

Une analyse du déclin relatif de l'épargne réglementée

Les enseignements tirés des transformations de l'épargne réglementée au cours du dernier quart de siècle offrent un certain éclairage pour anticiper l'avenir de cette forme d'épargne.

Or, les différents facteurs mis en exergue dans cet article incitent à penser que, si les évolutions futures de cette épargne seront moins prononcées, elles se situeront plus du côté de l'effritement que du côté de la stabilité.



Michel Boutillier
Professeur, directeur du DEA monnaie, banque et finances
Université Paris X - Nanterre
Consultant



Bruno Séjourné
Maître de Conférences, directeur du DESS épargne et placements financiers
Université d'Angers
Consultant

■ La notion d'épargne réglementée peut porter à débat tant les pouvoirs publics ont tenté d'orienter l'épargne des ménages français en modelant les caractéristiques de la plupart des produits d'épargne, ne serait-ce que par la fiscalité. Nous nous concentrons ici sur le noyau dur de cette épargne réglementée, à savoir les actifs dont l'ensemble des caractéristiques sont administrées, ce qui inclue bien entendu les rendements. Il s'agit des livrets défiscalisés (A, bleu, jeune, Codevi, LEP) et, jusqu'en 1998, des livrets fiscalisés, ainsi que des produits d'épargne logement (CEL, PEL). Le poids relatif de ces actifs dans le patrimoine financier des ménages est aujourd'hui bien inférieur à ce qu'il était au début des années quatre-vingt. L'ana-

lyse que nous proposons de ce déclin repose pour l'essentiel sur les enseignements de nos expériences de modélisation des choix de placement des ménages. La recherche des arbitrages et de la dynamique d'ajustement au cours du dernier quart de siècle livre ainsi des pistes de réflexion pour anticiper l'avenir de l'épargne réglementée.

Le recul relatif de l'épargne réglementée

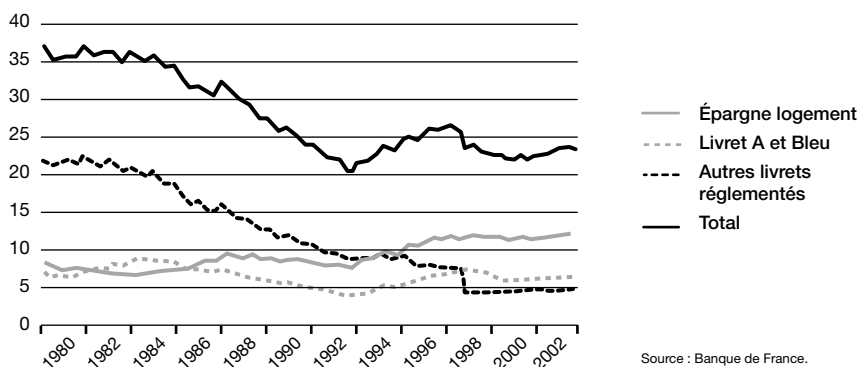
S'agit-il d'un paradoxe ? Alors que la gamme des actifs réglementés s'est considérablement élargie avec la création du LEP, du Codevi puis, plus tard, du livret jeune ; alors que cet élargissement s'est traduit par une banalisation de la

distribution à travers l'ensemble des réseaux bancaires, le poids de l'épargne réglementée dans le patrimoine financier des ménages enregistre un sévère recul depuis le début des années quatre-vingt (*graphique 1*). Néanmoins, en dépit de la sortie des livrets fiscalisés du champ de l'épargne réglementée en 1998, cette proportion s'est à peu près stabilisée aux alentours de 25% peu après le point bas de 1993 (proche de 20%), grâce notamment à la bonne tenue des PEL. Il faut donc essentiellement se pencher sur la période 1985-1993 pour comprendre le recul de l'épargne réglementée.

Sans entrer dans le détail des modalités et des conséquences de la vague de libéralisation financière des années quatre-vingt, il est certain que les privatisations, notamment dans le secteur financier, et les innovations de produits, pour ne citer que ces deux aspects, ont contribué à instaurer de nouvelles relations entre les intermédiaires financiers et la clientèle. Il en a résulté une élévation progressive du niveau d'éducation financière des ménages et une amélioration de l'adéquation entre les motivations de l'épargne et les choix des supports pour cette épargne.

De ce point de vue, précisons que le recul relatif de l'épargne réglementée entre 1985 et 1993 semble essentiellement concentré au niveau d'un actif : l'historique livret A (auquel nous associons ici le livret bleu pour des raisons

1. Part de l'épargne réglementée dans le patrimoine financier des ménages français (en %, hors actions non cotées)

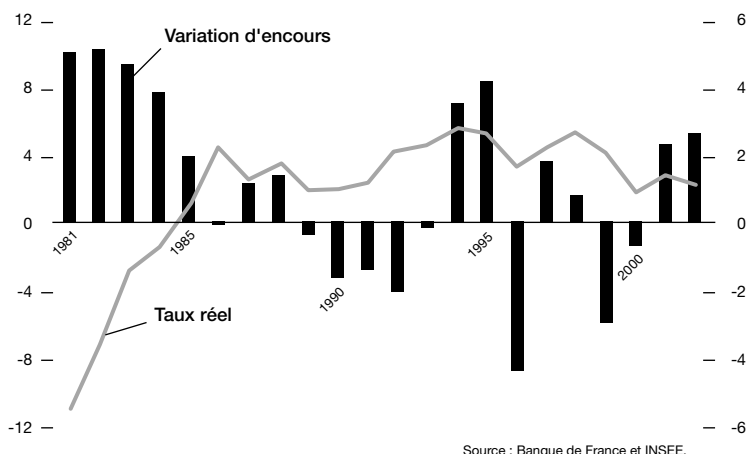


Source : Banque de France.

de proximité évidente). Or il est intéressant de noter que les nouveaux produits réglementés des années quatre-vingt (Codevi, LEP) n'ont pas connu un développement suffisant pour compenser cette baisse. Il faut donc rechercher vers d'autres actifs les principaux arbitrages réalisés par les ménages. En réalité, la collecte du livret A s'est interrompue au milieu de la décennie quatre-vingt à une époque pourtant où sa rémunération réelle redevient positive (*graphique 2*). C'est également à partir de cette période que les flux de placement vers les titres d'OPCVM de court terme et l'assurance vie prennent une ampleur croissante (*graphique 3*). En 1990, le cumul de ces flux représente ainsi plus de 80% du total des placements réalisés par les ménages. A partir de l'été 1993, le déclin des OPCVM monétaires n'entraîne aucun retour vers les actifs liquides administrés, comme si un phénomène d'hystérésis s'était formé. Les flux de placement se concentrent alors très majoritairement sur l'assurance vie et, plus généralement, sur des actifs de long terme répondant mieux au motif de prévoyance.

Ces premières constatations conduisent naturellement à rechercher de manière privilégiée des arbitrages dans deux directions. Tout d'abord du côté des actifs de court terme rémunérés sur d'autres bases (comme les parts d'OPCVM monétaires) parce que la liquidité partagée de ces actifs les place sur un même plan et permet de se concentrer sur les critères de rémunération. Mais il convient également d'évoquer l'éventualité d'arbitrages avec des actifs de long terme, tels l'assurance vie, susceptibles par exemple d'accueillir des capitaux placés auparavant par défaut sur le livret A. Il ne faut pas oublier qu'à l'exception du PEL, ces produits réglementés sont des produits bancaires classiques de court terme. Or, entre 1980 et 2003, nous avons assisté à une profonde transformation de la structure des patrimoines des ménages, la part des actifs de long terme passant de moins de 30% à plus de 70% (Pansard et Séjourné, 2003). Enfin, il ne faut pas négliger le pouvoir des autorités publiques dans la gestion de ces actifs, puisqu'en fixant la totalité des caractéristiques (taux, plafonds, conditions d'accès...), ils sont en mesure de faire évoluer l'intérêt relatif de ces actifs vis-

2. Taux réel annuel moyen (éch. droite, en %) et variation d'encours (éch. gauche, en Mds d'euros) des livrets A et bleu



Source : Banque de France et INSEE.

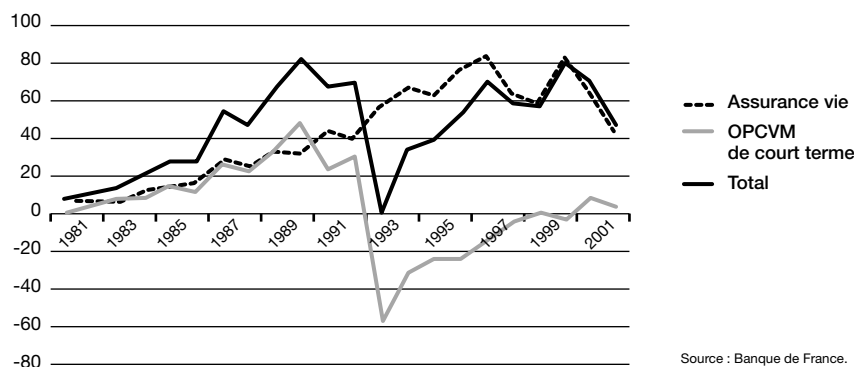
à-vis des produits non réglementés (Séjourné, 2004). Pour préciser la nature de ces arbitrages, il peut être utile de se tourner vers l'économétrie.

Les enseignements d'un exercice de modélisation

Les estimations qui ont permis la conception d'un modèle de prévision de l'épargne financière des ménages français (pour les grandes lignes de ce modèle, voir Augory, Boutillier et Séjourné, 2001) délivrent un certain nombre d'informations concernant la dynamique de l'épargne réglementée au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Sans rentrer dans les détails techniques, relevons qu'il s'agit d'estimations tout à fait satisfaisantes : les modèles à correction d'erreur retenus ont généralement des coefficients de détermination (corrigés) de l'ordre de 0,8, voire 0,9 pour le livret A.

En premier lieu, les vitesses de réaction sont significatives du comportement de gestion plus ou moins active des encours de placement par les ménages détenteurs. Alors que leur liquidité est en principe totale, au sens où les retraits se pratiquent sans préavis, les livrets défiscalisés ont des forces de rappel¹ qui s'échelonnent de 0,13 pour le LEP à 0,20 pour le Codevi (le livret jeune étant laissé de côté du fait de la fragilité des estimations le concernant). Cette position relative du Codevi est déjà intéressante en soi puisqu'il s'agit d'un actif défiscalisé dont la diffusion est complètement libre et que les banques ont souvent proposé comme un produit de gestion et de rémunération des liquidités excédentaires à très court terme. Cette caractéristique est partagée avec les OPCVM monétaires (0,21) et amplifiée pour les livrets fiscalisés (0,30). Comme nous l'avons vu, l'heure de gloire des OPCVM monétaires pour

3. Part dans le total du flux de placements bruts des ménages (en %)



Source : Banque de France.

la gestion rémunérée des liquidités a été le début des années quatre-vingt-dix tandis que les années récentes ont vu le développement des offres attractives et dérégulées de super-livrets.

A titre de comparaison, il est utile de noter que la gestion des liquidités associée aux instruments de paiement a été beaucoup plus dynamique (0,61). Il en va de même pour l'assurance vie (0,70), dont nous avons vu qu'elle a absorbé certaines années la quasi-totalité des placements nouveaux (graphique 3), confirmant qu'en dépit des contraintes fiscales de détention, ce produit a bien séduit par sa souplesse de gestion (versements libres, transferts vers les contrats multisupports). A l'autre bout du spectre (0,06) se situe au contraire le PEL, rappelant ainsi qu'il fait en partie l'objet d'un effort d'épargne régulier et finalement plutôt indépendant des conditions d'arbitrage, malgré des avantages certains en terme de rémunération de l'épargne depuis quelques années. Au total, ces informations tendent à révéler une inertie relative dans la gestion de l'épargne réglementée comparativement aux autres gammes d'actifs.

Il reste que si l'ajustement des portefeuilles d'actifs réglementés est caractérisé par une certaine lenteur, c'est précisément la révélation des arbitrages, par comparaison des conditions financières et particulièrement des rendements, qui doit conduire en second lieu à une analyse fine. Le premier élément digne d'intérêt est que la variable qui s'est imposée le plus facilement pour représenter cet arbitrage financier est un écart entre le taux réglementé (par exemple, celui du livret A) et le taux du marché monétaire, cet écart étant multiplié par une variable rendant compte de la diffusion des OPCVM monétaires et donc, plus généralement, de la mutation intervenue au tournant des années 80-90. En d'autres termes, l'arbitrage entre les produits indexés sur le marché monétaire, dépôts à terme mais surtout OPCVM monétaires, et les produits dont la rémunération est réglementée s'est progressivement imposé dans les vingt dernières années. Cet élément confirme une meilleure appréciation des conditions financières face à une offre qui a favorisé cette connaissance tout en s'y adaptant. L'exemple des positions prises par les réseaux bancaires en matière de vente de contrats d'assu-

rance vie et de services de gestion collective (OPCVM) est particulièrement éloquent sur ce point (Boutillier, Pansard et Quéron, 2002). Enfin, il importe de noter que cet effet d'arbitrage, et donc de substitution, concerne toutes les catégories de livrets réglementés ainsi que les dépôts à vue, ce qui peut avoir quelque conséquence sur cet ensemble de produits en cas de suppression du ni-ni (non-rémunération des dépôts à vue et non-facturation des chèques).

Un dernier enseignement de nos estimations, quoique plus fragile, concerne l'influence des plafonds des dépôts qui pèsent sur les produits réglementés. Il ressort clairement de nos estimations qu'un relèvement du plafond du livret A ou du Codevi influence positivement la détention de ces actifs. En complément, le relèvement du plafond du Codevi semble avoir exercé des effets négatifs sur les dépôts à vue mais aussi sur les livrets soumis à l'impôt, soulignant ainsi l'étroitesse des liens et donc des substitutions entre ces trois produits. Par contre, il n'est pas possible de mettre en évidence sur quel produit se firent les prélèvements lors des relèvements du plafond du livret A, l'incapacité apparente des méthodes économétriques sur ce plan suggérant que l'effet a été réparti de manière très variable selon les périodes et très dispersée sur tous les autres produits (confirmant ainsi, au-delà du maintien à des niveaux élevés des taux de détention observés périodiquement par les enquêtes de patrimoine de l'Insee, la centralité du livret A dans les portefeuilles tout au long de cette période).

Quelle place pour l'épargne réglementée dans les prochaines années ?

Au-delà des hypothèses politiques que l'on pourrait formuler quant à la pérennité même de l'épargne réglementée et en nous concentrant sur un scénario élaboré notamment à partir des nouvelles normes de gestion de l'épargne réglementée, qui entreront pour la plupart en vigueur l'été prochain, donc en terme de prévision « structurelle », il paraît raisonnable de formuler un quadruple diagnostic :

- le premier relève d'une vision globale de la structure des patrimoines fi-

nanciers. La plupart des actifs réglementés sont des actifs de court terme (l'exception étant le PEL), leur liquidité ayant d'ailleurs conduit les autorités monétaires à les comptabiliser dans les agrégats monétaires de référence. Or, nous l'avons vu, longtemps majoritaire, la part de l'épargne de court terme dans les patrimoines financiers des ménages français ne représente plus aujourd'hui qu'un tiers du total et semble s'y maintenir depuis quelques années. Ne serait-ce que pour des motivations de transaction et de précaution, cette épargne liquide n'a pas vocation à disparaître et il est peu probable qu'elle puisse connaître, dans sa globalité, une nouvelle érosion de grande ampleur ;

- le second diagnostic est que l'automatisme des nouvelles règles de fixation des taux réglementés devrait conduire l'écart de rendement entre ces produits et les produits « libres » (suivant généralement les fluctuations du taux du marché monétaire) à une assez grande stabilité ; ceci conférerait à l'effet de substitution entre produits financiers une contribution nulle à l'évolution de leurs encours et justifierait, de ce seul point de vue, que la répartition des actifs de court terme entre produits administrés et produits libres demeure relativement figée ;

- le troisième découle de la politique, peu commentée mais réelle, de maintien depuis de nombreuses années des plafonds des livrets réglementés en termes nominaux, et donc de baisse des plafonds en termes réels. Cette érosion monétaire, particulièrement sensible pour les gros portefeuilles, pour lesquels ces contraintes de plafond sont « saturées » et constituent donc une contrainte perçue, habitue les détenteurs de ces portefeuilles à raisonner et à gérer en marginalisant de plus en plus la détention de ces livrets réglementés ou en les confinant à un rôle de gestion de trésorerie ;

- le quatrième enfin nous conduit à envisager des perspectives diverses pour les produits réglementés notamment selon qu'ils sont ou non ouverts à la concurrence. En effet, pour les produits conférant un monopole à leurs distributeurs (livrets A et bleu), il est clair qu'il n'y a guère de développement possible ; au contraire, ils pourraient ne garder de sens que pour les petits portefeuilles (peu attirés par une multibancairisation

vers les établissements proposant des livrets on-line) et donc voir leur rôle se réduire au niveau macroéconomique, leurs encours s'effritant progressivement en termes relatifs. Pour les produits distribués par tous les établissements bancaires, il est possible que leur place se maintienne, mais essentiellement comme outil de gestion de la liquidité (Codevi) ou comme produits spécifiques à certaines catégories de la population (LEP et livret jeune). Quant à l'épargne logement, alors que le CEL conservera ses principales caractéristiques et devrait donc lui aussi s'inscrire dans la continuité, l'avenir du PEL semble plus contrasté. Utilisé depuis quelques années comme un véritable produit d'épargne aux caractéristiques avantageuses, il va progressivement changer de statut au fur et à mesure que les anciennes générations arriveront à échéance. Les récentes réformes le concernant confineront les nouvelles générations de plans dans une stricte logique immobilière. Il devrait en résulter un effet dépressif sur les encours d'ici quelques années (Séjourné, 2003). Or la dynamique de dépôts sur les PEL est aujourd'hui un profond soutien à l'encours global de l'épargne réglementée et il est probable que le poids de cette épargne réglementée dans le total des placements des ménages enregistrera à terme un nouveau recul. ●

1 Une force de rappel est un paramètre compris entre 0 et 1, résultant de l'estimation économétrique et caractérisant la vitesse du retour à l'équilibre de long terme ; plus une force de rappel est grande, plus vigoureuse est la sensibilité aux facteurs explicatifs de long terme. En d'autres termes, elle traduit la rapidité de réaction des agents, dont le comportement est décrit par l'équation économétrique, aux facteurs fondamentaux (ou de long terme). Une forte réactivité des agents peut résulter d'une analyse efficace des informations nouvelles, d'une fréquence élevée et d'une mise en œuvre rapide des décisions...

Bibliographie

- Augory C., Boutillier M. et Séjourné B. [2001] : « *A Model of French Household Portfolio Selection* », *Economic & Financial Modelling*, 8 (2), 51-93, été.
- Boutillier M., Pansard F. et Quéron A. [2002] : « La place des banques dans la gestion de l'épargne financière des ménages : y aurait-il un modèle européen ? », *Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations*, n°137, février.
- Pansard F. et Séjourné B. [2003] : « Placements financiers : le choix des ménages à moyen terme », *Banque stratégie* n°206, juillet-août.
- Séjourné [2003] : « Le sombre avenir du PEL », *Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations*, n°155, octobre.
- Séjourné [2004] : « La régulation des produits d'épargne logement », *Banque magazine* n°656, mars.