux d'épargne s'explique par l'attitude spécifique des ménages à l'égard du risque, et par des taux de chômage élevés et stables.

Dans cette zone, le **recours au crédit** est beaucoup plus **modeste** et fait apparaître des spécificités qui jouent dans des sens divers. On relève en particulier les difficultés du marché immobilier en Allemagne, le développement du crédit à la consommation

On the side of uses, households' investment in new dwellings and housing works and repairs remained very weak in the United Kingdom, but transactions on the market for existing housing underpinned credit growth. In Spain, investment in new housing was, on the contrary, very significant.

Both countries however show very high financial investment rates. In addition, those rates rose very significantly in 2003.

As far as existing housing is concerned, the rise in liabilities of the buyers translated into an equivalent rise of sellers' financial assets.

1.2 High saving is recorded in three countries in which the saving rate kept rising during the crisis: Germany, France, Italy

In those three countries, saving rates are high - between 15 and 16%. They rose since 1999 and reached a peak in 2002-2003. This high level of saving rates may be explained by the specific attitude of households regarding risk, and by the stability at high level of unemployment rates.

In this zone, the **use of credit** is much lower and shows specificities that have various impacts. One may in particular note the difficulties of the German real estate market, rising consumer credit in Italy, and an increasing

en Italie, et l'allongement de la durée des prêts hypothécaires en France.

maturity of mortgages in France.

Tableau de financement (en % du RDB) - Allemagne

Financing table (% of GDI) - Germany

	1999	2000	2001	2002	2003
Gross saving Epargne brute	15.3	15.4	15.7	16.0	16.5
Net capital transfers Transferts nets en capital	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
Change in liabilities Variation de passif	5.7	3.1	1.5	1.1	1.1
Adjustment Ajustement	0	0	0	0	0
Total of resources and uses Total Ressources-Emplois	22.1	19.5	18.3	18.3	18.7
Gross fixed capital formation Formation brute de capital fixe	11.5	11.2	10.0	9.3	9.2
Financial investment Placements financiers	10.6	8.3	8.3	9.0	9.5

Tableau de financement (en % du RDB) - France

Financing table (% of GDI) - France

	1999	2000	2001	2002	2003
Gross saving Epargne brute	15.3	15.7	16.2	16.8	15.8
Net capital transfers Transferts nets en capital	-0.1	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6
Change in liabilities Variation de passif	3.8	3.2	2.8	3.1	4.3
Adjustment Ajustement	0.6	-0.6	1.1	-0.2	-0.3
Total of resources and uses Total Ressources-Emplois	19.6	17,8	19.7	19.3	19.2
Gross fixed capital formation Formation brute de capital fixe	8.6	8.5	8.6	8.5	8.6
Financial investment Placements financiers	11.0	9.3	11.1	10.8	10.6

Tableau de financement (en % du RDB) - Italie

Financing table (% of GDI) - Italy

	1999	2000	2001	2002	2003
Gross saving Epargne brute	15.3	14.7	15.8	15.8	nd
Change in liabilities Variation de passif	5.4	4.5	2.3	3.6	nd
Net capital transfers & Ajustement Transferts nets en capital	3.5	5.3	6.0	1.7	nd
Total of resources and uses Total Ressources-Emplois	24.2	24.5	24.1	21.2	nd
Gross fixed capital formation Formation brute de capital fixe	9.7	10.1	9.7	10.3	nd
Financial investment Placements financiers	14.5	14.5	14.3	10.9	nd

En ce qui concerne les emplois, les investissements dans le logement neuf et l'amélioration-entretien apparaissent assez élevés et stables dans ces pays - hormis en Allemagne, où ils ont décliné tout au long de la période.

Les taux de **placements financiers** des ménages de la zone sont moins élevés que ceux des Britanniques ou Espagnols et font apparaître des évolutions particulières :

- En France, ils se situent dans la moyenne européenne et, malgré les réorientations de l'allocation des placements financiers, ont conservé un niveau pratiquement stable tout au long de la crise ;
- En Allemagne, le taux de placements financiers a sérieusement fléchi à partir de 1999, probablement en liaison avec le reflux du recours au crédit ;
- En Italie, le taux de placements financiers

On the side of uses, investment in new housing and housing works and repairs seems high and stable in these countries -excepted in Germany, where it decreased throughout the period.

Households' **financial investment** rates in the zone are lower than those of the British or the Spanish, and reveal specific trends:

- In France, they are close to the European average and, despite changes in the allocation of financial investment, have remained practically stable during the crisis;
- In Germany, the financial investment rate decreased significantly since 1999, probably as a result of a declining use of credit;
- In Italy, financial investment remained im-

est resté élevé au cours des trois années 1999 à 2001 mais semble avoir fortement décliné en 2002.

portant from 1999 to 2001 but seemed to drop in 2002.

2. Les choix de placements financiers : une certaine homogénéité

2. Financial investment choices: A certain homogeneity

2.1 Structure du patrimoine financier des ménages

2.1 Households' financial wealth structure

Des différences significatives de taille du patrimoine financier des ménages sont observées dans les pays considérés : les britanniques y sont les plus riches, les espagnols les plus pauvres.

Significant differences in the level of households' outstanding financial wealth are observed in the countries under review, the British being the richest and the Spanish the poorest.

En revanche, la structure du patrimoine financier des ménages dans les pays est plus homogène. Trois principaux blocs de produits financiers se distinguent : les liquidités (monnaie et dépôts), les placements de long terme (assurance-vie et fonds de pension), et les titres et parts de fonds d'investissement.

Conversely, the structure of households' financial wealth is more homogeneous across countries. Three main categories of financial products stand out: Liquidities (Currencies and deposits), long-term investments (Life insurance and pension funds), and investment fund shares.

Chacun des pays considérés possède toutefois un profil spécifique : l'Allemagne et la France se caractérisent par l'importance des dépôts en banque des ménages ; au Royaume-Uni le poids des fonds de pension est élevé, mais celui des OPCVM relativement faible. Les Italiens se distinguent par l'importance de la détention directe d'obligations.

Each of the considered countries shows however a specific profile: Germany and France are characterised by the importance of households' banking deposits; in the United Kingdom, the weight of pension funds is high, but that of UCITS relatively weak. Italians stand out due to the importance of their direct holdings of fixed income securities.

En revanche, l'importance du poids des actions non cotées constatée en France provient pour une large part des méthodes statistiques de valorisation. Une fois corrigé de ce biais, le poids des actions dans le portefeuille des ménages français paraît en effet assez voisin de celui des autres pays européens considérés (sauf l'Espagne).

However, the importance of the weight of non-listed shares observed in France results for a large part of differences in statistical valuation methods. Once corrected for this bias, the weight of shares in the equity portfolio of the French appears actually close to that of other European countries (Spain excepted).

Structure du patrimoine financier des ménages en 2003 Households' financial wealth structure in 2003

In percent / Pourcentages	Germany	Spain	France	Italy	U.K.
<i>Currency & deposits</i> Monnaie & dépôts	35.7	40.2	35.4	27.3	26.1
<i>Fixed income securities</i> Titres de créance	11.3	2.9	2.0	21.9	1.2
<i>Equities</i> Actions	10.2	26.1	13.0*	22.2	11.9
<i>Investment funds</i> Fonds d'investissement	10.8	12.1	10.8	12.3	4.4
<i>Life insurance and pension funds</i> Assurance-vie et fonds de pension	32.0	13.7	32.1	15.1	52.3
<i>Other</i> Autres	32.0	5.1	6.7	1.2	4.1
Total in euros per head Total en euros par habitant	47 526	30 916	43 581	50 123	75 812

* OEE Estimate OEE for non quoted shares component. * Estimation OEE pour la composante d'actions non cotées.

2.2 Livrets et dépôts à terme auprès des institutions financières : la préférence pour la liquidité toujours présente

Malgré la baisse des taux d'intérêt observée au 1er semestre 2003 et leur stabilisation à un niveau bas, les ménages renforcent leurs avoirs sans risque en Espagne et en France. De façon générale, cette augmentation des dépôts est beaucoup plus importante que les reventes d'OPCVM monétaires.

Une particularité française provient de ce que c'est surtout l'épargne courte qui augmente. Les dépôts à plus de deux ans, n'ont en effet crû que de 1,9 % en 2003 contre 7,1 % dans l'ensemble de la zone euro. Cette évolution doit être rapprochée des changements en matière d'épargne réglementée : même si l'intérêt des épargnants pour le PEL (Plan d'Épargne Logement) persiste, l'extinction progressive du Plan d'Épargne Populaire (PEP) permet largement d'expliquer cette évolution.

2.2 Saving and term deposits at financial institutions: The preference for liquidity remains present

Despite a drop in interest rates during the first semester 2003 and their stabilisation at low level, households reinforced their riskless holdings in Spain and in France. Generally speaking, this rise in deposits is much more important than households' selling of monetary UCITS.

A French specificity is due to the fact that the rise comes mostly from short-term savings. Deposits with a term of more than two years indeed rose by only 1.9% in 2003 versus 7.1% in the eurozone as a whole. This trend must be related to changes in the regime of regulated savings: Even though French savers still show appetite for PEL (Plan d'Épargne Logement or Housing Saving Plan), the progressive removal of Plan d'Épargne Populaire (PEP) largely explains it.

Taux de croissance annuel des dépôts des ménages (hors comptes à vue) Annual rate of growth in households' deposits (excluding sight deposits)

	1999	2000	2001	2002	2003
Germany	-1.8	-3.6	2.1	-0.5	-0.7
Spain	11.5	14.5	11.1	5.2	3.7
France	1.3	-1.1	3.4	4.2	3.1
Italy	-5.9	2.9	5.0	3.8	3.3
United Kingdom	0.2	7.5	-2.5	-0.6	-2.7

2.3 Parts de fonds d'investissement : 2003, une année contrastée

Les souscriptions totales de parts de fonds d'investissement par les ménages ont été relativement peu importantes en 2003, en France. On constate cependant un retournement des arbitrages entre les types de supports : en France, la souscription d'OPCVM non monétaires augmente (3,7 milliards d'euros en 2003, après 2,7 en 2002). A contrario, les ménages y sont, pour la première fois depuis la crise, vendeurs nets d'OPCVM monétaires.

On observe en Italie et en Espagne une forte reprise des OPCVM monétaires et obligataires.

De façon générale, la reprise de la Bourse en 2003, après deux ans de baisse, a contribué à la revalorisation de cette composante du patrimoine des ménages.

2.3 Shares of investment funds: 2003, a contrasted year

Households' total investment fund subscriptions were not very significant in France in 2003. A change in asset allocation could however be noted, as subscriptions to non-monetary UCITS rose (by EUR 3.7 bn in 2003, after EUR 2.7 bn in 2002). Conversely, households were, for the first time since the crisis, net sellers of monetary UCITS.

In Italy and in Spain a strong rise in monetary and fixed income UCITS was recorded.

Generally speaking, the stock exchange's upturn in 2003, after two years of depression, contributes to revalue positively this component of households' wealth.

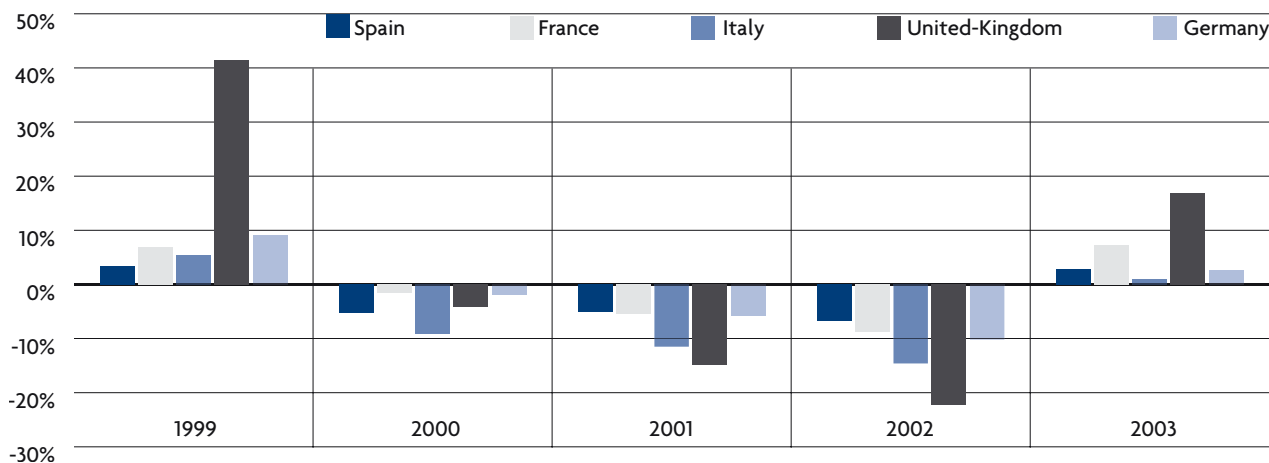
Souscriptions nettes de parts d'OPCVM par les ménages (taux de croissance de l'encours de début d'année)

Households net subscriptions of UCITS (rate of growth of amounts outstanding at the beginning of the year)

	1999	2000	2001	2002	2003
Germany	15.2	15.0	12.6	8.4	6.5
Spain	-6.1	-11.5	3.5	0.9	13.2
France	6.7	5.4	5.3	0.9	0.5
Italy	24.1	4.0	-3.0	5.9	3.3
United Kingdom	9.0	4.4	4.8	2.1	6.6

Effets de valorisation sur les avoirs des ménages en parts d'OPCVM (y compris monétaires)

Revaluation of households' holdings of UCITS (incl. monetary UCITS)



2.4 Investissements directs en actions

Les ménages allemands tendent à investir de façon procyclique - c'est-à-dire à acheter beaucoup de titres quand le marché est haut et à en vendre beaucoup quand il est bas - alors que les anglais tendent à faire l'inverse. Français, Italiens et Espagnols tendent à accumuler assez régulièrement, mais modérément, un patrimoine en actions. Depuis 1997 toutefois, les ménages français ont été tous les ans vendeurs nets d'actions cotées. Un facteur d'explication possible réside dans l'utilisation de plus en plus fréquente, pour des raisons fiscales, de sociétés familiales intermédiaires pour détenir des portefeuilles de valeurs mobilières.

2.4 Direct investment in equities

German households tend to invest procyclically - namely to buy more securities when the market is high and to sell heavily when it is low - whereas the British tend to do the opposite. The French, Italians and Spanish tend to accumulate equity investments regularly, but moderately. Since 1997, however, French households were each year net sellers of listed shares. A possible explanatory factor lays in the ever more frequent use, for tax reasons, of intermediary family companies holding portfolios of market securities.

Actions cotées et non cotées : placements nets des ménages

(taux de croissance de l'encours de début d'année)

Households' net investment in quoted and non-quoted shares

(rate of growth of amounts outstanding at the beginning of the year)

	1999	2000	2001	2002	2003
Germany	3.1	3.5	-4.6	-11.3	-3.3
Spain	-0.5	2.8	-0.2	2.0	2.1
France	0.1	-0.4	0.4	1.5	1.7
Italy	1.9	1.0	1.6	0.5	-0.2
United Kingdom	-5.6	-3.7	-3.4	1.0	3.3

Actions cotées : placements nets des ménages (taux de croissance de l'encours de début d'année)

Households' net investment in quoted shares (rate of growth of amounts outstanding at the beginning of the year)

	1999	2000	2001	2002	2003
Spain	-4.5	4.7	-2.8	2.6	1.0
France	-4.1	-2.1	-0.2	-1.1	-2.6
United Kingdom	-10.5	-4.5	-4.2	2.3	7.8

2.5 Assurance-vie et fonds de pension

En Europe continentale, l'assurance-vie a enregistré en 2003 une baisse de la collecte en Espagne, mais une poursuite de sa croissance partout ailleurs. La croissance de l'encours des placements nets (cotisations moins prestations) était cependant en retrait par rapport au sommet de 1999/2000.

Si l'on considère l'ensemble constitué par les placements en assurance-vie et les réserves constituées par les fonds de pension, **le Royaume-Uni** n'est plus en période d'accumulation : les cotisations et revenus des fonds de pension représentent des montants proches de ceux des pensions de retraite versés. On observe en outre, en 2003, une chute de la composante assurance-vie (baisse de 13,6 % du montant des primes par rapport à 2002).

2.5 Life insurance and pension funds

In continental Europe: In 2003, Spanish life insurance recorded a drop in funds collected, but life insurance continued to grow everywhere else. Growth in net investment (contributions less benefits) was however lower than in 1999/2000.

Considering the aggregate of investments in life insurance and pension funds reserves, **the United Kingdom** appeared not to be anymore in a period of accumulation: Contributions and revenues of pension funds represent amounts close to those of pensions paid. A drop in the life insurance component (13.6% drop in collected premia, compared to 2002) was, in addition, recorded.

Assurance-vie et fonds de pension : placements nets des ménages

(taux de croissance de l'encours de début d'année)

Life insurance and pension funds: Net households investment

(rate of growth of amounts outstanding at the beginning of the year)

	1999	2000	2001	2002	2003
Germany	8.0	7.3	5.8	6.0	-
Spain	9.3	7.1	4.6	6.4	4.4
France	10.7	11.0	8.5	8.1	7.7
Italy	18.1	14.3	11.4	7.5	14.6
United Kingdom	2.7	2.0	2.1	2.8	1.9

La structure du capital accumulé par les Britanniques se caractérise par le poids de l'investissement en actions direct ou indirect, et donc par une exposition aux risques liés à la conjoncture financière beaucoup plus forte que celle des Européens continentaux. Les fonds de pension tendent en outre de plus en plus à adopter la forme de fonds de pension à contributions définies. En France, les contrats en unités de compte représentent moins de 20 % des provisions techniques, mais, après une baisse sévère en 2002, ils ont plus augmenté en 2003 que les contrats en euros, pour lesquels le risque de marché est porté par l'assureur.

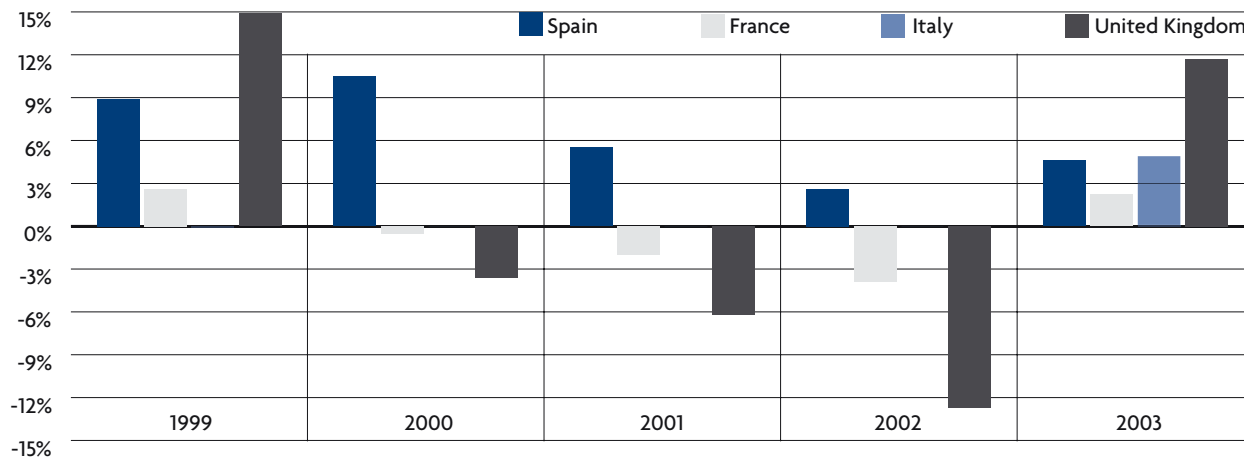
The structure of wealth accumulated by the British is characterised by a significant weight of direct and indirect equity investment, and thus by a much higher exposure to risks related to short-term financial developments than in continental Europe. Pension funds tend, in addition, more and more, to take the form of defined contribution schemes. In France, unit-linked accounts represent less than 20% of technical reserves, but, after a severe drop in 2002, they recorded in 2003 a higher rise than monetary contracts, a type of contracts for which the market risk is borne by insurers.

Au total, comme le montre le graphique ci-après, après deux années négatives, les effets de valorisation des actifs des ménages investis en produits d'assurance-vie et de retraite ont été positifs en 2003.

On the whole, as evidenced by the following graph, after two negative years, revaluation of households' assets invested in life insurance and pension products was positive in 2003.

Effets de valorisation sur les avoirs des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et fonds de pension

Revaluation of households' holdings of life insurance and pension assets



Perspectives 2004

Les premières données relatives à l'année 2004 permettent d'identifier les tendances suivantes :

- Le début d'année boursière a été caractérisé par une reprise du marché des actions marquée par une augmentation, au premier trimestre, du nombre de transactions sur actions, de la souscription de fonds actions, et par la croissance de l'assurance-vie en unités de comptes. Une décélération est cependant perceptible au second trimestre ;
- En dépit de ces signes de reprise, la tendance sur les dépôts à terme est restée inchangée. Elle a été caractérisée par une croissance des encours de 3,4 % au 1er trimestre pour l'ensemble de la zone euro, et plus marquée en France (+ 5,6 %) et en Espagne (+ 12,6 %). De façon générale, l'attentisme des ménages semble donc se confirmer partout en Europe. Cette inquiétude des ménages paraît particulièrement persistante en Allemagne et en Italie.

On peut enfin se demander si l'attentisme des ménages ne s'explique pas par des anticipations de hausse des taux d'intérêt.

2004 Outlook

The first data for 2004 enable to identify the following trends:

- The start of the year for the stockmarkets was characterised by an upturn and an increase, during the first quarter, in the number of equity trades, as well as of equity funds' subscriptions and renewed growth in unit-linked life insurance. A decline in the rhythm of growth was however perceptible in the second quarter;
- In spite of those signs of a restart, the growth trend of term deposits remained unchanged: It was characterised, in the eurozone as a whole, by 3.4% growth in holdings in the first quarter, and more particularly in France (+5.6%) and in Spain (+12.6%). Generally speaking, households' wait-and-see attitude thus now seems established everywhere in Europe. Households' fears seem particularly persistent in Germany and in Italy.

One could thus question whether households' wait-and-see attitude could not be explained by anticipations of interest rate increases.

Spécificités des comportements d'investissement et d'endettement des ménages dans la "Nouvelle Europe"

André Babeau
OEE, Président du conseil d'orientation

Specificities of "New Europe" Households' Investment and Debt Behaviour

André Babeau
OEE, President of the Advisory Committee

Malgré le "rattrapage" réalisé dans la seconde moitié de la période de transition (entre 1995 et 2000), les 8 pays de l'Europe de l'Est et du Centre entrés dans l'Union au 1^{er} mai font encore apparaître des facteurs de fragilité. Parmi ces derniers, le déséquilibre des balances commerciales et des comptes publics joue un rôle important.

On observe un fort déficit d'épargne dans la plupart de ces pays par rapport au niveau des investissements effectués. L'équilibre épargne-investissement ne peut être atteint que grâce à une forte capacité de financement de l'étranger et l'infériorité de l'épargne nationale par rapport aux investissements est largement due à l'importance de la ponction opérée sur cette épargne par le déséquilibre des finances publiques. On ne peut en effet en général guère compter sur l'épargne des ménages pour assurer l'autonomie financière de la plupart des pays concernés.

Une épargne des ménages plutôt faible et des crédits en rapide développement

Le taux de bancarisation des ménages (proportion d'individus majeurs détenant au moins un produit bancaire) dans les pays de la "Nouvelle Europe" apparaît comme encore très faible : malgré l'absence d'enquêtes auprès des ménages, on peut en effet conjecturer qu'il ne dépasse pas la moitié du niveau observé dans les pays de l'Union des "15". Une conséquence de ce faible taux est évidemment l'importance que conserve dans ces pays l'usage de la monnaie manuelle. Une autre conséquence est la modestie du taux d'épargne des ménages car tous les économistes du développement insistent sur le lien positif qui existe entre le niveau de bancarisation des particuliers et le niveau de leur épargne. En 2001/2002, seule la Hongrie, malgré une croissance forte du recours au crédit, fait apparaître un taux élevé d'épargne des ménages (plus de 15 % de revenu disponible). La Pologne vient en seconde position avec un taux d'épargne de

Although some "catching up" was recorded in the second half of the transition period -that is between 1995 and 2000- the 8 countries of Eastern and Central Europe that joined the European Union on May 1st still show factors of fragility. Among the latter, imbalances of external trade and of public accounts play an important role.

A significant shortfall of savings is noticeable in most of these countries, when savings are related to the level of investments. The investment-saving equilibrium is achieved due to a strong financing capacity of the rest of the world. The low level of national savings compared to investment appears largely due to the importance of the levies made by public authorities on these savings. On the whole, one may indeed hardly count on households' saving for ensuring financial autonomy of most of the countries under review.

Households' saving is rather weak and credit enjoys rapid growth

Households' rate of use of bank services -defined as the proportion of individuals of age holding at least one banking product- in the countries of "New Europe" still appears very weak: Despite the lack of household surveys, one may indeed "guesstimate" that it does not exceed half the level observed in E.U. 15 countries.

A consequence of the low level of this rate is obviously the importance of the role that still play coins and currencies in these countries. Another consequence is the weakness of households' saving rate -as development economists agree on the positive sign of the link between the rate of use of bank services of individuals and the importance of their saving. In 2001/2002, Hungary was alone, despite strong growth recorded by households' use of credit, in showing a high saving rate of households (over 15% of disposable income).

Poland ranks second with a saving rate close to 13%. This rate lies in a range of 6 to 7% in the Czech and in the Slovak Republics and

près de 13 %. Ce taux est compris entre 6 et 7 % en République tchèque et en Slovaquie et seulement entre 2 et 4 % dans les trois pays baltes¹.

De façon générale, la modestie de ces taux d'épargne est évidemment aussi à attribuer à la faiblesse relative des revenus par tête, de quatre à six fois moins importants que la moyenne de l'Union à "15".

Au début de la période de transition, le crédit aux ménages était presque inexistant dans les pays de l'élargissement. Il a commencé à se développer au cours de la seconde moitié des années 1990 et, à partir de niveaux d'endettement très faibles, connaît des rythmes de croissance des encours très élevés (quadruplement de l'encours de crédit habitat en Hongrie sur les trois années 2001, 2002 et 2003, progression de l'encours de crédit à la consommation en République tchèque à un rythme de plus de 50 % par an sur ces trois mêmes années). Les habitants de ces pays découvrent les habitudes de consommation des pays de l'Ouest et souhaitent s'y conformer le plus rapidement possible. C'est ainsi que le taux d'équipement en automobile est rapidement croissant et que cette progression génère à la fois une forte augmentation des primes d'assurance et une augmentation des crédits affectés à ce bien durable.

Malgré cette explosion des crédits, les niveaux d'endettement restent encore très raisonnables puisque dans le pays où le passif des ménages semblait le plus fort (Estonie), il ne dépassait guère 16 % de leur revenu en 2000. On sait que dans certains pays de l'Ouest, ce ratio dépasse les 100 %. Un élément plus inquiétant en cas de crise monétaire est qu'une partie des emprunts à l'habitat est souscrite en devises étrangères (euro ou dollar) ; cette partie varie beaucoup d'un pays à l'autre : très faible en République tchèque et en Slovaquie, elle semble déjà plus importante en Bulgarie (un cinquième ?) et elle serait encore beaucoup plus importante en Pologne, en Roumanie et en Croatie.

Les ménages des pays de l'élargissement découvrent également les problèmes que pose le parc de logement résidentiel qu'ils occupent.

in a range of only 2 to 4% in the three Baltic countries.¹

Generally speaking, the low level of these saving rates should obviously also be attributed to the relative weakness of income per head, which is four to six times lower than the European Union (E.U. 15) average.

At the beginning of the transition period, credits granted to households amounted to practically nothing in enlargement countries.

They started to grow during the second half of the 1990s and initial levels of indebtedness were very low.

Outstanding debt levels subsequently recorded very vigorous growth -housing credit quadrupled in Hungary from 2001 to 2003, outstanding consumer credit in the Czech Republic rose at a pace of more than 50% per annum during the same period of time.

Inhabitants of these countries discover consumption habits of Western countries and attempt to adopt them as quickly as possible. Accordingly, the rate of ownership of automobiles grows rapidly, a progression that generates simultaneously a strong rise in insurance premia collected and a rise in credits dedicated to buying this type of durable goods.

Despite this explosion of credits, the level of indebtedness remains still very reasonable as in the country where households liabilities appeared to be the highest (Estonia), it hardly exceeded 16% of households' income in 2000. In some countries of Western Europe, this ratio exceeds 100%. A more worrying element in case of a monetary crisis, arises from the fact that a significant share of housing credit is subscribed in foreign currencies (mostly euros or dollars). This share varies a lot from one country to another: Very weak in the Czech and Slovak Republics, it seems to be already higher in Bulgaria (close to a fifth?) and could be even more important in Poland, Romania and Croatia.

Households of enlargement countries considered here also meet problems related to the residential real estate is stook's obsolescence.

1. Ce taux n'est malheureusement pas disponible pour la Slovaquie.

1. This rate is unfortunately unavailable for Slovenia.

Un parc résidentiel qui est souvent la propriété des particuliers, mais qui ne correspond à leurs besoins, ni en quantité, ni en qualité

Les ménages sont propriétaires de leur logement à des taux compris entre 75 et 90 % en Hongrie, en Lituanie, en Estonie et en Pologne : d'une part, la propriété du logement dans les zones rurales était déjà largement majoritaire, d'autre part, certains gouvernements ont "privatisé" la propriété d'ensembles importants à des prix avantageux. En République tchèque et en Slovaquie, ces taux sont plus faibles (entre 45 et 50 %) précisément parce que la propriété coopérative y est encore développée et les ménages étant alors locataires.

Les achats de logements neufs et les dépenses d'entretien du parc existant ne paraissent à peu près "normaux" en 2001 qu'en Hongrie et en Slovaquie ; dans les autres pays, ces investissements non financiers paraissent faibles (autour de 6 % du revenu disponible en Pologne, République tchèque et Lituanie) ou très faibles (entre 2 et 4 %) en Estonie et Lettonie.

Les statistiques physiques confirment cette faiblesse de l'investissement dans le logement neuf même si l'on tient compte de la faible croissance du nombre de ménages dans ces pays au cours de la période 2000-2015. Un renouvellement insuffisant des logements et des dépenses d'entretien-amélioration également insuffisantes, tout concourt pour expliquer la situation préoccupante dans laquelle se trouve actuellement le parc résidentiel dans ces pays. Non seulement, les besoins quantitatifs sont très importants (par exemple dans un pays comme la Pologne), mais la qualité des logements occupés laisse encore beaucoup à désirer. Le mouvement d'urbanisation qui se poursuit est en outre à l'origine de forts déséquilibres locaux.

Des placements financiers modestes et encore très traditionnels, même si des évolutions sont en cours

Le rapport du flux nouveau de placements financiers au revenu disponible n'est vraiment important qu'en Hongrie (13 % en 2001). Il est encore de 8 % en 2001 en Pologne et plonge aux alentours ou au-dessous de 6 % pour la même année en République

The residential stock is largely owned by individuals, but both in terms of quantity and of quality, this stock does not match their needs

In Hungary, Lithuania, Estonia and Poland, 75 to 90% of households own their housing estate: On the one hand, households' ownership of housing in rural areas is already largely dominant; on the other hand, some governments have "privatised" the ownership of important residential stocks at low prices.

In the Czech and Slovak Republics, these ownership rates are lower (45 to 50%), precisely because the collective ownership remains important there -and households subsequently still rent their housing.

In 2001, acquisitions of new housing and maintenance of the existing residential stock appeared to some extent "normal" in Hungary and in the Slovak Republic only. In other countries, these types of non-financial investments proved to be either weak (around 6% of disposable income in Poland, the Czech Republic and Lithuania) or very weak (between 2 and 4%) in Estonia and Latvia.

Physical data confirms the weakness of investment into new dwellings, even when account is taken of the modest growth in the number of households in these countries in the 2000-2015 period of time. As expense levels dedicated to investment in and maintenance-improvement of housing are also too low, everything contributes to explaining the worrying situation of the residential stock in these countries at present. Not only, the needs in terms of quantities are very significant (for example in a country such as Poland), but the quality of occupied housing still leaves much to long for.

The trend towards urbanisation is still underway and causes, in addition, strong local imbalances.

Modest and still very "traditional" financial investments, even though changes are underway

The ratio of the flow of new financial investment to disposable income is truly important in Hungary only (13% in 2001). It was still of 8% in 2001 in Poland and dropped to about or less than 6% for the same year in the Czech Republic, in Lithuania and probably also in the

tchèque, en Lituanie et probablement aussi dans les deux autres pays baltes. Dans les pays de l'Union à 15, on rappellera que ce taux est souvent supérieur à 10 %, tout calculé qu'il est sur des revenus disponibles évidemment beaucoup plus élevés.

Il n'est donc pas surprenant de constater qu'en valeur absolue, les patrimoines financiers par tête sont 15 à 40 fois inférieurs dans les pays de l'élargissement à ceux que l'on observe dans les pays de l'Union à "15". La distribution de ces patrimoines selon l'âge est également très spécifique : ce sont les quadragénaires qui paraissent posséder les patrimoines financiers par tête les plus élevés, alors qu'à l'Ouest les patrimoines croissent assez régulièrement avec l'âge, au moins jusqu'à un âge élevé. C'est qu'à l'Est, les fortunes sont récentes et plutôt acquises et possédées par des particuliers dans la force de l'âge.

La part des dépôts bancaires constituent encore une part importante des patrimoines financiers et, en flux, les primes d'assurance vie représentent seulement entre 0,5 et 1,5 % du PIB de ces pays alors qu'ils s'élèvent en moyenne à 5 % dans les pays de l'Union à "15".

L'importance des entreprises individuelles et des sociétés non cotées dans les patrimoines des ménages

La progression du salariat dans le secteur privé a été évidemment un des traits majeurs de la période de transition. Malgré cette progression, le poids des travailleurs indépendants reste très important dans les pays de l'élargissement (artisans, commerçants, chefs d'entreprise, etc.). Souvent ces entreprises individuelles ne comportent qu'un très petit nombre salariés. Du point de vue de la taille des entreprises, un changement d'échelle est d'ailleurs à opérer quand on est dans les pays de l'élargissement par rapport aux pays occidentaux : une entreprise de 50 à 100 salariés située dans l'un de ces pays est déjà une "grosse" PME. Ces entreprises sont nombreuses ; elles prennent souvent la forme de sociétés familiales de capitaux et restent évidemment non cotées tant qu'elles n'ont pas besoin pour croître de s'adresser au marché. Il n'est donc pas surprenant de constater que ces sociétés non cotées (sociétés anonymes ou SARL) occupent une place très importante dans le patrimoine financier des ménages : elles semblent en constituer près du tiers

two other Baltic states.

In E.U. 15 countries, this rate often exceeds 10%, although it relates to obviously much higher levels of disposable income.

It is thus not surprising that, in absolute terms, financial wealth per head in enlargement countries is 15 to 40 times lower than that of E.U. 15 countries. The distribution of this wealth according to age classes is also very specific: People in their forties apparently show the highest rate of ownership of financial wealth per head, whereas in the West, financial wealth holding rates rise relatively constantly as a function of age, at least until old age classes are reached. This results from the fact that, in Eastern countries, fortunes are mostly recent and are, to a large extent, acquired and owned by mature working age people.

Banking deposits still account for an important share of financial wealth and, as far as investment flows are concerned, life insurance premia represent only 0.5 to 1.5% of these countries' GDP, whereas the comparable E.U. 15 figure is 5%.

Importance of individual enterprises and of non-listed companies in households' wealth

The progression of wage earning in the private sector was obviously a major common feature of the transition period. Despite this progression, the weight of independent workers remains very important in enlargement countries (hand-workers, shop owners, company heads, etc.). In many cases these individual enterprises only have a very low number of employees. As far as company size is concerned, a change of scale seems to be due in enlargement countries: Companies with 50 to 100 employees - Western countries' SMEs- are, in these countries, already considered as "big" SMEs.

Such companies are numerous. They often take the form of family held capital societies and remain obviously mostly non-listed, as long as their growth does not require to raise money on financial markets. The very important role of such non-listed companies (public and private limited companies) in households' financial wealth is thus hardly surprising: They may account for about a third of it in Lithuania, and between 20 and 30% in countries such

en Lituanie, entre 20 et 30 % dans des pays comme la Hongrie, la République tchèque et l'Estonie. Leur rôle continuera certainement d'être important dans le moyen et même dans le long terme.

Sauf accident qui pourrait atteindre tel ou tel des pays de l'élargissement au cours des prochaines années (par exemple, crise monétaire avant l'entrée dans la zone euro), le "rattrapage" que connaîtront ces pays au cours des prochaines années conduira dans le domaine de notre étude :

- à une possible élévation des taux d'épargne des ménages qui accompagnerait la croissance du pouvoir d'achat ;
- à la poursuite de la diffusion du crédit dans la population, qu'il s'agisse du crédit à la consommation ou du crédit au logement ;
- à une nécessaire augmentation des investissements logements aussi bien dans l'entretien-amélioration que dans l'acquisition de logement neufs ;
- à un accroissement du taux de placements financiers mesuré par rapport au revenu disponible, accroissement rendu possible à la fois par le recours plus important au crédit et par l'éventuelle augmentation de l'épargne des particuliers.

Mais naturellement la croissance des "emplois" (investissements "logement", placements financiers) ne pourra qu'être proportionnée à celle des "ressources" (épargne, crédits).

as Hungary, the Czech Republic and Estonia. Their role will certainly continue to be crucial in the medium-term and will probably become even more important in the long-term.

Assuming that enlargement countries remain, in coming years, safe of accidents such as, for example, a monetary crisis ahead of joining the euro area, the "catching up" that these countries will experience will lead, as far as our field of investigation is concerned, to:

- *A likely rise in households' saving rates along with a rise in purchasing power;*
- *A further widening spread of credit in the population, which will concern both consumption and housing credit;*
- *An unavoidable rise in households' housing investment, that will relate both to housing maintenance and repairs and to the acquisition of new housing;*
- *An increase in the ratio of financial investment to gross disposable income: It will be made possible simultaneously by a more important use of credit and by a probable rise in households' saving.*

Obviously the rise in "uses" (real estate and financial investment) will however only be commensurate to that of "resources" (saving and credits).

Tableau de financement des ménages (classement en fonction du niveau du taux en % du revenu disponible brut)
Households financing table (ranked according to the gross saving rate in % of Gross Disposable Income)

Ressources Ressource	Hungary 2001	Poland 2001	Czech Republic 2002	Slovak Republic 2001	Lithuania 2002	Estonia 2001	Latvia 2001
Gross Saving Taux d'épargne bruts	15.1	12.5	6.1	6.8	3.5	2.4	2.2
Net capital transfers Transferts nets de capitaux	0.5	0.1	1.0	1.5	0.3	nd	nd
Rate of credit use Taux de recours au crédit	4.4	1.5	5.3	3.6	2.2	nd	nd
Adjustment Ajustement	1.1	0.2	0.0	2.2	5.0	nd	nd
Total Ressources Ressource totale	21.2	14.3	12.4	14.1	11.0	nd	nd
Uses Emplois							
Gross Capital Formation Taux d'investissement brut	8.2	6.0	6.0	8.3	5.7	3.6	2.4
Flow of financial assets Taux de placement financier	13.0	8.3	6.4	5.8	5.3	nd	nd
Total Uses Total emploi	21.2	14.3	12.4	14.1	11.0	nd	nd

Communiqué de presse¹ Comportements d'investissement et d'endettement des ménages dans la "Nouvelle Europe"

Press Release¹ "New Europe" Households' Investment and Debt Behaviour

Le communiqué ci-après présente les résultats de la collaboration de l'Observatoire de l'Épargne Européenne, en la personne du Président de son Comité d'Orientation, le professeur André Babeau, avec Pioneer Investments et son département UCI-New Europe.

The communiqué hereafter presents the results of a collaboration the President of the OEE's Advisory Committee, Professor André Babeau, with Pioneer Investments and its UCI's New Europe Department.

La recherche conjointe présente de façon originale :

The joint research provides, in an original way, with:

- une comparaison des comportements des ménages dans la Nouvelle Europe avec les comportements des ménages des grands pays industrialisés ;
- une nomenclature d'actifs financiers plus détaillée que celle qui est utilisée dans les statistiques officielles.

- *A comparison of households' behaviour in New Europe with households' behaviour in the main industrialised countries;*
- *A more detailed nomenclature of financial assets than that used in official statistics.*

Sont résumés ici les principaux résultats qui ressortent de l'analyse de la base de données constituée à l'occasion de cette recherche.

The main findings gathered by analysing the database built up in the context of this research, are summarised as follows:

1. Beaucoup des pays de la Nouvelle Europe font ressortir un **fort déficit d'épargne** par rapport au niveau d'investissement réalisé, déficit qui constitue une menace pour la stabilité des changes ; mais ce dernier n'est qu'en partie le résultat de la relative faiblesse de l'épargne des ménages ; les déséquilibres des comptes publics se traduisent en effet par une ponction importante sur l'épargne nationale.
2. Bien qu'il n'existe pas d'informations précises sur le patrimoine non financier des ménages (en particulier sur leur **patrimoine résidentiel**), on constate de façon assez générale une faiblesse des investissements dans le logement, qu'il s'agisse des acquisitions de logements neufs ou des dépenses d'entretien sur le parc ancien.

1. Many New Europe countries showed a **significant saving deficit** compared to the level of investment, a deficit which may constitute a menace for currency stability; but the latter is only partly a result of the relative weakness of households' saving: The imbalance of public accounts indeed also translates into an important levy on national savings.
2. Even though detailed information on households' non-financial wealth is largely lacking -in particular on **housing wealth**- one may identify a general weakness of housing investment -a type of investment that includes both acquisitions of new dwellings and spending on housing renovation and maintenance works.

1. Ce communiqué a été diffusé lors de la conférence de presse du 7 juillet 2004 dont l'objet était d'informer la presse et le public des principaux résultats d'une recherche conduite conjointement par l'OEE, Pioneer et le réseau de recherche sur la nouvelle Europe d'UniCredit.

1. This communiqué was released at a press conference on 7 July 2004, which aimed at informing the press and the general public of the main results of a research led jointly by the OEE, Pioneer and UniCredit's research network on New Europe.

3. Le **recours au crédit** des ménages est, presque partout, en rapide croissance ; cela est vrai du crédit à l'habitat et peut-être plus encore du crédit à la consommation à un moment où les habitants de ces pays découvrent les normes occidentales de consommation (notamment en ce qui concerne l'équipement automobile). Les niveaux atteints d'endettement restent cependant encore modestes si on les compare à ceux qu'on observe dans les pays de l'Ouest. Mais dans certains pays (Pologne, par exemple), une partie importante des crédits "habitat" est souscrite en devise.
 4. Le salariat dans le secteur privé est partout en rapide croissance depuis le début de la phase de transition ; néanmoins, l'activité professionnelle dans les entreprises individuelles reste importante dans la grande majorité de ces pays, de même qu'est importante la propriété par les ménages de sociétés non cotées dont la taille moyenne est d'ailleurs beaucoup plus réduite que celle des PME des pays de l'Union des "15" ; **entreprises individuelles et sociétés non cotées** possédées par les ménages sont d'une estimation difficile dans les comptes nationaux.
 5. S'agissant du seul **patrimoine financier**, en raison de la période communiste, le niveau atteint à l'Est - à la fois par tête et globalement (respectivement, 1 897 d'euros et 335 milliards d'euros pour la Nouvelle Europe, 41 628 d'euros et 14 688 milliards d'euros pour 13 pays de l'Union à 15) est évidemment sans commune mesure avec ce qui a été accumulé à l'Ouest depuis la seconde guerre mondiale.
 6. À l'avenir, l'accroissement du patrimoine financier dépendra bien sûr de la croissance économique. **L'épargne retraite et l'épargne sous forme d'assurance vie** occupent déjà une place très significative (11 % de l'ensemble des actifs financiers des ménages). À moyen et long terme, ces deux types d'épargne devraient continuer de jouer leur rôle de locomotives.
 7. La "convergence" des économies a déjà favorisé - et continuera de favoriser - la **diversification** des patrimoines avec une réduction de la part des dépôts bancaires et une augmentation de celle des autres produits, notamment des parts
3. Households' **use of credit** is, practically everywhere, recording rapid growth. This does not only relate to housing credit but also -and probably even more- to consumption credit at times when inhabitants of these countries discover occidental consumption standards, most notably as far as automobile purchases are concerned. The levels of indebtedness that have been reached for the time being remain however still modest if compared to those observed in Western countries. But in some countries (Poland, for example), a significant share of "housing" credits is contracted in foreign currencies.
 4. The private sector's wage earning class is growing rapidly everywhere since the beginning of the transition period. Nevertheless, professional activity in individual enterprises remains important in a majority of these countries. Accordingly, households' stakes in non listed companies -companies that have, on average, a size well below that of E.U. 15 countries' SMEs- are significant. Let us note here, however, that, within National Accounts, households' ownership of **individual enterprises and non listed companies** is estimated with difficulty.
 5. As far as **financial wealth is concerned**, due to the communist past, the level reached in the East -both in terms of financial wealth per head and globally (respectively, EUR 1 897 and EUR 335 bn for New Europe, EUR 41 628 and EUR 14 688 bn for the 13 main E.U. 15 countries) does clearly not compare to wealth levels accumulated in the West since the second world war.
 6. Looking forward, obviously, the rise in financial wealth will mostly depend on economic growth. **Pension and life insurance saving** already play a very significant role (11% of households financial assets). Over the medium and long-term, these two types of saving products should still play a leading role.
 7. The economic "convergence" already had -and will continue having- a positive impact on wealth **diversification**, since the share of bank deposits has tended to decrease and that of other products -notably in assets of collective investment funds- to rise. It would

d'organismes de placements collectifs ; mais il serait imprudent d'opérer des rapprochements avec les évolutions qui ont été observées dans ce domaine dans les pays de l'Union à "15", et, par exemple dans un pays comme l'Italie au cours des années 1990 : le montant des actifs susceptible d'être rapidement transformé en OPCVM y était évidemment incomparablement supérieur à ce qui est observé actuellement dans les pays de la Nouvelle Europe.

8. Il existe certes **d'importantes spécificités** propres aux différents pays de la Nouvelle Europe ; en particulier, les trois pays baltes paraissent, à plusieurs égards, moins avancés que les cinq autres pays d'Europe centrale (Slovénie, Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie). Il n'en demeure pas moins que les tendances qui viennent d'être décrites sont largement communes à l'ensemble de ces pays.

9. Du point de vue financier, les évolutions en cours dans les pays de la Nouvelle Europe ont déjà et continueront de bénéficier de l'apport que constitue l'expérience des pays plus avancés ; il en résulte que certaines évolutions pourraient s'accélérer et que **plusieurs étapes pourraient être raccourcies**. Ainsi, on constate que, contrairement à certains pays de l'Union des 15, des dispositifs de capitalisation sont souvent déjà en place dans la Nouvelle Europe au niveau du "2^e pilier" des retraites ; de même le soutien apporté à la consommation par le crédit est déjà important, au moins dans les zones urbaines ; ce soutien pourrait évidemment, au moins dans un premier temps, avoir pour conséquence de freiner l'effort d'épargne des ménages.

10. De façon générale, **le secteur bancaire a encore un long chemin à parcourir** dans les pays de la Nouvelle Europe pour accroître le taux de bancarisation des particuliers (la proportion de particuliers détenant un compte de dépôt à vue y est encore probablement moitié moindre qu'à l'Ouest), pour proposer les produits et services de la banque "universelle" et pour participer à la diffusion des valeurs mobilières en fonction des besoins spécifiques qui se manifestent dans les différents pays.

however be imprudent to draw a parallel with trends observed in E.U. 15 countries in the past -for example with a country like Italy in the 1990's: Amount of outstanding assets likely to be rapidly transformed into UCITs were obviously much higher in this country at that time than they are now in New Europe countries.

8. Important specificities of the various New Europe countries remain. In particular, the three Baltic States appear in several respects less advanced than the five other central European countries under review (Slovenia, Hungary, Poland, Czech and Slovak Republics). However, above described trends are largely common to all those countries.

9. From a financial standpoint, changes occurring in New Europe countries already started -and will continue- benefiting from the experience of more advanced countries. As a result, financial development trends may occur at a quicker pace and **several stages of this development may be shortened**. One may for example note that, contrarily to some E.U. 15 countries, "2nd pillar" funded pension schemes have already often achieved a high degree of development in New Europe countries. Similarly the support provided to consumption by credit is already significant, at least in urban areas. This support could obviously, at least in a first stage, contribute to slowing households' saving effort down.

10. Generally speaking, in New Europe countries, **the banking sector has still a long way to go** for raising the individual rate of use of bank services -the approximate proportion of individuals holding a sight deposit account is still half that of Western Europeans. The banking sector will also need to develop a "universal" offer of banking products and services and to participate in widening the use of financial securities with respect to specific needs arising in the various countries under review.

Le poids réel des impôts sur les revenus du patrimoine financier dans trois pays européens¹

Yannick L'Horty, Université d'Evry

The true weight of taxes on wealth income in three European countries¹

Yannick L'Horty, Evry University

Connaître les taux légaux d'imposition sur les revenus de l'épargne ne suffit pas pour évaluer le poids effectif des prélèvements obligatoires. Exemptions, mécanismes d'abattement, substitutions d'un produit d'épargne à un autre et omissions déclaratives sont autant de facteurs qui empêchent de déduire simplement le poids de la fiscalité à partir des taux d'imposition. Deux options sont envisageables : évaluer les taux marginaux effectifs de prélèvement, c'est-à-dire calculer *ex ante* et *à la marge* le coût fiscal d'un euro de revenu d'épargne additionnel, ou mesurer le poids des prélèvements *ex post* et *en moyenne* en rapportant la masse des impôts effectivement prélevés à la masse des revenus taxables.

Cette étude, soutenue par l'OEE, mobilise les deux approches en France, au Royaume-Uni, et en Italie, pour les années 1998 à 2000 et pour quatre catégories de produits d'épargne - titres à revenus fixes (intérêts et assimilés) ; titres à revenus variables (dividendes et assimilés); plus values ; assurance-vie et contrats de capitalisation - qui forment une partition totale des revenus d'épargne. Les revenus effectifs sont évalués à l'aide de la comptabilité nationale. Les revenus taxables - l'assiette des prélèvements obligatoires - et les prélèvements sont évalués à l'aide de sources fiscales². La différence entre les deux types de revenus correspond à des omissions déclaratives et/ou des exemptions fiscales (produits aidés). Cette distinction combinée avec la nature des différents prélèvements permet de calculer des taux d'emprise fiscale, des taux moyens d'imposition apparents (sur les revenus taxés, TMIA) et réels (sur l'ensemble des revenus, TMIR).

Méthodes

Les revenus effectifs sont tirés des comptes de revenus des ménages avec des hypothèses et des traitements harmonisés dans les trois pays.

*Knowing the legal tax rate on savings incomes does not enable to assess the actual weight of tax levies. Tax exemptions, allowance mechanisms, substitutions of saving products, and tax avoidance are some of the reasons for which it is difficult to infer easily the weight of taxes levied from tax rates only. Two options may be considered in this regard: Assessing the effective marginal tax rates, i.e. compute *ex ante* and *at the margin*, the tax cost of an additional euro of revenue, or measuring the weight of *ex post* and average taxes by relating the mass of taxes effectively levied to the mass of taxable incomes.*

Considering the period from 1998 to 2000, this study conducted on behalf of the OEE, relies on each of those two approaches, for France, the United Kingdom and Italy, and for four groups of savings products -namely fixed income products (interests); variable rate securities (dividends); capital gains; and life insurance and capitalization contracts -which make up a complete partition of saving incomes. Effective incomes are assessed using national accounts. Chargeable incomes -the tax base of tax contributions- and tax levies are assessed with the help of tax sources². Differences between those two types of incomes result from tax declaration oversights and/or tax exemptions (for subsidised products). Combined with the nature of the different levies, this distinction makes it possible to calculate tax efficiency rates, apparent average tax rates (on taxable incomes, AATR) and effective average tax rates (on aggregate income, EATR).

Methods

Effective incomes are inferred from households' income accounts basing on harmonised assumptions and treatments.

1. Cette recherche sera présentée lors d'un séminaire de l'OEE le 18 octobre 2004.

2. DGI en France, *Inland Revenue* au Royaume-Uni, *Agenzia delle Entrate* en Italie. Dans le cas de la France, les prélèvements sociaux sont pris en compte à côté des prélèvements fiscaux au sens strict.

1. This research will be presented at an OEE seminar on October 18, 2004.

2. DGI in France, *Inland Revenue* in the United Kingdom, and *Agenzia delle Entrate* in Italy.

Le problème principal réside ici dans l'évaluation des plus-values réalisées, qui ne figure pas dans les comptes nationaux. Elles ont été évaluées à partir des comptes financiers des ménages sur la base d'estimations de la rotation des portefeuilles et d'hypothèses sur les taux de plus-values.

Les revenus taxés et les impôts ont été évalués avec des sources nationales :

En France, les revenus taxés sont publiés, pas les prélèvements. On extrapole donc ces derniers lorsque des taux forfaitaires s'appliquent sans abattement –ce qui est le cas des placements à revenus fixes (prélèvement libératoire de 15%) et de l'ensemble des prélèvements sociaux (au taux de 10 %). Pour les informations manquantes, une micro-simulation a été réalisée pour la présente étude par la DGI à partir d'échantillons annuels de 500 000 déclarations d'impôt sur le revenu, représentatifs de l'ensemble des déclarations déposées en métropole.³

Au Royaume-Uni, les données de l'*Inland Revenue* permettent de traiter revenus taxables, prélèvements obligatoires sur les plus-values et produits aidés ainsi que les prépaiements pour produits de placement à revenus fixes et d'assurance vie. On peut donc reconstituer les prélèvements et assiettes fiscales directement ou par extrapolation, à partir de ratios supposés constants. Les prélèvements sur produits de placement à revenus variables sont, quant à eux, évalués à partir du *Survey of Personal Income* - une enquête annuelle auprès de 80 000 individus dont l'*Inland Revenue* dispose aussi des déclarations fiscales. Assiette et prélèvements sont ainsi reconstitués en supposant un taux moyen de 25 % sur les revenus déclarés.

En Italie, l'ensemble des prélèvements par classe d'épargne agrégée est disponible dans une étude de l'*Agenzia delle Entrate* (Monteduro et Monteduro [2001]), mais pas les montants de revenus taxés. Ces derniers sont donc reconstitués en appliquant les taux légaux de prélèvement, une estimation satisfaisante car il n'y a guère d'abattements dans le système italien.

Le poids des prélèvements obligatoires sur les revenus de l'épargne

Le montant des prélèvements obligatoires sur les revenus d'épargne est finalement proche dans les trois pays. En moyenne sur les

The main difficulty concerns the assessment of realised capital gains, which is not made by national accounts. They were thus derived from households' financial accounts, using estimates of portfolio turnover and assumptions on capital gain rates.

Taxable incomes and taxes were assessed using national sources:

In France, taxed incomes are published but not tax levies. The latter are therefore extrapolated when flat rates and no tax allowance apply - like for fixed income investment (a flat 15% withholding tax rate) and of all social contributions (at a 10% rate). For estimating the remaining lacking information, a micro-simulation was made by the French Tax Office (DGI) for the purposes of this research. Those simulations were made on the basis of 500 000 income tax forms, a representative sample of all inland tax declarations.³

In the United Kingdom, *Inland Revenue* data enables to analyse chargeable incomes, mandatory contributions on capital gains and subsidised products, as well as prepayment relating to life insurance and fixed income investment yields. Tax levies and tax bases can therefore be either directly assessed, or extrapolated from ratios assumed to be constant. Levies on variable rate investment products are assessed on the basis of the *Personal Income Survey* - an annual survey of 80,000 individuals for which tax declarations are also collected by the *Inland Revenue*. Tax base and levies are subsequently estimated assuming an average 25% rate on declared incomes.

In Italy, aggregate levies and a split into saving product classes are provided by a study of *Agenzia delle Entrate* (Monteduro and Monteduro [2001]). Taxable income levels remain however unavailable. They are therefore estimated by applying legal tax rates. As the Italian system does not make much use of tax allowances, this assessment can be considered as reliable.

The weight of mandatory contributions levied on saving incomes

Mandatory contribution amounts levied on saving incomes are, in the end, rather similar in the three countries under review.

3. Il s'agissait d'annuler successivement le montant des cases DC, FU, TS, DH et CH du cadre 2 de la déclaration des revenus, pour les revenus 1998, 1999 et 2000, puis de mesurer la variation d'impôt sur le revenu induite. L'avoir fiscal estimé correspondant à chacune des cases annulées a été également neutralisé (case AB)

3. DC, FU, TS, DH and CH categories of section 2 of the tax form were successively set to zero in 1998, 1999 and 2000 incomes and the implied tax change estimated "Avoir fiscal" was estimated accordingly and also neutralised. Those simulations were made on the basis of 500 000 income tax forms, a representative sample of all inland tax declarations.

trois années, il est au total de 18,7 milliards d'euros au Royaume-Uni, de 15,5 en France et de 11 en Italie. Pourtant, les montants des revenus effectifs de l'épargne sont assez différents selon les pays. Ils seraient d'après nos estimations de 253,5 milliards d'euros au Royaume-Uni, de 143,2 en France et 118,6 en Italie. En rapportant ces agrégats, on trouve que le taux d'imposition moyen sur l'ensemble des revenus de l'épargne est le plus élevé en France (10,8 %), le plus faible au Royaume-Uni (7,4 %) et qu'il est à niveau intermédiaire en Italie (9,4 %). L'étude détaille ces ratios par année et par classes de produits d'épargne.

Les niveaux des prélèvements fiscaux paraissent élevés en France relativement aux deux autres pays lorsque l'on observe les barèmes légaux ou les taux marginaux effectifs. Mais l'emprise de la fiscalité est faible : 23 % en France pour l'ensemble des revenus d'épargne, contre 33,3 % au Royaume-Uni et 39,3 % en Italie. La majeure partie des prélèvements est issue en France des déductions sociales (environ les deux tiers d'après nos estimations). Les revenus de l'épargne échappent ainsi assez largement à la progressivité de l'impôt. Au total, avec le cumul de prélèvements sociaux à taux modéré et assiette large et de prélèvements fiscaux à taux élevé et assiette étroite, la fiscalité française a finalement un rendement comparable à celles, plus homogènes, du Royaume-Uni et de l'Italie.

Le constat peut être affiné en observant la fiscalité de façon plus désagrégée, pour chaque catégorie de revenu. En France, les taux moyens d'imposition réels sont proches de 15 % pour les titres à revenus fixes, les titres à revenus variables et les plus-values, mais très faibles pour les produits de capitalisation. Dans les systèmes britanniques et italiens, les taux sont plus variés selon les classes de produits d'épargne, même si les produits de capitalisation sont toujours les moins taxés et les produits des placements à revenus variables ou à revenus fixes sont les plus taxés. C'est en Italie que les TMIR sont les plus différenciés selon les classes de produit. Les intérêts et assimilés y sont beaucoup plus taxés qu'ailleurs, avec un taux moyen sur les trois années qui est proche de 18 % (au voisinage du taux légal, comme le laissait suggérer l'absence de mécanisme d'abattement et d'exemptions). Mais les plus-values y sont en revanche très faiblement taxées, avec des taux qui sont mêmes plus faibles que ceux des produits de capitalisation (les taux moyens ne font ici qu'amplifier un constat qui pouvait déjà

On average over the three years, they amounted to EUR 18.7 bn in the United Kingdom, EUR 15.5 bn in France and EUR 11 bn in Italy, although effective saving incomes actually vary a lot throughout the considered countries: according to our estimates they would amount to EUR 253.5 bn in the United Kingdom EUR 143.2 bn in France and EUR 118.6 bn in Italy. Relating these aggregates provides average tax rates that are the highest in France (10.8%), the lowest in the United Kingdom (7.4%) and in-between in Italy (9.4%).

With respect to legal tax or effective marginal rates, the weight of tax levies appears high in France, compared to the two other countries. But the tax system's efficiency is low: 23.0% in France for aggregate savings' income, versus 33.3% in the United Kingdom and 39.3% in Italy. In France, a major part of the levies relates to social contributions (about two thirds according to our estimates). Savings' income thus remains largely unaffected by the progressivity of taxes. On the whole, cumulating social contribution with for which low rates apply to a broad base, and tax levies for which high rates apply to a narrow base, the French tax system thus finally shows a return comparable to that, more homogeneous, of the United Kingdom and of Italy.

This observation may be detailed further by considering the tax system at a disaggregated level, for each income category. In France, real average tax rates are close to 15% for interests, dividends and capital gains, but very weak for capitalization products. In the British and Italian systems, rates vary more according to the considered saving product category, even though capitalization products remain the least taxed, and returns from fixed or variable income investments are the most taxed. In Italy EATRs differ the most according to product classes. Interests and the like are not much more taxed than elsewhere, with an average rate over the three years close to 18% (and close to the legal rate, as suggested by the lack of allowance mechanisms and exemptions). Conversely, capital gains are very weakly taxed, as tax rates applying to them are even lower than those of capitalization products (considering average rates confirms here the observation made on the basis of both legal and marginal effective tax rates).

être effectué avec les taux légaux ou les taux marginaux effectifs).

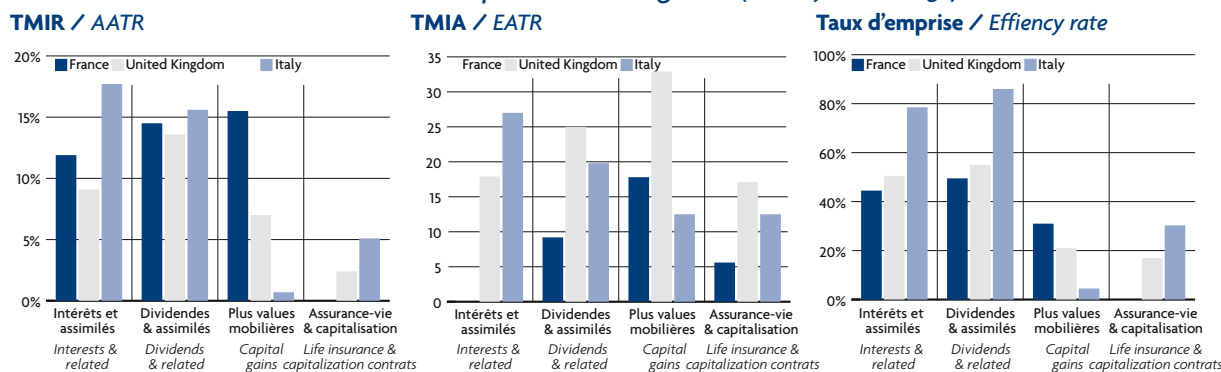
Du point de vue de la comparaison européenne, la singularité de la France est de pratiquer une fiscalité duale qui se traduit par les prélèvements les plus lourds sur les plus-values mobilières et la plus faible taxation des produits de capitalisation.

Lorsqu'on considère les taux d'emprise par catégories de produits, les dividendes et assimilés sont les revenus les plus fréquemment taxés dans les trois pays. À l'autre extrême, les plus-values et l'assurance-vie constituent la source de revenu d'épargne la moins fréquemment taxée dans les trois pays. En France, les plus-values ont l'emprise fiscale la plus forte alors que l'assurance-vie à l'emprise la plus faible.

As far as comparing European countries is concerned, the singularity of France consists in its dual taxation system which levies the highest taxes on market securities' value-added and the lowest on capitalisation products.

Concerning rates of efficiency by product category, dividends appear as the most frequently taxed in the three countries. At the other end, capital gains and life insurance are the least taxed sources of saving income in the three countries. In France, the highest tax efficiency is reached for capital gains whereas the lowest is recorded for life insurance.

Taux d'imposition pour trois pays et 4 catégories de produits (moyenne sur les trois années) Tax rate for three countries and four products categories (three-year average)



La diversité des règles fiscales françaises conduit finalement à une unité de résultat du point de vue du taux moyen d'imposition : malgré des règles fiscales variées, des taux légaux et taux marginaux effectifs très différents pour les intérêts et assimilés, pour les dividendes et assimilés et pour les plus-values, les taux moyens réels avoisinent 15 % du fait de l'emprise limitée des prélèvements fiscaux sur ces catégories de revenus. 30 à 50 % seulement des revenus d'épargne sont concernés par les prélèvements fiscaux en France. Plus des deux tiers du total des impôts représente des prélèvements sociaux.

Comparaison des taux marginaux et des taux moyens

Les indicateurs de taux marginaux (TMIE) et de taux moyens (TMIR et TMIA) provenant de sources différentes (barèmes légaux d'un côté, revenus et impôts de source fiscale ou comptable de l'autre), il convient de les comparer. Chaque point du graphique ci-après représente le taux marginal d'imposition effectif (*abscisse*) et le taux moyen d'imposition

Regarding average tax rates, the diversity of French tax rules finally leads to consistent results: Although tax rules, legal and effective marginal rates vary widely across saving income categories (fixed income, dividends and capital gains), average tax rates come close to 15% given the limited efficiency to the tax system for those income categories. Only 30 to 50% of saving incomes are taxed in France. About 15 points of levies, close to two thirds of the total represent social contributions.

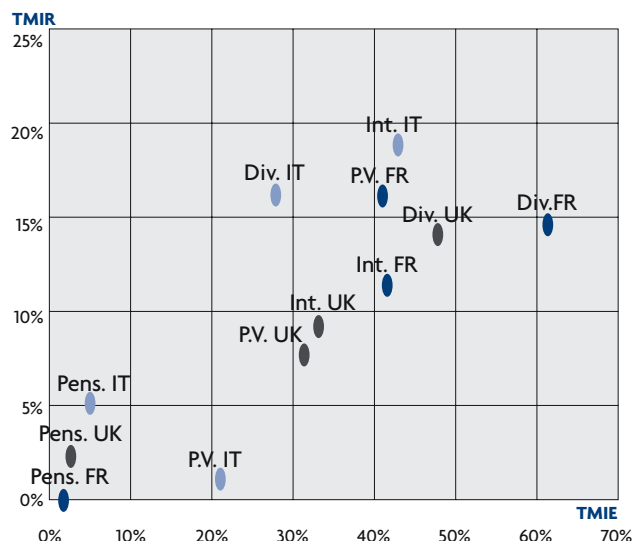
Comparison of marginal and average tax rates

As different sources -legal rates on the one hand, incomes and taxes from tax administration or accounting sources on the other hand- may be used, it appears appropriate to compare marginal and average tax rates. Each point of the graph hereafter relates an effective marginal tax rate (X axis) to an effective average tax rate (Y axis) for a given income class

réel (*ordonnée*) pour une classe de revenu et un pays (4 produits et 3 pays).

and country (4 products and 3 countries).

TMIR et TMIE pour 3 pays et 4 catégories de produits (moyenne sur les 3 années)
EATR and EMTR for 3 countries and 4 product categories (three-year average)



Les produits longs, assurance-vie et fonds de pensions, se situent en bas et à gauche du graphe, faibles partout, en moyenne et à la marge. Les dividendes sont plutôt en haut et à droite, les trois pays les taxant plus fortement en moyenne et à la marge. Plus values, intérêts et assimilés sont plutôt au centre, avec une dispersion assez forte.

Long-term products such as life insurance and pension funds, at the bottom left part of the graph, show both low average and marginal rates everywhere. Dividends appear rather in the upper-right corner, as the three countries tax them more heavily both on average and at the margin. Capital gains, interests and the like tend to be scattered in the center of the graph.

Globalement, la corrélation est bien positive. Le taux marginal *ex ante* croît en fonction du taux moyen *ex post* : plus la fiscalité est lourde et distordante (TMIE élevé), plus le rendement de l'impôt est important (TMIR élevé). Il ne s'agit pas d'un effet de structure car la position relative des pays est similaire au sein de chaque classe de produit d'épargne. Les taux d'imposition sur les fonds de pensions, les intérêts et assimilés et les plus-values s'étagent le long d'une droite de pente positive : les pays où les taux légaux sont les plus élevés sont aussi ceux où le taux moyen réel l'est le plus (l'Italie pour les intérêts et assimilés ; la France pour les plus-values).

Globally, the correlation is indeed positive. The *ex ante* marginal tax rate grows as a function of the *ex post* average rate: The heavier and more distorting the tax rates (high EMTR), the higher are tax returns. This is not an effect of structure since the countries' relative positions are similar for each saving product class. Tax rates on pension funds, fixed income and capital gains tend to be aligned and show a positive slope: Countries where legal rates are the highest are also the ones where real average rates are the highest (Italy for fixed income; France for capital gains).

Une exception : les dividendes. Pour eux la relation paraît inversée. La France affiche un taux marginal beaucoup plus élevé, mais un taux moyen proche, de celui du Royaume-Uni, alors que l'Italie a le taux marginal le plus faible et le taux moyen le plus élevé. Cette relation inverse peut s'expliquer par l'écart, en France, entre fiscalité théorique et emprise de cette fiscalité. En Italie, les taux légaux sont les plus modestes sur les dividendes, mais l'emprise de la fiscalité y est la plus forte. Le Royaume-Uni est de ce point de vue en position intermédiaire, d'où la relation inverse entre taux marginal effectif de prélèvement et taux moyen réel.

One exception remains however: Dividends, for which the relation seems to revert. France shows a much higher marginal rate, but an average rate close to that of the United Kingdom, whereas Italy, conversely, shows the lowest marginal tax rate and the highest average tax rate. This inverse relation can be explained by the French gap between theoretical taxes and the tax system's efficiency. In Italy, legal tax rates on dividends are the lowest, but the tax system's efficiency is the highest. In this regard, the United Kingdom stands halfway, thus paving the way for an inverse relation between effective marginal and real average tax rates.

Comparaison des pratiques des organismes de capital-investissement sur le marché de la transmission d'entreprises : 1^{ers} résultats

Rafik Abdesselam, Françoise Bastié et Sylvie Cieply, Université de Caen

Comparison of Private Equity Practices on the Company Buyout Market: 1st result

Rafik Abdesselam, Françoise Bastié and Sylvie Cieply, Caen University

L'article qui suit fait une synthèse des résultats préliminaires d'une recherche sur "L'investissement dans le non coté en Europe" conduite par une équipe de l'université de Caen pour le compte de l'Observatoire de l'Épargne Européenne. Ce projet a tout d'abord, sur la base d'une enquête en ligne auprès d'organismes de capital-investissement de 5 pays européens, étudié le rôle du capital-investissement dans la gestion de la transmission des entreprises.

Ces résultats préliminaires seront prolongés par une analyse de ce marché et des difficultés rencontrées par les entrepreneurs. Le rapport d'étude final est livrable fin 2004.

Les statistiques publiées par la *European Venture Capital Association* sur l'activité des organismes de capital-investissement (O.C.I.) en Europe mettent en évidence la situation particulière de la Grande-Bretagne qui domine, en volume d'affaires traitées, le marché européen de l'investissement dans le non coté. Cette différence essentiellement quantitative s'accompagne-t-elle de spécificités dans les pratiques de ces organismes sur le marché du capital-transmission ? Pour étudier cette question, nous exploitons les réponses d'une enquête administrée auprès de soixante-dix-neuf organismes installés dans les pays suivant : Allemagne, Espagne, France, Grande-Bretagne et Italie.

L'échantillon est représentatif selon les pays et concerne 20 % de la population des O.C.I. intervenant en transmission d'entreprises. Après avoir introduit les thèmes étudiés à partir de cette base de données, nous présentons brièvement la méthode statistique et les principaux résultats.

The following article synthesizes preliminary results of a research on "Investment in unquoted companies in Europe" led by a team of Caen University on behalf of the European Saving Institute (OEE). This project studied, on the basis of an online survey of 5 European countries, the practices of private equity firms on the company buyout market.

An extension of this preliminary research will consist in analysing this market and the problems encountered by entrepreneurs on this market. The final report is to be delivered at the end of 2004.

Statistics published by the European Venture Capital Association on the activity of financial institutions specialised in private equity (PE) in Europe shed light on the specific situation of the United Kingdom, which, in terms of business volume, dominates the European market for investment in unquoted firms. Does this mostly quantitative difference come along with specificities in the practices of those organisations on the buyout market? With a view to provide an answer to this question, we carried out a survey of seventy nine institutions based in the following countries: Germany, Spain, France, the United Kingdom and Italy.

The sample is geographically representative and relates to 20% of the overall population operating in the field of company buyouts. In this brief article, we first introduce the themes we use to analyse the database. Then, we briefly present statistical methods and our main findings.

Les informations collectées

La base de données ainsi constituée permet d'aborder huit thèmes :

- Le premier est dédié à l'analyse des **caractéristiques de la cession** ; la préparation de la transmission par les dirigeants - propriétaires est prise en compte.
- Le second thème étudie les **caractéristiques de la valorisation du projet**.
- Le troisième thème étudie les **méthodes d'audit utilisées**. La méthode patrimoniale, qui porte sur le passé de la firme, est distinguée des méthodes appréciant le *goodwill* ou les perspectives futures de l'entreprise.
- Le quatrième thème analyse les **pratiques contractuelles** qui contribuent à la réduction des problèmes informationnels.
- Le cinquième thème repère la **durée des engagements contractuels**.
- Le sixième thème est dédié à l'identification du **type de contrôle** du repreneur.
- Le septième thème caractérise la **nature de l'O.C.I.** en termes de spécialisation sectorielle, géographique ou selon la maturité des entreprises cibles.
- Le dernier thème identifie les **modalités de l'intervention financière** de l'O.C.I. (fonds propres ou dettes, prises de participations majoritaires ou minoritaires).

Traitements statistiques et principaux résultats

L'analyse discriminante des O.C.I. en fonction de leur nationalité impose l'étude des facteurs qui caractérisent et différencient au mieux les établissements selon leur nationalité. Cette analyse est réalisée à partir de la synthèse des thèmes précédemment introduits. L'arbre hiérarchique suivant illustre les proximités entre pays relativement à cette synthèse. Il apparaît que l'Italie et l'Allemagne se ressemblent et que les O.C.I. britanniques se différencient très fortement des O.C.I. des autres pays. On peut en effet opposer la situation des O.C.I. britanniques à la situation des O.C.I. de l'Europe continentale puisque, quel que soit le niveau de regroupement, la Grande-Bretagne ne peut être associée à aucun des autres pays étudiés.

Information collected

Basing on the database, eight themes were analysed:

- The first one is dedicated to the analysis of the **buyout's characteristics**; in this regard, the preparation of the transfer by chief managers / owners is taken into account.
- The second theme studies the **characteristics of firms' valuation**.
- The third theme studies the **auditing methods used**. The wealth method, which draws the past of firms into account, is considered separately from methods that attempt to assess the goodwill or the firms' outlook.
- The fourth theme analyses **contractual practices** that contribute to reduce informational asymmetries.
- The fifth theme identifies the **duration of contractual commitments**.
- The sixth theme is dedicated to identifying the **type of control** exerted by the buyer.
- The seventh theme characterises the **nature of financial institutions involved in buyout operations** in terms of industrial specialisation, location or according to the maturity of target firms.
- The last theme identifies the **modalities of financial intervention** (use of own funds or use of debt, majority or minority stakes).

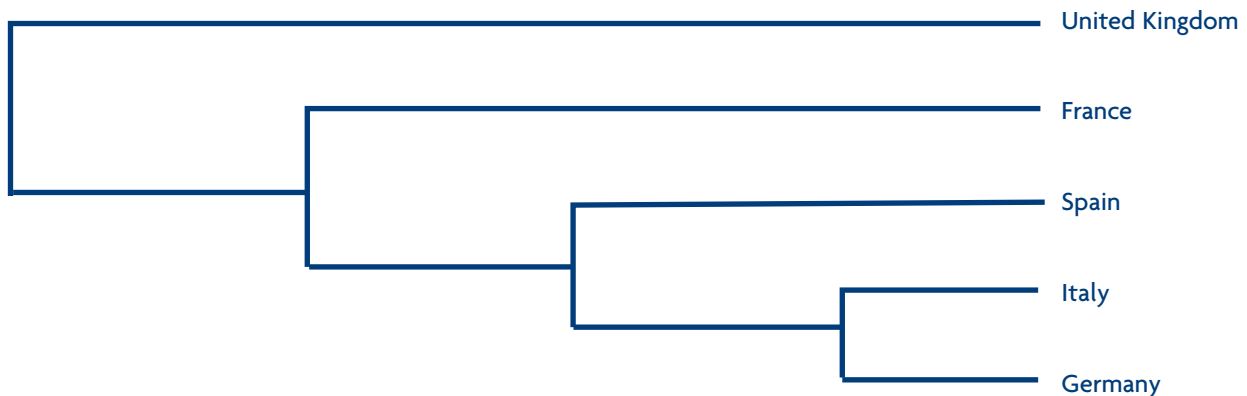
Statistical treatment and main results

A cluster analysis identifies the factors that best characterise and differentiate -with regard to their nationality- financial institutions involved in buyout operations. This analysis starts with a synthesis of the results gathered for each of the themes mentioned hereabove. The following hierarchical clustering shows the factors that make countries look alike with respect to this synthesis. Accordingly, Italy and Germany look very similar and British institutions stand distinctly apart from their European counterparts. Indeed, whatever the level of clustering, the United Kingdom cannot be associated with any other of the countries under review.

Les proximités dans la pratique des O.C.I. selon leur nationalité

Similarities of Private equity firms' practices according to their nationality

Classification hiérarchique directe :
Direct hierarchical clustering:



Les O.C.I. allemands présentent une situation homogène relativement à notre échantillon. L'Italie, très proche de l'Allemagne, se caractérise par un maintien du cédant dans la gestion dans 26 à 75 % des opérations de cession (niveau de contrôle moyen du repreneur). L'Espagne se différencie par la nature de la cession qui est, plus souvent que dans les autres pays, due à la retraite et apparaît moyennement anticipée. La France et l'Angleterre se différencient beaucoup plus des autres pays. Les O.C.I. français se caractérisent par une faible anticipation des cédants, des méthodes d'audit basées sur le futur, plutôt intuitives et une reconnaissance de l'importance du *goodwill*. Leurs participations dans le capital des entreprises sont principalement minoritaires. En revanche, les O.C.I. anglais se différencient par une forte anticipation des cédants, un audit complet et la faible utilisation des méthodes contractuelles.

En résumé, la France et le Royaume-Uni s'imposent comme deux modèles très différents de capital-transmission. Par ailleurs, les caractéristiques de la cession différencient plus les O.C.I. selon leur nationalité que leur spécialité ou les caractéristiques techniques de leurs interventions.

Compared to our sample, German institutions show an homogeneous profile. Very close to Germany, Italy can be characterised by the fact that the seller remains active in the firm's management in 26 to 75% of buyouts (average level of control of the buyer). Spain stands out since buyouts are, more than in other countries, due to retirement, and their anticipations mediocre. France and the United Kingdom stand out much more markedly than other countries. French institutions are characterised by a weak anticipation of the sellers, forward looking and somewhat intuitive auditing methods and a recognition of the importance of the goodwill. They mostly hold minority stakes. Conversely, British institutions stand out due to the strong ability of sellers to anticipate, the use of comprehensive auditing methods and the unfrequent use of contractual methods.

To sum up, France and the United Kingdom provide two very different models of buyout practices. Besides, buyout characteristics differ more with respect to the nationality of the financial institution than to their field of specialisation, or to the technical characteristics of their interventions.

Les raisons d'une sortie de crise avec une consommation un peu faible dans la zone euro

par André Babeau
Président du Comité d'Orientation

The reasons for consumption to remain weak in the euro area on the way out of the crisis

*André Babeau,
President of the Advisory Committee*

En ce qui concerne la zone euro, les données macro-économiques fournies par EUROSTAT, celles qui sont publiées par la BCE¹ et les analyses réalisées par la Direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne² constituent à présent un ensemble d'informations qui permettent de développer une réflexion assez approfondie sur les comportements des ménages au sein de la zone considérée en tant que telle et non plus seulement au travers de chacun des pays membres.

De 1996 à 2000, le taux d'épargne "brut" des ménages de la zone avait baissé de plus de 3 points : 17,1 % en 1996, 14 % seulement en 2000. Une bonne partie de cette baisse pouvait sans doute être alors attribuée au développement du crédit soutenu par une baisse continue des taux d'intérêt. L'explosion de la bulle boursière et le retournement économique des années 2000-2002 a mis fin cette baisse du taux d'épargne : une remontée de 3 à 6 dixièmes de point de pourcentage de ce taux a caractérisé les années 2001 et 2002. Dans son bulletin mensuel de juillet 2004, la BCE n'avait pas encore publié ce taux pour 2003, mais une certaine poursuite de la hausse ne semble pas à exclure.

Une sous-consommation ?

Ce maintien du taux d'épargne des ménages à un niveau relativement élevé réduit évidemment d'autant le dynamisme de la consommation dans la zone euro et apparaît comme un frein à la reprise économique de la zone. On comprend que les services de la Direction générale des Affaires économiques et financières se soient mobilisés sur ce thème, déjà dans leur Rapport trimestriel du premier trimestre 2004³. Prenant appui sur une étude de la BCE⁴, une fonction de consommation a ainsi été estimée, sur une

As far as the euro area is concerned, macro-economic data provided by EUROSTAT, along with data published by the ECB¹ and analyses produced by the European Commission's Economic and Financial Affairs Directorate General² provide at present a set of information that enables to develop a pretty deep reflection on households' behaviour, considering the zone as a whole, and not only each of its member countries.

From 1996 to 2000, households' gross saving rate within the zone had decreased by more than 3 percentage points -namely from 17.1% in 1996 to only 14% in 2000. A significant part of this drop could probably be related to the sustained growth of credit itself, underpinned by a continuous decline in interest rates. The stock-market's bubble burst and the economic downturn of the years 2000-2002 put an end to this decline in saving rates: A renewed rise by 30 to 60 basis point of this rate was characteristic of 2001 and 2002. In the July 2004 issue of its monthly bulletin, the ECB still had not published this rate for 2003, but the possibility of a renewed rise cannot be excluded.

Underconsumption?

Obviously, households' saving rates, should they remain at such relatively high levels, would reduce the dynamism of consumption in the euro area accordingly, and thus appear as restraining economic recovery in the zone. The mobilisation on this topic of the services of the European Commission's Economic and Financial Affairs Directorate General, as reported in the first 2004³ issue of their Quarterly Report, thus appears understandable. Basing on a research of the ECB⁴, a consumption function was thus estimated using quarterly data. Esti-

1. Bulletin mensuel et ECB Working Papers.
2. Notamment dans son Rapport trimestriel sur la zone euro.
3. Quarterly Report on the Euro Area, 1/2004, pages 13 0 20.
4. J. Fagan, J. Henry et R. Mestre, An area-wide model for the euro area, ECB Working Paper, n°42, janvier 2001.

1. Monthly Bulletin and ECB Working Papers.
2. In particular in its Quarterly report on the eurozone.
3. Quarterly Report on the Euro Area, 1/2004, pages 13 0 20.
4. J. Fagan, J. Henry and R. Mestre, An area-wide model for the euro area, ECB Working Paper, n°42, January 2001.

base trimestrielle : elle couvre la période qui va du second trimestre 1987 au troisième trimestre 2003.

Cette fonction reste tout à fait classique dans les déterminants pris en compte. Elle saisit bien les effets positifs sur la consommation de la croissance du revenu disponible (élasticité supérieure à 1), l'influence également positive de la croissance des indices boursiers, les influences négatives du taux d'inflation, de la croissance du taux de chômage et d'une remontée des taux d'intérêt réels (court et long terme). Le modèle estimé rend très bien compte des comportements observés jusqu'à l'année 2000 : pour 2001, 2002 et 2003, l'évolution annuelle de la consommation semble au contraire en retrait de 0,7 % par rapport à ce que donnerait la fonction. Il est à noter que celle-ci, si elle tient compte des plus ou moins-values boursières, ne prend pas en considération les plus ou moins-values immobilières : sur la période 2000-2003, la prise en compte des plus-values immobilières⁵ aurait probablement conduit le modèle à retenir un niveau "théorique" de consommation encore supérieur à celui qu'il donne ; l'écart avec le niveau de consommation observé en aurait donc été accru d'autant.

mates cover the period from the second quarter 1987 to the third quarter 2003.

This function remains very classical as far as explanatory factors taken into account are concerned, and it indeed captures the positive effects on consumption of disposable income growth (elasticity higher than 1), the positive influence of stockmarket indices' growth, the negative relation with inflation, unemployment rate growth and rises in real interest rates (short and long-term). The model estimated along those lines provides a very good explanation for behaviours observed up to 2000: In 2001, 2002 and 2003, annual consumption growth however remains 0.7% below the rate determined by the function. It should however be mentioned here that the latter, although it takes stockmarket fluctuations into account, does not consider real estate market fluctuations: Throughout the 2000-2003 period, taking such real estate assets' added value into account⁵ would probably have led the model to provide an even higher "theoretical" consumption level than presently. The spread with actual consumption levels would thus have increased accordingly.

Les raisons d'une épargne élevée

Comment rendre compte de cet écart entre le niveau de consommation donné par le modèle et celui qui a été observé dans la zone euro depuis trois ans ? Naturellement, en faisant appel à des facteurs qui n'ont pas été pris en considération dans le modèle. Parmi ceux-ci, la confiance des ménages doit évidemment être évoquée : l'enquête européenne de conjoncture (ECFIN surveys) montre en effet que si les attentes des ménages pour les 12 mois à venir se sont améliorées, les jugements portés sur la période récente restent assez pessimistes. Mais la confiance est un sentiment global qui s'alimente de perceptions particulières. Parmi elles, la perception de l'inflation au moment du passage à l'euro en 2002 a pu jouer un rôle, au moins pendant un temps : on sait en effet que, dans presque tous les pays de la zone, l'inflation perçue par les ménages est restée plusieurs trimestres au-dessus de l'inflation observée, exerçant ainsi un effet positif sur l'épargne des ménages. Un autre facteur est constitué par la perception des conséquen-

Causes for higher savings

How should one interpret this spread between the model's and actual consumption levels observed in the euro area during the last three years? Obviously, by using factors that were not taken into account by the model. Among the latter, households confidence must certainly be mentioned: The European consumer survey (ECFIN surveys) shows indeed that despite an improvement in households' expectations for the next 12 months, the assessment of the recent period remains relatively pessimistic. Confidence is however a general feeling fed by specific perceptions. In this regard, the perception of inflation at the time or the switch to the euro currency in 2002 may have played a role, at least for some time: It is indeed acknowledged that, in almost all the countries of the zone, households' perception of inflation remained above observed inflation for several quarters in a row, thus exerting a positive effect on households' saving. Another factor relates to the perception of population's ageing: Doesn't, generally speaking, the anticipation of a long retirement period provide an incentive to build up more significant

5. Sauf en Allemagne naturellement où l'évolution du prix de l'immobilier est très atypique par rapport à ce qui est observé dans la plupart des autres pays de la zone.

5. Excepting Germany obviously where changes in real estate prices are very atypical compared to most other countries of the zone.

ces du vieillissement de la population : de façon générale, l'anticipation d'une longue période de retraite ne peut-elle pas être une incitation à constituer une épargne plus importante, surtout dans un environnement où les prestations des régimes de protection de vieillesse sont plutôt orientées à la baisse, au moins de manière relative ? Le thème de la retraite introduit naturellement celui, plus large, de l'ensemble des réformes structurelles (protection sociale, fiscalité, marché du travail) : la lenteur de ces réformes fait ressortir certains de leurs effets négatifs, alors que leurs effets positifs ne peuvent encore être perçus. Enfin, *last but not least* aux yeux de la Commission qui pointe du doigt en direction des mauvais élèves, le laxisme budgétaire de certains pays n'a-t-il pas été à l'origine d'un effet d'"équivalence ricardienne" qui pousse l'épargne des ménages à la hausse pour leur permettre de faire face aux augmentations d'impôts toujours observées après les périodes de relâchement budgétaire ?

Pour poursuivre la réflexion dans ce domaine, il est logique que la Direction C (Economie de la zone euro et de l'Union européenne) de la Direction générale des Affaires économiques et financières ait lancé, en date du 13 août dernier, un appel d'offres concernant une étude sur «Les facteurs de résistance de la consommation privée dans la zone euro». ⁶ Cet appel d'offres demande aux chercheurs de contribuer à expliquer les éventuelles différences de comportements de consommation des ménages au sein de la zone euro, mais surtout entre la zone euro et des pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni. Le modèle utilisé devra naturellement intégrer toutes les variables supplémentaires qui viennent d'être évoquées. Certaines sont assez aisément quantifiables, même au niveau trimestriel, d'autres (le rythme d'avancement des réformes structurelles, par exemple) le sont beaucoup moins. Il faut souhaiter à l'équipe qui sera retenue bon courage et bonne chance : le rapport d'étude doit être remis dans les onze mois de la signature du contrat.

savings, more especially so in a context in which the benefits of old age protection regimes tend to be downward oriented, at least from a relative point of view? The pension issue introduces naturally the broader one of structural reforms (social protection, taxes, labour market): The slowness of implementation of such structural reforms tends to stress some of their negative effects, their positive effects are still difficult to notice. Last but not least, didn't, in view of the Commission -an institution which lately pointed out the countries that lag in implementing structural reforms- the lack of fiscal rigour of some countries at the origin of a Ricardian equivalence effect, which prompts households to save more and prepare for the tax increases that always follow periods of tax laxness?

With the aim to continue reflections on this topic, the release on August 13, 2004 by Direction C (Economy of the euro zone and the Union) of the Economic and Financial Affairs Directorate General of a call for tenders for a research aiming at "assessing the factors of resilience of private consumption in the euro area"⁶ thus appears logical. This call for tenders requires researchers to contribute to explain the differences in households' consumption behaviour that may occur within the euro area, and above all the differences between the euro area and the United States or the United Kingdom. The model used will obviously need to consider all the additional variables mentioned here above. Some of them appear to be rather easily quantifiable, even on a quarterly basis, others -such as the rhythm of progress of structural reforms, for example- are much less so. Finally, it remains us only to wish the team that will be selected courage and good luck: The final report will have to be delivered within eleven months of signature of the contract.

6. Téléchargeable à partir de : http://ted.publications.eu.int/official/Exec?DataFlow=result_details_orig.dfl&Template=TED/result_details_orig.xsl&TableName=TED_EN&Page=11

6. Available online on http://ted.publications.eu.int/official/Exec?DataFlow=result_details_orig.dfl&Template=TED/result_details_orig.xsl&TableName=TED_EN&Page=11

Agenda

• Recent OEE Events

- Jun. 29** **OEE General Assembly and press conference on “Households financial behaviour in recent times: The way out of the crisis”**
The press conference focused on newly released 2003 households' financial accounts in the 5 major European countries. For further detail, see article in the first section of this publication and OEE's website.
- Jul. 7** **Joint Pioneer Investments-OEE Press Conference on “Households' financial behaviour in New Europe”** For further detail, see press release and article in the first section of this publication and OEE's website.
- Jul. 8** **OECD Working Party on Private Pensions**
Paris, Presentation on “Asian pension funds” by Didier Davydoff.
- Jul. 9** **“Households' National Accounts in the euro area”**
Presentation of OEE's final report to the European Central Bank.

• Upcoming Events

- Oct. 6-7** **Working Party on Financial Statistics, OECD** Paris, www.oecd.org
Presentation on classification issues by André Babeau
- Oct. 12-13** **Annual Meeting, World Federation of Exchanges**
Hosted by the Tokyo Stock Exchange, www.world-exchanges.org
- Oct. 18** **Saving Taxes in Europe, Oee** Paris, www.oee.fr
Presentation of the research led on behalf of OEE by Yannick L'Horty
- Oct. 20** **Les marchés financiers sont-ils de plus en plus volatils ?**
Paris, AMF and AEF, www.aef.asso.fr
- Nov. 9** **Banking Day, PricewaterhouseCoopers**
Luxembourg, www.pwc.com/lu
- Nov. 10-11** **6th Triple Bottom Line Investing Conference**
Amsterdam, TLBI, www.tbli.org
- Nov. 18** **Premiers entretiens de l'AMF “L'investisseur face aux marchés : comment s'informer, voter et négocier ?”**
Paris, Autorité des Marchés Financiers, www.amf-france.org
- Dec. 16-17** **French Finance Association 2004 Annual Meeting**
Paris, AFFI, www.affi.asso.fr
- Mar. 16-19, 2005** **29th Futures Industry Conference** FIA, Boca Raton, www.futuresindustry.org
- Mar. 2005** **Pensions and Long Term Investment** European Investment Review, Frankfurt
- May 2005** **Federation of European Stock Exchanges, 7th Annual Convention**
Brussels, www.fese.be
- Jun. 3-4, 2005** **Bank Relationships, Credit Extension, and the Macroeconomy**
DIW, Berlin, www.dgf-ev.de
- Jun. 24-26, 2005** **French Finance Association International Meeting**
University of Cergy, AFFI, www.affi.asso.fr
- July 24-25, 2005** **The 25th European Meeting of Statisticians** Oslo, www.ems2005.no

• Le futur des comptes financiers

Le Conseil National de l'Information Statistique [CNIS] est un organe administratif en charge de coordonner les activités du gouvernement français dans le domaine statistique, et plus particulièrement la conduite d'enquêtes aux fins de production statistique. Un forum, organisé à l'occasion de la préparation programme à moyen terme du CNIS, a permis aux producteurs utilisateurs de statistiques publiques de confronter leurs points de vues. Les utilisateurs étaient représentés par Didier Davydoff, Directeur de l'OEE, Michel Boutillier, Université Paris X-Nanterre, Michel Dietsch, Université de Strasbourg dans une session dédiée à la production de statistiques monétaires et financières en Europe et plus particulièrement aux comptes financiers des différents pays européens.¹

Les utilisateurs ont appelé de leurs vœux les améliorations suivantes :

- Un raccourcissement des délais de production, c'est-à-dire simultanément une réduction des délais de publication et la production d'information de périodicité plus fréquente (trimestrielle) aux fins de l'analyse de court-terme ;
- La rétropolation des séries temporelles au-delà de 1995, année à partir de laquelle Eurostat requiert la production de données ;
- La production de comptes de qui-à-qui complets : le principal besoin à cet égard serait d'harmoniser la méthodologie d'analyse des contreparties dans les différents pays européens (Finlande et Espagne semblent avoir fait le plus de progrès dans ce domaine) ;
- L'usage de catégories d'actifs plus détaillées, afin d'améliorer l'analyse des risques portés par les différents types d'agents économiques. Ce point porte en premier lieu sur les actions, pour lesquelles la ventilation entre coté, non coté et autres titres de propriété reste trop souvent indisponible en Europe. Il porte cependant aussi sur les contrats d'assurance pour lesquels la distinction entre contrats monétaires (dans lesquels les assureurs portent le risque de marché) et les contrats en unités de compte (dans lesquels les assurés eux-mêmes portent le risque de marché). Il s'étend enfin aussi à d'autres types d'actifs tels que les OPCVM ;

• The future of financial accounts

The National Council for Statistical Information (CNIS) is an administrative body in charge of coordinating the French government's statistical activities, and more specifically the conduct of surveys to the end of statistical production.

A forum, organised on the occasion of the preparation of CNIS's medium-term program, enabled producers and users of public statistics to share their views. Users were represented by Didier Davydoff, OEE's Director, Michel Boutillier, Paris X-Nanterre University, and Michel Dietsch, Strasbourg University in a session dedicated to the production of monetary and financial statistics in Europe which focused particularly on European countries' financial accounts.¹

Users of statistical data called for the following improvements:

- *More timeliness of data production, that is for both a shortening of data production and the release of more frequent (quarterly) information for short-term assessments;*
- *The backward reinterpolation of time series beyond 1995, the year from which Eurostat required data to be produced;*
- *The production of complete who-to-whom accounts: A major need on this point would consist in harmonising the methodology of counterparts' analysis in the various European countries (Finland and Spain appear to have achieved the most significant progress on this point);*
- *More detailed nomenclatures of assets, which would enable to improve the analysis of risks borne by the various economic agents. This point relates in the first place to equities -for which the breakdown into quoted, unquoted shares and other titles remains often unavailable- and to life insurance contracts for which the breakdown into monetary (for which insurers bear the market risk) and unit-linked contracts (for which the insured are themselves exposed to market risk). It extends however also to the other types of assets such as UCITS;*

1. Les minutes sont disponibles sur : <http://www.cnis.fr/doc/Stockage%20Rapports/rapport%2083.pdf>

1. The minutes are available (in French) on: <http://www.cnis.fr/doc/Stockage%20Rapports/rapport%2083.pdf>

Publications

- L'établissement d'une distinction entre les échanges intra et extra-communautaires au sein du secteur des non-résidents, afin d'obtenir une consolidation cohérente des données nationales au niveau européen ;
- La production de statistiques plus détaillées incluant des données brutes sur les crédits produits et les remboursements de crédit - à l'heure actuelle seules des statistiques nettes sont fournies ;
- Une harmonisation des méthodes de valorisation en Europe - en particulier des actions non cotées et des engagements de retraite : des investigations préliminaires de l'OEE ont montré que l'application d'un ratio utilisant une méthodologie similaire dans les différents pays pour valoriser les actions non cotées aurait un impact significatif sur les comparaisons internationales. De façon analogue, une recherche conduite pour le compte de l'OEE a montré que la valorisation des engagements de retraite varie de 80 % à 140 % de la moyenne européenne selon les pays du simple fait des différences de méthodes de valorisation. Plus généralement, l'inclusion dans les comptes financiers, d'informations supplémentaires sur les effets de réévaluation serait appréciable (seule la France en fournit à l'heure actuelle). Elle permettrait notamment de rapprocher - pour chaque catégorie de produit - les variations d'encours des flux de transactions. Enfin, des informations additionnelles (distinctes) sur les plus-values et pertes réalisées en ce qui concerne les actifs financiers permettrait significativement d'affiner les analyses du patrimoine financier, de l'investissement et de l'endettement.
- A breakdown of the foreign sector into two sub-categories, which would aim at distinguishing intra from extra-European transactions, with a view to gather a consistent consolidation of national data at the European level;
- More detailed statistics on loans, namely on gross credits provided and credit reimbursement -and only statistics presently provided;
- An harmonisation of valuation methods -in particular of unquoted equities and of retirement claims -in Europe: Preliminary investigations performed by OEE show that the application of a ratio using a similar methodology across countries for valuating unquoted shares would have a significant impact on transnational comparisons. Similarly, a research conducted on behalf of the OEE showed that pension claims' valuations could vary from 80% to 140% of the European average in individual countries only, as a result of the use of different valuation methodologies. More generally, the provision, in financial accounts, of additional information on revaluation effects (France is alone in producing such data) would be valuable and enable to relate -for each product category- changes in outstanding amounts to transaction flows. Lastly, some additional (separate) information on realised gains or losses on financial assets would enable to significantly refine analyses of financial wealth, financial investment and indebtedness.

• **Comparaison des taux d'épargne dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon**

Un cahier statistique de l'OCDE publié en juin 2004 et écrit par Ross Harvey² résume les principaux résultats d'un projet cofinancé par la Banque Centrale Européenne et l'OCDE, ayant pour but d'étudier la comparabilité des ratios analytiques calculés à partir des comptes nationaux par secteurs institutionnels dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

• **Comparison of household saving ratios: Euro area/United States/Japan**

An OECD "Statistics Brief" by Ross Harvey released in June 2004² summarises some of the results of a "project, jointly sponsored by the European Central Bank (ECB) and the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), to investigate the comparability of analytical ratios derived from national accounts by institutional sector for the euro area, the United States and Japan."

2. Comparison of household saving ratios: Euro area/United States/Japan (en anglais) : <http://www.oecd.org/dataoecd/53/48/32023442.pdf>

2. Comparison of household saving ratios: Euro area/United States/Japan <http://www.oecd.org/dataoecd/53/48/32023442.pdf>

Ce papier s'appuie sur des recherches antérieures³ et nous citons ici les principales conclusions :

«Les taux d'épargne des ménages publiés ne sont pas complètement harmonisés entre les pays [...] cette étude présente pour la première fois des taux d'épargne expérimentaux comparables pour la zone euro, les États-Unis et le Japon. Bien que ces ratios aient connu une baisse durant les années 90 dans les trois zones économiques, la différence entre les ratios de la zone euro (9,6 % en 2002) et ceux des États-Unis (2,4 % en 2002) est importante et a même crû pendant la période. Le taux d'épargne des ménages japonais est proche de celui des ménages français, sauf pour les années 2001 et 2002 (5,2 %).

Une part de cette différence peut s'expliquer par les différences entre les dispositions légales et administratives dans les zones concernées. L'étude analyse, pour trois de ces dispositions, les répercussions possibles sur le taux d'épargne des ménages : 1) le niveau de consommation de services publics par les ménages ; 2) la part du financement des dépenses de l'État par les taxes sur le revenu ou sur la production et les importations (comme la TVA) ; et 3) l'organisation du système de retraites à travers des plans de sécurité sociale ou des fonds de pension privés. Chacun de ces facteurs pourrait être à l'origine des différences entre les taux d'épargne des ménages ; la combinaison de ces trois facteurs augmente même encore les différences entre les trois zones. Un certain nombre d'autres facteurs - tels que les attitudes des ménages face à l'épargne et à la consommation ou leur possession de biens durables - doivent être à l'origine des différences entre les taux d'épargne des ménages dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon.»⁴

This paper builds up on previous research³ and its conclusions are reproduced hereafter:

«Published household saving ratios are not fully harmonised across countries. [...] this study presents, for the first time, experimental comparable saving ratios for the euro area, the United States and Japan. Although the ratios for all three economic areas declined in the course of the 1990s, the difference between the ratios in the euro area (9.6% in 2002) and the United States (2.4% in 2002) is significant and has even risen during that period. Japan has had a household saving ratio close to that of the euro area, except for 2001 and 2002 (5.2%).

Part of this difference could be explained by the differing legal and administrative arrangements in the areas concerned. The study analyses for three of these arrangements the possible effects on the household saving ratio: (1) the level of household consumption of public services; (2) the financing of Government expenditure through income taxes or taxes on production and imports (like VAT); and (3) the organisation of pension arrangements through social security schemes or private pension schemes. Each of these causes could be behind some of the differences in the household saving ratios, but -when taken together- the divergence among the three areas concerned actually increases. A number of other factors, including households' attitudes towards consumption and saving, and their possession of household durables, must be the cause of the differences between household saving ratios for the euro area, the United States and Japan.»

3. En particulier sur Baudchon, Hélène et Valérie Chauvin, "Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain", Revue de l'OFCE N° 68, January 1999. Un autre point de vue, complémentaire, sur le comportement des ménages a été donné dans le «Statistics Working Paper 2003/2 - Household Wealth in the National Accounts of Europe, The United States and Japan» de l'OCDE. Cette recherche conjointe de l'OEE et Pioneer Investments présentée en oct. 2002 à la conférence des experts de comptabilité nationale de l'OCDE adopte un point de vue distinct du focus usuel sur les flux financiers (ici l'épargne) et s'intéresse aux encours - c'est-à-dire au patrimoine financier et non-financier des ménages.

4. Traduction en français par l'OEE.

3 In particular on Baudchon, Hélène and Valérie Chauvin, "Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain", Revue de l'OFCE N° 68, January 1999. Another complementary point of view on households' financial behaviour was provided in OECD's «Statistics Working Paper 2003/2 - Household Wealth in the National Accounts of Europe, The United States and Japan». This working paper produced jointly by OEE and Pioneer Investments and presented at the Oct. 2002 OECD National Accounts Experts Meeting adopts a view that departs from the traditional focus on flows of funds (here on saving) in order to gain insight into stock variables -namely households' financial and non financial assets and liabilities.

Publications

• Les fonds de pension en Asie

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 d'indicateurs globaux sur les pensions. Afin de promouvoir ce projet et d'apporter un soutien méthodologique pour l'organisation substantielle de cette activité, une *Task Force* de l'OCDE sur les statistiques de pension (TFPS) a été créée en 2002.

Dans une première étape, 26 pays ont participé à une collecte de données et ont rempli le questionnaire établi par le groupe de travail de l'OCDE sur les fonds de pension (voir le précédent numéro de «*La lettre de l'OEE*»). Dans une seconde étape, l'OCDE a décidé avec l'aide de l'OEE de généraliser ce travail à une sélection de 11 pays d'Asie.

Dans la plupart de ces pays d'Asie, les fonds de pension ont été créés très récemment. Les enseignements de la collecte statistique diffèrent donc de ceux obtenus pour les pays étudiés précédemment : la majeure partie des membres sont des membres actifs et le poids des fonds de pension dans l'économie est encore faible.

• Pension funds in Asia

The OECD Financial Markets Division, within the Directorate for Financial, Fiscal and Enterprises affairs, initiated in 2002 a statistical project that aims at setting up a database of global pension statistics. In order to support this project and to provide methodological support for the substantive organisation of this activity, the OECD Task Force on Pension Statistics (TFPS) was created in 2002.

In a first stage, 26 countries participated in a data collection exercise and filled the statistical questionnaire related to pensions established by the OECD's Working Party on Private Pension (WPPP) (see previous issue of "La lettre de l'OEE"). In a second step, the OECD decided, with the help of the OEE, to extend data collection to a selection of 11 Asian Countries.

In most Asian countries, pension funds have been created very recently. Findings of the data collection exercise thus differ from results obtained for previously considered countries. Most of pension funds members are active members and the weight of pension funds in the economy is still low.

• Des normes comptables spécifiques aux banques en Europe ?

Une étude du Commissariat Général du Plan daté du 15 juin 2004⁵ présente les difficultés rencontrées par la mise en place des normes comptables internationales qui traitent de la reconnaissance (IAS32) et de la valorisation (IAS39) des instruments financiers.

À long terme, elle amène à s'interroger sur les possibilités de rapprochement entre le standard comptable américain et le nouveau référentiel international de l'IASB, et par conséquent sur les différences de structures entre les marchés financiers européens et américains. La norme IAS39 avait en effet largement repris la norme FAS133, conçue aux États-Unis pour des usages américains. Les objections qu'elle a soulevées illustrent donc des caractéristiques des systèmes financiers européens qui les distinguent de leur homologue d'outre-Atlantique. Le marché de la titrisation et le statut institutionnel des banques apparaissent au centre de ces questions.»

• Specific accounting standards for European Banks?

A paper released by Commissariat Général du Plan on June 15, 2004⁵ focuses on the main difficulties met with implementation of International Accounting Standards relating to the recognition (IAS32) and valuation (IAS39) of financial instruments.

In the run, this leads to raise questions on the possibilities of establishing a connection between American accounting standards and the new IASB international referential and, consequently, on the structural differences between European and American financial markets.

IAS39 had indeed largely taken over the FAS133 standard, which was conceived in the United States for domestic purposes. Objections that were raised by this standard thus stress some of the characteristics of European financial systems which make them different from their American counterparts. The market of securitisation and the institutional status of banks appear at the centre of those issues.»⁶

5. Des normes comptables spécifiques aux banques en Europe ?
Téléchargeable à partir de
<http://www.plan.gouv.fr/publications/>

5. Des normes comptables spécifiques aux banques en Europe ?
Downloadable under <http://www.plan.gouv.fr/publications/>
6. Translation in English by OEE.

• Actions contre produits de taux

«Sur un horizon de long terme, un investissement diversifié en actions est aussi sûr, mais significativement plus rentable qu'un investissement en produits de taux.»⁶ Cinq ans après la publication d'une étude "Actions contre produits de taux" (*Aktie versus Rente*) par le *Deutsches AktienInstitut*, l'étude méritait d'être mise à jour pour tester la thèse de la supériorité des actions à la lumière des développements récents des marchés.

La publication du DAI est basée sur 13 études comparatives des rendements des actions et des produits de taux, qui considèrent des périodes comprises dans l'intervalle de 1900 à 2003. Trois autres études ne portent que sur la performance des actions et remontent plus loin dans le passé (l'une d'elles jusqu'à 1870). Les pays considérés par l'une, au moins, de ces études sont au nombre de 9 (Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni, France, Japon, Suisse, Italie, Australie, Canada et Afrique du Sud).

Le diagnostic en faveur des actions est - conformément aux attentes - moins unilatéral qu'en 1999 : 7 études sur 13 vont dans ce sens. Il convient cependant de noter que les 6 études favorables aux titres de taux considèrent une période qui débute avec la baisse de 1967 à 1983 et s'achève avec la forte baisse de 2002. Sur la période de 1948 à 2003, la probabilité qu'un investissement en actions offre un meilleur rendement qu'un placement en produits de taux croît avec le temps : de 60 % pour un horizon de placement d'un an, elle est montée à 90 % sur 20 ans. Cette probabilité augmente lorsque l'investissement n'est pas entièrement réalisé en une seule fois, mais étalé dans le temps.

• Les critères du bien-être financier

Depuis 2002, le groupe *Principal Financial* publie une étude annuelle globale sur le bien-être financier.⁷ Cette recherche couvre 12 pays : le Brésil, le Chili, la Chine, la France, l'Allemagne, la Grande-Bretagne, Hong Kong, l'Inde, l'Italie, le Japon, le Mexique et les États-Unis et s'appuie sur des interviews menées par *Harris Interactive* aux États-Unis et par *NOP World* dans les autres pays.

• Equities versus fixed income

«On a long-term horizon, a diversified equity investment is as secure, but yields significantly more return than an investment in fixed income products.»⁷ Five years after the release by the *Deutsches AktienInstitut* of a research entitled «*Equities versus fixed income*» («*Aktie versus Rente*»), the study needed an update in order to test the stated superiority of equities in the light of recent market developments.

The DAI publication bases on 13 comparative studies of equity and fixed income returns, which consider time frames included in the 1900-2003 period. 3 other studies dealt exclusively with the performance of equity investments and extend to previous dates (one of them as far back as 1870). Nine countries are considered by at least one of these studies (namely Germany, the United States, the United Kingdom, France, Japan, Switzerland, Italy, Australia, Canada and South Africa).

As expected, the diagnosis in favour of equities is less unilateral than in 1999: 7 studies out of 13 draw such conclusions. It remains however to be noted that the 6 studies favourable to fixed income securities consider time frames starting with the 1967 to 1983 market decline and end with the marked downturn of 2002. Considering the period from 1948 to 2003, the probability of an investment in equities to yield a better return than fixed income products increases with the investment's horizon: of 60% for a one-year horizon, it reaches 90% on a 20-year horizon. This probability rises when the investment is not all performed at once but spread over time.

• The criteria of financial well-being

Since 2002, The *Principal Financial Group* conducts a yearly research: "The *Principal Global Financial Well-Being Study*".⁸ It covers 12 countries: Brazil, Chile, China, France, Germany, Great Britain, Hong Kong, India, Italy, Japan, Mexico and the United States and is based on interviews conducted by *NOP World* for each country except the United States, where *Harris Interactive* captured results.

6. *Aktie versus Rente* Téléchargeable à partir de <http://www.plan.gouv.fr/publications>

7. «*The Principal Global Financial Well-Being Study*», étude téléchargeable sous :

<http://www.principal.com/wellbeing/global/2004/2004gwbi.pdf>

7. *Aktie versus Rente* Downloadable under <http://www.plan.gouv.fr/publications/>

8. The *Principal Global Financial Well-Being Study*, research downloadable from:

<http://www.principal.com/wellbeing/global/2004/2004gwbi>

Publications

Dans la plupart des pays, l'enquête 2004 fait ressortir un pessimisme profondément ancré à propos des perspectives de retraite. De plus, bien que la plupart des sondés reconnaisse qu'il est très important de se constituer une retraite par capitalisation, seulement une faible part de ceux-ci a commencé à le faire. Malgré la prise de conscience progressive et les efforts des gouvernements pour trouver des solutions en cette matière, la majorité des personnes dans le monde demeure très mal préparée et ce notamment à cause d'une mauvaise connaissance des questions de retraite.

Ces dernières années, les tentatives avortées de réforme des systèmes de retraite en Europe ont laissé des séquelles. Plus que dans les autres pays, les sondés sont satisfaits de leur situation financière, mais plus de 60 % d'entre eux sont très inquiets à propos de leur avenir financier de long terme. La France est le pays dans lequel le plus de personnes pensent que leur niveau de vie à la retraite sera moins bon que leur niveau de vie actuel et cette proportion a augmenté entre 2003 et 2004.

2004 survey results show a deep-seated pessimism about retirement prospects in almost every country. Moreover, although most people recognize that putting money aside for retirement is increasingly important, a surprisingly small number have done anything about it. In spite of the growing awareness of the problem among governments and their efforts to find solutions, people worldwide remain woefully ill-prepared mainly because of a fundamental deficit in retirement education.

In Europe, the failed efforts of the past few years to reform the increasingly problematic retirement systems have left their marks. More than in other countries, Europeans are happy about their current financial well-being, but generally more than 60% of the surveyed felt very concerned about their long-term financial future. France is the country in which most people think that their standard of living in retirement will be worse than it is now and this proportion increased from 2003 to 2004.

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

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

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

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

www.oee.fr

