

# Le livret A : retour sur l'évolution d'un produit d'épargne traditionnel

*Le livret A est un produit d'épargne traditionnel. Son ancienneté (sa création remonte au début du dix-neuvième siècle) et le caractère réglementé, tant de sa rémunération que de sa distribution, lui confèrent des caractéristiques spécifiques, initialement associées à un système financier français cloisonné et encadré, que les réformes des deux dernières décennies ont fait en grande partie disparaître. Pour autant, ce livret continue d'être attractif pour les ménages : c'est en effet le produit financier le plus largement diffusé dans le pays et sa part, au sein des placements monétaires des agents économiques français, demeure très significative. De surcroît, après une phase de déclin, dans un contexte d'élargissement de l'offre d'instruments de placement accessibles aux ménages, les encours ont repris leur progression depuis environ deux ans. Au total, au terme de deux décennies d'innovations financières, le livret A continue d'occuper une place importante dans les placements monétaires des ménages et dans le financement du logement social. Dans ce contexte, une mission sur la gestion des fonds d'épargne, lancée à l'initiative du ministre de l'Économie des Finances et de l'Industrie, a récemment publié un rapport qui propose, entre autres, une réforme des modalités de fixation du taux du livret A <sup>1</sup>.*

Daniel GABRIELLI

Frédéric WILHELM

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

---

<sup>1</sup> Rapport sur l'équilibre des fonds d'épargne de Philippe Nasse et Christian Noyer remis au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie le 29 janvier 2003.

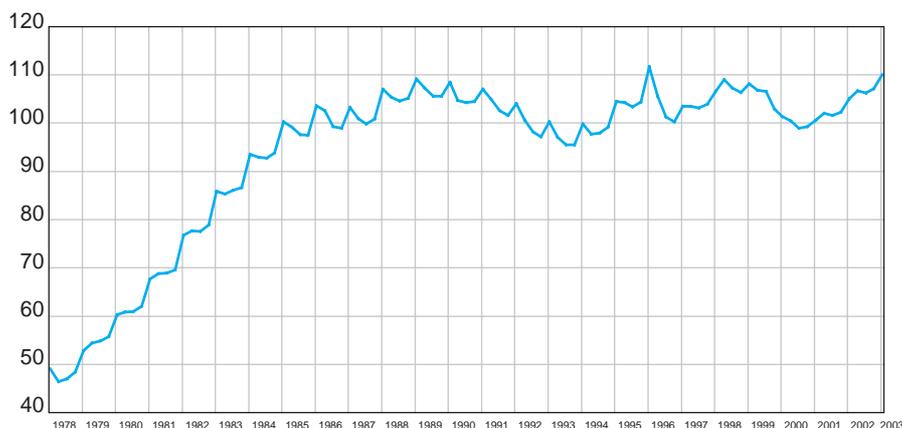
## 1. Le livret A depuis 1977 : des fluctuations importantes mais une faveur du public jamais démentie

### 1.1. Retour sur les évolutions du livret A

L'expansion du livret A s'est opérée, jusqu'au milieu des années quatre-vingt, à un rythme soutenu, en ligne avec la progression des agrégats M2 et M3 et le climat fortement inflationniste qui prévalait alors. Un changement de tendance est ensuite intervenu, le livret A croissant moins rapidement que les autres actifs monétaires ou même traversant des phases de recul marqué. Ces évolutions sont intervenues dans un contexte où son taux de rémunération n'a pas varié comme les taux monétaires et, surtout, où les instruments de placement à court terme destinés aux ménages se sont fortement diversifiés. Depuis deux ans, en revanche, son encours s'inscrit en progression assez sensible, illustrant la capacité toujours forte de ce produit d'épargne traditionnel à retenir l'attention des ménages.

#### Encours du livret A

(en milliards d'euros)



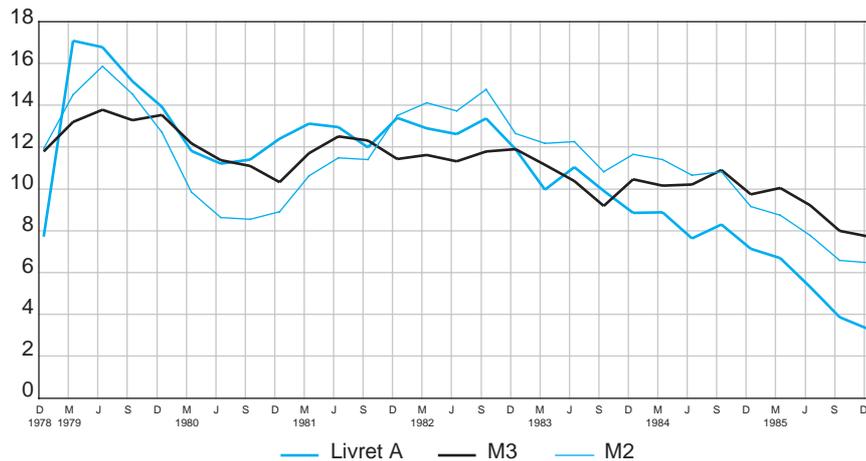
Depuis la fin des années soixante-dix, quatre phases principales peuvent être identifiées dans l'évolution de l'encours du livret A <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Le choix systématique de périodes échéant fin décembre est lié au fait que les intérêts capitalisés du livret sont versés en fin d'année, ce qui donne un profil heurté à l'évolution de l'encours, en forte hausse en décembre.

*Jusqu'au milieu des années 80, une croissance soutenue dans un contexte de fortes évolutions nominales*

**Agrégats M3 et M2 et livret A**

(en glissement annuel)

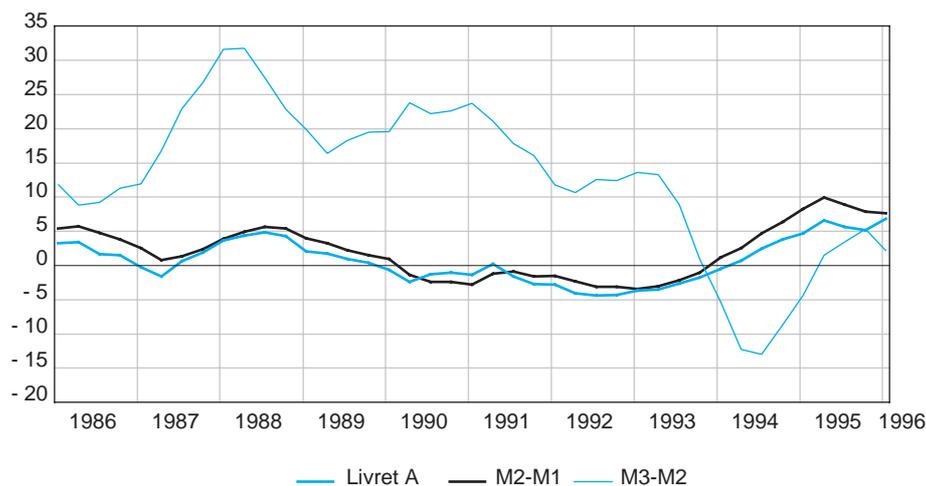


Entre décembre 1977 et décembre 1985, le livret A augmente à un rythme très soutenu. Cette vigueur reflète un contexte macroéconomique marqué par des évolutions nominales très fortes : le rythme de croissance annuel moyen du livret A avoisine les 10 % au cours de la période, à l'instar de celui des agrégats monétaires M2 et M3 et des prix à la consommation.

*Entre décembre 1985 et 1995,  
un déclin du livret A est le corollaire de l'essor des OPCVM monétaires*

### Évolutions monétaires

(en glissement annuel)



Entre décembre 1985 et décembre 1988, la progression du livret A marque un très sensible ralentissement (le taux de croissance annuel moyen sur la période est de 1,8 %), dans un contexte de forte modération de l'inflation qui se situe désormais en deçà de 3 %, en moyenne annuelle. Contrairement à la période précédente, l'encours du livret A n'évolue plus en ligne avec les agrégats M2 et M3 dont les rythmes moyens de progression annuelle s'établissent désormais, respectivement, à 4,1 % et 8,7 %. Ce découplage marque bien une certaine désaffection du public. Celui-ci s'oriente désormais prioritairement vers d'autres produits, rémunérés à des conditions proches de celles du marché monétaire et de degré de liquidité équivalent (les OPCVM monétaires, notamment, qui connaissent un grand essor), et, dans une moindre mesure, vers les produits d'épargne réglementés nouvellement créés (livrets d'épargne populaire à partir de 1982 et Codevi en 1983) ainsi que les livrets d'épargne non réglementés.

Cette tendance tend à s'affirmer par la suite. Ainsi, au début des années quatre-vingt-dix, les retraits l'emportent sur le cumul des nouveaux versements et de la capitalisation des intérêts. L'encours recule ainsi à un rythme annuel moyen de 1,8 % entre décembre 1988 et décembre 1993. La désaffection marquée du public s'explique par la forte augmentation des rendements des produits concurrents. Celle-ci rend les OPCVM monétaires beaucoup plus attractifs que le livret A dont le taux de rémunération demeure fixé à 4,5 % : l'écart avec le TIOP trois mois s'établit en moyenne au cours de la période à 515 points de base.

En fin de période, l'encours du livret A croît de nouveau et à un rythme plus soutenu que M3 (ainsi entre décembre 1993 et décembre 1995, il progresse à un rythme annuel moyen de 5,8 % contre 3 % pour M3). Le reflux relatif que subissent les produits liquides contenus dans M3-M2, rémunérés aux taux d'intérêt à court terme (« taux monétaires ») s'explique alors par deux développements :

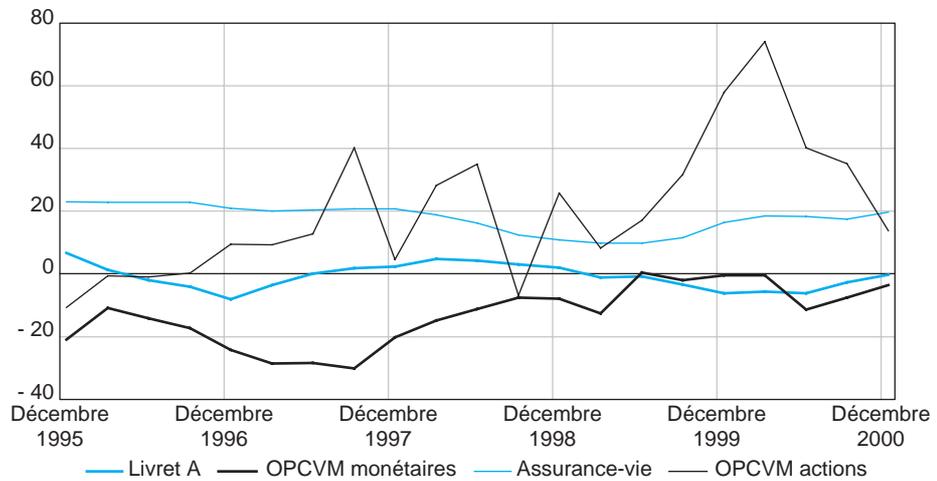
- la fin de l'inversion de la courbe des rendements, qui prévalait depuis le début de la décennie, rend les placements à court terme moins attractifs, alors même que l'offre d'instruments d'épargne s'est élargie (emprunt « Balladur » notamment) ;
- un durcissement relatif du régime fiscal des OPCVM monétaires <sup>3</sup>.

Ce contexte est favorable au livret A, dont la rémunération est demeurée fixée à 4,5 % de sorte que l'écart avec le TIOP trois mois revient à environ 170 points de base contre plus de 500 points au cours de la période précédente.

**Entre décembre 1995 et 2000, le livret A enregistre un nouveau repli**

**Placements des ménages**

(en glissement annuel)



<sup>3</sup> Le seuil en deçà duquel les plus-values ne sont pas imposées au titre de l'impôt sur le revenu est alors diminué de moitié pour les OPCVM de capitalisation, passant de 325 800 francs en 1992 à 166 000 francs en 1993.

Après un bref rebond au milieu de la décennie quatre-vingt-dix, une nouvelle phase de décollecte s'ouvre pour le livret A. Ainsi, entre décembre 1995 et décembre 2000, son encours baisse, en moyenne annuelle, d'environ 2 %.

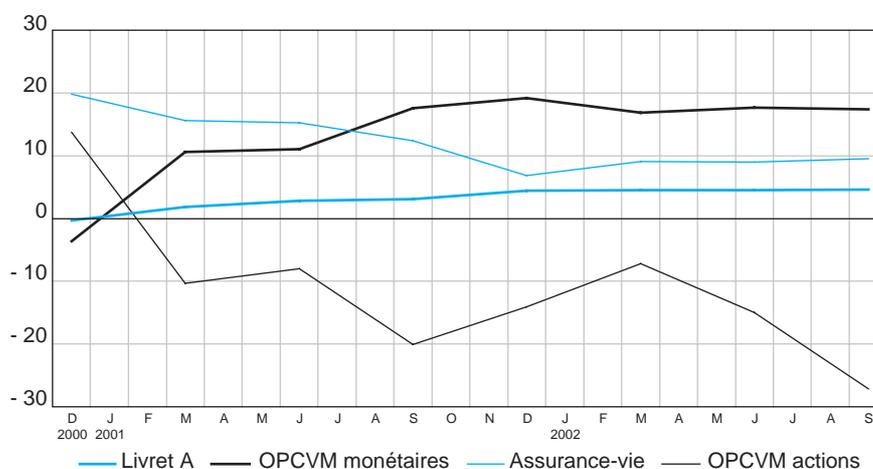
Ce repli s'inscrit dans un contexte marqué par le tassement des rythmes de progression des placements monétaires<sup>4</sup> des ménages (croissance annuelle moyenne de 1,6 % au cours de la période), alors que leurs placements non monétaires sous forme d'épargne contractuelle ou de souscriptions de titres d'OPCVM non monétaires enregistrent des rythmes de progression très soutenus (16,6 % en moyenne annuelle). Ces évolutions sont à relier aux différents facteurs stimulant les placements à long terme : incitations fiscales en faveur de l'assurance-vie, remontée des rendements à long terme et, plus généralement, accentuation de la pente de la courbe des taux, forte valorisation des cours boursiers, amélioration du marché du travail favorisant la réduction de l'épargne liquide de précaution. Enfin, la montée d'incertitudes concernant le financement des retraites incite à la constitution d'une épargne de précaution à plus long terme.

La baisse du taux de rémunération du livret A de 4,5 % à 3,5 % puis à 3 % a, sans doute, également pesé sur cette évolution, même si celle-ci s'est inscrite dans un mouvement d'ensemble de baisse des taux d'intérêt des livrets d'épargne, réglementés ou non, et de décrue, plus marquée encore, des taux monétaires (environ 52 points de base pour l'écart moyen entre le TIOP trois mois et le taux d'intérêt du livret A, contre 170 points de base durant la période précédente).

*Entre décembre 2000 et 2002, l'encours a de nouveau augmenté avec l'accroissement de la préférence pour la liquidité lié à la montée des incertitudes financières*

### Placements des ménages

(en glissement annuel)



<sup>4</sup> Par placements monétaires, on entend l'ensemble des dépôts dans les IFM inclus dans la contribution française à M3 (dépôts à vue, comptes sur livrets, comptes à terme et titres de créances émis par les IFM d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, pensions et parts d'OPCVM monétaires).

Entre décembre 2000 et fin 2002, le livret A renoue avec une tendance haussière, progressant de 4,2 % en moyenne annuelle. Cette phase se caractérise par un accroissement marqué de la préférence pour la liquidité des agents, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt de marché et de montée des incertitudes sur les perspectives macroéconomiques et de forte correction boursière : les actifs liquides, comme les OPCVM monétaires ou les comptes sur livret, enregistrent des rythmes de progression rapides, tandis que les actifs plus risqués (OPCVM actions, par exemple) reculent. Au total, les placements monétaires des ménages progressent à un rythme annuel de 8,2 % en moyenne entre la fin 2000 et la fin 2002 tandis que leurs placements non monétaires s'inscrivent en nette baisse (- 3 % en moyenne sur la période).

## 1.2. Le livret A continue d'avoir la faveur du public

En dépit de l'élargissement de la gamme des produits d'épargne intervenu au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, le livret A constitue le produit le plus largement diffusé en France. Il représente toujours une part très significative des avoirs monétaires français et son déclin, à l'œuvre durant l'essentiel de la décennie quatre-vingt-dix, a récemment eu tendance à s'enrayer.

### *Une part encore tout à fait significative des avoirs monétaires gérés par les institutions financières et monétaires (IFM) françaises*

Le livret A continue d'occuper une place importante en France au sein des placements liquides. Son encours s'élève à environ 110 milliards d'euros en décembre 2002, soit de l'ordre de 35 % du montant total des comptes sur livret et près de 45 % des OPCVM monétaires. Il représente ainsi environ un cinquième des avoirs monétaires des ménages.

Le tableau ci-après récapitule pour la France et la zone euro dans son ensemble quelques données relatives aux agrégats monétaires, qui permettent d'illustrer et de souligner l'importance du livret A :

#### Parts de l'encours du livret A au 31 décembre 2002

Agrégats monétaires en France et dans la zone euro	France	Zone euro
M3	9,5 % (a)	1,9 %
M2 – M1	28,4 % (b)	4,2 %

- (a) La mesure de l'agrégat M3 est devenue largement conventionnelle pour chacun des pays appartenant à la zone euro, en raison de la circulation des billets entre les états-membres et des nouvelles règles comptables concernant leur recensement. Il s'agit donc ici des engagements monétaires des IFM résidant en France à l'égard des agents non financiers résidant dans la zone euro.
- (b) Il s'agit du total des comptes sur livret et des dépôts à terme d'une durée inférieure à deux ans.

### *Un produit très largement diffusé*

Avec environ 47 millions de comptes, et donc de détenteurs, le livret A est de loin le produit d'épargne le plus répandu en France. Cette diffusion sans équivalent s'explique notamment par les éléments suivants :

- il s'agit du produit d'épargne le plus ancien et le plus connu dans le pays. Sa création remonte à 1818 et sa diffusion progressive s'est opérée dès le dix-neuvième siècle, en particulier sous l'effet de l'extension, en 1876, de sa distribution aux guichets de la Poste ;
- le livret A, comme le livret bleu, est un produit très liquide et dont la rémunération est défiscalisée.

### *Un caractère « populaire » qui doit être nuancé*

À la très large diffusion du livret A correspond une répartition inégale des encours. Ceux-ci sont en effet concentrés sur les tranches d'encours de dépôt les plus élevées comme le montrent les dernières données disponibles (mars 2003) concernant les fonds centralisés à la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

### **Répartition du livret A par tranches de dépôts au 31 décembre 1998**

(Nombre total de comptes en millions, montants en millions d'euros, parts en %)

	Nombre de comptes		Encours		Avoir moyen
	Total	Parts	Montants	Parts	Montants
< 152 euros	26,1	55,5	739	0,7	28,3
152 à 1 525 euros	9,1	19,3	5 189	4,9	572,6
1 525 à 7 622 euros	6,2	13,2	23 756	22,3	3 816,8
7 622 à 10 671 euros	1,5	3,2	13 419	12,6	9 019,2
10 671 à 15 245 euros	1,8	3,8	23 780	22,3	13 149,0
15 245 euros et plus	2,3	4,9	39 773	37,3	17 227,9
Total	47,0	100,0	106 656	100,0	2 270,0

NB : Derniers chiffres disponibles

Source : Caisse des dépôts et consignations

La rémunération relativement attractive de ce produit, au regard des conditions de marché, profite ainsi principalement à une faible proportion de détenteurs, titulaires des livrets les mieux remplis et non aux souscripteurs les plus modestes. En fait, pour une proportion importante de détenteurs modestes, le livret A fait office de compte à vue, voire de « porte-monnaie » : plus de la moitié des livrets ont un solde inférieur à 150 euros. Pour ces détenteurs, la rémunération du livret A joue donc un faible rôle.

Pour le placement de leur épargne, les ménages les plus modestes se sont assez massivement portés sur les livrets d'épargne populaire (LEP) qui offrent un taux de rémunération plus attractif (4,25 % en mars 2003) : créés au milieu des années quatre-vingt, leur encours s'élève désormais à près de 50 milliards d'euros, soit près de la moitié de celui du livret A.

## 2. Un rôle-clé de transformation dans le financement du logement social et de la politique de la ville

Le livret A continue de jouer un rôle important dans le financement du logement social : d'une part, il représente environ la moitié des fonds d'épargne centralisés à la CDC et recyclés dans ce financement spécifique ; d'autre part, son taux sert de référence pour l'indexation de la quasi-totalité des prêts aux organismes HLM<sup>5</sup> et a de ce fait un impact important sur le coût du financement du logement social.

### 2.1. Le mécanisme de financement du logement social et de la politique de la ville

#### *Une transformation de grande ampleur*

La CDC gère les fonds d'épargne collectés par des réseaux divers (livrets A et bleus, livrets d'épargne populaire, Codevi, livrets jeunes, etc...) en vue du financement d'investissements d'intérêt général : le logement social, principalement, et la politique de la ville.

#### **Bilan de l'activité de gestion des fonds d'épargne à fin décembre 2001**

(Montants en milliards d'euros, parts en %)

	Actif			Passif	
	Montants	Parts		Montants	Parts
Prêt habitat-ville	92	41,8	Fonds d'épargne centralisés	199	90,5
Prêts divers	18	8,2	<i>Dont :</i>		
Portefeuille	107	48,6	<i>Livret A</i>	106	48,2
			<i>Livret d'épargne populaire</i>	40	18,2
Autres	3	1,2	<i>Épargne logement</i>	24	10,9
			<i>Livret bleu</i>	14	6,4
			Fonds propres	11	5,0
			Autres	10	4,5
Total	220	100,0	Total	220	100,0

*NB : Pour des raisons juridiques, la gestion des fonds d'épargne centralisés à la CDC est retracée dans des comptes séparés. Il s'agit des bilans afférents aux livrets A collectés par les caisses d'épargne et de prévoyance (CEP), aux fonds de réserve et de garantie des CEP, aux livrets A et B collectés par la caisse nationale d'épargne (CNE), aux fonds de réserves et de garantie de la CNE, aux livrets d'épargne populaire (LEP), aux fonds de réserve du LEP, aux livrets jeunes, aux fonds de réserve du livret jeunes, aux Codevi, aux fonds d'épargne-logement ainsi qu'à des fonds spécifiques.*

*Source : Caisse des dépôts et consignations*

L'encours des prêts « habitat-ville » s'élevait donc à près de 92 milliards d'euros à fin 2001. Ces prêts principalement destinés aux organismes HLM (sociétés anonymes HLM et offices publics) qui bénéficient de plus de 80 % de ces concours. Avec le développement des financements en faveur de la politique de la ville et du renouvellement urbain, le poids des collectivités locales s'est fortement accru même s'il demeure encore faible (moins de 5 %).

<sup>5</sup> Habitations à loyer modéré

Toutefois, si les encours sont importants, les opérations nouvelles ont eu tendance à décliner au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Ainsi, les flux de financement « habitat-ville », adossés sur ces fonds, sont sensiblement inférieurs en 2001 et 2002 à ceux du début des années quatre-vingt-dix. Cette évolution d'ensemble a recouvert les mouvements suivants :

- le financement de la construction de logements locatifs sociaux s'est contracté en 2001 pour la sixième année consécutive. Cette évolution est d'abord à relier à des conditions de prêts, indexées sur le taux du livret A, peu attractives au regard de celles proposées par la concurrence bancaire, compte tenu du bas niveau des taux de marché. En second lieu, cette situation tient également à certains obstacles apparus ces dernières années (renchérissement du prix des terrains, augmentation des coûts de construction) ;
- à l'inverse, les opérations de financement en faveur de la politique de la ville et du renouvellement urbain ont enregistré une vive progression.

Les fonds qui ne sont pas employés dans ces opérations de prêt sont affectés à l'acquisition d'actifs financiers, notamment de titres de dette publique. Le portefeuille de titres s'est ainsi accru de 5,5 milliards en 2001.

### *Un financement d'intérêt public sans dépense budgétaire*

Cette activité, exercée pour le compte de l'État, repose sur un mécanisme original de transformation de ces ressources d'épargne liquide en prêts consentis au coût de la ressource, donc sans marge pour la CDC <sup>6</sup>, par conséquent à un taux d'intérêt bas et pour des durées très longues. La durée moyenne des concours est ainsi supérieure à 20 ans et certains prêts sont accordés pour des durées excédant 30 ans. La CDC compense cette renonciation à la perception d'une marge d'intermédiation sur cette activité grâce aux rendements tirés de la gestion d'un portefeuille de titres, notamment obligataires, qui représente plus de la moitié des emplois financés par les fonds centralisés.

Ces conditions financières privilégiées permettent aux organismes de logement social d'équilibrer leurs comptes, en faisant bénéficier leurs locataires de loyers inférieurs à ceux du marché. Ce mécanisme original de transformation bancaire permet donc de mobiliser des financements très importants, sans avoir recours au budget de l'État.

<sup>6</sup> Les organismes collecteurs (CEP et La Poste) perçoivent cependant une marge, de sorte que le taux d'intérêt des financements « habitat-ville » est supérieur à celui servi sur les livrets A.

## 2.2. Le rôle du livret A dans ce mécanisme de financement

Le rôle du livret A dans le financement du logement social et de la politique de la ville est donc double :

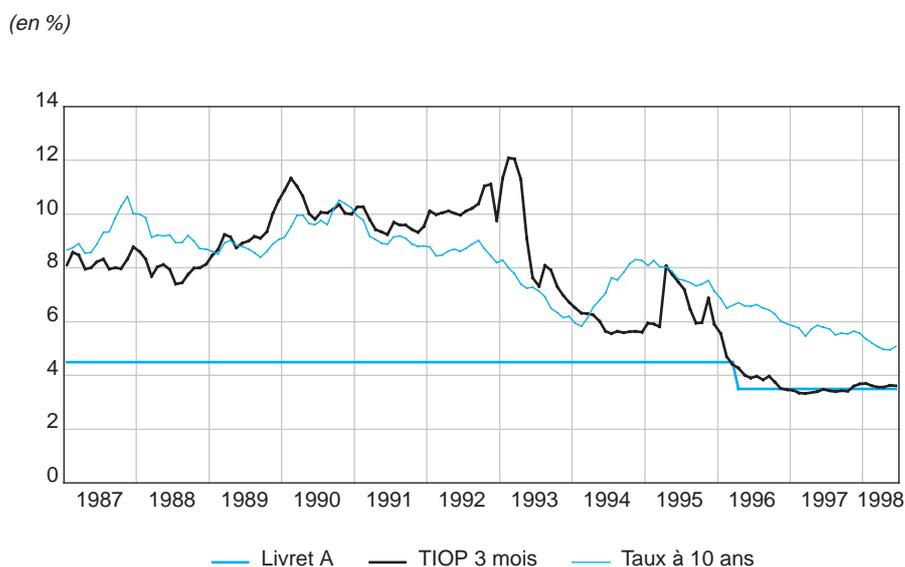
- il apporte la contribution la plus importante au mécanisme de transformation décrit précédemment. Il représente en effet environ 55 % des fonds d'épargne centralisés à la CDC. Toutefois, il convient de noter que cette part a considérablement baissé tout au long de la décennie quatre-vingt-dix puisqu'elle s'élevait à plus de 80 % au début de celle-ci, avant de se stabiliser depuis 2000 ;
- la rémunération du livret A se trouve au cœur du mécanisme de transformation. La quasi-totalité de l'encours des prêts consentis par la CDC pour le financement de la politique de la ville et du logement social est en effet assortie d'un taux révisable tous les ans, indexé sur le taux du livret A. Ainsi, le relèvement intervenu en juillet 2000, de 2,25 % à 3 %, a renchéri le coût du financement du logement social, que ce soit par le jeu du relèvement du taux des crédits nouveaux ou par l'alourdissement des annuités des opérations en cours. Pour compenser cet effet, la CDC a consenti en 2001 un versement de 160 millions d'euros aux organismes de logement social, de façon à éviter que ceux-ci ne répercutent cette hausse sur les loyers.

## 3. L'évolution de la politique de fixation du taux du livret A : des progrès qui demeurent inachevés

### 3.1. Durant l'essentiel des années 1980-1990, le taux du livret A s'est caractérisée par sa grande inertie

Au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, le taux du livret A a été très inerte par rapport aux taux monétaires : il n'a pas suivi le mouvement haussier, à l'œuvre jusqu'en 1993, et n'a que faiblement baissé en réponse à la forte détente observée ensuite.

### Taux du livret A et taux de marché



Cette forte stabilité du taux du livret A, dans un contexte de taux de marché à court terme élevés, a contribué au déclin du produit observé au cours d'une large partie de la décennie quatre-vingt-dix.

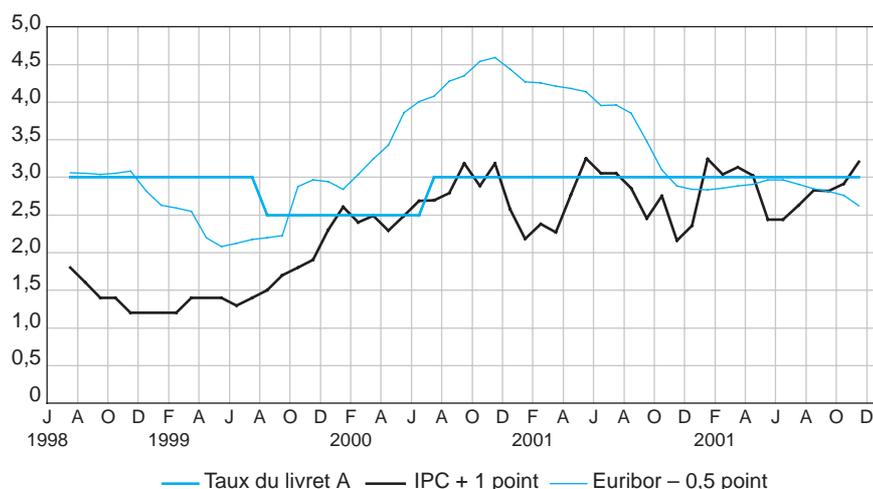
### 3.2. Des progrès récents, mais inachevés

Depuis juin 1998, de nouvelles règles de fixation du taux de rémunération du livret A ont été introduites afin d'atténuer les distorsion de rendement avec les autres produits d'épargne. Le taux du livret A doit évoluer à l'intérieur d'un corridor défini par un taux plancher égal au « taux d'inflation majoré d'un point », et un taux plafond correspondant aux « taux de marché à court terme minorés de 0,5 point ». Par cette réforme, les pouvoirs publics ont tenu, d'une part, à afficher leur volonté de garantir le respect d'une certaine hiérarchie entre les taux de rémunération des actifs à court terme, selon qu'ils ne comportent aucun risque ou qu'ils sont soumis aux aléas de marché, et, d'autre part, à rendre le mode de fixation du livret A plus transparent. Toutefois, un certain nombre d'éléments n'ont pas été précisés : les indicateurs qu'il convenait de retenir pour calculer les références d'indexation des taux plancher (taux d'inflation) et plafond (taux de marché à court terme) du corridor, la période de référence à prendre en compte pour effectuer ces calculs. Enfin, l'application de ces règles reste à l'appréciation du gouvernement qui doit recueillir au préalable l'avis du Comité consultatif des taux réglementés, institué en 1998.

Le graphique ci-après rappelle les évolutions, depuis juillet 1998, du taux du livret A et de son corridor. Celui-ci est réalisé à partir des hypothèses suivantes : l'inflation est mesurée par le glissement annuel de l'indice d'ensemble des prix à la consommation de l'INSEE et le taux à court terme retenu est l'Euribor à trois mois, les moyennes de chaque mois étant retenues.

### Corridor du taux du livret A

(en %)



Le taux du livret A est parfois sorti de ce corridor. En outre, la poursuite de la baisse des taux de marché, au cours de la période récente, dans un contexte d'accroissement de l'inflation, a entraîné un croisement des courbes du plafond et du plancher à plusieurs reprises depuis le début de l'année 2002, de sorte que la définition actuelle du corridor d'évolution du taux du livret A a aujourd'hui perdu sa pertinence. Le processus engagé visant à accroître la transparence du mode de fixation du taux du livret A reste donc à poursuivre.

Le rapport remis récemment au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie propose de faire sortir la fixation du taux du livret A du champ des responsabilités gouvernementales. La détermination du taux pourrait ainsi être automatisée, par le biais d'une indexation sur l'un des taux directeurs de la BCE, en l'espèce le taux de la « facilité de dépôt », ceci afin de « réinsérer le livret A dans son environnement concurrentiel de marché ». En cas de « configuration exceptionnelle de la politique monétaire », cette indexation serait suspendue et la fixation du taux confiée à la Banque de France. Il reviendrait alors au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France de prendre toutes décisions en la matière. Cette option paraît justifiée, tant au regard de la collégialité et de l'expérience de cette instance, que des garanties d'indépendance que lui confère son statut.

