

Livret A : la sécurité a un prix

Hervé Péléraux

La sécurité, une préoccupation majeure pour l'épargnant français

La crise des *subprime*, révélée à l'été 2007, a fait surgir le spectre d'une déstabilisation à grande échelle des systèmes financiers. Une fois la crise déclarée, la recherche de la sécurité est devenue la préoccupation majeure des détenteurs de liquidités. La chute des rendements des obligations d'État, pour les pays jugés sûrs par les marchés, est bien le symptôme de cette appétence pour les placements non risqués quand dans le même temps l'instabilité des bourses augmentait le coût, en termes de risque, de possibilités d'arbitrage vers les investissements dynamiques.

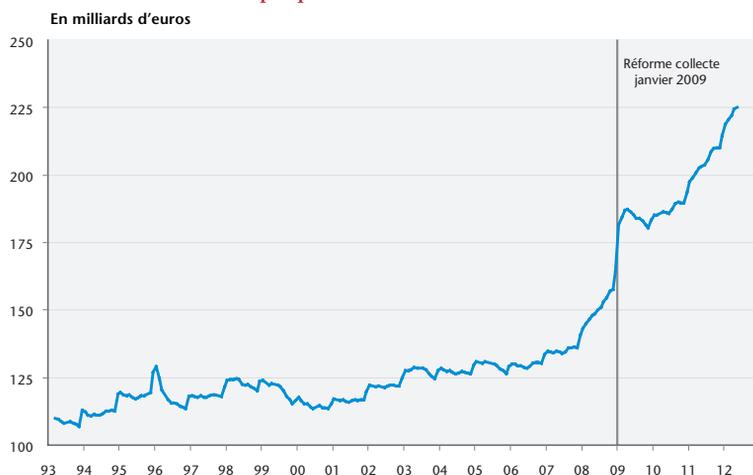
Le comportement d'épargne des ménages français peut aussi être interprété au travers de cette grille de lecture. La prise de conscience par l'opinion que les faillites bancaires ne sont plus une vue de l'esprit, la désaffection pour le placement boursier et les hésitations du marché immobilier ont redonné un nouveau souffle aux placements sans risque au travers de l'épargne réglementée.

L'épargne réglementée propose des produits avec avantage fiscal dont le taux d'intérêt est fixé par l'État. Le dispositif emblématique de cette offre d'épargne est le Livret A qui, complètement défiscalisé et exonéré de prélèvements sociaux, offre une liquidité totale et est de plus garanti par l'État. D'autres dispositifs sont aussi accessibles aux épargnants, comme le plan épargne-logement et le compte épargne-logement qui permettent de financer un investissement immobilier après constitution d'une épargne préalable, les livrets de développement durable et des livrets d'épargne populaire.

Dans un environnement économique particulièrement instable depuis cinq ans les ménages français ont augmenté leur épargne et l'ont massivement orientée vers les produits réglementés. L'encours détenu par les ménages dans le Livret A a bondi de plus de 70 % entre novembre 2007 et avril 2012, soit un rythme moyen de 12 % l'an sur la période, contre 1,5 % l'an entre mars 1993 et novembre 2007. Il s'agit bien d'une évolution hors norme sur les 20 dernières années (graphique 1).

Elle a été renforcée par la généralisation, au 1^{er} janvier 2009, de la distribution du Livret A à toutes les banques, instituée par la Loi de Modernisation de l'Économie du 4 août 2008. Auparavant en effet, la distribution du Livret A était l'exclusivité du réseau des Caisses d'Épargne, de la Banque Postale et du Crédit Mutuel. Ces nouvelles dispositions ont eu un effet instantané sur la collecte, avec une hausse historique de l'encours de 10 % en janvier 2009. Mais l'invocation de ces nouvelles dispositions est loin d'épuiser les raisons du succès du Livret A dont les encours ont commencé à s'élever au-delà de leur précédent historique à partir de décembre 2007, et qui, après un palier entre avril 2009 et novembre 2010, ont repris leur progression vers de nouveaux records.

Graphique 1. Encours de Livret A*



* : incluant les intérêts capitalisés.

Source : Banque de France.

Cet engouement pour le Livret A résulte de deux effets. D'abord une montée de l'épargne financière qui peut s'expliquer par l'inquiétude suscitée par la crise et le chômage. Le taux d'épargne financière a ainsi gagné plus deux points depuis son point bas de la précédente décennie en 2006, ce qui, à structure de placements inchangée, est favorable à toutes les formules de placement, y compris le Livret A. Ensuite, le Livret A a profité d'un effet de recomposition de l'épargne en faveur de la liquidité – que ne propose pas l'assurance-vie – et de la garantie en capital – qui n'est pas accessible au travers des placements boursiers. Ainsi, la part du Livret A dans l'ensemble des flux de placements s'est élevée de 15 points entre 2006 et 2011, pour atteindre près de 20 %, au détriment de l'assurance-vie, qui représente désormais moins d'un tiers du total (contre 65 % en 2006), et des autres formes de détention d'épargne, 60 % en 2011 contre 73,5 % en 2006.

Tableau. Flux de placements et taux d'épargne financière

En %

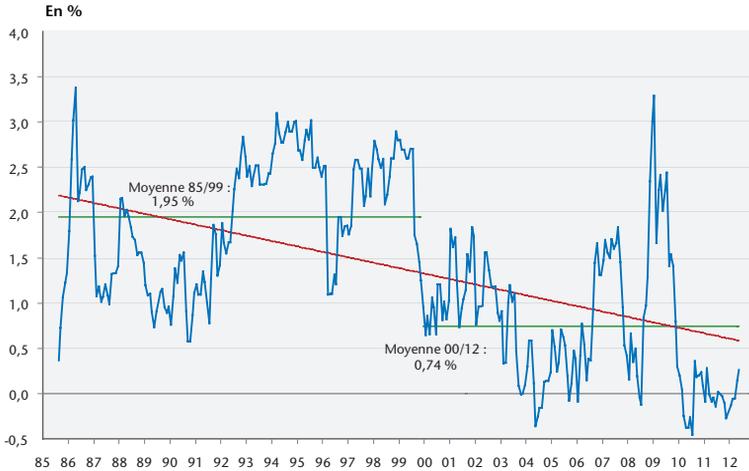
Part dans le total des placements	Livret A	Assurance vie	Autres	Taux d'épargne financière
2001	3,9	52,0	77,7	6,7
2006	3,5	65,3	73,5	5,0
2011	18,8	29,4	60,3	7,1

Sources : Banque de France, INSEE.

Des arbitrages favorables au Livret A malgré la baisse de son rendement réel

Cette appétence pour le Livret A s'est pourtant affirmée dans un contexte de baisse de son rendement réel (graphique 2). Les fluctuations du taux réel peuvent être marquées, comme de 2007 à 2009, mais ce sont les soubresauts de l'inflation qui en sont à l'origine, le processus normal de révision du taux nominal n'intervenant normalement que deux fois par an (encadré 1). Considéré en moyenne, ce qui annule sa volatilité, le taux réel du Livret A est de 0,75 % depuis douze ans, alors qu'il avoisinait 2 % sur les quinze années précédentes.

Graphique 2. Taux d'intérêt réel sur le Livret A



Sources : Banque de France, INSEE, calculs OFCE.

Dans ce contexte nettement moins favorable à la rentabilité réelle, l'attractivité du Livret A tient, pour certains épargnants, à l'affichage du taux d'intérêt nominal qui fait répondre positivement leurs flux de placement dans ce produit en cas d'augmentation du taux (graphique 3). Ainsi, l'accélération de l'encours de Livret A à partir de 2007 paraît avoir été impulsée par la réévaluation du taux nominal, indexé sur l'inflation aux termes de la loi, sous l'effet de la forte hausse du prix de l'énergie liée à la montée du prix du pétrole (voir encadré). L'effondrement du prix du brut dans la seconde moitié de 2008 a entraîné un reflux de l'inflation en France durant la récession de 2008 / 2009, ce qui justifiait une décreue du taux nominal, retour en arrière auquel les ménages ont été apparemment sensibles en interrompant le flux de leur apport au Livret A. Dans le même ordre d'idée, la remontée du taux nominal à partir de 2010 peut expliquer la reprise de la croissance de l'encours¹.

1. C'est ce que constate aussi l'Observatoire de l'épargne réglementée dans son dernier rapport annuel concernant l'exercice 2011.

Encadré 1 : La détermination des taux d'intérêt de l'épargne réglementée

Le taux des livrets d'épargne réglementée est proposé au ministre de l'Economie et des finances par le gouverneur de la Banque de France. Il ne s'agit que d'une recommandation, et le Ministre garde la possibilité de ne pas la suivre. Le calcul sur lequel s'appuie cette proposition est effectué les 15 janvier et 15 juillet de chaque année sur la base des informations disponibles au 15 du mois précédent, et, si modification il y a, le nouveau taux entre en vigueur au premier jour du mois suivant le calcul. Toutefois, au 15 avril et au 15 octobre, le gouverneur de la Banque de France peut proposer au gouvernement de réviser ce taux au 1^{er} mai ou au 1^{er} novembre, s'il l'estime nécessaire au vu de la variation de ses déterminants. Le gouvernement examine alors l'opportunité de prendre en compte cet avis, pour modifier ou non le taux réglementé, et si oui dans quelle mesure. En théorie, le taux du Livret A est donc susceptible d'être modifié tous les trois mois. Le gouverneur de la Banque de France peut aussi faire une recommandation qui déroge à la règle de calcul, comme ce fut le cas en janvier 2012.

La formule de calcul du taux nominal inclut l'inflation (arrondie à la première décimale), pour garantir au minimum le pouvoir d'achat de l'épargne (le taux réel), ainsi que les taux en vigueur sur le marché interbancaire, l'EURIBOR à trois mois et l'EONIA² (arrondis à la deuxième décimale), soit :

$$\text{TAUX} = \text{MAX} \left\{ \begin{array}{l} \text{[Moyenne(EURIBOR+EONIA) + IPC] / 2} \\ \text{Inflation} + 0,25 \end{array} \right.$$

Le résultat du calcul précédent est arrondi au quart de point le plus proche. Une limite est posée à la fixation du taux résultant de la formule précédente : sa variation entre deux périodes successives ne peut excéder 1,5 point à la hausse ou à la baisse.

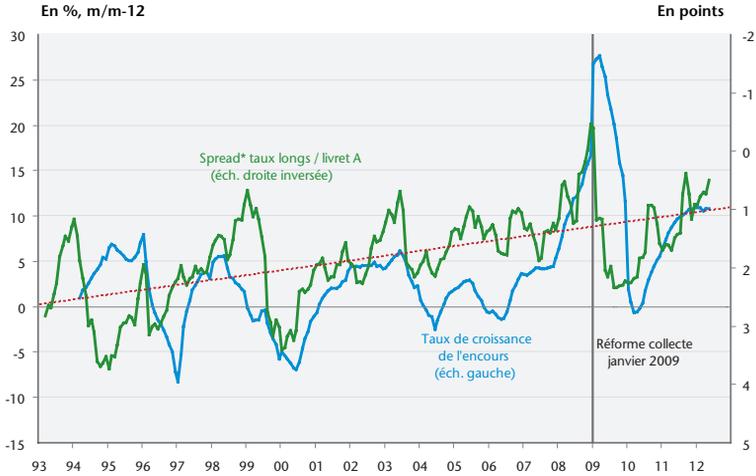
Pour les ménages qui orientent leur épargne en effectuant des arbitrages, l'intérêt du Livret A par rapport aux obligations d'État à 10 ans croît tendanciellement depuis 20 ans si on lisse l'écart de rémunération, lui aussi très volatile, entre les deux produits (graphique 3). En prenant aussi en considération l'instabilité des bourses depuis 5 ans qui accroît significativement les risques de perte en capital pour l'investisseur, le Livret A apparaît comme un îlot de sécurité et de liquidité, au rendement défiscalisé, ce qui joue en défaveur des autres produits d'épargne.

Un rendement réel nul depuis deux ans

Le taux réel est, à l'heure actuelle, au plus bas de ces trente dernières années, et nul en moyenne depuis deux ans (graphique 2). Il est vrai que la recherche de la sécurité et de la liquidité par les ménages prend le pas sur la rémunération dans les motivations des épargnants, et que les autres formules de placement n'offrent pas les mêmes avantages. Il n'est dès lors nul besoin de proposer des taux attractifs pour drainer l'épargne vers un produit qui s'alimente de manière autonome. La stabilité du taux en février 2012, qui aurait dû être revalorisé au vu du regain d'inflation lié à l'énergie, n'a d'ailleurs semble-t-il pas interrompu les flux alimentant le Livret A, avec une hausse annuelle de l'encours à la mi-2012 toujours supérieure à 10 %.

2. EURIBOR est la contraction de *Euro Interbank Offered Rate*. C'est un taux, déterminé sur le marché interbancaire, auquel les banques de la zone euro prêtent ou empruntent leurs liquidités. EONIA est la contraction de *Euro Overnight Index Average*. Ce taux, calculé par la Banque centrale européenne, représente le taux moyen des transactions de prêts effectuées au jour le jour entre les banques.

Graphique 3. Spread* de taux et taux de croissance de l'encours de Livret A



* écart entre le rendement des obligations d'État à 10 ans et le taux du Livret A, représenté en échelle inversée. Une augmentation de la courbe traduit un avantage relatif du Livret A sur les obligations d'État.
Sources : Banque de France, calculs OFCE.

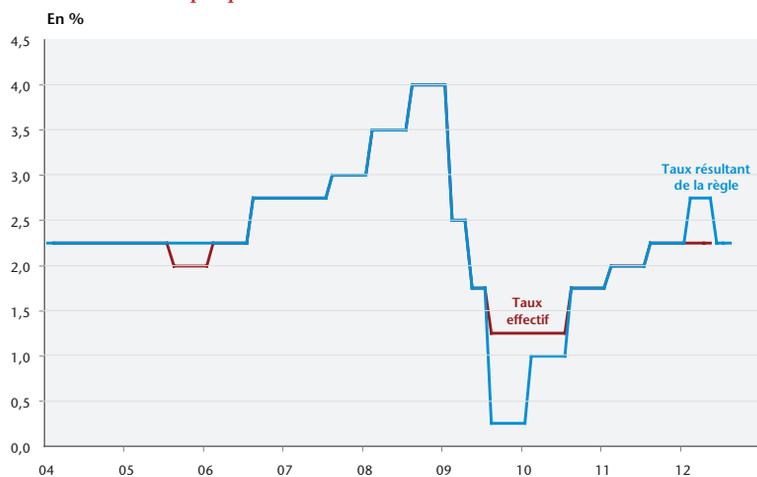
Compte tenu du regain d'inflation à la fin 2011, le Gouverneur de la Banque de France aurait dû en effet proposer au gouvernement une revalorisation du taux du Livret A à 2,75 % au premier février 2012 en application stricte de la règle (graphique 4). Or ce dernier peut « déroger à l'application de la formule en cas de circonstances exceptionnelles », selon les textes. Ici, la poussée d'inflation, jugée temporaire car liée à la hausse du prix du pétrole, avait valeur de circonstance exceptionnelle : indexer la rémunération du Livret A sur les fluctuations transitoires de l'indice des prix aurait donné une volatilité excessive au taux puisqu'il aurait fallu revenir en arrière six mois plus tard. C'est bien ce qui s'est produit, puisque selon l'application de la règle au 15 juillet 2012, le gouverneur doit proposer au ministre de l'Économie et des Finances un taux à 2,25 %, inchangé par rapport à celui qui prévalait auparavant. Mais dans l'intervalle, si l'on prend en compte l'ensemble des produits d'épargne³ dont la rémunération est directement liée au taux du Livret A, le manque à gagner pour les épargnants français s'élève d'ores et déjà à 610 millions d'euros entre février et mai 2012, et pourrait avoisiner 1 milliard sur la période des six mois durant laquelle les taux auront été sous-évalués.

3. Le taux du Livret A sert directement de référence pour la fixation de la rémunération de plusieurs autres produits d'épargne réglementée :

- le taux du Livret d'Épargne Populaire (LEP) est celui du Livret A augmenté d'un demi point,
- le taux du Livret d'Épargne Entreprise (LEE) est égal à 3/4 du taux du Livret A, arrondi au 1/4 de point inférieur,
- le taux du Compte Épargne Logement (CEL) est égal à 2/3 du taux de Livret A, arrondi au 1/4 de point le plus proche,
- le taux du Livret de Développement Durable (LDD, ex-CODEVI) est égal à celui du Livret A.

Ici clairement, la dérogation à la règle a joué en défaveur de l'épargnant, mais en contrepartie, les bénéficiaires de l'affectation des fonds issus du Livret A sous forme de prêts au logement social ou à la politique de la ville ont pu profiter de meilleures conditions d'emprunt. Les dérogations à la règle n'ont cependant pas toujours pénalisé l'épargnant. Dans la seconde moitié de 2009, alors que l'effondrement de l'inflation aurait justifié un recul de 1,5 point pour ramener le taux à 0,25 %, le taux finalement appliqué n'a été abaissé que de 0,5 point, pour s'établir à 1,25 %. C'est ainsi 2 milliards d'euros supplémentaires qui ont été redistribués aux ménages.

Graphique 4. Taux d'intérêt nominal du Livret A



Source : Banque de France.