

Impact de la baisse du taux du livret A sur les montants collectés : tentatives de quantifications

Sandrine Levasseur

► **To cite this version:**

Sandrine Levasseur. Impact de la baisse du taux du livret A sur les montants collectés : tentatives de quantifications. OFCE Les notes du blog, OFCE, 2013, pp.1-13. hal-01025050

HAL Id: hal-01025050

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01025050>

Submitted on 17 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Impact de la baisse du taux du Livret A sur les montants collectés

Tentatives de quantification

Sandrine Levasseur

À compter du 1^{er} Août 2013, le taux rémunérant les dépôts sur les Livrets A passera à 1,25 %, soit une baisse de 50 points de base par rapport à son précédent niveau. Cette baisse est la 8^e modification du taux de Livret A depuis le début de la crise (graphique 1). Cette note tente de quantifier l'impact de la baisse du taux du Livret A sur les montants collectés en 2013 et 2014.

Pourquoi c'est important

À chaque annonce de modification du taux de rémunération du Livret A, se pose la question de son impact sur les montants collectés. Répondre à cette question est important pour un certain nombre d'acteurs dont :

— **les banques**, puisque la collecte (ou la décollecte) supplémentaire sur les Livrets A affecte leurs liquidités, leur bilan et le respect d'un certain nombre de ratios bancaires. À ce titre, le respect des critères de [Bâle III](#) à l'horizon de 2015 crée de nouvelles contraintes en termes de liquidités et exerce des [pressions supplémentaires sur les banques](#). En l'occurrence, une collecte accrue sur les Livrets A affecte négativement la liquidité des banques puisque 65 % des fonds ainsi collectés sont versés au fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) pour financer le logement social ([Levasseur, 2011](#)). Une baisse du taux sur les Livrets A peut donc être favorable à la liquidité des banques si elle se traduit par une décollecte sur les Livrets A en faveur des livrets bancaires ;

— **l'État**, puisque l'épargne défiscalisée a un coût budgétaire lié à la non perception de revenus fiscaux sur son rendement. Ce coût a été de 270 millions d'euros en 2012, et est estimé à **410 millions d'euros pour 2013**. Une baisse du taux rémunérant les Livrets A, si elle se traduit par une décollecte sur les Livrets A en faveur des produits d'épargne fiscalisée, se traduit donc par un moindre manque à gagner fiscal pour le gouvernement ;

— **les bailleurs sociaux**, puisque les montants collectés conditionnent les prêts dont ils peuvent bénéficier auprès de la CDC pour financer la construction de logements sociaux (voir Levasseur, 2011). L'objectif du gouvernement de financement de 150 000 logements sociaux à l'horizon de 2015 nécessite **26,7 milliards d'euros** par an de collecte sur les Livrets A si on raisonne en *flux*¹. Ainsi, tandis que les bailleurs sociaux bénéficieront à compter du 1^{er} août d'une ressource à moindre prix – le coût de leur emprunt auprès de la CDC est en effet indexé sur le taux du Livret A –, ils pourraient à terme faire l'objet d'un « rationnement » si la collecte sur les Livrets A venait à devenir insuffisante.

Pourquoi c'est difficile

Fournir une évaluation quantifiée n'est pas chose facile car l'impact dépend :

— **de la conjoncture économique**, le Livret A apparaissant souvent comme un « placement-refuge » lorsque la conjoncture économique est dégradée ou très incertaine (*e.g.* « en période de crise ») ;

— **des effets de substitution possibles** avec d'autres produits d'épargne (*e.g.* assurance-vie, épargne fiscalisée sur livret, compte à terme) dont le rendement, net de la fiscalité, peut être indexé sur celui du Livret A² ;

— **des caractéristiques des ménages** effectuant des dépôts sur les Livrets A avec, aujourd'hui, deux grandes catégories :

- les « petits déposants » (essentiellement des ouvriers, des employés, des jeunes) dont le dépôt moyen est inférieur à 1 500 € et qui représentent **64 % des détenteurs de Livrets A**³. Pour ceux-ci, les possibilités de réajustements de portefeuille (suite à une variation du taux d'intérêt) sont *a priori* limitées. En d'autres termes, les comportements d'épargne des « petits déposants » sont relativement peu sensibles aux variations du taux d'intérêt du Livret A, de même qu'ils ont été peu sensibles aux deux relèvements successifs de son plafond ;

1. Si on raisonne en *stock*, c'est-à-dire sur les montants disponibles auprès du fonds d'épargne de la CDC du fait de ressources non dépensées les précédentes années, les besoins de flux annuels sur les Livrets A pour financer 150 000 logements sociaux sont bien moindres. Seulement, une fois le stock épuisé, la contrainte de flux (*i.e.* les 26,7 milliards annuels) redeviendra forte, ce qui pourrait être le cas à l'horizon de 3 ou 4 ans.

2. Voir le [Bulletin de la Banque de France de Juin 2013](#) (p.22) pour les rendements bruts ou encore Buffandeau (2012) pour les rendements nets de la fiscalité.

3. Les « très petits déposants », ceux dont les dépôts sont inférieurs à 150 €, représentent même près de la moitié des détenteurs.

- les « gros déposants » (essentiellement les catégories socioprofessionnelles supérieures) qui sont souvent ceux dont les dépôts sur le Livret A atteignent les plafonds (actuellement 22 950 €) et dont les dépôts représentent plus de la moitié de l'encours du Livret A⁴. Ce sont les « gros déposants » qui font l'essentiel des mouvements sur les livrets d'épargne réglementés, qui de par leur comportement d'arbitrage, sont les plus sensibles aux variations du taux de l'épargne réglementée. De plus, lorsqu'ils réajustent leur portefeuille en défaveur du Livret A, le réajustement peut être drastique.

— **des politiques commerciales menées par les banques** en vue d'attirer l'épargne des ménages sur leur propre support d'épargne. Ces politiques peuvent être agressives, dictées par des besoins en liquidités variables au cours du temps et/ou plus ou moins importants selon les établissements de crédit (*cf.* « Pourquoi c'est important »). Les offres promotionnelles sur les livrets fiscalisés concurrents du Livret A (leur rendement net de fiscalité est alors supérieur au taux du Livret A pendant le temps de la promotion) illustrent les tensions sur les besoins en liquidité des banques. Elles illustrent aussi la concurrence entre banques afin de capter l'épargne financière des ménages français.

Deux « méthodes » de quantification

L'étude d'événements

Cette méthode, très intuitive, consiste à repérer un événement X qui se répète au cours du temps (*e.g.* une modification du taux du Livret A) et à en évaluer, à chaque fois qu'il survient, l'impact sur une variable Y (*e.g.* la collecte ou décollecte mensuelle sur les Livrets A). Pour que cette méthode ait une certaine pertinence, il faut que X soit assez souvent observé et que d'autres événements ne viennent pas « brouiller » son impact sur Y .

Le Tableau 1 synthétise les résultats d'une étude d'événements pour la période allant de janvier 2000 à juin 2013. L'événement est soit une hausse du taux d'intérêt sur le Livret A (événement qui s'est réalisé neuf fois sur la période), soit une baisse du taux (événement qui s'est réalisé cinq fois). Nous avons distingué à chaque fois l'ampleur de la hausse ou de la baisse du taux. L'impact est mesuré par la collecte mensuelle (ou décollecte) sur les Livrets A observée dans le mois qui suit le changement de taux ainsi que celle observée dans les deux et quatre mois qui suivent.

Selon cette étude d'événements, les hausses de taux du Livret A ont donné lieu à une collecte mensuelle supérieure à celle observée en moyenne (*i.e.* 0,588 milliard, *cf.* Tableau 2). Ceci est particulièrement marqué pour les hausses de 25 et 50 points de base : elles ont donné lieu dans le mois qui suit la hausse à une collecte de l'ordre de 1,3 milliard. Cependant, la (forte) hausse de 75 points de base en Juillet 2000 fait clairement exception : dans le mois qui suit, les

4. À la fin 2012, 10 % des Livrets A les plus abondés représentait 53 % de l'encours du Livret A.

montants collectés sont de l'ordre de ceux observés en moyenne (0,537 milliard) et à l'issue de quatre mois, il y a même une décollecte puisque les montants *cumulés* ne dépassent pas les 0,2 milliard

Tableau 1. Études d'événements « Modification du taux du Livret A » de janvier 2000 à juin 2013

	Nombre d'événement	Moyenne mensuelle de la collecte ou décollecte* (en Mds)			Dates des événements
		mois 1	mois 2	mois 4	
Hausses	9	1,023	1,542	1,762	
dont hausses de 25 points de base	4	1,302	1,943	2,515	février 2006, août 2007 février 2011, août 2011
50 points de base	4	1,229	1,800	2,573	août 2006, février 2008 août 2008, août 2010
75 points de base	1	0,537	0,884	0,199	juillet 2000.
Baisses	5	0,891	1,386	1,461	
dont baisses de 25 points de base	1	-0,545	-1,657	-3,290	août 2005
50 points de base	1	1,521	3,156	6,163	février 2013
75 points de base	2	-0,623	-1,802	-2,989	août 2003, mai 2009
150 points de base	1	3,210	5,846	5,960	février 2009

* Il s'agit des montants cumulés (en milliards d'€).

Source : Caisse des dépôts et consignations (CDC); calculs de l'auteur.

Tableau 2. Statistiques descriptives sur la collecte mensuelle nette du Livret A

En milliards d'euros, hors intérêts capitalisés

Moyenne mensuelle (janvier 2000-juin 2013)	0,588	
— hors mois de généralisation du Livret A (janvier 2009) et mois de relèvement du plafond du Livret A (octobre 2012 et janvier 2013)	0,387	
MIN	-1,420	en octobre 2009
MAX	18,310	en janvier 2009
— hors mois de généralisation du Livret A (janvier 2009) et mois de relèvement du plafond du Livret A (octobre 2012 et janvier 2013)	3,960	en janvier 2012

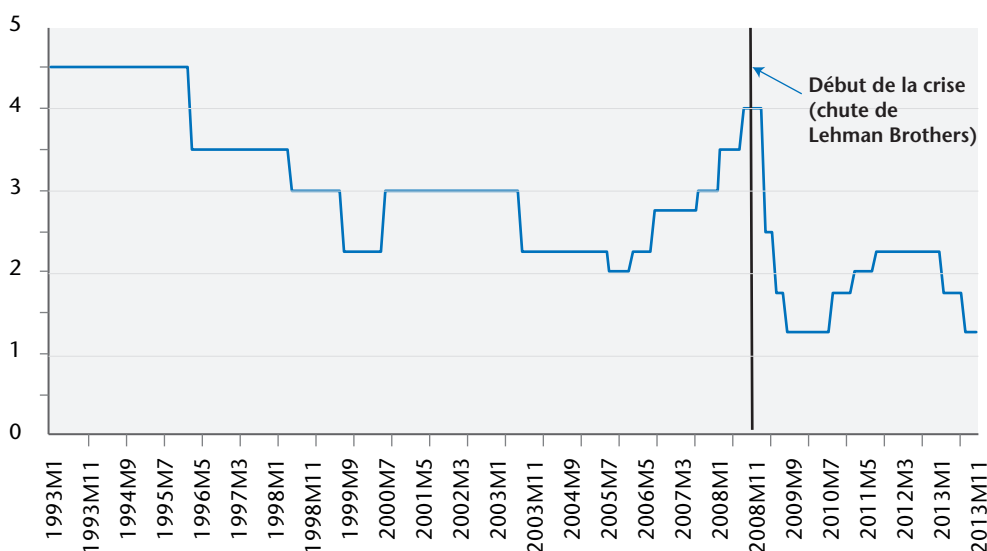
Source : Caisse des Dépôts et Consignations, Banque de France; calculs de l'auteur.

Les enseignements fournis par les baisses de taux du Livret A sont encore moins clairs, *puisque en moyenne* les événements de baisses du taux du Livret A conduisent à une collecte positive sur les Livrets A alors que l'on aurait anticipé une décollecte. Deux événements expliquent ce résultat : la baisse de 150 points de base intervenue en février 2009 (qui survient au plus fort de la crise) et se traduit par une collecte de plus de trois milliards durant le mois et de près de six milliards quatre mois plus tard. L'autre événement est la baisse de 50 points de

Impact de la baisse du taux du livret A sur les montants collectés

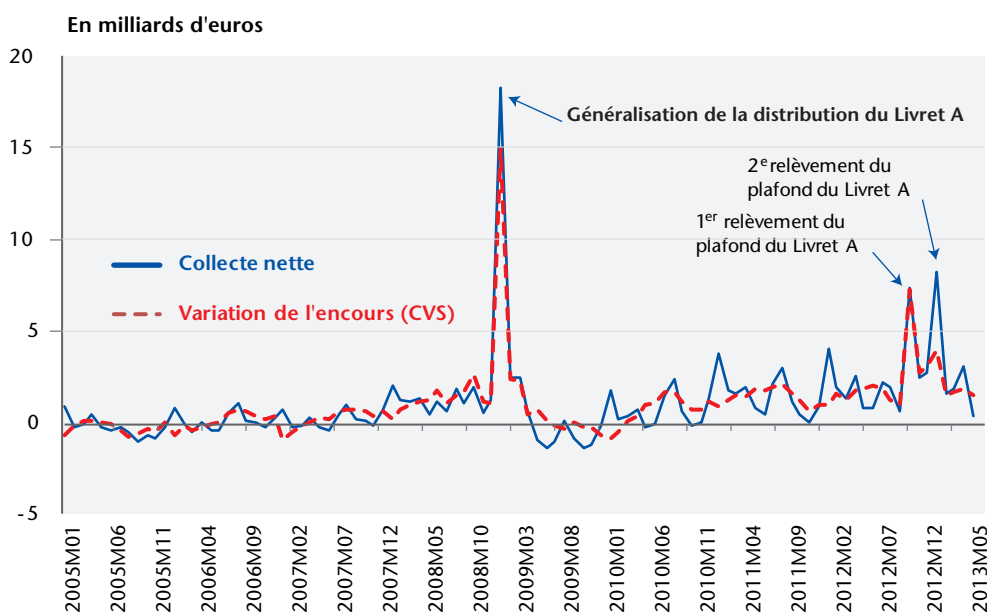
base intervenue en février 2013, qui survient un mois après le second relèvement du plafond du Livret A (graphiques 1 et 2) : l'impact pur de la baisse du taux sur les montants collectés est « pollué » par le relèvement de plafond dont les effets peuvent s'étaler sur plusieurs mois (e.g. épargne « bloquée » sur un compte à terme le mois du relèvement et qui se libère quelques mois plus tard).

Graphique 1. Taux du Livret A (nominal, en %)



Source : Banque de France.

Graphique 2. Collecte nette mensuelle (hors intérêts capitalisés)



Note : CVS (Corrigée des variations saisonnières).

Sources : Banque de France et Caisse des dépôts et consignations (CDC) ; calculs de l'auteur.

Au total, cette étude d'événements nous apprend que :

— les effets d'une variation du taux du Livret A sur les montants collectés sont probablement non linéaires ;

— des évènements autres que les modifications de taux d'intérêt sur le Livret A affectent les montants collectés. Euphorie boursière (durant l'année 2000), contexte de crise et d'incertitude (en 2009), relèvements des plafonds (en octobre 2012 et janvier 2013) etc. sont autant de facteurs qui affectent la collecte (ou décollecte) sur les Livrets A.

Cette étude d'événements s'avère décevante. Elle ne permet pas de tirer de conclusion quant à l'impact d'une baisse du taux du Livret A (de 50 points de base) sur les montants collectés. Elle présente toutefois l'avantage de fournir un « guide » utile pour spécifier un modèle économétrique : des variables de « contrôle » doivent être introduites pour capter l'impact d'un certain nombre d'événements autres que la variation du taux d'intérêt.

L'analyse économétrique

Les problèmes économétriques sont multiples, liés à la spécification du modèle, à la disponibilité des données ou encore à la difficulté de mesurer un phénomène tel que la « valeur-refuge » que constitue le Livret A (voir encadré).

Soulignons quelques points :

- (a) « Janvier 2009 » constitue vraisemblablement une rupture en matière de comportement relatif à l'épargne financière. « Rupture » pour les banques, puisque la distribution du Livret A devient généralisée à l'ensemble des établissements de crédit⁵, ce qui crée une concurrence entre ceux-ci afin d'attirer les épargnants sur le support que constitue le Livret A, quitte à leur proposer par la suite un autre support d'épargne. « Rupture » pour les épargnants (en tout cas pour la partie d'entre eux la plus aisée) puisqu'ils peuvent faire jouer davantage la concurrence entre les établissements bancaires.

D'un point de vue économétrique, cette rupture dans le comportement des banques et des épargnants signifie que les paramètres estimés sont instables dès lors que la période d'estimation englobe aussi les observations *avant* janvier 2009.

En résumé, notre préférence va pour un modèle estimé sur la période 2009-2013 même si, pour chaque variable, nous disposons d'un nombre plus limité d'observations (53 observations).

- (b) La fin des années 2000 constitue une période de « massification » des produits d'assurance-vie dans le portefeuille des ménages français. L'encours de l'assurance-vie détenu par les ménages français s'établissait ainsi à 1 561,7 milliards d'euros à la fin décembre 2012, soit environ 40 % de leur portefeuille (Tableau 3). Cette consécration de l'assurance-vie s'est faite en

5. Avant janvier 2009, seuls la Caisse d'Épargne, la Banque Postale et le Crédit Mutuel pouvaient distribuer le [Livret A](#).

partie au détriment des placements effectués directement sur les actions dont la part dans l'épargne financière des ménages n'est « que » de 25 % et de seulement 4 % si on ne considère que les actions cotées (tableau 3). D'un point de vue économétrique, cette évolution dans les placements des français explique vraisemblablement pourquoi le rendement des obligations d'État utilisé comme approximation du rendement – mensuel – de l'assurance-vie en euros est toujours significatif dans une modèle estimé sur la période plus récente (à partir de 2009/2010) alors qu'il ne l'est pas sur une période incorporant les années 2000. En d'autres termes, à partir de 2008/2009, l'assurance-vie notamment en supports « euros » devient un « concurrent » du Livret A⁶. L'essentiel des arbitrages « rendement/risque » semble porter entre Livret A et assurance-vie en supports « euros » (éventuellement, autres comptes sur livret) et, dans une moindre mesure entre Livret A et placements boursiers.

- (c) Le taux de chômage a un impact négatif sur la collecte des Livrets A. Dans nos estimations, il capte donc la contraction du pouvoir d'achat des ménages français (plutôt que l'incertitude que procure une dégradation de l'activité économique)⁷. Cependant, lorsque le modèle est estimé sur une période longue et inclut les années 2000, le taux de chômage n'est plus significatif.
- (d) Nos estimations ne permettent pas de capter la « valeur-refuge » que constitue le Livret A. Aucune variable introduite dans ce sens n'est significative (c'est le cas de la volatilité boursière) ou alors elle comporte le « mauvais » signe (c'est le cas du taux de chômage). Deux explications sont possibles : soit nos variables ne mesurent pas bien l'incertitude (et donc la « valeur-refuge » procurée par le Livret A), soit la « valeur-refuge » du Livret A est surestimée par l'imagination populaire. La concentration des encours sur un pourcentage de plus en plus restreint de ménages pourrait conforter la seconde hypothèse, les « gros déposants » se préoccupant davantage du rendement (quitte à prendre des risques) que les « petits déposants ».
- (e) Nos estimations ne corroborent pas l'hypothèse de « taxe inflationniste » sur la période récente. Dès que le modèle exclut les années 2000, le taux d'inflation n'est plus significatif. Plusieurs explications sont possibles :
 - soit la période est si « troublée » (chute de *Lehman Brothers*, crise de la dette dans la zone euro, reprise qui tarde à se faire sentir) que les ménages cherchent avant tout des placements sécurisés sans se préoccuper de la taxe inflationniste (on retrouve alors l'argument « valeur-refuge ») ;
 - soit l'inflation est déjà implicitement incorporée dans le taux d'intérêt du Livret A lequel est indexé par son mode de calcul – certes imparfaitement – sur l'inflation ;

6. Voir Buffandeau (2012, p.8), pour une évidence visuelle de l'arbitrage entre assurance-vie et Livret A. L'assurance-vie en supports « euros » représentent environ 85 % des produits d'assurance-vie (Goude, 2012). Elle est placée essentiellement en obligations d'Etat de la zone euro. L'assurance-vie en supports « unités de compte » (les 15 % restant) est plus risqué car placée essentiellement en actions, ce qui en fait un piètre substitut au Livret A.

7. Voir l'encadré pour les deux interprétations possibles de cette variable dans nos estimations.

— soit les ménages réalisent leur choix de portefeuille en comparant le rendement (net de la fiscalité) des différents actifs, auquel cas la taxe inflationniste ne joue pas sur le rendement relatif.

- (f) La fiscalité sur les produits d'épargne alternatifs au Livret A apparaît significative dans nos estimations. Une augmentation de la fiscalité, captée au travers du rendement net des obligations d'État, augmente les montants collectés sur les Livrets A.

Tableau 3. Placements financiers des ménages français au 31 décembre 2012

Encours en milliards d'euros et part dans les placements en %

	Encours	Part
Numéraire et dépôts	1 273,7	32,2
dont Dépôts à vue	279,2	7,1
dont Comptes sur livret	611,7	15,5
dont : — Livrets A et bleu	247,0	6,3
— Compte-épargne logement (CEL)	35,2	0,9
— Livrets de développement durable (LDD)	91,9	2,3
— Livrets d'épargne populaire	51,7	1,3
— Livrets jeune	7,0	0,2
— Livrets soumis à l'impôt	179,1	4,5
Titres de créances à court terme	1,1	0,03
Titres de créances à long terme	65,3	1,7
Actions et autres participations	1 000,2	25,3
dont Actions cotées	149,8	3,8
dont Actions non cotées et autres participations	552,5	14,0
dont Titres d'OPCVM	297,9	7,5
Provisions techniques d'assurance	1 561,7	39,5
Actifs nets résiduels	49,3	1,2
Total	3 951,3	100,0

Source : Bulletin de la Banque de France (juin 2013) ; calculs de l'auteur.

Quel impact d'une baisse du taux du Livret A de 50 points de base sur les montants collectés ?

L'estimation des montants collectés sur Livrets A sont reportés dans le Tableau 4. Le modèle a été estimé sur la période Janvier 2009-Mai 2013 et la variable expliquée est la collecte nette mensuelle sur les Livrets A (hors intérêts capitalisés).

Tableau 4. Collecte nette estimée pour 2013 et 2014

En milliards d'euros, hors intérêts capitalisés

	Réalisée			Estimée		Total 2014
	Janvier-Juin 2013	Juillet 2013*	Août- 2013**	Sept.-Déc. 2013**	Total 2013	
Collecte nette	15,15	0,866	0,87	-0,568	16,3	6,6
Scénario 1 : Baisse de 30 points de base du taux obligataire***	15,15	0,866	1,327	1,258	18,6	12,1
Scénario 2 : Hausse du chômage de 0,2 point de % ***	15,15	0,866	0,491	-2,085	14,4	2,0
Scénario 1 et 2 combinés : Baisse du taux obligataire et hausse du chômage ***	15,15	0,866	0,947	-0,259	16,7	11,1

Note : Modèle estimé sur la période 2009m01-2013m05. Les variables explicatives sont le taux du Livret A, le taux sur les obligations d'État (net de la fiscalité), le taux de chômage et des variables indicatrices.

* Sur la base d'un taux rémunérant le Livret A de 1,75 %, d'un taux sur les obligations d'État de 2,31 % et d'un taux de chômage de 10,9 % (soient les valeurs observées en juin 2013). La fiscalité sur les intérêts des obligations est supposée de 39,5 %.

** Le taux du Livret A passe à 1,25 % à partir d'août 2013 (le rendement net sur les obligations et le taux de chômage restent inchangés, sauf dans le scénario 1 et 2).

*** À partir d'août 2013.

Toute chose égale par ailleurs, c'est-à-dire à taux de chômage et à taux de rendement net des obligations inchangé), la baisse du taux de 50 points de base à compter du 1^{er} août devrait se traduire par une décollecte sur les Livrets A à partir de septembre⁸. La décollecte cumulée de septembre à décembre 2013 est assez faible (moins de 600 millions d'euros). La collecte totale sur l'année 2013 demeure importante, à 16,3 milliards d'euros. Mais cette collecte pour 2013 est imputable pour plus de la moitié aux montants collectés au cours du seul mois de janvier (8,21 milliards d'euros) après le 2nd relèvement du plafond du Livret A intervenu le 1^{er} janvier 2013. En 2014, l'effet « boosteur » de relèvement du plafond disparaîtrait, et la collecte sur les Livrets A devrait redescendre à 6,6 milliards (soit un peu moins du montant collecté en 2010, Tableau 5)⁹.

Le scénario 1 envisage une baisse de 30 points de base du taux sur les obligations d'État. Ce scénario est tout à fait vraisemblable sur les 12/18 prochains mois pour rendre compte de la baisse anticipée du rendement sur l'assurance-vie. Le scénario 2 envisage une hausse de 0,2 point de pourcentage du taux de chômage, un **scénario tout aussi vraisemblable** au même horizon. L'impact combiné des deux scénarii conduirait à une moindre décollecte sur la deuxième partie de l'année 2013 (« seulement » 259 millions d'euros), l'effet positif de la baisse du rendement de l'assurance-vie sur la collecte des Livrets A compensant

8. On n'assiste pas à une décollecte dès le mois d'août pour des raisons de saisonnalité, août étant traditionnellement un mois de collecte un peu supérieure à la moyenne.

9. À titre indicatif, de janvier à juillet 2010, le taux sur le Livret A est à 1,25 %, pour ensuite être augmenté de 50 points de base.

l'effet négatif de la hausse du chômage. Selon ce scénario combiné, la collecte sur les Livrets A serait de 16,7 milliards pour 2013 et 11,1 milliards pour 2014.

Tableau 5. Collecte annuelle sur les Livrets A (hors intérêts capitalisés) et encours annuel

En milliards d'euros

	2009	2010	2011	2012
Collecte annuelle	16,55	7,80	17,38	28,16
Encours	184,9	195,3	216,9	250,0

Source : Caisse des dépôts et consignations.

Que conclure ?

Bien évidemment, ces estimations sont à considérer avec prudence. Elles montrent cependant qu'à partir de 2014, il pourrait être difficile de collecter des montants sur les Livrets A d'un niveau comparable à ceux observés depuis 2011 (Tableau 5).

À très court terme, une moindre collecte sur les Livrets A ne devrait pas poser trop problème pour le financement du logement social, la CDC disposant d'un surplus de fonds d'épargne qui n'est pas encore alloué aux bailleurs sociaux. Pour autant, dès lors que le surplus du fonds d'épargne sera utilisé, le financement du logement social deviendra tributaire des montants collectés sur Livrets A. De façon à garantir des ressources stables pour le logement social, il faudra vraisemblablement réformer son mode de financement : en l'état actuel, nos estimations montrent que les belles années de collecte du Livret A sont derrière nous. Les années de disette en termes de collecte sur le Livret A auront un impact lourd en matière de financement du logement social, difficilement rattrapable.

Encadré. La spécification du modèle économétrique (mesure, disponibilité des données et stratégies d'estimation)

Concernant la variable expliquée, nous considérons soit :

— **la collecte nette mensuelle sur les livrets A (hors intérêts capitalisés)**, dont la série est fournie par la CDC. Cette variable est exprimée en milliards d'euros.

- Elle peut prendre des valeurs négatives (graphique 1), ce qui ne permet pas de la considérer sous forme logarithmique pour effectuer les régressions, sauf à réaliser une transformation.
- La série est stationnaire (elle ne possède pas de tendance). Elle a donc de bonnes propriétés statistiques pour donner lieu à des estimations non biaisées.
- Elle est sujette à une forte saisonnalité (e.g. collecte plus forte au mois de janvier du fait des versements d'étrennes), visible à l'œil nu (graphique 2). La série, du fait de valeurs négatives, ne peut être corrigée des variations saisonnières par les filtres (multiplicatifs) usuels. D'où la nécessité d'intégrer des variables indicatrices mensuelles pour « capter » cette saisonnalité.

- Cette variable n'est disponible que depuis janvier 2009. Elle peut toutefois être facilement rétropolée à partir de la série d'encours du Livret A.
- **la variation logarithmique de l'encours mensuel sur les Livrets A hors intérêts capitalisés.** En d'autres termes, la variable expliquée est **le taux de croissance des flux mensuels (hors intérêts) sur le Livret A.**
 - La série de l'encours du Livret A est fournie par la Banque de France. Avant 2009, nous avons estimé les intérêts pour lesquels nous ne disposons pas de données (estimation réalisée à partir des taux du Livret A et capitalisés sur données mensuelles). Notre estimation n'est toutefois pas parfaite puisque, normalement, les intérêts sont calculés par « quinzaine ».
 - La série d'encours n'est pas stationnaire (l'encours possède une tendance qui croît de manière stochastique au cours du temps, ce qui fait que sa probabilité de retourner à la moyenne est nulle et sa variance tend vers l'infini). L'encours (hors intérêts) peut donc être exprimé en taux de croissance (*i.e.* exprimé en logarithme puis transformé en « différence première ») avant d'effectuer un travail de régression.
 - La série d'encours peut être corrigée des variations saisonnières par les techniques usuelles.
 - Cette variable est disponible depuis mars 1993, ce qui permet de mener des estimations sur une période de temps plus longue. Toutefois, des estimations réalisées sur une période de temps longue ne sont pas forcément opportunes du fait de l'instabilité des coefficients estimés au cours du temps et de possibles « ruptures ». Cf. point (a) dans le corps du texte.

Concernant les variables explicatives, nous considérons :

- **le taux du Livret A**, fournie par la Banque de France. Cette variable est exprimée en pourcentage.
 - Cette variable a pour spécificité de progresser par palier (graphique 1). Pendant une période longue, elle peut n'enregistrer aucune variation d'un mois sur l'autre, ce qui la distingue des autres variables (à l'exception de la variable « fiscalité »). Cette différence dans la variance des séries peut se traduire par une difficulté à obtenir une bonne significativité du modèle, en général, et de la variable évoluant en palier, en particulier. Dans l'ensemble de nos estimations, le taux d'intérêt sur le Livret A (en niveau) apparaît très souvent comme un déterminant significatif (à 5 %, voire 1 %) des montants collectés sur les Livrets A ou du taux de croissance des flux sur Livrets A. Une augmentation (respectivement une baisse) du taux du Livret A se traduit par une augmentation (une baisse) des montants collectés sur les Livrets A.
 - La variation du taux du livret A (ce qui reviendrait à raisonner en variation de points de base) est très rarement significative.
 - Le taux d'intérêt du Livret A (en niveau) est stationnaire.
- **le taux sur les obligations d'État** de la France, fournie par l'OCDE. Cette variable est exprimée en pourcentage.
 - Cette variable est utilisée comme approximation du taux de rendement de l'assurance-vie pour lequel nous ne disposons pas de données mensuelles. Tout au plus, disposons-nous de rendements annuels (Buffandeau, 2012).
 - Cette variable nous semble plutôt satisfaisante puisque l'essentiel des fonds d'assurance-vie ont pour actifs sous-jacents des obligations d'Etat de la zone euro. Le taux des obligations françaises capte un taux de rendement « moyen », de même que les tensions (crise de la dette) qui peuvent survenir au sein de la zone euro. Cf. point (b) dans le corps du texte.
- **le taux de croissance de l'indice CAC 40**, dont l'indice est fourni par DataInsight. Cette variable est exprimée en pourcentage.
 - L'indice CAC 40 est désaisonnalisé, puis exprimé en logarithme. Le taux de croissance est calculé soit par rapport au mois précédent (différence 1^{ère}, annualisée), soit par rapport au même mois de l'année précédente (différence 12^e). Dans les faits, nos estimations montrent que l'évolution du CAC 40

- mesurée en différence 12^e est plus souvent significative que celle mesurée en différence 1^{re}.
- Lorsque la période d'estimation n'englobe pas les observations *avant* janvier 2009, la significativité du taux de croissance de l'indice CAC 40 n'est pas systématique. Pour cette raison, les estimations reportées dans le tableau 4 ne reposent pas sur un modèle incorporant cette variable même si l'influence du taux de croissance de l'indice CAC 40 pourrait être « palpable » dans certains *scenarii*.
- **la volatilité de l'indice CAC 40**, fournie et calculée par Datastream.
- Cette variable est introduite dans nos estimations en vue de capter l'incertitude présente dans l'économie, laquelle doit inciter les ménages à privilégier le placement sûr que constitue le Livret A, lui conférant ainsi un statut de « valeur-refuge ». Dans les faits, nos estimations montrent que cette variable de volatilité est rarement significative. Voir aussi le point (d) dans le corps du texte.
- **le taux d'inflation**, fourni par l'INSEE. Exprimé en pourcentage.
- Cette variable est considérée en glissement annuel ou mesurée par rapport au mois précédent (et annualisée).
 - Elle est introduite dans nos estimations afin de capter « la taxe inflationniste », l'idée étant que les agents ne sont pas soumis à l'illusion nominale mais prennent leurs décisions en fonction du rendement réel de l'actif (*i.e.* ce qu'il procure en termes de pouvoir d'achat).
 - Dans nos estimations, l'impact de l'inflation, et sa significativité, sur les montants collectés dépend de la période d'estimation et, en l'occurrence, si elle incorpore ou non les années 2000. Voir aussi le point (e) dans le corps du texte.
- **le taux de chômage**, fourni par l'INSEE. Exprimé en pourcentage.
- Cette variable a deux interprétations possibles. Elle peut constituer une autre façon de capter l'incertitude présente dans l'économie, une augmentation du chômage augurant d'une dégradation de l'activité et incitant les agents à préférer les placements sécurisés de type Livret A (d'où une relation positive entre montants collectés sur les Livrets A et taux de chômage). Mais, une hausse du chômage constitue aussi une perte du pouvoir d'épargne pour les ménages pris dans leur ensemble (d'où une relation négative entre montants collectés sur les Livrets A et taux de chômage).
 - Dans nos estimations, l'impact du chômage (son signe et sa significativité) sur les montants collectés dépend de la période d'estimation et, en l'occurrence, si elle incorpore ou non les années 2000. Voir aussi le point (c) dans le corps du texte.
 - L'évolution du PIB aurait pu constituer une mesure alternative au taux de chômage. Mais cette variable n'est pas disponible en fréquence mensuelle et n'a donc pu être utilisée. Le revenu des ménages n'a pas été considéré pour la même raison.
- **le taux de taxation** sur les placements alternatifs, fourni par Tourdjman (2012). Exprimé en pourcentage.
- Ce taux est disponible depuis 2000 pour chacun des placements alternatifs dont la liste figure dans le tableau 3. Ce taux consiste en la somme du prélèvement libératoire forfaitaire et des prélèvements sociaux. Ce taux n'est disponible qu'en fréquence annuelle, d'où une progression « en palier ».
 - Ce taux est soustrait au rendement brut des obligations d'Etat pour obtenir un rendement net de la fiscalité.
- **des variables indicatrices (*dummies*)**, prenant les valeurs (0, 1).
- Elles sont de plusieurs types. Elles peuvent être mensuelles, pour capter les variations saisonnières si nécessaires. Les autres variables indicatrices visent à capter l'impact de la généralisation du Livret A (en janvier 2009), le 1^{er} relèvement du plafond du Livret A (en octobre 2012) et celui du 2nd relèvement (en janvier 2013).

Le modèle est estimé par les MCO (Moindres carrés ordinaires). Les estimations peuvent comporter de l'autocorrélation dans les résidus. C'est le plus souvent le cas lorsque la variable expliquée est le taux de croissance des flux mensuels sur le Livret A. Les estimations sont alors corrigées en conséquence. Plus généralement, les estimations qui cherchent à expliquer le taux de croissance des flux mensuels ont un pouvoir prédictif plus faible des montants collectés observés. Par définition, la saisonnalité a été supprimée et la prédiction est moins bonne. Par opposition, lorsque la variable expliquée est la collecte nette mensuelle sur les Livrets A, le modèle reproduit plutôt bien l'évolution des derniers montants de collecte nette mensuelle observés (validation *cross-section*). Notre préférence va clairement pour un modèle dont la variable expliquée est la collecte nette mensuelle sur les Livrets A.

Bibliographie

- Buffandeau E., 2012, Révision des prévisions d'activité 2012-2017 : un risque d'effondrement des placements financiers en 2012-2013, *Flash – Études, Veille & prospective de la BPCE*, 185, Octobre 2012.
- Goude M., 2012, Placements financiers des ménages à août 2012 : des excédents en fort retrait malgré la montée en puissance des produits bancaires et défiscalisés, *Flash – Études, Veille & prospective de la BPCE*, 190, novembre.
- Le Bayon S., 2013, Logement social : peut mieux faire, *Blog de l'OFCE*, 4305, Juillet.
- Levasseur S., 2011, Cherté du logement : le logement social est-il la bonne solution ?, *Note du blog de l'OFCE*, 4, octobre.
- Madec P., 2013, Le Livret A noyé sous les critiques, *Blog de l'OFCE*, 4241, Juillet.
- Tourdjman A. (2012), La fiscalité des revenus des placements financiers : état des lieux et nouveaux enjeux, *Flash – Études, Veille & prospective de la BPCE*, 189, Octobre.