

Livret A : un placement sans intérêt ?

par [Céline Antonin](#)

Alors que les Caisses d'épargne célèbrent en 2018 le bicentenaire de leur création, [le gouvernement a décidé de modifier la méthode de calcul du taux de rémunération du livret A](#). Cette mesure concerne un grand nombre d'épargnants : en effet, malgré un taux de détention en baisse[\[1\]](#) en 2016, essentiellement lié à l'application de la loi Eckert[\[2\]](#), le livret A reste populaire et son encours atteint le record historique de 249 milliards d'euros en février 2018. Ce n'est certes pas la première modification de cet ordre : ne serait-ce qu'au début des années 2000, le mode de calcul du taux de rémunération a été modifié à trois reprises[\[3\]](#). Le projet de réforme présenté le 19 avril 2018 est clairement défavorable aux détenteurs du livret A. Il traduit notamment la volonté de détourner les ménages de l'épargne défiscalisée et de les inciter à investir dans des placements de long-terme dédiés à l'investissement productif ; en cela, il est cohérent avec la réforme de la fiscalité du capital et l'instauration d'une *flat tax* à 30 %.

Quel changement par rapport au mode de calcul antérieur ?

[Selon l'arrêté de novembre 2016](#), le taux de rémunération du livret A est égal au chiffre le plus élevé entre :

1. a) la moyenne arithmétique entre la moyenne semestrielle de l'EONIA[\[4\]](#) (*Euro Overnight Index Average*) et l'inflation en France mesurée par la moyenne semestrielle de la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice des prix à la consommation hors tabac de l'ensemble des ménages ;
2. b) l'inflation mentionnée au a), majorée d'un quart de

point sauf si l'écart entre le taux monétaire et l'inflation mentionnés au a) est supérieur à un quart de point.

À partir de 2020, la réforme proposée par le gouvernement est la suivante : le taux du livret A sera égal à la moyenne semestrielle du taux d'inflation hors tabac et des taux interbancaires à court terme (EONIA), arrondie à 0,1 point le plus proche. Par ailleurs, un taux plancher de 0,5 % est instauré. Dans l'intervalle, entre novembre 2017 et le 31 janvier 2020, le taux du livret A sera maintenu à 0,75 %.

Les raisons qui motivent cette décision

Le premier argument mis en exergue pour motiver ce changement de calcul est le creusement problématique de l'écart de taux entre d'une part les taux courts négatifs liés à la politique monétaire expansionniste de la BCE, et d'autre part une inflation restée positive. Le creusement de cet écart rend la rémunération du livret A plus coûteuse pour la Caisse des dépôts et consignations et pour les banques, alors même que les taux à court terme sont négatifs.

Par ailleurs, les encours collectés par les banques sont centralisés par la Caisse des dépôts afin de servir au financement du logement social. Or, la nécessité de maintenir un niveau de rémunération plus élevé pour les épargnants que le taux à court terme renchérit le coût de financement du secteur du logement social. Ainsi, le gouvernement avance que les charges financières du secteur du logement social devraient être réduites de 675 millions d'euros par an grâce à la réforme.

Une autre volonté affichée par le gouvernement est d'inciter les épargnants à délaisser les livrets défiscalisés et à diriger leurs économies vers l'investissement productif. Notons que si la baisse des taux incite les épargnants à se détourner du livret A, cela déplace le problème vers la

question du financement du logement social ([Levasseur, 2013](#)).

Mauvaise nouvelle pour le détenteur du livret A

Par rapport à la situation actuelle, la réforme de 2020 est défavorable aux détenteurs d'un livret A. Elle entraîne en effet la disparition de la garantie de rémunération supérieure à l'inflation. Comme le montre le tableau, le mode de calcul est plus avantageux sous le régime actuel dans tous les cas, sauf lorsque l'inflation est inférieure aux taux courts minorés d'un quart de point, auquel cas la réforme ne change rien.

Tableau. Comparaison des taux théoriques du livret A avant/après réforme de 2020

	Avant 2020	Après 2020
Inflation < EONIA - 0,25 pt	(inflation+EONIA)/2	(inflation+EONIA)/2
EONIA - 0,25 pt < inflation < EONIA + 0,25 pt	inflation +0,25	(inflation+EONIA)/2
Inflation > EONIA + 0,25 pt	inflation	(inflation+EONIA)/2

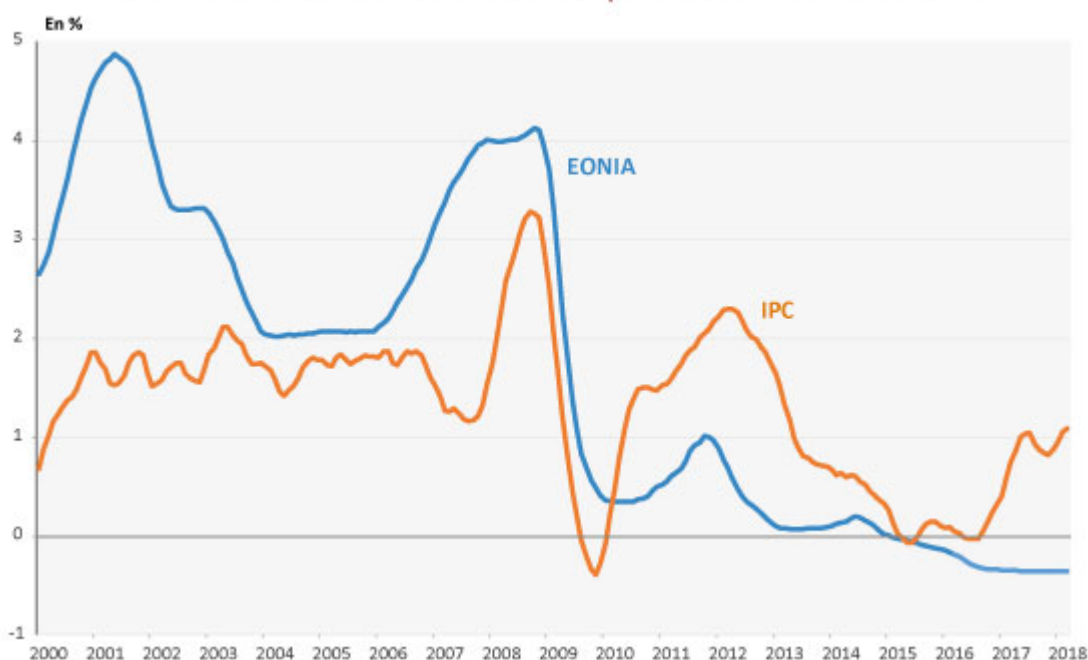
Note : En jaune figure la formule de calcul la plus avantageuse pour l'épargnant.
Source : calculs de l'auteur.

Or, depuis 2010, l'inflation est systématiquement supérieure ou égale au niveau des taux courts (graphique 1). Par conséquent, si le mode de calcul avait été celui proposé par cette réforme, les épargnants auraient été désavantagés depuis 2010. Par exemple, en mars 2018, avec une moyenne semestrielle des taux EONIA de -0,35 % et une moyenne semestrielle du taux de variation sur douze mois de l'IPC hors tabac à 1,09 %, le taux moyen de rémunération serait de 0,37 %, soit 0,4 %. L'instauration d'un taux plancher permettrait de porter ce taux à 0,5 %, mais le taux serait néanmoins deux fois plus faible que si l'on applique le mode de calcul actuel (1 % en l'occurrence). Ainsi, sur l'année 2017, le taux de rendement du livret A, hors mouvements de dépôts ou de retrait, est de 0,8 % avec la formule de calcul théorique actuelle ; il aurait été de 0,5 % avec la formule de calcul applicable à partir de 2020. Sur longue période (2010-2017), le taux de rendement aurait été de 7,9 % avec la formule actuelle, contre 5,9 % après réforme.

Le graphique 2 permet de comparer comment le taux de

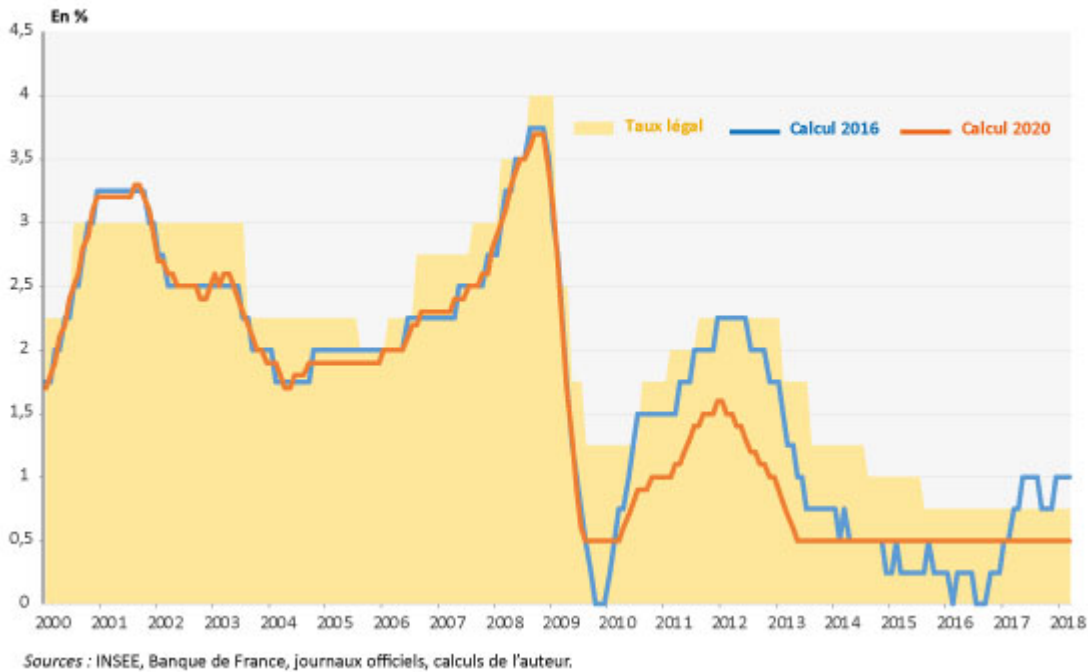
rémunération du livret A aurait évolué historiquement si la réforme de 2020 avait été mise en place dès 2000. Ainsi, on compare le taux théorique que l'on obtiendrait en appliquant le calcul avec la législation actuelle au taux théorique que l'on obtiendrait en appliquant les modalités de la réforme. Sur la période 2000-2009, les taux courts étant plus élevés que l'inflation, la réforme n'aurait pas eu d'impact. En revanche, entre 2010 et 2014, la réforme prévue aurait conduit à un taux de rémunération plus faible. En 2015 et 2016, période d'inflation très faible, l'instauration d'un taux plancher aurait permis d'éviter que le taux du livret A ne tombe en dessous de 0,5 %, et se serait révélé donc plus favorable que le calcul actuel. Par contre, dès que le spectre de la déflation s'éloigne, en 2017, le taux post-réforme redevient désavantageux pour l'épargnant.

Graphique 1. Moyenne semestrielle de l'EONIA et moyenne semestrielle de la variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation hors tabac



Sources : INSEE, Banque de France, calculs de l'auteur.

Graphique 2. Taux légal du livret A, taux théoriques avant et après réforme de 2020



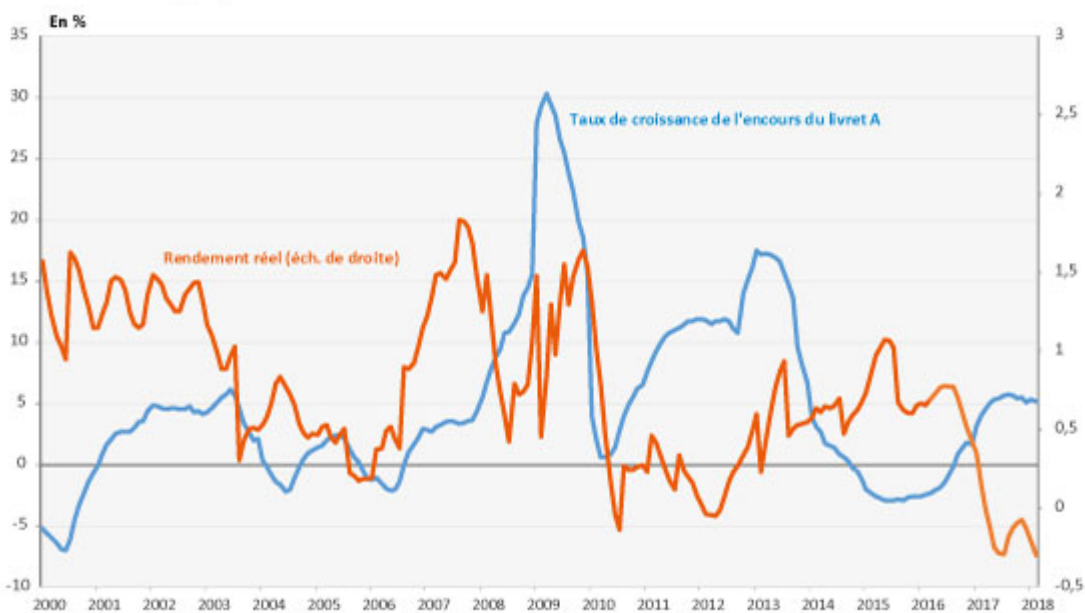
Notons également que jusqu'à présent, la formule théorique de calcul des taux a servi de point de départ à la fixation du taux légal, mais que le législateur s'en est quasi systématiquement écarté, dans un sens toujours plus favorable aux épargnants. Cela a notamment permis de ne jamais avoir un taux inférieur à 0,75 %, point bas historique.

Au total, la réforme prévue pour 2020 est désavantageuse pour l'épargnant :

- Le fait de geler à 0,75 % le taux du livret A jusqu'en janvier 2020, alors que nous prévoyons une progression de l'IPC de 1,1 % en 2018 et de 1,5 % en 2019, va entraîner un rendement réel négatif pour l'épargnant pendant cette période de transition, car la remontée des taux courts devrait être lente ;
- Par ailleurs, avec la suppression de la référence aux taux d'inflation comme taux plancher après la réforme de 2020, le rendement réel de l'épargne pourrait rester négatif si les taux courts sont inférieurs au taux d'inflation ;

- Si le gouvernement souhaite appliquer à la lettre la formule théorique de calcul du taux de livret A, cela devrait également être défavorable aux épargnants, qui bénéficieraient jusqu'à présent d'un coup de pouce lié à un taux toujours plus favorable que la stricte formule de calcul. Seule l'instauration d'un taux plancher permettra d'éviter que le taux de rémunération du livret A ne tombe en dessous de 0,5 %. Cependant, comme le montre le graphique 1, il est très rare que l'inflation soit durablement aussi faible en dehors de périodes exceptionnelles. L'idée est donc de détourner les épargnants du livret A et de rendre d'autres types de placements plus attractifs, aidés en cela par la mise en place de la *flat tax* à 30 %[\[5\]](#). Pour l'instant, l'annonce du maintien du taux au niveau historiquement bas de 0,75 % en novembre 2017 n'a pas empêché l'encours du livret A de progresser mensuellement de 5 % en glissement annuel (graphique 3), pour atteindre le record historique de 249 milliards d'euros en février 2018.

Graphique 3. Rendement réel et taux de croissance de l'encours du livret A



Sources : Banque de France, INSEE, calculs de l'auteur

Etant donné la forte concentration de l'épargne défiscalisée, une potentielle substitution dépendra essentiellement du

comportement des « gros déposants » dont les dépôts sur le livret A sont proches des plafonds (supérieurs à 19 125 euros) et qui représentent près de la moitié des encours du livret A en 2016. Or, ces « gros déposants » étant les plus sensibles aux variations du taux de l'épargne réglementée (Levasseur, 2013), le réajustement pourrait s'avérer brutal.

[1] Le taux de détention d'un livret A par les personnes physiques est passé de 91,7 % en 2015 à 83,4 % en 2016 (Rapport annuel pour 2016 de l'Observatoire de l'épargne réglementée).

[2] La loi Eckert oblige depuis le 1^{er} janvier 2016 les banques à recenser les comptes bancaires inactifs et à les transférer à la Caisse des dépôts et consignations au bout d'un certain délai.

[3] Le texte de référence pour le calcul des taux est le règlement du Comité de la réglementation bancaire n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit.

[4] L'EONIA désigne le taux de référence moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour.

[5] Voir [Aparisi de Lannoy et Madec, Fiscalité du capital mobilier, quel impact du prélèvement forfaitaire unique?, 2017, Policy brief, OFCE.](#)

Collecte sur Livrets A : ô les beaux jours sont finis ...

par [Sandrine Levasseur](#)

A 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 – en fournissant une évaluation quantifiée – n'est pas chose facile car l'impact dépend d'un grand nombre de facteurs dont certains sont difficiles à mesurer (e.g. la « valeur-refuge » que constitue le Livret A) ou difficile à anticiper (e.g. la politique plus ou moins agressive menée par les banques pour favoriser leur propre support d'épargne). Pour autant, ces difficultés ne doivent pas nous priver d'une évaluation dont les enjeux sont importants pour le [financement du logement social](#), les banques et les deniers de l'Etat.

La dernière [note de l'OFCE](#) (n°30, 30 juillet 2013) propose une évaluation quantifiée de l'impact d'une baisse du taux d'intérêt rémunérateur du Livret A (le taux passe de 1,75 % à 1,25 % à compter du 1^{er} août 2013) sur les montants collectés. Si la prudence s'impose tant l'exercice de quantification a ses limites, celui-ci nous montre cependant que les beaux jours en matière de collecte sur les Livrets A sont vraisemblablement derrière nous. Certes, les montants recueillis sur l'année 2013 resteront à un niveau très élevé, entre 14,5 et 18,5 milliards d'euros (hors intérêts capitalisés). Mais ils sont imputables pour moitié aux montants collectés au cours du mois de Janvier (8,21 milliards d'euros) après le relèvement du plafond du Livret A intervenu le 1^{er} janvier 2013. En 2014, l'effet « boosteur » de relèvement du plafond disparaîtra, et la collecte sur les Livrets A devrait chuter dans un contexte de rémunération plus faible du Livret A.

Selon nos estimations, pour que les montants collectés restent aux alentours des 16 milliards d'euros en 2014, il faudrait soit que le taux de chômage retombe sous la barre des 10,5 % de façon à redonner du pouvoir d'épargne aux ménages, soit que le rendement sur l'assurance-vie (net de la fiscalité) baisse à 1 % de façon à réorienter l'épargne disponible vers le Livret A[1]. Alternativement, il faudrait que la Bourse chute. Or, à l'heure actuelle, il n'y a pas vraiment de raison d'anticiper une baisse du chômage en France. Le rendement des produits d'assurance-vie est, certes, orienté à la baisse pour l'année à venir. Mais cette baisse viendrait seulement amoindrir le différentiel de rendement qui apparaîtra entre les deux produits d'épargne (assez fortement substituables) suite à la baisse du taux du Livret A à partir du 1^{er} août. La Bourse, fortement malmenée depuis le début de la crise, est cependant engagée dans une perspective haussière depuis un an, tendance qui *a priori* devrait se poursuivre. Evidemment, le scénario du pire ou du mieux – tout dépend le point de vue adopté – ne peut être exclu : la Bourse peut s'effondrer mais alors le chômage risque d'augmenter et les actifs sous-jacents de l'assurance-vie risquent de baisser car cela signifiera soit qu'il y a une nouvelle crise dans la zone euro, soit que la sortie de crise est beaucoup plus difficile que prévue.

L'un dans l'autre, on le voit, des perspectives de collectes sur les Livrets A du niveau de celles observées lors des précédentes années sont plutôt obscurcies[2]. A très court terme, une moindre collecte sur les Livrets A ne devrait pas poser de problème pour le financement du logement social, la Caisse des dépôts et Consignations (CDC) disposant d'un surplus de fonds d'épargne qui n'est pas encore alloué aux bailleurs sociaux[3]. Pour autant, dès lors que le surplus du fond d'épargne sera utilisé, le financement du logement social deviendra tributaire des montants collectés sur Livrets A. Une moindre collecte sur les Livrets A se traduirait alors par l'incapacité de construire des logements sociaux. Si ce scénario du pire venait à se réaliser, on ne pourra pas faire

l'économie – dans les deux à trois ans à venir – d'une réforme du mode de financement du logement social de façon à le rendre moins dépend de la collecte sur les Livrets A.

[1] La modification du système de prélèvement libératoire forfaitaire (PLF), à compter de 2013, rend cependant difficile une évaluation du rendement de l'assurance-vie, et des autres produits financiers, net de toute imposition. En effet, les revenus financiers (intérêts, dividendes, plus-values mobilières, etc.) supérieurs à 2 000 € par an seront soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu du ménage.

[2] La collecte sur Livrets A (hors intérêts) a atteint 17,38 milliards en 2011 et 28,16 milliards en 2012. Comparativement, l'année 2010 a été une année de piètre collecte, avec à peine 7,8 milliards d'euros.

[3] 65 % des sommes déposées sur les Livrets A servent, en effet, à alimenter le fond d'épargne dans lequel la CDC puise pour financer les logements sociaux ([Levasseur, 2011](#)). C'est d'ailleurs une partie ([30 milliards d'euros](#)) de ce surplus d'épargne non utilisé pour financer le logement social qui a été « rétrocédé » momentanément aux banques. Le décret, entré en application le 31 Juillet 2013, prévoit que dès que les prêts de la CDC aux bailleurs sociaux atteindront un certain niveau, les banques devront reverser ces 30 milliards au fond d'épargne.

Logement social : peut mieux

faire

Par Sabine Le Bayon

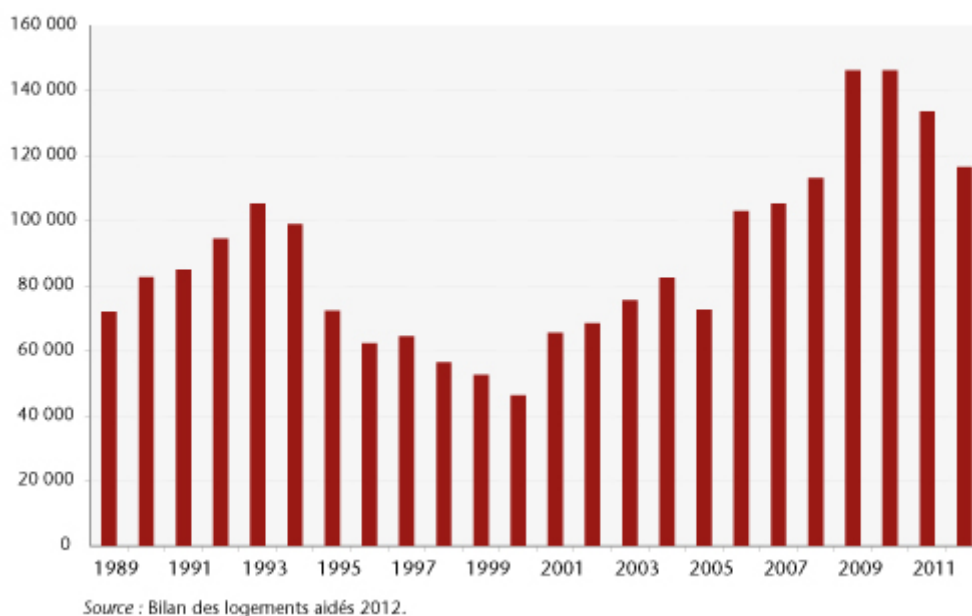
Les organismes HLM et l'Etat ont signé le 8 juillet dernier [un pacte](#) pour assurer la mise en œuvre des objectifs de construction de logements sociaux. Lors de la campagne électorale de 2012, François Hollande avait fait de la question du logement l'une de ses priorités et visait la construction de 500 000 logements par an, dont 150 000 logements sociaux. Depuis son élection, plusieurs mesures ont été prises dans ce sens. Concernant le logement social, il s'agit essentiellement de la [mobilisation du foncier public](#), de la hausse du plafond du livret A, du renforcement de la loi SRU de 2000, de la fin du prélèvement sur le potentiel financier des bailleurs sociaux et de l'accord avec Action logement (ex-1% logement) pour augmenter sa participation à l'effort de construction de logements sociaux. Dans le cadre du pacte du 8 juillet, l'Etat a aussi rappelé la baisse prévue du taux de TVA sur la construction sociale de 7 à 5 % dès 2014 tandis que les organismes HLM se sont engagés à construire 120 000 logements sociaux par an [\[1\]](#) d'ici 2015 et à mutualiser une partie de leurs fonds (280 millions d'euros) pour soutenir les organismes les plus sollicités. L'objectif de 150 000 logements sociaux financés ne sera donc pas atteint dès 2013 [\[2\]](#), comme l'avait déjà reconnu en mai dernier la Ministre de l'Egalité des territoires et du Logement, Cécile Duflot. En effet, dans un contexte budgétaire tendu, l'objectif du gouvernement relève de la quadrature du cercle. Certes les mesures prises par le gouvernement ne sont pas neutres pour les finances publiques : la réduction du taux de TVA représente un manque à gagner et la hausse du nombre de prêts accordés par la Caisse des dépôts va entraîner une augmentation des avantages de taux, à la charge de l'Etat. Il n'en reste pas moins que les aides directes de l'Etat ne sont pas à la hauteur de l'enjeu et qu'il apparaît paradoxal de

renforcer les contraintes de construction de logements sociaux pour les communes sans y consacrer les ressources nécessaires et en laissant aux autres acteurs du secteur le soin de boucler les opérations de financement.

Un objectif ambitieux au regard de la construction récente

L'objectif gouvernemental paraît bien ambitieux au regard de la construction sociale de ces dernières années (graphique). En 2012, alors que 120 000 logements sociaux devaient être financés, seuls 102 000 l'ont été effectivement (hors logements issus de la rénovation urbaine dits logements « ANRU » [3], soit le champ couvert par l'objectif gouvernemental). Pour mémoire, un pic avait été atteint en 2010 avec le financement de 146 000 logements sociaux (131 500 hors ANRU), dans le cadre du plan de relance, soit déjà un niveau important au regard de la moyenne des années 2000 (87 500).

Graphique. Nombre de logements sociaux financés (y compris ANRU)



Des contraintes réglementaires accrues

Dans le cadre de la [loi du 18 janvier 2013 relative à la mobilisation du foncier public en faveur du logement et au renforcement des obligations de production de logement social](#),

la pression sur les collectivités locales est renforcée, avec la révision de l'article 55 de la loi Solidarité et renouvellement urbain (SRU). Alors que jusqu'à présent les objectifs en termes de logements sociaux devaient être atteints en 2020, le gouvernement a repoussé cette échéance à 2025 en même temps qu'il augmentait les objectifs. Dorénavant :

- – le taux de logements sociaux à atteindre passe de 20 à 25 % [\[4\]](#). Seules les communes en décroissance démographique ou pour lesquelles ne se justifie pas d'effort de construction supplémentaire conserveront un objectif de 20 %;
- – l'obligation des 20 % est élargie à un certain nombre de communes, hors périmètre SRU jusque-là, et qui sont en forte progression démographique.

Selon les [évaluations gouvernementales](#), le nombre de communes ne respectant pas les taux de logements sociaux à atteindre passerait de 980 à 1086 avec l'entrée en vigueur de la loi.

La loi prévoit aussi de renforcer le prélèvement versé par les communes ne respectant pas le taux de logements sociaux prévu [\[5\]](#). Enfin, les intercommunalités ou agglomérations ne pourront plus reverser une partie des pénalités aux communes prélevées, ce qui permettait précédemment de contourner la loi. Désormais, les prélèvements seront versés aux agglomérations bénéficiant de la délégation des aides à la pierre ou à un établissement public foncier, pour l'achat de foncier en vue de la réalisation de logements sociaux. Le gouvernement prévoit que le prélèvement qui s'élevait à 24 millions d'euros en 2012 pourrait atteindre 63 millions en 2014, du fait de la majoration prévue. Mais son niveau resterait relativement faible, du fait des diverses exemptions prévues et de la possibilité de déduire les montants dépensés pour la réalisation de logement sociaux [\[6\]](#).

Le faible montant prélevé est aussi dû au fait que de plus en

plus de communes respectent leurs engagements triennaux (63 % entre 2008 et 2010, contre 49 % entre 2002 et 2004). Au final, durant la dernière période triennale (2008-2010), 43 000 logements sociaux par an ont été financés dans les communes soumises à la loi SRU, soit environ 38 % du total des logements sociaux financés en France. Pour répondre aux objectifs de la nouvelle loi, l'effort de construction demandé aux communes à court terme va augmenter. En effet, sur la période 2014-2016, il leur faudra réaliser 25 % des logements sociaux manquants pour atteindre 25 % de logements sociaux. Le gouvernement estime que la construction de logements sociaux dans ces communes devrait atteindre 187 000 sur la période 2014-2016, soit 62 000 par an. La loi va donc nettement accroître la pression sur les communes à partir de 2014.

Une action sur les coûts de production

Face à l'explosion des coûts de production (+85 % entre 2000 et 2011)[\[7\]](#), plusieurs mesures ont été prises. Parmi celles-ci, figure l'autre grand volet de la loi du 18 janvier dernier sur la cession de terrains publics aux collectivités territoriales et EPCI[\[8\]](#). La décote autorisée peut désormais aller jusqu'à 100 % de la valeur vénale dans les zones les plus tendues si les terrains sont affectés à la construction de logements locatifs très sociaux (contre seulement 35 % précédemment). Le taux de décote est d'autant plus important que le territoire est « tendu » et que le programme intègre des logements très sociaux. Le coût pour l'Etat pourrait atteindre au maximum 370 millions d'euros sur 5 ans selon les [évaluations du gouvernement](#). Le foncier représentant environ 20 % du prix de revient d'un logement social, l'impact pour les organismes HLM sera non négligeable, même en tenant compte du coût de viabilisation de ces terrains, mais il ne sera pas visible avant plusieurs trimestres voire plusieurs années ([Caisse des Dépôts, 2012](#)). Selon une première évaluation du Ministère, environ 900 sites, couvrant 2000 hectares, seraient disponibles, ce qui permettrait la construction de 110 000

logements d'ici 5 ans (dont la moitié pourrait être du logement social), soit près de 7 % de l'objectif du gouvernement sur 5 ans en matière de logements sociaux. Cependant, plusieurs réserves doivent être apportées aux ambitions gouvernementales. D'une part, le programme précédent (2008-2012) n'a vu la réalisation que de 60 % des objectifs fixés. D'autre part, les négociations de cession prennent du temps. Depuis l'entrée en vigueur de la loi, peu de cessions ont ainsi été réalisées.

Par ailleurs, pour limiter la hausse des coûts, le taux de TVA pour la construction et la réhabilitation de logements sociaux, qui devait augmenter pour atteindre 10 % en 2014 (après 5,5 % en 2011), sera finalement réduit à 5 % à compter du 1^{er} janvier 2014. Le gain pour les bailleurs sociaux est estimé à 800 millions par rapport à un taux à 10 % ([Caisse des Dépôts, 2013](#)). Il devrait nettement alléger la facture pour les organismes HLM, puisque la baisse s'appliquera pour les logements livrés à partir de 2014, c'est-à-dire ayant reçu des agréments à partir de 2011 ou 2012, étant donné les délais de construction.

Outre l'accent mis sur les coûts de production, le financement des logements sociaux serait facilité grâce à l'augmentation du plafond du livret A et à une mobilisation plus importante des subventions des employeurs.

Un accent mis sur le livret A et les subventions patronales

Une des spécificités du modèle français de financement du logement social repose sur le non recours aux marchés financiers. Les organismes HLM ne se financent pas sur les marchés obligataires mais contractent des prêts auprès de la Caisse des dépôts et consignation (CDC) sur des horizons de long terme (30 à 50 ans) et à des taux préférentiels ([Hoorens, 2013](#)). Les prêts sont assis sur une partie de l'épargne déposée par les ménages sur leurs livrets A. *In fine* environ 52 % des sommes déposées sur les livrets A sont effectivement

disponibles pour financer des HLM[9] ([Levasseur, 2011](#)). Pour gonfler ces liquidités et donc faciliter le financement du logement social, le plafond du livret A a été relevé en octobre 2012 puis en janvier 2013, pour atteindre 22 950€, soit 50 % de plus que début 2012. Ceci s'est traduit par une collecte record (8,2 milliards en janvier 2013, contre 2,3 milliards en moyenne chaque mois en 2012) et la baisse récente du taux rémunérateur (de 2,25 % à 1,75% en février 2013) n'a pas eu pour le moment de répercussions négatives. Pour le moment, la liquidité semble plus que suffisante pour couvrir les besoins de financement.

Enfin, il faut rappeler qu'en plus des 73 % de prêts de la Caisse des dépôts en 2012, le reste du financement du logement social provient de subventions de l'Etat (3 %), des collectivités locales (8 %) et des employeurs[10] (3 %), ainsi que des fonds propres des bailleurs sociaux (12 %)(tableau). Cette répartition reflète un désengagement progressif de l'Etat durant les années 2000 en termes d'aide par unité produite. La subvention (directe) du gouvernement par unité a ainsi baissé de 54 % entre 2000 et 2011 pour un logement social moyen, pour s'établir à 2500 euros en 2011. Cependant, le gouvernement en a financé davantage, l'enveloppe globale ayant été multipliée par trois entre 2000 et 2009 avant de baisser ces dernières années. Simultanément, on a observé une montée en puissance des subventions des collectivités locales (9 700 euros en 2011, soit une hausse de 170 % par rapport à 2000) tandis que les bailleurs ont dû accroître leur financement sur fonds propres (+375 %, à 19 000 euros). Il faut tout de même souligner qu'en complément de ces subventions directes, les organismes HLM bénéficient d'avantages de taux sur les prêts et d'avantages fiscaux (TVA réduite et exonération de taxe foncière pendant 25 ans)[11].

Malgré les mesures gouvernementales, l'objectif de 150 000 logements sociaux financés en 2013 paraît difficile à atteindre. Le nombre de financements devrait être proche de

celui de 2012, c'est-à-dire légèrement supérieur à 100 000. Plusieurs raisons expliquent pourquoi l'objectif est hors de portée dès 2013. D'une part, la difficulté de mobiliser rapidement du foncier, notamment en zones tendues, allonge les délais pour monter des opérations de logement social. Ensuite, pour boucler le financement d'un logement social, ce sont tous les acteurs qui doivent être mobilisés. Or, l'accord entre l'Etat et Action logement est intervenu tardivement et le déblocage des aides d'Action logement nécessite du temps. De plus, les collectivités locales, qui fournissent une part croissante des subventions, sont aussi soumises à un contexte budgétaire tendu qui limite leurs moyens d'action.

Pour financer les 150 000 logements sociaux souhaités par le gouvernement, ce sont en effet environ 19,2 milliards d'euros qui doivent être mobilisés, soit 6 milliards de plus qu'en 2012 (tableau), en se basant sur le prix moyen d'un logement social en 2012. Ce dernier était en effet de 128 000 euros, soit moins que le coût d'un logement social « ordinaire » (compris entre 130 000 et 140 000 euros), du fait de la prise en compte dans nos calculs du prix d'un logement en foyer ou en résidence sociale et étudiante. Les logements « ordinaires » ne représentent en effet qu'un peu plus de 70% du total des logements sociaux financés. En conservant la répartition du financement de 2012 entre les différents acteurs, cela signifie 4,4 milliards de prêts supplémentaires de la CDC. Il faut donc que la CDC prête au total 14 milliards, ce qui paraît possible au regard des montants collectés sur les livrets A en 2012 et sur la première moitié de l'année 2013 et des fonds excédentaires dont la CDC dispose. Mais au-delà de ces prêts, il faut aussi que les autres financements soient suffisants. Or, il reste 1,6 milliard à répartir entre les autres financeurs. La contribution de l'Etat devrait peu varier (500 millions prévus dans la loi de finances pour 2013, contre 430 millions dépensés en 2012), avec une poursuite de la baisse de la subvention par logement. En revanche, Action logement sera

davantage mise à contribution, avec une aide effective de 950 millions d'euros (sous forme de prêts et de subventions)[\[12\]](#), soit une hausse de 500 millions par rapport à 2012. Cet effort accru d'Action logement –alors que sa situation financière est fragile- a d'ailleurs été critiqué par la Cour des comptes dans son [dernier rapport annuel](#), mais elle permettra de limiter l'effort supplémentaire pour les collectivités locales et les bailleurs dans un contexte là-aussi déjà tendu. Un supplément de 600 millions de fonds propres des bailleurs et de 400 millions de subventions des collectivités locales sera toutefois nécessaire.

Les bailleurs pourront compter sur quatre mesures d'économies importantes. D'abord, on l'a vu, la baisse de la TVA leur permet d'économiser environ 300 millions d'euros. Ensuite, le gouvernement met fin au prélèvement de 175 millions d'euros sur leur potentiel financier qui avait été instauré en 2011. Ce dernier visait à financer le PNRU (Programme national de rénovation urbaine) et à pénaliser les organismes n'investissant pas assez. De plus, la baisse du taux du livret A de 0,5 point en février 2013 et 0,5 point en août prochain ([Madec, 2013](#)) va permettre aux bailleurs sociaux des économies importantes sur les intérêts versés à la Caisse des dépôts. L'USH estimait ainsi qu'une baisse de 0,2 point du taux du livret A permettait d'économiser l'équivalent de 400 millions d'euros de subventions. Enfin, le foncier libéré par l'Etat devrait à partir de 2014 ou 2015 diminuer les dépenses des bailleurs de l'ordre de 70 millions d'euros par an. Par ailleurs, un mécanisme de mutualisation a été acté dans le cadre du pacte du 8 juillet dernier : il prévoit des aides pour les années 2013 à 2015 aux organismes produisant des logements sociaux. Pour 2013, le montant sera de 3 300 euros en zone tendue et 1 300 euros dans les autres zones. Une enveloppe de 280 millions d'euros est prévue. Cette aide sera financée *via* une contribution des différents organismes en fonction notamment des loyers perçus et du patrimoine locatif. Le but est de mieux utiliser la trésorerie disponible au

niveau national en aidant les organismes les plus sollicités. Toutes ces mesures sont positives pour les bailleurs et augmenteront leurs capacités de production. Il n'en reste pas moins que l'effort demandé aux collectivités locales et à Action logement est lourd et que les objectifs ne seront pas atteints dès cette année.

Tableau. Estimation des besoins de financement pour 150 000 logements sociaux

	Financement d'un logement social moyen* en 2012 (en euros)	Part à la charge des différents acteurs (en %)	Coût total 2012 (en milliards d'euros)	Estimation du coût pour 150 000 logements sociaux (en milliards d'euros)
Financement total, dont :	127 774	100	13,1	19,2
– État	4 120	3	0,4	0,5**
– Collectivités locales	9 856	8	1,0	1,4
– Action logement	3 875	3	0,4	0,95***
– Autres subventions	1 465	1	0,2	0,2
– Prêts Caisse des dépôts	92 921	73	9,5	13,9
– Fonds propres	15 438	12	1,6	2,2
Nombre de logements	102 728		102 728	150 000

Sources : Bilan des logements aidés 2012, calculs de l'auteur.

* y compris logements étudiants, résidences sociales et foyers pour personnes âgées ou handicapées, hors ANRU.

** fixé par la loi de finances pour 2013.

*** montant défini par un accord entre l'Etat et Action logement pour la période 2013-2015.

L'accent mis sur le logement social par le nouveau gouvernement s'inscrit dans la tendance initiée au milieu des années 2000 avec le Plan de cohésion sociale de 2005. La conjonction d'une hausse de la production de logements sociaux depuis le milieu des années 2000 et de la baisse de la construction de logements privés a ainsi entraîné une augmentation de la part des logements sociaux dans la construction (comprise entre 25 % et 30 % depuis 2009). Ce mouvement devrait se poursuivre, même si les objectifs ne sont pas atteints, du fait du ralentissement important du rythme de construction par les agents privés. Entre mai 2012 et mai 2013, ce sont en effet seulement 300 000 logements neufs (privés et sociaux) qui ont été mis en chantier. Cependant, les ambitions gouvernementales sont élevées par rapport aux moyens financiers. Certes, l'Etat va contribuer à l'effort via les aides indirectes (aides de taux et aides fiscales), la fin du prélèvement sur les bailleurs et la mobilisation du foncier, mais peu via les aides à la pierre alors que François

Hollande s'était engagé à les doubler pendant la campagne électorale de 2012. De plus, la situation financière d'Action Logement est fragile et cette dernière ne pourra pas supporter sur le long terme un tel effort. Surtout, la réalisation des objectifs repose largement sur les collectivités locales, qui sont contraintes *via* la révision de la loi SRU à accroître encore leur participation sans moyens supplémentaires fournis par l'Etat. Les mesures prises devraient permettre d'ici la fin du quinquennat d'augmenter nettement le nombre de logements sociaux, mais l'objectif de 150 000 logements sociaux par an semble difficile à atteindre. De plus, le gouvernement ne pourra faire l'économie de revoir à moyen terme le mode de financement du logement social, soumis à une forte hausse du coût de production et à une stagnation du pouvoir d'achat de ces locataires.

[1] Pour mémoire, les organismes HLM représentent 80% du parc social, le reste étant aux mains de sociétés d'économie mixte (SEM). Les 30 000 logements restants par an doivent être construits par ces dernières.

[2] Il faut rappeler que plusieurs années sont ensuite nécessaires pour que ces logements financés soient achevés et donc disponibles pour des locataires (un peu plus de 3 ans en moyenne).

[3] ANRU : Agence nationale pour la rénovation urbaine. Nous parlons ici de l'offre *brute* de logements sociaux, puisque dans le cadre du programme ANRU, la construction d'un logement donne souvent lieu simultanément à la destruction d'un autre.

[4] Cette obligation concerne les communes de plus de 3500 habitants (1500 en Ile de France) appartenant à une agglomération de plus de 50 000 habitants (avec au moins une commune de plus de 15 000 habitants).

[5] Jusqu'à maintenant, pour les communes ne respectant pas

les objectifs de constructions sociales fixés dans le cadre des plans triennaux de rattrapage, le préfet pouvait engager une procédure de constat de carence, lui permettant par la suite de majorer le prélèvement à hauteur du taux de non réalisation des objectifs. Ce prélèvement majoré pouvait ensuite être doublé jusqu'à une certaine limite. Dorénavant, le prélèvement majoré pourra être quintuplé et la limite augmente pour les communes les plus riches. Les prélèvements sont calculés *via* la formule suivante : nombre de logements sociaux manquants * 20% du potentiel fiscal par habitant.

[\[6\]](#) En 2012, sur les 1004 communes ayant moins de 20% de logements sociaux, étant donné les autres motifs d'exemption (communes en décroissance démographique ou bénéficiant de la dotation de solidarité urbaine et de cohésion sociale ou dont le prélèvement est inférieur à 3811,23 euros), seules 354 ont effectivement versé une pénalité et 190 ont été reconnues en état de carence (c'est-à-dire ne respectant pas leurs objectifs triennaux de production de logements sociaux). En plus de la majoration du prélèvement, l'état de carence conduit à un transfert du droit de préemption vers le préfet. Dorénavant, dans les communes en état de carence, tous les projets de construction de plus de 12 logements ou de plus de 800 m² de surface devront comporter au moins 30% de logements sociaux.

[\[7\]](#) Cette augmentation est due à la hausse des prix fonciers et à celle du coût de production, incluant des normes plus contraignantes en termes de consommation énergétique ou d'accessibilité aux handicapés.

[\[8\]](#) Pour plus de détails, voir le [décret n° 2013-315 du 15 avril 2013](#).

[\[9\]](#) En effet, 65 % des dépôts des livrets A doivent normalement être centralisés à la Caisse des dépôts. Comme les prêts pour le logement social et la politique de la ville doivent être couverts à 125 % par les dépôts centralisés du

livret A, du LDD et du LEP, les prêts au secteur social ne peuvent excéder un peu plus de la moitié des dépôts des livrets A.

[10] Il s'agit de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC), instaurée en 1953 et désignée sous le terme de "1% logement", avant d'être renommée en 2009 "Action logement".

[11] D'après les [comptes du logement](#), l'ensemble des avantages pour le logement social (aides à la pierre, avantages de taux, avantages fiscaux) a ainsi représenté près de 8 milliards d'euros en 2011 pour les finances publiques (Etat et collectivités locales).

[12] Action logement va pour cela emprunter 1 milliard d'euros par an à la Caisse des dépôts pendant trois ans (gagé sur son patrimoine).

Le Livret A noyé sous les critiques

par Pierre Madec

Alors que le gouverneur de la Banque de France et le ministre de l'Economie et des finances annonçaient une nouvelle baisse (probable) du taux du Livret A pour le 1^{er} août prochain, l'agence de notation [Standard&Poor's](#) (S&P) publiait de son côté une étude sur le système bancaire français. L'agence américaine y affirmait que le Livret A, et plus généralement l'épargne réglementée, « pénalise les banques » françaises et est à l'origine d'une « distorsion du marché bancaire ». Ce débat, ancien, a fait l'objet de nombreux rapports : [Duquesne](#),

2012 ; [Camdessus](#), 2007 ; ou encore [Noyer-Nasse](#), 2003, Certains défendent ardemment cette spécificité française que constitue le Livret A, tandis que d'autres prônent, au contraire, une réforme profonde d'un système qualifié de « perdant-perdant ».

Qu'en est-il ? Le Livret A met-il réellement en péril l'activité bancaire française ? Quelle utilisation est faite de l'épargne des ménages qui y est déposée ? Quels ont été les effets des hausses successives des plafonds sur les montants collectés ? Quelles conséquences aura la (probable) nouvelle baisse de taux envisagée par le ministre de l'Economie et des finances, M. Pierre Moscovici, tant pour les épargnants que pour le financement du logement social ? Nous présentons ici nos éléments de réponse.

Que représente le Livret A ?

Le Livret A, vieux de presque 195 ans, est un placement réglementé donnant droit à un avantage fiscal (défiscalisation totale et exonération de prélèvements sociaux), dont le taux est fixé par l'Etat et les dépôts sont garantis[1].

En 2011, le taux d'épargne des Français atteignait 16 % en moyenne, soit 1,1 point de plus qu'en 2006. Cette augmentation du taux d'épargne s'est faite en grande partie en faveur de l'épargne réglementée, et particulièrement en faveur du Livret A, détenu par près de [63,3 millions de Français](#) et dont l'encours a plus que doublé depuis janvier 2007 pour atteindre 230 milliards d'euros en avril 2013. Trois phénomènes successifs ont favorisé cette augmentation massive de l'encours : la crise financière, qui a redirigé une partie de l'épargne des ménages vers les placements sans risque, la généralisation de la distribution du Livret A à toutes les banques depuis le 1^{er} Janvier 2009, au titre de la Loi de modernisation de l'économie[2] et enfin l'augmentation de 50 % du plafond du Livret A qui a eu lieu en deux temps (en octobre 2012 puis en janvier 2013). Cet attrait croissant pour

le Livret A s'explique aussi par la liquidité totale ainsi que la garantie des dépôts qu'il procure. Liquidité totale et garantie des dépôts que ne permet pas, par exemple, l'assurance vie.

A quoi sert le Livret A ?

L'une des (nombreuses) spécificités du modèle de financement du logement en France porte (entre autres) sur le non-recours des bailleurs sociaux aux marchés obligataires ([Levasseur, 2011](#)). Ainsi, les bailleurs sociaux se financent principalement (à hauteur de 73 % en 2012) auprès de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) où est déposée une partie de l'épargne du Livret A des ménages. La CDC, au travers d'un fonds d'épargne, centralise 65% des encours du Livret A, ce qui représentait en avril dernier plus de 150 milliards d'euros (Banque de France). Les dépôts ainsi disponibles sont prioritairement utilisés pour l'octroi de prêts au logement social et à la politique de la ville[3]. Ces emprunts servent en grande partie à la construction, l'acquisition et la réhabilitation de logements locatifs sociaux par des bailleurs HLM mais peuvent aussi financer des opérations d'habitat spécifique et des missions de la politique de la ville tel que le Plan national de rénovation urbaine (PNRU). Afin de sécuriser les dépôts et assurer les ressources nécessaires au fonds d'épargne, le montant des dépôts centralisés au titre du Livret A doit toujours être supérieur ou égal à 125 % de l'encours des prêts au logement social et à la politique de la ville octroyés par la CDC.

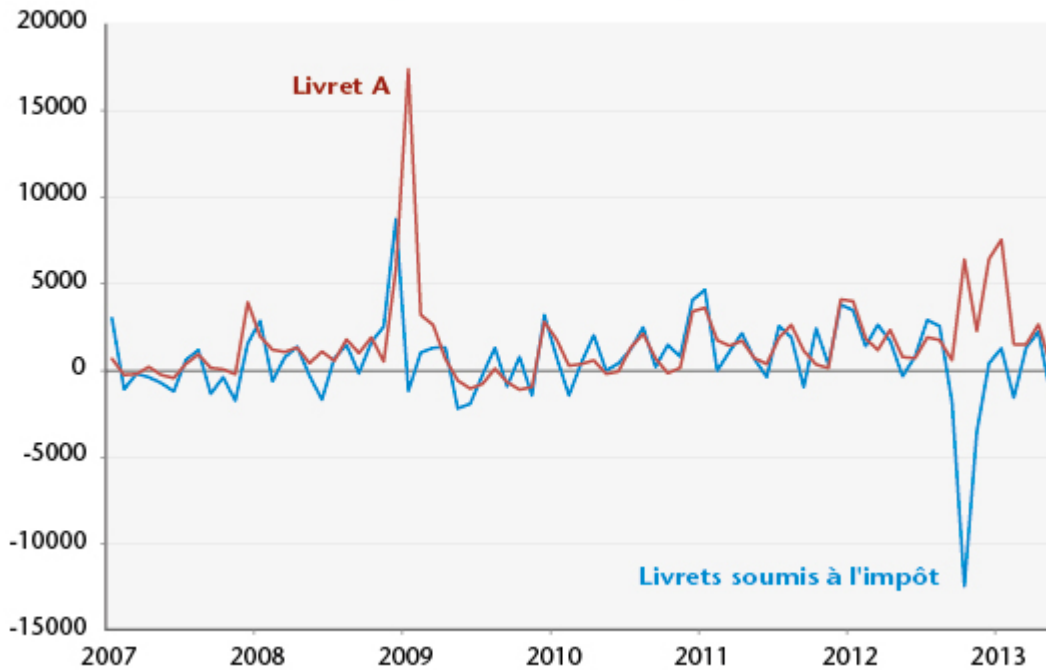
Il est clair que l'objectif de financement de 150 000 logements sociaux par an (à comparer aux 105 000 de l'année 2012) va engendrer une augmentation sensible des besoins de financement du secteur. Ainsi, pour satisfaire cet objectif, ce sont 13,7 milliards d'euros de prêt au logement locatif social qui devront être accordés pour la seule année 2013, soit 4 milliards d'euros de plus qu'en 2012.

Enfin, les ressources du Livret A qui ne sont pas centralisées par la CDC (80 milliards d'euros) font l'objet d'une « obligation d'emploi ». Elles doivent être employées par les établissements bancaires « [au financement des PME](#) » à hauteur de 80 % ainsi « [qu'au financement des travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens](#) » à hauteur de 10 % [4]. De même, un certain nombre de programmes d'investissement des collectivités locales (plan Campus, plan Hôpital 2012, Grenelle de l'environnement) ont bénéficié des encours du Livret A.

Le Livret A met-il en danger le système bancaire français ?

Compte tenu de l'attrait croissant des ménages pour l'épargne réglementée (et notamment celle du Livret A), on pourrait penser (à l'instar de S&P) que ce type de placement met en danger le système bancaire en appauvrissant les liquidités bancaires déjà mises à mal par la crise. Les relèvements de plafond opérés ces derniers mois ont en effet conduit – pour l'essentiel – à un transfert de l'épargne vers les placements défiscalisés dont la part dans l'épargne financière totale des ménages a augmenté de 0,6 point entre 2011 et 2012. On a ainsi pu observer en octobre 2012 une chute importante de l'encours des livrets soumis à l'impôt (-12 milliards d'euros), chute s'expliquant en partie par la hausse des encours sur le Livret A (+6 milliards d'euros)[5] (voir graphique 1).

**Graphique 1. Variations des encours du Livret A et des livrets soumis à l'impôt
(en milliards d'euros)**



Source : Banque de France.

Pour autant, il est important de relativiser les déclarations alarmistes de S&P. D'une part, parce qu'excepté ce mois d'octobre 2012, les flux sur les livrets fiscalisés sont relativement stables. D'autre part, parce que l'épargne réglementée, bien qu'en nette progression, ne représentait en 2012 que 9,5 % (dont 6,2% pour le Livret A) de l'épargne financière totale des ménages qui s'élevait à 3 664 milliards d'euros. De plus, en cas de manque réel et durable de liquidité, des ajustements techniques existent ou peuvent être mis en place. Selon le dernier [rapport annuel de la Cour des comptes](#), le ratio de couverture du fonds d'épargne atteignait au début de l'année 156 % des encours des prêts au logement social et à la politique de la ville au lieu des 125 % réglementaires. Cette sur-couverture représente quelques 50 milliards d'euros qui ne sont affectés ni au financement du logement social ni à la liquidité bancaire. Aujourd'hui réclamés par les banques, ces fonds se doivent d'être rapidement orientés. Le fonds d'épargne disposant de liquidités importantes, tout en laissant inchangé les taux de

couverture et de centralisation (fruits d'après négociations), on peut imaginer qu'un certain nombre de mécanismes temporaires de transfert entre le fonds d'épargne et le secteur bancaire peuvent annihiler tout risque de crise de liquidité. Enfin, on peut noter que les banques ont aussi bénéficié de la généralisation de la distribution du Livret A, notamment au travers du versement, par le fonds d'épargne, d'un commissionnement sur les sommes centralisées. Ce commissionnement, qui ponctionne directement le financement des logements sociaux, a grevé le fonds d'épargne d'1 milliard d'euros en 2012. Sans conclure sur la suite à donner à ces contreparties, on peut s'interroger sur la mise en place d'un meilleur arbitrage entre taux de centralisation et de couverture, taux de commissionnement et financement pérenne du logement social[6].

Quid de la baisse « probable » des taux ?

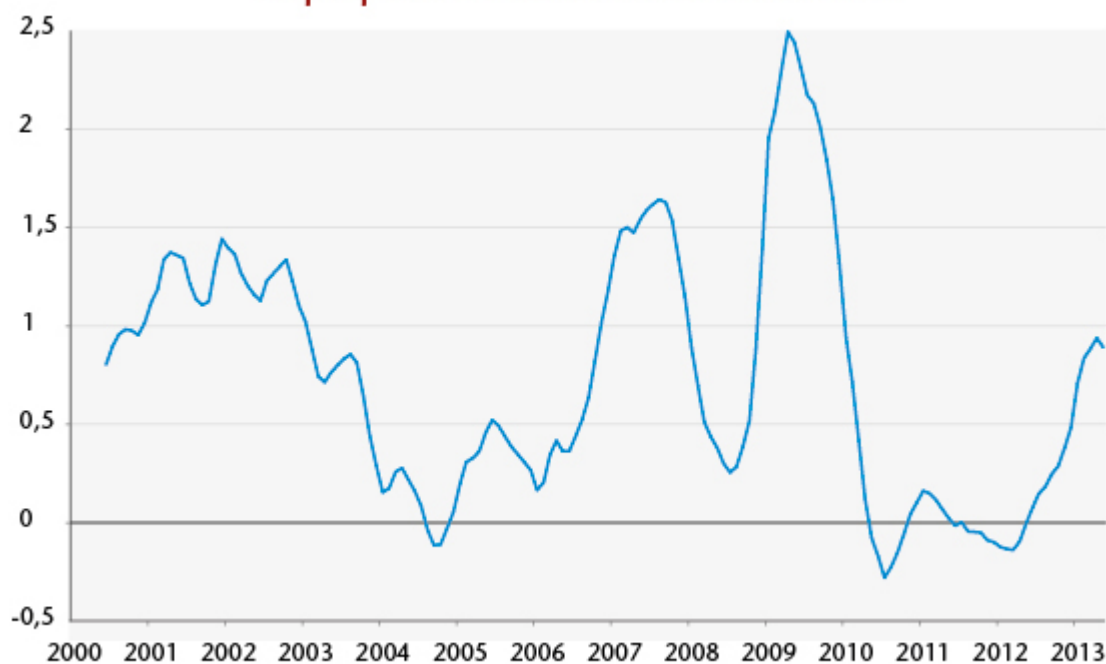
Avancée le 23 juin dernier par le ministre de l'Economie, M. Pierre Moscovici, reprenant les déclarations faites quelques jours auparavant par le gouverneur de la Banque de France, M. Christian Noyer, l'idée d'une baisse du taux du Livret A devrait entrer en vigueur le 1^{er} août prochain et découlerait de la baisse du taux d'inflation sur lequel ce dernier est en partie indexé. Quels effets cette baisse de taux peut-elle avoir sur les flux d'épargne déposés sur les Livrets A et donc sur le financement du logement social ?

En mai 2013, le taux d'intérêt du Livret A s'établissait, en termes réels, à 0,5 %, soit un niveau relativement bas. Sur la période 2011-2012, ce dernier était même nul en moyenne (voir graphique 2). Pour autant, les flux d'encours sont restés stables sur la période. Ceci s'explique en partie par les faibles taux proposés par les autres placements, notamment les livrets fiscalisés de type Compte épargne logement (CEL) dont les taux réels nets sont négatifs depuis fin 2009. Compte tenu des arbitrages effectués par les ménages, notamment les

plus aisés, en vue d'atteindre le meilleur rendement de leur épargne, il est assez complexe de mettre en évidence une corrélation *stricto sensu* entre le taux du Livret A (réel ou nominal) et les évolutions de l'encours. Ainsi, au second semestre 2009, le Livret A a subi une décollecte alors même que son taux réel était élevé ; en 2010 et 2011, en revanche, la collecte a été forte alors que ce n'était plus le cas.

Compte tenu, d'une part, des faibles taux réels nets que proposent les placements comparables et, d'autre part, des incertitudes sociales et économiques actuelles, on peut espérer une certaine stabilité des flux au second semestre 2013 et ce malgré la baisse du taux rémunérateur. Cette stabilité dépendra bien évidemment de l'importance de la baisse. Le taux étant actuellement de 1,75 %, il paraît peu probable de maintenir des flux élevés si le taux était révisé en deçà des 1,25 %. La Commission économique de la nation prévoyant une inflation de 1,2 % pour 2013, toute fixation du taux du Livret A inférieure à ce taux se traduirait par une baisse du pouvoir d'achat des ménages, baisse allant à l'encontre des engagements gouvernementaux.

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



Source : Banque de France, INSEE, calculs OFCE.

Rappelons tout de même que cette réévaluation du taux n'est pas automatique et reste dépendante des décisions politiques. 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 %, la baisse de taux finalement appliquée n'a été que de 0,5 point, pour s'établir à 1,25 %. C'est ainsi que 2 milliards d'euros supplémentaires ont été redistribués aux ménages. Inversement, en février 2012, au vu du regain d'inflation (même temporaire), le taux aurait dû être revalorisé à 2,75 %. Le manque à gagner engendré pour les ménages de cette non-réévaluation du taux est estimée à 1 milliard d'euros.

A l'image du choix des ménages entre sécurité, liquidité et rendement, l'arbitrage public entre pouvoir d'achat des ménages et conditions d'emprunt des bailleurs sociaux peut s'avérer compliqué. Ainsi, alors qu'une sous-évaluation du taux avantage sensiblement les bénéficiaires de l'affectation des fonds issus du Livret A (essentiellement les bailleurs sociaux) dont les intérêts d'emprunt sont « indexés » sur le taux du livret A, elle devient pénalisante pour l'épargnant.

Bien que les « petits » épargnants soient peu sensibles aux variations des taux, les « gros » épargnants, c'est-à-dire ceux approchant le plafond des dépôts, peuvent rapidement arbitrer en défaveur du Livret A. Or, ces 10 % de déposants les mieux lotis représentent 51 % des dépôts du Livret A. Une réduction massive des taux pourrait donc entraîner une décollecte importante et, par la suite, réduire significativement les capacités de prêts de la CDC au secteur du logement social, secteur aux objectifs de construction ambitieux et aux besoins de financement croissants. *A contrario*, il paraît clair que le maintien, en période de faible inflation, de taux élevés entraînerait un renchérissement des crédits accordés aux bailleurs sociaux, au moment même où l'Etat et les organismes HLM viennent de s'engager à la construction de [120 000 logements sociaux](#) par

an entre 2013 et 2015.

[1] Pour plus de précision sur le mode de détermination du taux d'intérêt, voir [Péléraux \(2012\)](#).

[2] En janvier 2009, l'encours a subi une augmentation historique de 12,5 %. A titre de comparaison, les hausses successives du plafond d'octobre et janvier dernier n'ont engendré que des hausses respectives de 3,1 et 3,5 %.

[3] En 2012, pour le seul financement de 105 000 logements sociaux, ce sont [9,7 milliards d'euros de prêt qui ont été octroyés par le fonds d'épargne](#).

[4] A titre d'exemple, Oséo et le fonds stratégique d'investissement (FSI) ont reçu respectivement, en 2012, 5,2 et 0,5 milliards d'euros de ressources issues du Livret A.

[5] Le transfert s'est principalement opéré en faveur du Livret de développement durable (LDD) dont l'encours a progressé de près de 14 milliards d'euros en octobre 2012 à la suite du doublement de son plafond.

[6] Alors que le taux de commissionnement doit converger d'ici 2022 vers 0,50 % pour l'ensemble des établissements distributeurs, il s'élevait en 2011 à 0,37 % pour les nouveaux distributeurs et à 0,53 % pour les distributeurs historiques ([CDC, 2012](#)).

Du social mais pas de sortie de crise

Evaluation du projet économique du quinquennat 2012-2017

par [Eric Heyer](#), [Mathieu Plane](#), [Xavier Timbeau](#)

Les premières décisions du quinquennat s'inscrivent dans un contexte fortement dégradé et très incertain. Dans une récente [Note de l'OFCE](#) (n°23 du 26 juillet 2012) nous analysons, dans une première partie, le contexte macroéconomique dans lequel s'inscrit le projet du quinquennat de François Hollande et de la XIV^e législature. Cette analyse détaille les conséquences probables pour les cinq années de la stratégie actuelle conduite en Europe. Nous évaluons à la fois le coût pour les finances publiques mais aussi l'impact sur l'activité économique, l'emploi ou sur la distribution des revenus. Dans une deuxième partie, nous analysons le choix de politiques publiques considérées comme prioritaires par le nouveau gouvernement, qu'elles soient à destination des jeunes (contrats de génération, emplois d'avenir), de certains seniors (refonte de la réforme des retraites), des classes moyennes et populaires (allocation de rentrée scolaire, coup de pouce au SMIC, livret A, encadrement des loyers, refiscalisation des heures supplémentaires), ou qu'elles visent à relancer certaines dépenses publiques jugées indispensables (emplois publics dans l'éducation, la justice et la police dans la section « finances publiques », service public de la petite enfance).

François Hollande a été élu Président de la République Française à un moment où la France et l'Europe traversent une crise sans précédent. Le chômage a augmenté de plus de 2 points depuis le début de la crise en France métropolitaine et approche aujourd'hui (9,6 % de la population active, au sens du BIT au premier trimestre 2012) les niveaux record de 1997

(10,5 %). Le produit intérieur brut par habitant a baissé depuis 2008 en pouvoir d'achat de 3 %. Si la tendance de croissance des cinq années précédant la crise s'était prolongée au même rythme de 2008 jusqu'au début 2012, le PIB par habitant serait aujourd'hui supérieur de 8 % à ce qu'il est. La balance des transactions courantes s'est dégradée dans la crise d'un point et demi de PIB (25,7 milliards d'euro dont 10 milliards au titre de la facture pétrolière) dégradant la position nette extérieure de la France de 7,8 points de PIB. La dette publique a augmenté de 577 milliards (soit près de 30 points de PIB) et atteint au début de l'année 2012 presque 90 % du PIB. L'industrie a payé un lourd tribut à la crise (presque 300 000 emplois perdus) et tout se passe comme si les destructions d'emploi et les fermetures de sites industriels étaient irréversibles.

Pourtant, ce bilan très sombre, à mettre au compte de la crise amorcée en 2008, n'est pas stoppé. La crise des dettes souveraines menace la zone euro d'une récession prolongée en 2012 et en 2013, sous le coup des politiques d'austérité menées dans la panique de voir les financements des dettes publiques se tarir. Et un scénario pire encore, celui de la désagrégation de la zone euro se profile, qui transformerait ces menaces de récession en risque de dépression majeure.

Ces évaluations sont de nature différente suivant les éléments qui sont disponibles. Certains dispositifs ont été mis en œuvre par décret, d'autres sont en cours de discussion par les assemblées, mais les projets de loi permettent une analyse quantifiée. D'autres sont à l'état de projet ; les principaux arbitrages n'ont pas été rendus, et notre évaluation tente d'en explorer les points principaux.

Notre appréciation de la stratégie économique pour le quinquennat ne s'arrête pas là pour autant. Il amorce aujourd'hui les prémises de la stratégie de sortie de crise. Les engagements de réduction de déficit et les premières mesures prises dans ce sens dans le collectif budgétaire de

juillet 2012, comme celle annoncées dans le débat d'orientation budgétaire de juin 2012, indiquent une stratégie dont la première étape est d'aboutir à la réduction, quoiqu'il en coûte, du déficit public à 3 % du PIB à la fin de l'année 2013. Par sa vertu budgétaire, c'est donc une stratégie de sortie de la crise, censée assainir la situation des comptes publics et ainsi rassurer les marchés financiers comme les autres agents économiques, et mettre en place les conditions d'une reprise future vigoureuse. Cette stratégie s'appuie sur une réduction des dépenses publiques et une hausse de la fiscalité (voir la partie « finances publiques », projets fiscaux du gouvernement et taxation des groupes pétroliers).

Cette stratégie de sortie de crise est pour le moins risquée car elle ne prend pas toute la mesure de la crise qui menace l'Europe aujourd'hui. Elle pourrait se justifier si nous étions d'ores et déjà sur une trajectoire de sortie de crise et s'il s'agissait d'en aménager les priorités. Mais l'Europe reste dans une situation de très forte incertitude, vivant dans l'attente d'un défaut massif de tel ou tel Etat membre de la zone euro, craignant la faillite de telle ou telle institution financière, subissant les conséquences d'une spirale d'austérité alimentée par la hausse des taux souverains. Or dans une telle situation, tout concourt à renforcer le piège de la trappe à liquidité et conduit à des multiplicateurs budgétaires élevés. Dès lors, la réduction *ex ante* du déficit par la hausse des impôts ou la réduction des dépenses pèse lourdement sur l'activité, ce qui limite, voire annule, la réduction effective des déficits. La dynamique d'augmentation de la dette publique ne peut être inversée et la réduction de l'activité accroît le risque de la socialisation de dettes privées insoutenables. La hausse des taux souverains est alimentée par l'incapacité à tenir les objectifs de déficits et par la hausse de la dette publique et contribue à accroître les déficits publics, obligeant à une austérité plus forte encore.

Une réponse à cette dynamique qui est en train de provoquer la désagrégation de l'euro serait sous une forme ou une autre la mutualisation des dettes publiques en Europe. Cette mutualisation impliquerait un contrôle plus ou moins complet des budgets publics des pays membres par une instance fédérale à la légitimité démocratique forte. Cette réponse serait donc celle de plus d'Europe et permettrait alors de définir une austérité « bien tempérée », pour la France comme pour ses principaux partenaires commerciaux, qui ferait de la sortie du chômage de masse involontaire et de la trappe à liquidité les préalables à un ajustement des finances publiques. Cette réponse permettrait de maintenir la soutenabilité des finances publiques sans impliquer les décennies perdues qui sont en train de se préparer.

Dans une première partie, nous analysons le contexte macroéconomique dans lequel s'inscrit le projet du quinquennat de François Hollande et de la XIV^e législature. Cette analyse détaille les conséquences probables pour les cinq années de la stratégie actuelle conduite en Europe. La valeur du multiplicateur budgétaire en est un paramètre critique et nous montrons que la stratégie actuelle ne vaut que si les multiplicateurs sont faibles (*i. e.* de l'ordre de 0,5). Or un faisceau d'éléments empiriques nous indique que dans la situation exceptionnelle où nous nous trouvons les multiplicateurs budgétaires et fiscaux peuvent être supérieurs à 0,5 (entre 1 et 1,5, voir *infra*). Nous détaillons dans une deuxième partie les mesures prises dans la Loi de finances rectificative de juillet 2012 (pour l'année 2012), les éléments exposés dans le débat d'orientation budgétaire en préparation de la Loi de finance pour l'année 2013 et pour la période 2012-2017. Pour arriver à réduire le déficit public à 3 %, il apparaît qu'il faudrait une recette fiscale ou une économie de dépense supplémentaire de plus de 10 milliards d'euros, *ex ante*.

Nous présentons ensuite l'évaluation de onze mesures.

Guillaume Allègre, Marion Cochard et Mathieu Plane ont ainsi estimé que la mise en œuvre du contrat de génération pourrait créer entre 50 000 et 100 000 emplois au prix d'un fort effet d'aubaine. Eric Heyer et Mathieu Plane rappellent qu'à court terme, les contrats aidés du type « emplois avenir » peuvent contribuer à faire baisser le chômage. Eric Heyer montre que la re-fiscalisation des heures supplémentaires permet de réduire le déficit public de 4 milliards d'euros sans pour autant dégrader le marché du travail. Guillaume Allègre discute des conséquences de la hausse de l'Allocation de rentrée scolaire et montre qu'elle profite essentiellement aux cinq premiers déciles de niveau de vie. Henri Sterdyniak analyse les possibilités de réforme fiscale. Il ne s'agit pas d'une évaluation des projets du gouvernement en matière de réforme fiscale mais d'un panorama complet sur les marges d'évolution et les incohérences du système actuel. Henri Sterdyniak et Gérard Cornilleau évaluent l'élargissement des possibilités de départ à la retraite à 60 ans et analysent les voies d'une possible réforme de plus grande ampleur du système de retraite. Hélène Périvier évalue ce que pourrait être un service public de la petite enfance dont le coût à terme de presque 5 milliards d'euros pourrait être couvert en partie par un surcroît d'activité générant plus de 4 milliards d'euros. Eric Heyer et Mathieu Plane analysent les conséquences du coup de pouce au SMIC et concluent que compte tenu de la faible diffusion des hausses de SMIC au reste de la distribution des salaires, l'impact sur le coût du travail est limité par de plus fortes réduction des charges sur les bas salaires. Si l'effet sur l'emploi est faible, sur les finances publiques il provoquerait une dégradation de 240 millions d'euros. Sabine Le Bayon, Pierre Madec et Christine Rifflart évaluent l'encadrement de l'évolution des loyers. Hervé Péléraux discute la question de la rémunération du livret A et du doublement de son plafond. Céline Antonin et Evens Salies évaluent la nouvelle taxation des groupes pétroliers qui pourrait apporter 550 millions d'euros de recettes fiscales en 2012 avec le risque que cette taxe soit *in fine* payée par le

consommateur final.

Cherté du logement : le logement social est-il la bonne solution ?

par [Sandrine Levasseur](#)

Si les lois, réglementations ou pratiques bancaires, ont permis d'éviter en France la crise des *subprime* (à l'américaine), le problème des crédits hypothécaires (à la britannique), et l'allongement inconsidéré des durées de crédit immobilier (à l'espagnole), il n'en demeure pas moins une crise du logement : celle du logement *cher*. La cherté du logement en France ne cesse de croître, elle touche ceux qui souhaitent réaliser un projet d'acquisition (primo-accédants ou non) mais aussi les locataires, notamment ceux du secteur privé. Les ménages modestes ainsi que les jeunes sont les catégories les plus concernées par le logement cher. Dès lors, on peut s'interroger sur l'opportunité de renouer avec un programme de logement social plus ambitieux que celui actuellement en cours.

La [note associée](#) propose des éléments de cadrage statistique sur la cherté du logement et des pistes de réflexion sur la question du logement social. Elle s'intéresse notamment aux avantages d'une production de logements sociaux plus importante relativement à toute la panoplie des solutions possibles ou étudiées jusqu'à maintenant pour résoudre la crise du logement. Une offre supplémentaire de logements sociaux pose nécessairement celle de son financement. En l'état actuel des choses, compte tenu des contraintes et

difficultés budgétaires, seule une participation accrue de la Caisse des Dépôts et Consignations au travers de son fonds d'épargne est envisageable. La question pertinente est donc celle des moyens à mettre en œuvre pour drainer de façon durable l'épargne sur les livrets A (rémunération et plafond). Alternativement, ne pourrait-on pas envisager le développement de produits d'épargne solidaire destinés au financement du logement social ? En ces temps de forte volatilité (et faible rentabilité) boursière, on peut parier que ces produits rencontreraient un franc succès auprès des ménages français dont l'idée même d'une participation au financement du logement social (au travers de la possession du fameux livret A) ne s'est jamais démentie.