

La régulation des produits d'épargne-logement

La nouvelle formule du PEL saura-t-elle encore séduire ?

Rien n'est moins sûr, à voir la chute des ouvertures de plans en 2003.

De nouveaux comportements devraient apparaître.



BRUNO SÉJOURNÉ
Maître de conférences
Directeur du DESS
épargne et placements
financiers
Université d'Angers
Consultant

POUR L'ESSENTIEL, LA JUSTIFICATION de l'épargne réglementée se trouve du côté du financement de besoins spécifiques, sous l'hypothèse que les seules lois du marché n'aboutiraient qu'à des solutions sous-optimales à travers le double prisme des critères économiques et sociaux. Tel est par exemple le cas du livret A dont les fonds servent au financement du logement social ou du Codevi, destiné aux besoins des petites et moyennes entreprises. La logique de l'épargne-logement n'en est guère éloignée puisqu'il s'agit d'aider les ménages dans leur effort d'investissement immobilier, avec ce double objectif social et économique, le bâtiment ayant depuis longtemps représenté un secteur d'activité considéré comme moteur par les pouvoirs publics. La formule de l'épargne-logement, atypique dans le paysage européen des produits d'épargne par les modalités de son enchaînement épargne-crédit, conjugue ainsi de nombreux avantages puisqu'elle permet notamment de procurer des ressources stables aux établissements collecteurs (dans le cas des plans) et de dynamiser les marchés de l'immobilier en proposant a priori des taux d'emprunt avantageux aux ménages désireux d'investir.

La fixation de tels objectifs implique un certain contrôle conjoint des montants collectés et de l'allocation des capi-

taux vers les « emprunteurs finals », assimilable à une gestion actif-passif essentiellement quantitative, reposant sur l'adéquation entre les besoins de financement et l'épargne collectée. Pour ce faire, les pouvoirs publics ont la possibilité de modifier les caractéristiques des actifs, afin notamment de réguler les montants épargnés sur chaque produit. Pourtant, les dernières années ont montré que cette régulation pouvait s'avérer difficile à maîtriser lorsque l'environnement économique et financier se transforme. Nous connaissons toute la difficulté actuelle de la gestion du livret A : lorsque la pente de la courbe des taux est trop faible et que le taux du livret A est proche des taux courts de marché, la politique de marges des intermédiaires peut conduire les organismes de logement social à privilégier d'autres modes de financement que les prêts issus du livret A devenus plus onéreux. La logique même d'existence du produit est alors remise en cause. La problématique est à peu près identique pour l'épargne-logement, et notamment pour les plans.

UN DÉVELOPPEMENT LONGTEMPS SOUS CONTRÔLE

L'étendue de la gamme des caractéristiques des produits d'épargne-logement est telle que, pendant de nombreuses années, on a pu penser que le

développement des plans (PEL) et des comptes (CEL) était parfaitement maîtrisé. En modulant à la fois les plafonds et les taux des dépôts et des prêts, la durée de la phase d'épargne, les conditions d'utilisation des droits à prêt..., les pouvoirs publics ont longtemps réussi à diriger une partie significative de l'épargne des ménages vers les comptes et les plans, tout en contribuant à la réduction du coût moyen des financements immobiliers grâce à des flux de prêts substantiels.

Plusieurs épisodes illustrent bien cette maîtrise. Après une longue période de croissance des encours durant la décennie soixante-dix, le CEL et, plus encore le PEL, sont victimes d'un certain désintérêt dans la phase épargne au début des années quatre-vingt, les ménages leur préférant alors les livrets et les obligations (*graphique 1*). La réforme du 15 juin 1983 (doublement du plafond des dépôts et des prêts, assouplissement des conditions de résiliation anticipée, instauration d'une majoration de la prime versée par l'État pour personnes à charge de l'emprunteur) permet de relancer la dynamique d'ouverture et de dépôts sur les PEL. Cette reprise est complétée en 1985 par celle des comptes suite à l'extension pour les deux produits des possibilités de prêts destinés au financement des résidences se-

condaires. Ce scénario se reproduit au début des années quatre-vingt-dix, avec cette fois-ci une préférence marquée pour les OPCVM monétaires. La collecte nette des PEL et des CEL plonge, tandis que les opérations immobilières et les montants des prêts d'épargne-logement s'envolent. La crainte de voir le dispositif perdre de son efficacité conduit les autorités à relever une nouvelle fois le plafond des dépôts et des prêts pour les plans, et à ramener la durée minimale d'épargne à quatre ans. Il s'ensuit une forte reprise des ouvertures (près de 2,7 millions de plans supplémentaires en deux ans), bien sûr favorisée par le net repli des taux courts de marché.

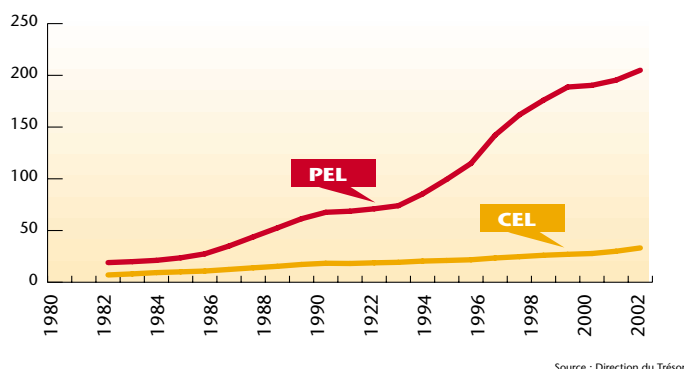
Grâce à cette maîtrise, les produits d'épargne-logement ont apporté une contribution significative au financement de l'investissement en logement jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix, avec un encours de prêt cumulé pour les deux produits supérieur à 40 milliards d'euros de 1993 à 1997 (*graphique 2*).

LE PEL : UN PRODUIT MUTANT...

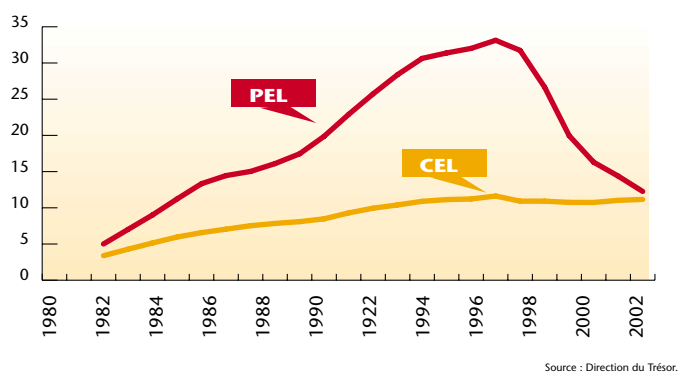
On peut cependant considérer que cette maîtrise a progressivement disparu dans la seconde moitié de la dernière décennie. Deux facteurs, liés à la fixité des conditions à l'ouverture, ont contribué à

“La régulation du PEL par les pouvoirs publics s'avère difficile à maîtriser lorsque l'environnement économique et financier se transforme.”

1. Encours des dépôts sur les plans et les comptes d'épargne-logement (Mds d'euros)



2. Encours des prêts d'épargne-logement (Mds d'euros)



détourner le PEL de sa logique de financement de l'immobilier. Tout d'abord, le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt à long terme et une forte concurrence entre établissements sur le marché du crédit ont rendu moins nécessaire et souvent trop onéreux le recours à l'emprunt via des formules d'épargne logement souscrites quelques années auparavant à des niveaux de taux (d'épargne et en l'occurrence d'emprunt) élevés (graphique 3). Ensuite, dans un contexte de forte volatilité des marchés boursiers et de baisse généralisée des rendements sur les produits de taux, le PEL est apparu comme un produit d'épargne particulièrement compétitif. C'est ce qui l'a fait entrer dans une stricte logique de gestion de patrimoine, les ménages prolongeant la durée d'épargne et accumulant les dépôts sur leurs anciens plans. Ainsi, alors que l'encours des dépôts continue de progresser (graphique 1), les prêts nouveaux versés deviennent progressivement symboliques (seulement 500 millions d'euros

en 1999 contre plus de 7 milliards en 1996), et l'encours total des prêts d'épargne-logement chute de près de 63 % entre 1996 et 2002 (graphique 2).

Heureusement, même si son poids potentiel n'est évidemment pas identique à celui du PEL en raison du plus bas niveau des plafonds des dépôts et des prêts, le constat est différent pour le CEL. N'étant pas soumis à la même règle de fixité des conditions de rémunération à l'ouverture, il a conservé sa double dimension : l'encours des dépôts ne cesse de progresser et celui des prêts est relativement constant au-delà de 10,5 milliards d'euros depuis plus de dix ans. Il faut dire que malgré des conditions de rémunération de l'épargne parfois négatives en termes réels et un potentiel d'emprunt limité, il est recommandé par certains réseaux bancaires, en vertu de sa liquidité, pour placer les excédents temporaires de trésorerie tout en acquérant des droits pour des prêts immobiliers à des conditions toujours particulièrement intéressantes. Il en résulte qu'aujourd'hui les comptes et les plans apportent une contribution presque identique au financement de l'investissement immobilier des ménages, alors qu'en 1996 l'encours des prêts accordés sur la base des plans était trois fois supérieur à celui dérivé des comptes.

L'AVENIR DE L'ÉPARGNE-LOGEMENT

L'absence de parallélisme dans l'évolution des deux produits risque de se poursuivre dans les prochaines années, en touchant cette fois différemment les dépôts. D'un côté, il y a peu de raisons pour que l'avenir du CEL ne s'inscrive pas dans la continuité. Les nouveaux modes de fixation des conditions de rémunération des livrets qui seront appliqués à partir du mois d'août prochain ne bouleverseront pas la position relative du taux du CEL vis-à-vis des autres livrets et des actifs liquides rémunérés en fonction des taux courts de marché. Les comptes devraient donc continuer d'accueillir une part significative de l'épargne liquide¹, ce qui, compte tenu des conditions d'emprunt assorties, est également une garantie d'une certaine régularité en matière de flux de prêt.

La question ne se pose pas de la même manière pour le PEL. La rupture de

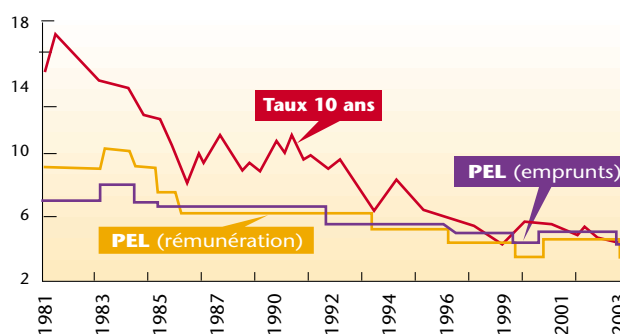
1 Les CEL ont attiré en 2002 et en 2003 environ 10 % des flux enregistrés pour l'ensemble des livrets.

l'enchaînement épargne-crédit a incité le législateur à adopter un amendement à la loi de finances 2003, effectif depuis le 12 décembre 2002, qui subordonne l'octroi de la prime à la souscription d'un prêt immobilier, et dont on peut légitimement douter du bien-fondé chronologiquement² et économiquement (Séjourné, 2003). Si l'on tient également compte de la baisse des taux décrétée en août dernier, c'est tout le volet épargne du PEL qui perd alors de son intérêt. La souscription d'un PEL ne se justifie aujourd'hui qu'avec la certitude de réaliser un investissement immobilier à terme, si possible dès les quatre années d'épargne nécessaires révolues.

Malgré ces restrictions, le PEL continue à drainer des flux de capitaux sur les anciennes générations, ce qui contribue à maintenir une progression de l'encours. Mais le nombre d'ouvertures de plans nouveaux devrait avoir fortement chuté en 2003 et demeurera à de faibles niveaux pour la dernière génération de plans, ce qui ne manquera pas de se répercuter sur les encours futurs (les sorties sur les anciennes générations de plans arrivés à échéance n'étant plus compensées par les nouveaux dépôts). Ce simple fait ne poserait peut-être pas de problème si l'on ne pouvait craindre également une poursuite de l'atonie des prêts. Or, en l'absence de forte remontée des taux de marché, les détenteurs de plans anciens n'auront pas plus intérêt qu'avant à utiliser leurs droits à prêts (la loi n'étant évidemment pas rétroactive). Quant à ceux concernés par la dernière génération de plans, la quasi-suppression dans les faits du caractère optionnel de la demande de prêt à l'issue de la phase d'épargne risque de devenir un facteur désincitatif.

Ces arguments ne relèvent pour l'essentiel que d'une analyse qualitative, car il est difficile de prévoir avec précision l'avenir du PEL à partir des modèles économétriques traditionnels pour deux raisons. D'une part, nous ne disposons pas à grande échelle de données par générations de plans, alors que des comportements très différents sont observables selon les caractéristiques du produit souscrit. D'autre part, par nature, une modélisation économétrique ne rend compte que des comportements

3. Taux d'emprunt et de dépôt (prime comprise) du PEL et taux à 10 ans (en %)



Source : Datastream, Thiercelin (2003).

passés. Ainsi, les estimations sont aujourd'hui réalisées à partir de données couvrant les deux dernières décennies marquées par la baisse des taux, baisse ayant justifié que les plans soient conservés longtemps et largement abondés. Or, comme nous l'avons dit, il est probable que de nouveaux comportements vont apparaître pour la dernière génération de PEL.

Quoi qu'il en soit, si le scénario de marginalisation de la contribution des PEL au financement du logement se réalise, il est probable que les pouvoirs publics devront à nouveau revoir les caractéristiques des produits d'épargne-logement, de manière à les rendre plus attractifs et plus efficaces.

■ 2 Il n'est pas possible de revenir sur les conséquences négatives de la longue période de baisse des taux alors même que celle-ci s'achève.