Cour des comptes

PREMIÈRE CHAMBRE

S 2022-1310

DEUXIÈME SECTION

OBSERVATIONS DÉFINITIVES

L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE (2016-2021)

Le présent document, qui a fait l'objet d'une contradiction avec les destinataires concernés, a été délibéré par la Cour des comptes, le 9 juin 2022

En application de l'article L. 143-1 du code des juridictions financières, la communication de ces observations est une prérogative de la Cour des comptes, qui a seule compétence pour arrêter la liste des destinataires.

13, rue Cambon ▪ 75100 PARIS CEDEX 01 ▪ T +33 1 42 98 95 00 ▪ www.ccomptes.fr

AVANT-PROPOS

En application des dispositions des articles L. 143-1 et L. 143-0-2 du code des juridictions financières, la Cour rend publiques ses observations et ses recommandations, au terme d’une procédure contradictoire qui permet aux représentants des organismes et des administrations contrôlées, aux autorités directement concernées, notamment si elles exercent une tutelle, ainsi qu’aux personnes éventuellement mises en cause de faire connaître leur analyse.

À l’issue d’une phase de contradiction sur un relevé d’observations provisoires en mai 2022 avec la direction générale du Trésor, la direction du Budget, la Caisse des dépôts, la Banque de France et, pour ce qui concerne des extraits, la fédération bancaire française, la Cour a transmis aux autorités concernées le présent relevé d’observations définitives et l’a rendu public.

TABLE DES MATIÈRES

TABLE DES MATIÈRES **3**

SYNTHESE **5**

RECOMMANDATIONS **10**

INTRODUCTION 11

1 UNE PARTICULARITE FRANÇAISE, UNE POPULARITE QUI NE SE DEMENT PAS 13

1.1 Les caractéristiques de l'épargne réglementée 13

1.1.1 Le cadre réglementaire 13

- le plan d'épargne-logement (PEL) 16
- le livret jeune 17
- le livret d'épargne-entreprise (LEE) 17

1.1.2 Les avantages comparés par rapport aux autres produits d'épargne bancaires ou d'assurance vie 18

1.2 Un mode d'épargne largement utilisé 20

1.2.1 Un outil largement diffusé : le livret A 21

1.2.2 Des encours en progression constante mais inégalement répartis 21

1.2.3 Une place dans l'épargne des ménages importante mais à relativiser 24

2 LE MODELE ECONOMIQUE DE L'EPARGNE REGLEMENTEE 29

2.1 La part non centralisée gérée par les banques 29

2.1.1 Les parts de marché des banques 29

2.1.2 Une épargne participant à la transformation bancaire 30

2.1.3 Une estimation conventionnelle de l'utilisation de l'épargne réglementée 31

2.2 La part centralisée : le fonds d'épargne 34

2.2.1 Un cadre de gestion contraint, une gouvernance qui présente des particularités 35

2.2.2 Une fragilisation de la situation financière du fonds d'épargne 37

2.2.2.1 Un bilan marqué par la part croissante des actifs financiers 37

2.2.2.2 Un compte de résultat reflétant une évolution structurelle de l'activité du fonds d'épargne 40

2.2.2.3 Une activité de crédit en ralentissement 44

2.2.2.4 Une gestion d'actifs en croissance mais nécessairement prudente 45

2.2.2.5 Une trésorerie en croissance sensible 49

2.2.2.6 Le modèle prudentiel et le contrôle des risques 49

2.2.2.7 Le risque de liquidité et la sur-centralisation 51

2.2.3 Un modèle économique sous contrainte 51

2.3 Au total, une épargne qui finance l'économie 55

3 FAIRE EVOLUER L'EPARGNE REGLEMENTEE ET SES USAGES 59

3.1 Faire évoluer le modèle économique de l'épargne règlementée sans léser les épargnants 59

3.1.1 Retrouver l'esprit d'une épargne populaire 59

3.1.1.1 Poursuivre l'action contre la multi-détention 59

3.1.1.2 Modifier les plafonds du livret A et du LDDS : une mesure complexe et aux effets incertains 60
3.1.1.3 Écarter l'idée d'une fiscalisation des livrets 62
3.1.1.4 Poursuivre la relance du livret d'épargne populaire 63
3.1.2 Redonner des marges à l'épargne réglementée 64
3.1.2.1 Redonner un sens à l'épargne-logement 66
3.2 Les conditions d'un usage de l'épargne réglementée pour de nouveaux types d'investissement 70
3.2.1 Des usages de fond à élargir suivant une doctrine claire 70
3.2.1.1 L'évolution « au fil de l'eau » 71
3.2.1.2 La relance d'un effort massif de construction de logements et d'équipements collectifs 71
3.2.1.3 Les questions posées par l'élargissement des emplois du fonds d'épargne dans le cadre du plan de relance 72
3.2.1.4 Une utilisation pour des investissements en fonds propres inopportune 74
3.2.1.5 La perspective d'un élargissement durable à de nouveaux emplois dans le cadre d'une stratégie affichée, cohérente et relativement circonscrite 75
3.2.2 La nécessaire préservation d'un modèle de gestion particulier et transparent 76

ANNEXES 80

SYNTHESE

L'épargne réglementée occupe une place particulière dans l'épargne des ménages français depuis le XIXe siècle. Avec un encours global de près de 834 Md€[1], soit 14% de l'épargne financière des ménages, elle constitue l'un des éléments principaux de la stratégie d'épargne de la quasi-totalité d'entre eux, notamment du fait de son rôle de précaution, et contribue, par le processus de transformation bancaire, au financement du logement social et d'autres secteurs de l'économie.

Une épargne largement diffusée, une spécificité à relativiser

Du fait du rôle de l'État et de la garantie qu'il lui apporte, l'épargne réglementée apparaît particulièrement attractive et sûre en période d'incertitude, comme ce fut le cas en 2008-2009 et en 2020-2021, conduisant à chaque fois à un afflux significatif de dépôt (+ 45 Md€ pour la seule année 2020). Les avantages de ces produits, dont le plus connu est le livret A, expliquent leur popularité non démentie : sécurité, liquidité, fiscalité avantageuse, rémunération garantie. Ils ne sont toutefois pas les seuls produits d'épargne à bénéficier de caractéristiques particulières, l'assurance vie en euros, sans être un produit d'épargne réglementée *stricto sensu*, présentant des atouts en réalité assez comparables.

L'épargne réglementée est diffusée largement dans toutes les couches de la société, en particulier le livret A détenu par 83 % des Français. Si les encours les plus élevés sont plutôt concentrés sur les ménages les plus âgés et les plus fortunés, on constate que les jeunes ont été très nombreux à ouvrir des livrets en 2020. Autant qu'un produit d'épargne, le livret A est un des piliers de la culture financière des Français et revêt de fait une forte sensibilité politique. Mais il est aussi l'objet de critiques académiques , voire de certaines autorités monétaires comme la Banque centrale européenne, qui considèrent que l'épargne réglementée joue un rôle néfaste en économie ouverte et dans la transmission des signaux de la politique monétaire. Ce dernier point est toutefois à relativiser depuis que le changement du mode de calcul intervenu en 2018 a conduit à une désindexation partielle du taux du livret A par rapport à l'inflation.

Un modèle économique fondé sur la transformation bancaire mais fragilisé par la situation globale des taux d'intérêt

La ressource importante et relativement stable constituée par l'épargne réglementée participe à la transformation bancaire suivant des dispositions légales et réglementaires précises et différentes selon qu'il s'agit des établissements bancaires de la place ou du fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts et consignation (CDC) dans le cadre d'un mandat de l'État.

Les banques jouent un rôle central non seulement parce que, depuis la réforme de 2008, elles distribuent toutes et dans les mêmes conditions (à l'exception des règles propres à la mission d'accessibilité bancaire incombant à la Banque postale) les différents livrets et plans d'épargne, mais aussi parce qu'elles conservent une partie significative des dépôts (un peu plus de 40 % pour le livret A et le livret de développement durable et solidaire - LDDS, 50 % pour le livret d'épargne populaire - LEP, la totalité pour l'épargne-logement).

[1] Encours total à fin 2021 (livrets A, bleus, livrets de développement durable et solidaire, livrets d'épargne populaire, plans et comptes d'épargne logement, plans d'épargne populaire, livrets jeunes), source Banque de France.

Un équilibre semble avoir été atteint entre les réseaux distributeurs historiques et les autres établissements. Le taux de centralisation au fonds d'épargne converge vers la même cible. Au total, avec l'achèvement en 2020 de l'option de sur-centralisation, les banques ont trouvé entre elles d'une part et entre elles et la CDC d'autre part une forme d'équilibre qui montre que la banalisation de la distribution du livret A est désormais entièrement réalisée.

Le coût de la ressource de l'épargne réglementée, malgré les aménagements de la formule de calcul du taux de rémunération du livret A, est resté supérieur aux taux de marché et à ceux de la Banque centrale européenne. Cette différence de coûts par rapport à celui de la ressource bancaire constaté en général ailleurs en Europe concerne les livrets mais plus encore les plans d'épargne-logement. Pour les banques, il convient toutefois de relativiser cette contrainte : le traitement prudentiel de l'épargne réglementée est neutre du point de vue des besoins de fonds propres et des ratios de liquidité ; les produits sont tellement connus qu'ils nécessitent un faible effort commercial et qu'ils constituent même la « première brique » de la stratégie d'épargne des ménages, facilitant ainsi une relation de confiance et de fidélité avec leur banque ; enfin, la rémunération versée par le fonds d'épargne pour la part centralisée (850 M€ en 2020) atténue en bonne partie le coût de la ressource.

Les banques s'acquittent sans réelle difficulté des obligations d'emplois imposées par la loi pour ce qui concerne le livret A et le LDDS. Elles n'ont en fait eu aucun mal à le faire car, s'agissant notamment des prêts aux petites et moyennes entreprises, leurs encours de crédit se situaient déjà au-delà de ces obligations. Il en est probablement de même pour les prêts à la transition écologique et énergétique et pour les prêts à l'économie sociale et solidaire, même si l'absence de traçabilité dans les bilans bancaires oblige à se contenter d'indications statistiques relativement rustiques. Des actions sont en cours pour améliorer ce suivi, à l'initiative de la Banque de France. Par ailleurs, les travaux que nécessitera la mise en œuvre de la taxonomie européenne devraient faciliter le suivi des financements fléchés vers les investissements contribuant à la réduction de l'empreinte climatique. Au total, il ne paraît pas utile à ce stade d'élaborer de nouvelles obligations.

Un fonds d'épargne solide sur le plan financier mais aux équilibres économiques très contraints

Centralisant près de 60 % des encours de livrets A et de LDDS et la moitié des encours de livrets d'épargne populaire (LEP), soit au total de 285 Md€ fin 2020 et 297 Md€ fin 2021, le fonds d'épargne remplit une double mission de protection de l'épargne populaire et de transformation d'une partie de cette épargne à vue en prêts de long terme finançant le logement social et des emplois d'intérêt général.

Le cadre de gestion défini entre l'État et la CDC fixe des règles contraignantes en ce qui concerne notamment les emplois afin de garantir en permanence la solvabilité et la liquidité du fonds. La ressource étant indexée sur le taux de rémunération du livret A, les emplois sont eux aussi en grande partie, indexés, ce qui assure la robustesse de la gestion actif-passif. La solvabilité est garantie par un niveau de fonds propres (14 %) sensiblement au-dessus des obligations réglementaires. La liquidité, indispensable pour permettre de faire face à des retraits à tout moment alors que les prêts engagent le fonds sur des durées relativement longues, est assurée par des placements financiers de qualité et mobilisables rapidement, même dans des périodes de forte tension sur les marchés comme au printemps 2020 : les ratios réglementaires fixés tant par la loi française que par le « comité de Bâle » sont respectés.

Le fonds d'épargne obéit à une gouvernance propre au sein de la CDC, où l'intervention du ministère de l'économie joue un rôle déterminant justifié par le caractère particulier de

l'épargne réglementée. Si l'utilisation du fonds à des fins de politique économique n'est pas contestable, les orientations peuvent évoluer rapidement en fonction de choix politiques sans nécessairement passer par le processus ordinaire qui voit la commission de surveillance de la CDC exercer une vigilance accrue depuis le renforcement du cadre de décision et de contrôle instauré par la réforme de la CDC de 2020.

Depuis la réorganisation de la CDC en 2018, le fonds d'épargne reste une entité distincte avec son propre cadre de gestion et ses propres états financiers (non consolidés avec ceux du groupe CDC) mais sa direction (DFE) a été scindée : elle continue de jouer son rôle dans la définition de la stratégie, le suivi du cadre de gestion, de la gestion actif-passif et de la liquidité, l'établissement des comptes, mais les missions d'exécution et de gestion sont désormais exercés par les pôles « métiers » de la CDC, la direction de la gestion d'actifs pour les placements financiers, la Banque des territoires pour l'activité de prêts, la direction des risques groupe pour le suivi des risques, et les directions supports pour le soutien administratif (direction des ressources humaines, direction des systèmes d'information, direction financière, etc.). Cette mutualisation métiers, justifiée par des objectifs de professionnalisation et d'optimisation des moyens, a pu soulever des interrogations mais les gestionnaires, même lorsqu'ils gèrent des lignes d'actifs identiques pour le fonds d'épargne et pour la section générale, sont tenus par les règles du mandat de gestion. La comitologie, encore relativement récente mais assez complète, évolue dans un sens positif sous le contrôle de la commission de surveillance et du comité du fonds d'épargne et sous la supervision de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Sur le plan financier, le bilan du fonds d'épargne est marqué depuis plusieurs années par une montée des actifs financiers par rapport aux prêts, ce qui révèle une déformation de l'activité résultant d'une progression très ralentie de la production nouvelle de prêts par rapport à la dynamique de croissance des encours de dépôts centralisés. Au 31 décembre 2021, les actifs financiers (au sens comptable) représentent 42 % du bilan total, contre en moyenne 30 % dans les années 2016-2018. La décroissance relative de l'activité de prêt s'explique principalement par un contexte général de ralentissement des mises en chantier de logements à l'échelle nationale, mais aussi par une perte de compétitivité des prêts de la Banque des territoires. Cette situation doit être suivie avec attention pour au moins deux raisons. D'une part, et même si l'activité de portefeuille financier est un élément essentiel de l'équilibre financier du modèle, le fonds d'épargne ne peut continuer de voir son métier historique – qui est aussi sa raison d'être – reculer au profit d'une activité financière qui l'apparenterait à un fonds commun de placement. D'autre part, l'activité de placement financier entraîne un besoin de fonds propres sans commune mesure avec ce qu'exige l'activité de prêt (peu risquée et largement garantie), sauf à n'acheter que des titres souverains (pondérés à 0) mais au prix d'une rémunération quasi-nulle.

Le recul sensible du produit net bancaire (PNB) et du résultat annuel entre 2015 et 2020 (le net rebond en 2021 s'expliquant par des éléments conjoncturels) traduit la forte contrainte qui s'exerce sur les deux activités du fonds. Pour ce qui concerne les prêts, bien que la double indexation des ressources et des emplois protège en grande partie le modèle, la forte baisse des taux de marché a obligé la Banque des territoires, pour rester compétitive, à consentir des prêts dégageant une marge d'intermédiation de plus en plus étroite. Même s'il peut apparaître bas, le taux plancher du livret A à 0,5 % a en réalité constitué une contrainte importante dans un contexte de taux proches de zéro. Le relèvement récent du taux de rémunération à 1 % rend l'équation encore plus difficile tant que les taux de marché n'auront pas remonté. Pour ce qui concerne la gestion d'actifs, même si une partie importante des placements est constituée d'obligations indexées, le reste est placé à taux fixe, généralement sur des titres de qualité,

relativement courts et donc peu rémunérés, ou en actions, par nature volatiles, ce qui offre très peu de marge de manœuvre comme le montre l'évolution de la contribution des activités de portefeuille au résultat. Pour piloter le résultat, le fonds d'épargne a eu recours ces dernières années à la réalisation d'une partie importante de son stock de plus-values latentes, qui se reconstitue lentement du fait de la place importante des titres peu risqués dans la politique d'allocation.

Des marges d'amélioration du rendement peuvent toutefois être identifiées. Les charges d'exploitation, constituées à présent de refacturations de frais par la section générale de la CDC, connaissent une progression plus rapide que le PNB. Il apparaît nécessaire d'intensifier les travaux de comptabilité analytique pour mieux suivre les coûts imputés au fonds d'épargne. Par ailleurs, le fonds doit supporter des charges qui pèsent proportionnellement plus lourd, notamment la rémunération versée aux réseaux bancaires distributeurs (malgré la diminution du taux à 0,30 %) et la commission d'accessibilité bancaire versée à la Banque postale (330 M€ en 2020). Enfin, le prélèvement de l'État doit être ajusté en fonction du niveau de fonds propres.

L'analyse de l'utilisation de l'épargne réglementée par les banques et par le fonds d'épargne permet de présenter à quelles grandes catégories d'emplois elle est utilisée : le livret A (343 Md€ fin 2021) contribue au financement de différents secteurs de l'économie, principalement par la transformation des dépôts en prêts au logement social, au secteur public local et aux petites et moyennes entreprises, ainsi que par la détention d'actifs financiers (titres souverains, obligations d'entreprises et actions pour la part du fonds d'épargne non transformée en prêts).

Adapter le modèle de l'épargne réglementée sans le bouleverser

Tout en veillant à ne pas fragiliser le modèle de l'épargne réglementée, il est possible d'envisager des adaptations permettant de répondre à certaines critiques et de desserrer les contraintes.

La relative concentration des montants détenus d'épargne réglementée du point de vue social et démographique justifie non seulement de parachever l'action contre la multi-détention et les livrets inactifs, mais aussi de corriger les effets non désirables résultant de la possibilité de détenir simultanément un livret A et un LDDS au plafond : la fusion des deux livrets présenterait l'avantage de la simplicité, mais elle pourrait avoir des conséquences difficiles à apprécier sur la fixation du taux de centralisation ou la répartition nouvelle des dépôts entre établissements bancaires. Un plafonnement global du livret A et du LDDS pour limiter l'avantage dont disposent aujourd'hui les détenteurs d'encours élevés risquerait de provoquer des transferts d'épargne non souhaitables. La fiscalisation des livrets serait difficile à justifier si des régimes fiscaux dérogatoires sensiblement plus importants étaient maintenus, et aurait en définitive un impact fiscal et social limité. Pour les ménages les moins favorisés des mesures d'encouragement à l'épargne ont été conduites autour du LEP : les effets des nouvelles règles entrées en vigueur en 2021 seront à apprécier dans le temps.

La nécessité de redonner des marges de manœuvre au fonds d'épargne conduit à recommander que la commission d'accessibilité bancaire versée à la Banque postale ne soit plus à sa charge mais relève d'un autre financement incombant à l'État. L'avenir de l'épargne logement mérite par ailleurs une réflexion pour voir dans quelles conditions cette épargne, dont l'utilité reste justifiée, pourrait être relancée. Une solution doit être maintenant rapidement trouvée pour les PEL les plus anciens dont les taux de rémunération sont élevés. Compte tenu du coût pour les finances publiques comme pour les établissements financiers, et de la mauvaise allocation de l'épargne qui en résulte, la Cour recommande de réfléchir à un dispositif de

suppression de cet avantage peu justifié et même disproportionné par rapport à un motif d'intérêt général qui a disparu.

Une réflexion de fond sur l'utilisation de la ressource pour les besoins publics est aujourd'hui nécessaire. La situation actuelle, en laissant une place croissante à la gestion d'actifs par rapport au métier historique et principal de prêts au logement social, pose problème. Sans compromettre sa mission principale, certains nouveaux champs d'intervention pourraient être explorés, à condition qu'il existe une rentabilité économique suffisante, que les exigences de liquidité et de rendement soient respectées et qu'une éventuelle extension s'inscrive dans une doctrine clairement formalisée, interdisant toute intervention non justifiée par une carence de financement privé ou un motif sérieux d'intérêt général.

Enfin, il est important que les indispensables changements n'aient pas pour effet d'effacer la particularité du fonds d'épargne du point de vue financier, comptable et de la gouvernance. La mission de ce dernier reste la protection de l'épargne des Français et le financement, grâce à celle-ci, d'investissements collectifs d'intérêt général utiles au pays. Il faut donc veiller au maintien d'une transparence suffisante, ce qui implique que l'État, sans se départir de ses prérogatives, intervienne dans la gestion du fonds d'épargne de façon plus formalisée, mieux justifiée et plus prévisible. Du côté de la CDC qui, si elle n'en a pas le contrôle, n'assure pas moins une réelle maîtrise opérationnelle du fonds, une vigilance s'impose pour que soit respecté le modèle particulier du fonds d'épargne au sein du nouveau groupe CDC.

RECOMMANDATIONS

Recommandation n° 1 : DGT, DB, CDC – Inscrire au budget général de l'État les crédits nécessaires à la compensation à la Banque Postale de la charge d'accessibilité bancaire

Recommandation n° 2 : DGT, Banque de France - Mettre en place un dispositif permettant de réduire les avantages de taux dont bénéficient les PEL souscrit avant 2011

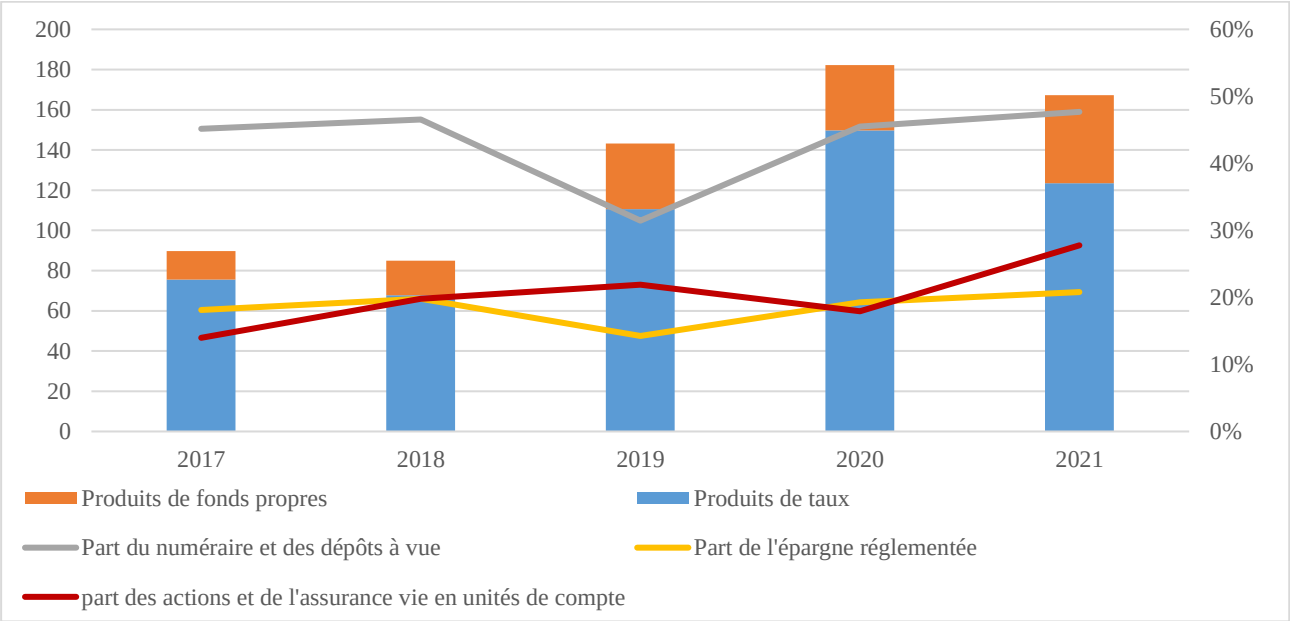
Recommandation n° 3 : DGT, CDC – Actualiser la doctrine d'utilisation du fonds d'épargne au regard de la stratégie globale d'investissement de l'État et de celle de l'Union européenne.

Recommandation n° 4 : CDC, DGT - Veiller au respect du modèle particulier du fonds d'épargne au sein du nouveau groupe CDC.

INTRODUCTION

Le sujet de l'épargne des ménages a retrouvé une certaine actualité avec l'accroissement sensible des flux enregistrés à partir du premier confinement du printemps 2020 et prolongé jusqu'au milieu de l'année 2021. Ce « surplus » d'épargne, observé dans l'ensemble des grandes économies occidentales, a conduit les autorités à adresser aux ménages des messages les incitant à reprendre le plus rapidement possible leurs comportements de consommation et de dépense d'avant-crise. L'épargne réglementée, du fait de sa place dans notre pays et de son rôle d'épargne de précaution, s'est trouvée au cœur de ces débats, même si, en réalité, sa contribution à l'accroissement de l'épargne est comparable à celle des produits de fonds propres et très loin derrière de celle du numéraire et des dépôts à vue (les comptes bancaires).

Graphique n° 1 : Flux cumulés d'épargne sur quatre trimestres glissants – en Md€ et en %[2]



Source : Banque de France (2emes trimestres, enquête trimestrielle sur l'épargne des ménages)

Cet accroissement des flux d'épargne réglementée s'explique principalement par un réflexe de précaution des ménages comme cela se produit généralement en cas de survenance brutale d'une période de forte incertitude[3]. Au-delà des oscillations conjoncturelles, sa place dans l'épargne des ménages constitue l'un des piliers de l'épargne française et de sa transformation par le système bancaire.

---

[2] Ne figurent pas dans ce graphique les parts d'autres supports, principalement l'assurance vie en euros, les titres de créance détenus via des organismes de placement collectif ou encore les fonds immobiliers, qui, eux, ont enregistré un niveau élevé de décollecte.

[3] En 2008-2009, si le livret A avait connu une forte poussée de sa collecte (dans un contexte, au surplus, de banalisation de sa distribution et surtout de relèvement de sa rémunération à 4 %), il avait ensuite enregistré une décollecte dès le deuxième trimestre 2009 après la baisse progressive du taux à 1,25 % (Banque de France, bulletin du 2e trimestre 2010).

Régulièrement présentée comme une particularité française, elle est parfois perçue par certaines autorités monétaires comme une anomalie qui gênerait la transmission de la politique monétaire ou un archaïsme qui limiterait la diversification de l'épargne financière et éloignerait les Français de placements plus risqués et supposés être plus directement utiles au financement du développement économique[4]. Le débat est réactivé actuellement du fait du retour de l'inflation, qui a conduit le ministre de l'économie, des finances et de la relance à relever la rémunération du livret A et du livret de développement social et solidaire (LDDS) de 0,5 à 1%, et du livret d'épargne populaire (LEP) de 1 à 2,2% à partir du 1er février 2022.

La gouvernance et l'organisation de la gestion du fonds d'épargne présentent des particularités déjà décrites par la Cour[5]. La Cour avait alors formulé trois recommandations :

- établir et publier une doctrine d'emploi du fonds d'épargne, satisfaisant la double exigence d'une activité d'intérêt général et de l'existence d'une défaillance de marché ;
- établir l'existence d'une défaillance de marché avant toute décision ministérielle concernant un nouvel emploi du fonds d'épargne, ou le renouvellement d'un dispositif existant, comme l'enveloppe de 20 Md€ pour le secteur public local ;
- rationaliser les outils publics existants en matière de financement du secteur public local, en clarifiant le rôle des deux principaux instruments à disposition de l'État, SFIL[6] et fonds d'épargne.

La première (avec l'élaboration d'une doctrine d'utilisation en 2019) et la troisième (après l'entrée de la SFIL dans le giron du groupe CDC en 2020) recommandations peuvent être considérées comme mise en œuvre ; la nécessité de clarifier la doctrine d'emploi et notamment de préciser la notion de défaillance de marché permettant de justifier l'intervention du fonds d'épargne reste d'actualité.

Le présent rapport est organisé autour de trois parties :

- la première dresse un panorama de l'épargne réglementée, de son poids dans l'épargne des ménages, de son image auprès des Français et de ses relations avec les autres instruments d'épargne en introduisant des comparaisons européennes ;
- la deuxième partie procède à une analyse des équilibres économiques et financiers de l'épargne réglementée et du fonds d'épargne, de la gouvernance de ce dernier et des instruments mis en place en gestion et en supervision pour assurer la spécificité et la protection des fonds recueillis ;
- la troisième esquisse des pistes d'évolution de l'épargne réglementée dans un contexte de reprise de l'inflation, de retournement possible des taux d'intérêt et de développement de la politique d'investissements de l'État.

---

[4] Avis de 2016 et 2018 de la Banque centrale européenne où elle indiquait « *d'une façon générale, (ne) pas (être) favorable à la réglementation de la rémunération de l'épargne, étant donné qu'une telle réglementation déroge au principe d'une économie de marché ouverte où règne la libre concurrence, crée des problèmes pour l'efficacité de la transmission de la politique monétaire et, dans une certaine mesure, pour la stabilité financière.* »

[5] Cf. Cour des comptes, *Le fonds d'épargne*, référé, décembre 2016.

[6] Banque publique de développement (financement du secteur public local et des exportations), filiale à 99,99 % du groupe CDC.

1 UNE PARTICULARITE FRANÇAISE, UNE POPULARITE QUI NE SE DEMENT PAS

L'épargne réglementée occupe de longue date une place particulière dans l'épargne des ménages. Elle a accompagné tout au long des XIXe et XX siècles la constitution d'une épargne populaire, solide et diffusée dans la population pour protéger les individus et les familles contre les aléas de la vie, la construction d'un système bancaire et financier destiné à la transformer en fonction des besoins d'équipement collectif et de développement de l'initiative privée.

Si l'épargne réglementée ne peut être étudiée indépendamment de l'épargne financière des ménages dans son ensemble, le choix fait pour cette enquête a consisté à centrer cette première partie principalement sur les livrets les plus connus car les plus largement détenus, le livret A et le livret de développement durable et solidaire (LDDS).

1.1 Les caractéristiques de l'épargne réglementée

L'épargne réglementée constitue une particularité française qui a peu d'équivalents en Europe et qui s'explique par l'histoire financière et par l'importance des dispositifs réglementaires visant à encourager et protéger l'épargne des ménages. Elle offre à ces derniers des produits simples, répondant à un objectif de précaution, généralement liquides, bénéficiant de la part de l'État d'une garantie sur le capital et d'une rémunération évoluant en fonction de l'inflation ; pour le système financier, elle constitue une ressource stable et contribue à transformer les dépôts des épargnants en emplois d'intérêt général de long terme.

1.1.1 Le cadre réglementaire

Les produits sont dits réglementés car leur existence et leurs caractéristiques sont régies par des textes législatifs et réglementaires. Ils sont de ce fait identiques pour tous les épargnants et quel que soit le réseau bancaire auprès de qui ils sont ouverts[7]. Ce sont généralement des livrets d'épargne disponible à tout moment, ou des plans d'épargne à disponibilité plus réduite.

Les dispositions légales figurent au chapitre 1er du titre II du livre II du code monétaire et financier (CMF) aux sections 1 à 5 ; : elles sont précisées par des dispositions réglementaires. Au plan fiscal, le régime de ces différents produits d'épargne est déterminé par les dispositions de l'article 157 du code général des impôts (CGI). L'épargne-logement, qui, à la différence des autres produits, procède d'un contrat entre l'épargnant et l'établissement bancaire tout en étant réglementée par l'État, est également régie par des dispositions du code de la construction et de l'habitat (CCH).

Les produits dits d'épargne réglementés sont les suivants selon la présentation de la Banque de France dans son rapport sur l'épargne réglementée[8] :

[7] À condition que l'établissement bancaire ait signé une convention avec l'État.

[8] Depuis 2009, la Banque de France (jusqu'en 2020, l'observatoire qui avait été créé en son sein et désormais dissous) publie un rapport annuel sur l'épargne réglementée où sont analysées les évolutions des

- le livret A et le livret bleu

Le versement est d'un montant minimum (à l'ouverture et des opérations ultérieures) de 10 € pour le livret A (1,50 € si le livret est ouvert à la Banque postale). Le plafond des dépôts s'élève à 22 950 € depuis le 1er janvier 2013 (hors capitalisation des intérêts) pour les personnes physiques, 76 500 € pour les associations et les copropriétés de moins de 100 lots principaux, et 100 000 € pour les copropriétés de plus de 100 lots principaux. Il n'y a pas de plafond pour les organismes d'habitation à loyer modéré (HLM). Le livret bleu, distribué uniquement dans le réseau du Crédit mutuel, ne peut être détenu simultanément à un livret A.

Le taux de rémunération, fixé à 0,5 % entre le 1er février 2020 et le 1er février 2022, a été revalorisé à 1 %. La formule de calcul actuelle[9] consiste à retenir la valeur la plus élevée entre la moyenne semestrielle des taux à court terme en euros €STR[10] et de l'inflation hors tabac, assortie d'un taux plancher de 0,50 %.

La formule en vigueur est moins protectrice à l'égard de l'inflation (qui n'est prise en compte qu'indirectement) que la formule précédente (Cf. encadré). Les intérêts sont exonérés de tout impôt et prélèvement social. Cette nouvelle formule a marqué une étape importante avec la désindexation partielle du taux par rapport à l'inflation.

Les fonds collectés sur les livrets A sont centralisés (à hauteur de 59,5 % en cible 2022) au fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts (CDC) pour financer principalement le logement social et la politique de la ville. Les établissements de crédit collecteurs conservent à leur bilan l'encours non centralisé pour financer la création et le développement des petites et moyennes entreprises (PME), la transition énergétique et la réduction de l'empreinte climatique ainsi que l'économie sociale et solidaire.

produits d'épargne. Les statistiques présentées ici sont issues des derniers rapports annuels et des données détaillées fournies en sus par les services de la Banque.

[9] Arrêté du ministre de l'économie et des finances du 14 juin 2018 pour une entrée en vigueur au 1er février 2021, amendé par l'arrêté du 27 janvier 2021.

[10] Le taux €STR (taux courts dans la zone euro) remplace le taux Eonia (taux interbancaire à court terme).

Évolution des modes de fixation et des taux du livret A

Du 1er juillet 2004 jusqu'à fin janvier 2008, le taux du livret A était fixé à partir de :

- taux Euribor 3 mois mensuel moyen du mois m-1 (respectivement décembre et juin) , exprimé avec deux décimales ;

- taux d'inflation glissant annuel, donné par l'indice INSEE des prix à la consommation hors tabac du mois m-1 (respectivement décembre et juin), exprimé avec une décimale.

Le résultat était majoré de 0.25 % et arrondi aux 0,25 % les plus proches.

Au 1er février 2008, une nouvelle formule de calcul du taux a été mise en place. Le taux est égal, après arrondi au quart de point le plus proche ou à défaut au quart de point supérieur, au chiffre le plus élevé entre :

- la moyenne arithmétique entre, d'une part, la moitié de la somme de la moyenne mensuelle de l'Euribor 3 mois et de la moyenne mensuelle de l'Eonia (exprimées avec deux décimales) et, d'autre part, l'inflation en France mesurée par la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice INSEE des prix à la consommation de l'ensemble des ménages hors tabac (exprimé avec une décimale) ;

- l'inflation majorée d'un quart de point.

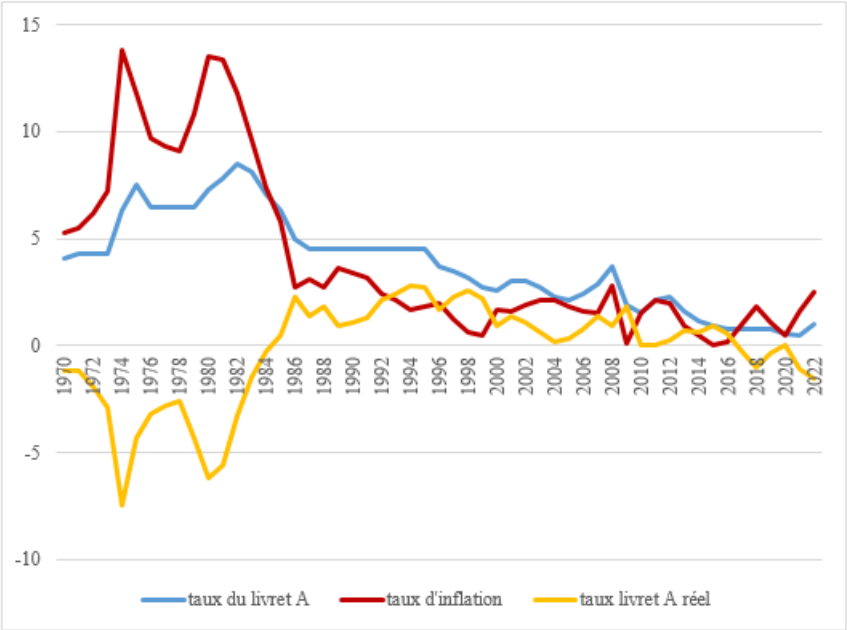
La formule actuelle est la suivante et consiste à retenir la valeur la plus élevée entre :

- d'une part, le résultat de (moyenne semestrielle des taux à court terme en euros €STR + moyenne semestrielle inflation hors tabac) / 2 et,

- d'autre part, un taux plancher de 0,50 %.

Entre 1970 et 2022, les taux résultant de ces règles ont varié entre 0,50% au minimum et 8,50 % au maximum.

Graphique n° 2 : Évolution du taux du livret A et du taux d'inflation de 1970 à 2022 – en %



Source : Cour des comptes, d'après Banque de France, CDC et Insee (taux d'inflation) ; pour 2022 prévision Banque de France pour taux d'inflation, taux du livret A à compter du 1er février annualisé)

- le livret de développement durable et solidaire (LDDS)

Le plafond des dépôts est de 12 000 € (hors capitalisation des intérêts) depuis le 1er octobre 2012. Le taux de rémunération est identique à celui du livret A et les intérêts sont également exonérés de tout impôt et prélèvement social. Il n'est possible de détenir qu'un seul LDDS par contribuable ou un livret pour chacun des époux ou partenaires liés par un pacte civil de solidarité, soumis à une imposition commune.

Les fonds collectés sont centralisés à hauteur de 59,5 % au fonds d'épargne. L'encours non centralisé finance la création et le développement des PME, la transition énergétique et la réduction de l'empreinte climatique, et l'économie sociale et solidaire ;

- le livret d'épargne populaire (LEP)

Le montant minimum à l'ouverture est de 30 €, l'ouverture étant soumise à un plafond de revenu. Le plafond des dépôts s'élève à 7 700 € (hors capitalisation des intérêts), et le taux de rémunération, fixé à 1 % depuis le 1er février 2020, est passé à 2,2 % au 1er février 2022. Les intérêts sont exonérés de tout impôt et prélèvement social. Les fonds collectés sont centralisés au fonds d'épargne à hauteur de 50 % ;

- le compte d'épargne logement (CEL)

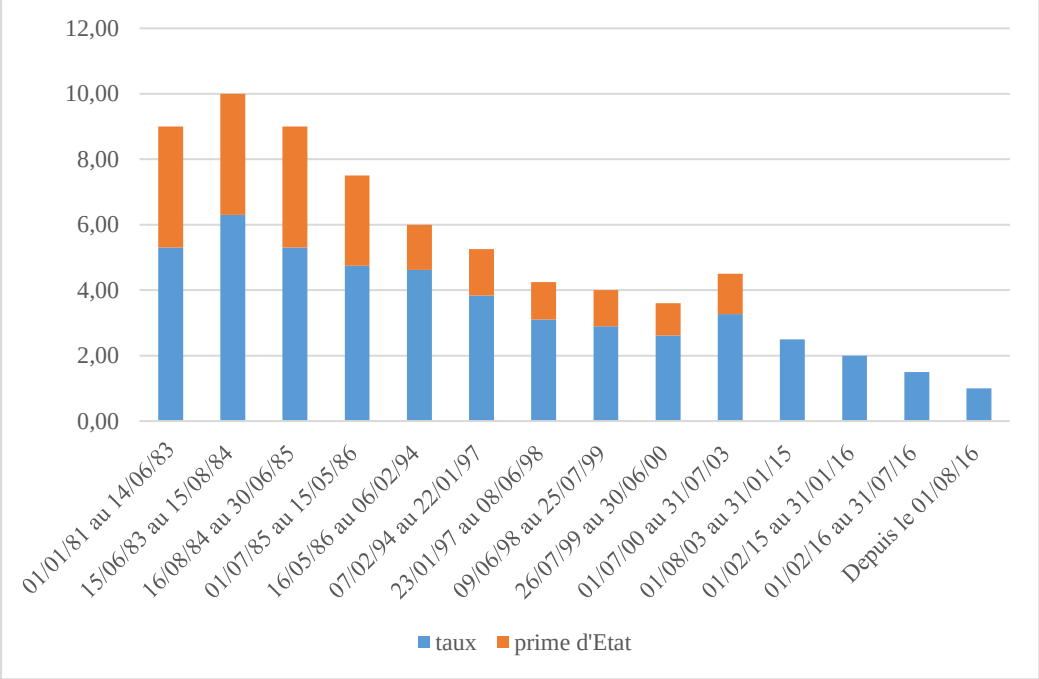
Il s'adresse aux personnes physiques, majeures et mineures. Le montant minimum à l'ouverture est de 300 €, les versements doivent être supérieurs à 75 €. Le plafond des dépôts s'élève à 15 300 € (hors capitalisation des intérêts), et le taux de rémunération, fixé à 0,25 % au 1er février 2020, a été revalorisé à 0,75 % au 1er février 2022. Cette rémunération est, sous certaines conditions, augmentée d'une prime d'État pour les CEL ouverts avant le 1er janvier 2018. Les intérêts sont soumis aux prélèvements sociaux et, depuis 2018, fiscaux ;

- le plan d'épargne-logement (PEL)

Il ne peut être ouvert qu'un PEL par personne. Le versement minimum d'ouverture est de 225 € puis les versements sont libres à condition qu'ils atteignent un minimum de 540 € par an. Les conditions de retrait sont contraignantes et irréversibles, tout retrait du PEL entraînant sa clôture. Au-delà de dix ans, il n'est plus possible de faire de versement, et la durée totale d'un PEL ouvert après le 28 février 2011 ne peut excéder 15 ans. Passé cette échéance, le PEL ne produit plus d'intérêt. Le taux d'intérêt varie en fonction de la date d'ouverture et repose sur une formule de calcul arrêtée réglementairement et ne pouvant descendre en-dessous d'un taux plancher[11]. Les PEL ont été progressivement assujettis aux prélèvements sociaux et fiscaux de droit commun.

[11] Le taux est égal à 0,7 × taux swap 5 ans novembre n-1 + 0,3 × (taux swap 10 ans novembre n-1 – taux swap 2 ans novembre n-1). Il est arrondi au quart de point supérieur sans pouvoir être inférieur au taux plancher de 1,0 % actuellement en vigueur et fixé par arrêté conjoint des ministres chargés de l'économie, du budget et du logement (taux en vigueur depuis le 1er février 2016, non modifié en février 2022).

Graphique n° 2 : Taux[12] des PEL selon la date d'ouverture – en %



Source : rapport sur l'épargne réglementée 2020, Banque de France

- <u>le livret jeune</u>

Il est réservé aux personnes physiques âgées de plus de 12 ans et de moins de 25 ans et peut être conservé jusqu'au 31 décembre qui suit le 25ème anniversaire du titulaire. Il n'est possible d'en détenir qu'un par personne, mais il peut être détenu simultanément avec un livret A[13]. Le taux de rémunération peut varier selon les établissements bancaires. Il n'y a pas d'obligation réglementaire pour les établissements de crédit dans l'emploi des fonds déposés. Le plafond des dépôts s'élève à 1 600 € (hors capitalisation des intérêts). Les intérêts sont exonérés de tout impôt et prélèvement social ;

- <u>le livret d'épargne-entreprise (LEE)</u>

Il permet à un créateur (ou repreneur) d'entreprise d'épargner pendant une période de deux à cinq ans en vue de bénéficier d'un prêt à taux réduit en proportion de l'épargne accumulée. Le montant minimum à l'ouverture du LEE est de 750 €. Les versements sont libres à condition de verser un minimum de 540 € par an. Pendant la période d'épargne, les fonds déposés et les intérêts acquis ne sont pas disponibles, sous peine de clôture du compte, comme pour un PEL. À la fin de la phase d'épargne prévue par le contrat, si le souscripteur ne se manifeste pas, le livret est prolongé automatiquement au moins un an aux mêmes conditions, dès lors que le plafond n'est pas atteint et que la durée de détention du plan n'excède pas cinq ans. Le plafond des dépôts s'élève à 45 800 € (hors capitalisation des intérêts). Le taux de rémunération est égal à 75 % du taux du livret A avec arrondi au quart de point inférieur. Les livrets ouverts à compter du 1er janvier 2014 sont soumis à l'impôt sur le revenu mais sont

[12] Taux brut. Prime d'État supprimée à compter de 2003 sauf en cas de demande de prêt.

[13] Ce qui, en pratique, permet à une famille de deux adultes et deux enfants de détenir quatre livrets A, deux LDDS et deux livrets jeunes, soit au total 119 000 € défiscalisés et rémunérés au taux du livret A (voire plus pour les livrets jeunes).

exonérés des prélèvements sociaux[14]. Il n'est possible de détenir qu'un LEE par foyer fiscal. Les fonds accumulés en capital et intérêts par l'épargnant sont exclusivement destinés à financer la création ou la reprise d'entreprises, les réinvestissements amortissables, les immobilisations incorporelles des entreprises créées ou reprises depuis moins de cinq ans.

1.1.2 Les avantages comparés par rapport aux autres produits d'épargne bancaires ou d'assurance vie

Les livrets d'épargne réglementée offrent aux épargnants des atouts : sécurité, liquidité, fiscalité avantageuse, rémunération garantie.

Dans le contexte de taux bas, leur rémunération nette est positive (mais négative en termes réels), ce qui les place à un niveau proche des comptes à terme et de la moyenne des contrats d'assurance vie en euros et à un niveau nettement supérieur à celui des livrets bancaires classiques (hors offres promotionnelles type « super livret »). À l'exception des comptes à terme et de l'assurance vie avant huit ans, tous ces produits présentent des garanties équivalentes en termes de liquidité et de sécurité du capital. La rémunération peut en revanche varier, par décision unilatérale quoiqu'encadrée de l'État pour l'épargne réglementée, par choix de l'établissement bancaire pour les livrets classiques et les comptes à terme ou de la compagnie d'assurance pour les contrats d'assurance vie. Dans les faits, la rémunération de ces différents produits suit l'évolution générale des taux d'intérêt et de l'inflation, même si un plancher de rémunération est souvent assuré.

L'exonération fiscale et sociale concerne le livret A, le LDDS, le LEP et le livret jeune dans la limite de leurs plafonds respectifs. Les autres produits d'épargne réglementée sont fiscalisés dans les conditions de droit commun[15]. L'assurance vie, qui, pour ce qui concerne les contrats en euros, présente de nombreuses similitudes avec l'épargne réglementée, bénéficie d'un régime fiscal spécifique et globalement avantageux au-delà de huit ans[16], et d'un régime *ad hoc* favorable en ce qui concerne les droits de succession.

En période de taux bas, le livret A et le LDDS se trouvent concurrencés par les dépôts bancaires, et, dans une certaine mesure, par l'assurance-vie en euros. Les données comparant la rémunération des différents produits d'épargne bancaire sont publiées chaque mois par la Banque de France.

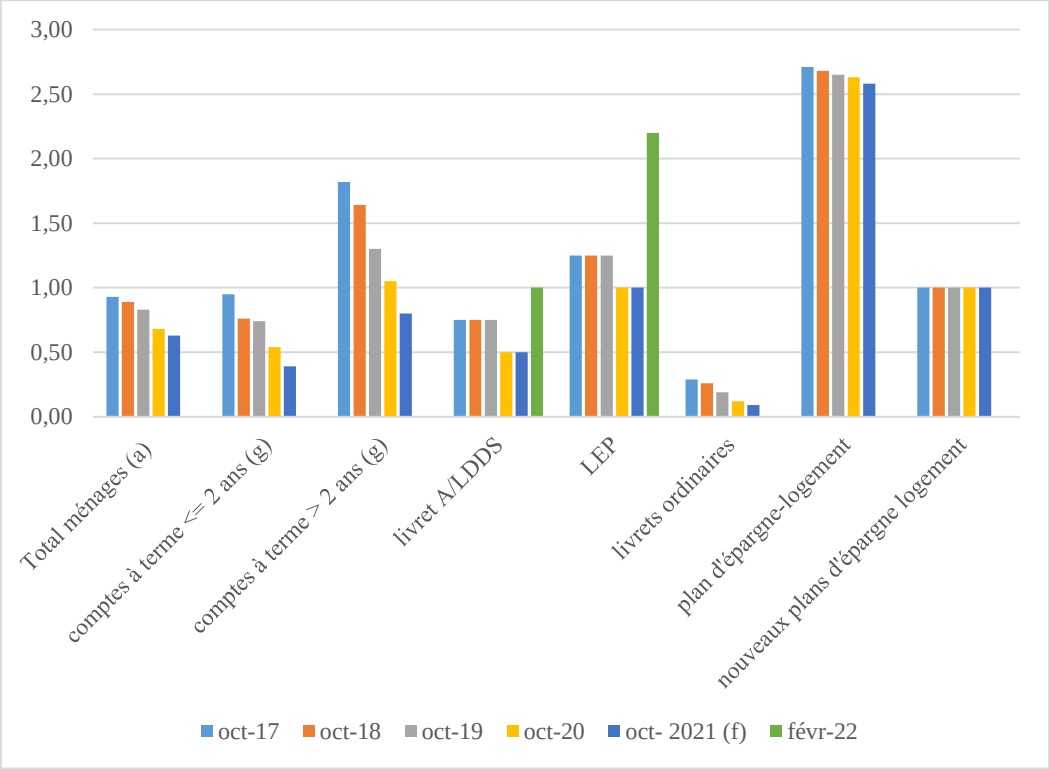
---

[14] Pour les livrets ouverts avant 2014, les intérêts sont exonérés de tout impôt et prélèvement social sauf en cas de retrait anticipé des fonds dans les deux premières années.

[15] Pour les PEL ouverts à partir de 2011 en ce qui concerne les prélèvements sociaux et pour les PEL ouverts depuis 2018 en ce qui concerne les prélèvements sociaux et fiscaux.

[16] La fiscalité des revenus est d'abord de droit commun puis sensiblement allégée au bout de huit ans

Graphique n° 3 : Rémunération comparée des différents produits d'épargne bancaire proposés aux ménages de 2016 à 2022 – en %



Source : Cour des comptes, d'après Banque de France, Taux de rémunération des dépôts bancaires (publication mensuelle)

(a) y compris dépôts à vue, rémunérés à des taux proches de 0(f) données provisoires (g) y compris bons de caisse, autres comptes d'épargne à régime spécial, plans d'épargne populaire et emprunt subordonnés

Le graphique n°3[17] montre que la hiérarchie des rémunérations est relativement homogène jusqu'à la revalorisation récente des taux du livret A/LDDS et du LEP. L'ensemble des produits a connu une baisse de rémunération au cours des cinq dernières années, sensiblement plus forte pour les produits concurrentiels que pour les produits réglementés, ce qui peut donner lieu à critiques sur une certaine « viscosité » de l'épargne réglementée. Le maintien du LEP et du PEL à un niveau relativement élevé jusqu'en 2022 (1 % pour une moyenne de 0,63 %) ne s'est pas traduit pour autant par un intérêt accru pour ces produits : le premier a été en recul pendant des années, et le PEL connaît depuis 2017 un nombre plus élevé de clôtures que d'ouvertures ainsi qu'une décollecte nette (sauf en 2020)[18].

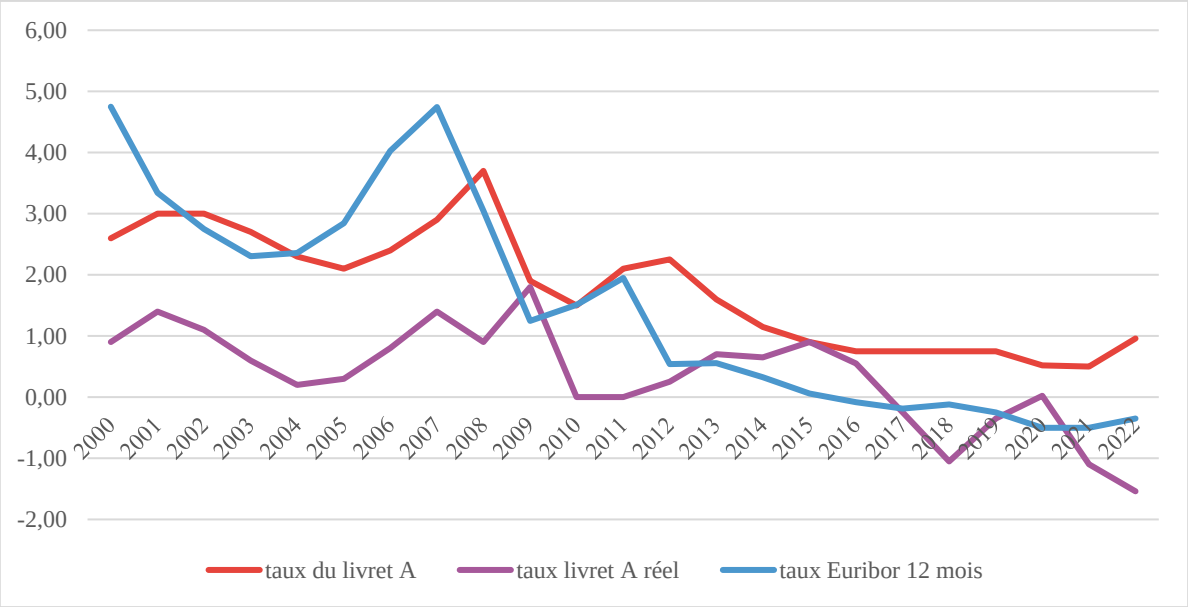
Après prise en compte des prélèvements fiscaux et sociaux et des droits de succession, au terme de huit ou dix ans, le livret A, le LDDS et le PEL offrent des rémunérations très proches, supérieures à celles des livrets ordinaires ou même des comptes à terme, mais inférieures à celles du LEP et même de l'assurance vie en euros.

[17] Complété pour le mois de février 2022 avec les nouveaux taux de rémunération du livret A/LDDS et du LEP, mais pas pour les autres supports dont les effets sur leur niveau de rémunération du relèvement du taux du livret A ne sont pas connus.

[18] La poursuite de la progression de l'encours des PEL étant dû principalement à la capitalisation des intérêts des PEL existants, notamment les plus anciens.

La rémunération réelle après inflation a tendance à se dégrader depuis le milieu de 2021, ce qui a conduit les pouvoirs publics à revaloriser les taux des livrets au 1er février 2022.

Graphique n° 1 : Évolution du taux du livret A (nominal et réel) et des taux interbancaires de 2000 à 2022 – en %



Source : Cour des comptes, d'après Insee (taux d'inflation, indice mensuel des prix à la consommation en glissement annuel), Banque de France (taux du livret A, taux Euribor 12 mois fin d'année et fin février pour 2022)

Depuis le début des années 2000, le taux du livret A a suivi une évolution parallèle à celle des taux interbancaires, tout en restant positif en termes réels jusqu'en 2021. Toutefois, à partir de 2011-2012, il a connu des diminutions moins sensibles que les taux interbancaires, restant constamment positif du fait de l'existence d'un taux plancher quand les seconds sont passés en-dessous de zéro à partir de 2015. Depuis 2021, la rémunération réelle du livret A est devenue nettement négative du fait de l'accélération de l'inflation. Pour autant, la revalorisation du 1er février 2022 a renforcé son attractivité par rapport aux taux de marché qui ne se sont que très légèrement redressés pour le moment, ce qui peut expliquer le nouvel afflux de dépôts enregistrés en février 2022[19]. À la différence de ce qui avait pu s'observer en 2005-2006 et en 2010-2011 où la revalorisation du taux du livret A avait suivi d'un à deux ans le redressement des taux d'intérêt, le relèvement du taux du livret A est intervenu cette fois-ci en premier.

1.2 Un mode d'épargne largement utilisé

Des enquêtes régulières montrent les atouts de l'épargne réglementée aux yeux des Français, tous âges et toutes catégories confondus, en particulier sa sécurité et sa liquidité. L'attachement des Français à l'épargne réglementée s'est confirmé en 2020 et 2021.

[19] Les dépôts ont été supérieurs aux retraits de 2,9 Md€ en février 2022.

1.2.1 Un outil largement diffusé : le livret A

Une enquête de septembre 2021 du Centre d'études et de connaissance sur l'opinion publique (CECOP) et de l'Institut français d'opinion publique (IFOP) pour le Cercle de l'épargne documente l'opinion des Français sur le livret A[20]. Selon cette enquête, le livret A n'apparaît pas comme un produit intéressant au plan financier, mais c'est le cas de pratiquement tous les placements à l'exception de l'immobilier et, dans une moindre mesure, de l'assurance vie. L'intérêt pour ce produit a néanmoins progressé depuis 2015, et notamment en 2020.

Tableau n° 1 : Opinions sur l'intérêt financier d'un placement dans le contexte actuel (en %)

	intéressant	pas intéressant
un bien immobilier que l'on loue	62	38
assurance-vie	48	52
Actions	39	61
livret A	26	74
SICAV	25	75

Source : CECOP/IFOP (septembre 2021)

L'intérêt perçu est le plus élevé chez les jeunes, puis décroît en fonction de l'âge, probablement du fait d'une connaissance croissante des produits d'épargne avec l'âge (et le niveau de patrimoine). En revanche, l'opinion est relativement homogène quel que soit le niveau de revenu ou de patrimoine : entre 25 et 30 % des personnes interrogées jugent le livret A intéressant, l'opinion la plus élevée concernant les ménages gagnant moins de 3 000 € par mois (entre 25 et 28 %) et possédant un patrimoine financier inférieur à 7500 € (34 %).

1.2.2 Des encours en progression constante mais inégalement répartis

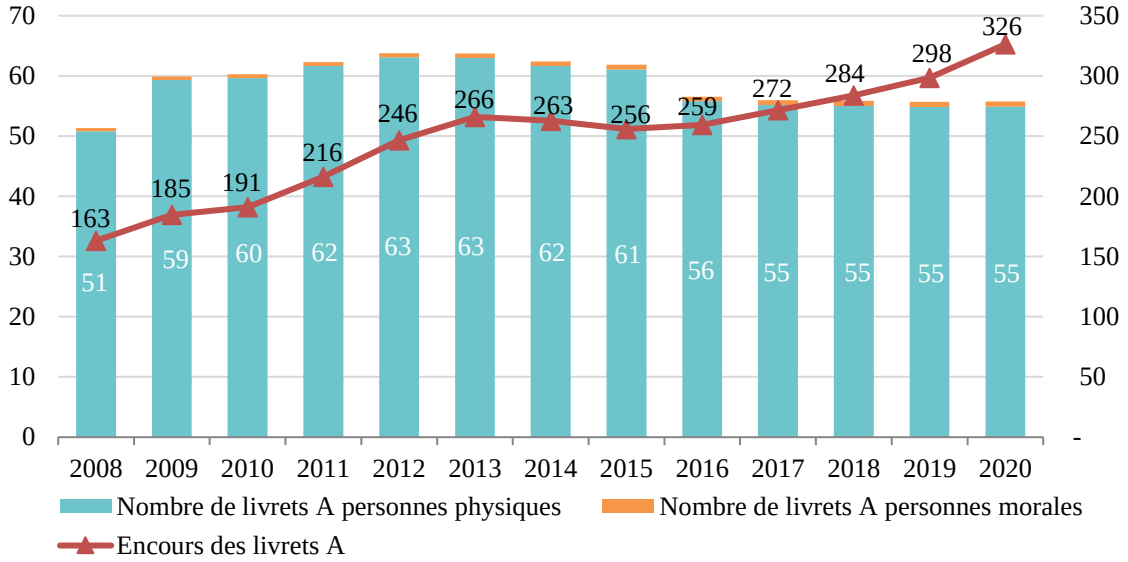
Après avoir baissé pendant plusieurs années, le nombre de livrets A est reparti à la hausse. Au 31 décembre 2020, il s'élève à 55,7 M€, dont 54,9 M€ détenus par des personnes physiques et 0,82 M€ par des personnes morales. Depuis le 31 décembre 2019, le nombre de livrets A s'est accru de 50 000 unités (+ 0,1 %)[21], les ouvertures (2,6 millions) excédant les clôtures (2,5 millions)[22].

[20] *Les Français, l'épargne, la retraite et la dépendance*, septembre 2021.

[21] 61 000 livrets de plus pour les personnes physiques, 11 000 livrets de moins pour les personnes morales.

[22] Chiffre le plus bas depuis 2016 qui avait enregistré 7,8 millions de clôtures notamment du fait du transfert à a CDC de près de 5 millions de livrets inactifs en vertu de la loi Eckert.

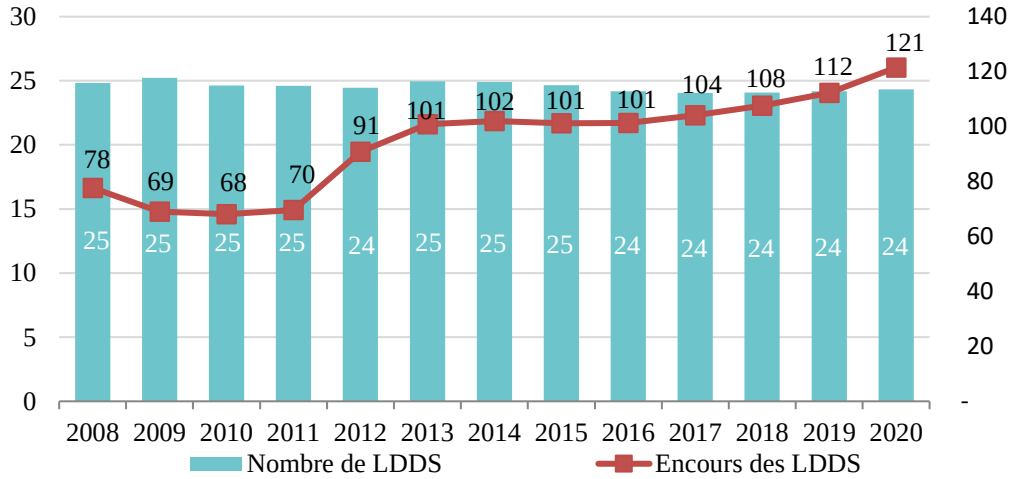
Graphique n° 2 : Évolution du nombre (en millions) et de l'encours (en Md€) des livrets A de 2008 à 2020



Source : Rapport 2020 sur l'épargne réglementée (Banque de France)

Près de 83 % des Français détiennent un livret A, chiffre stable depuis 2016[23]. La proportion est moins élevée pour le LDDS (36 %), stable également. En revanche, le livret d'épargne populaire (LEP) ne concerne plus que 10 % des Français.

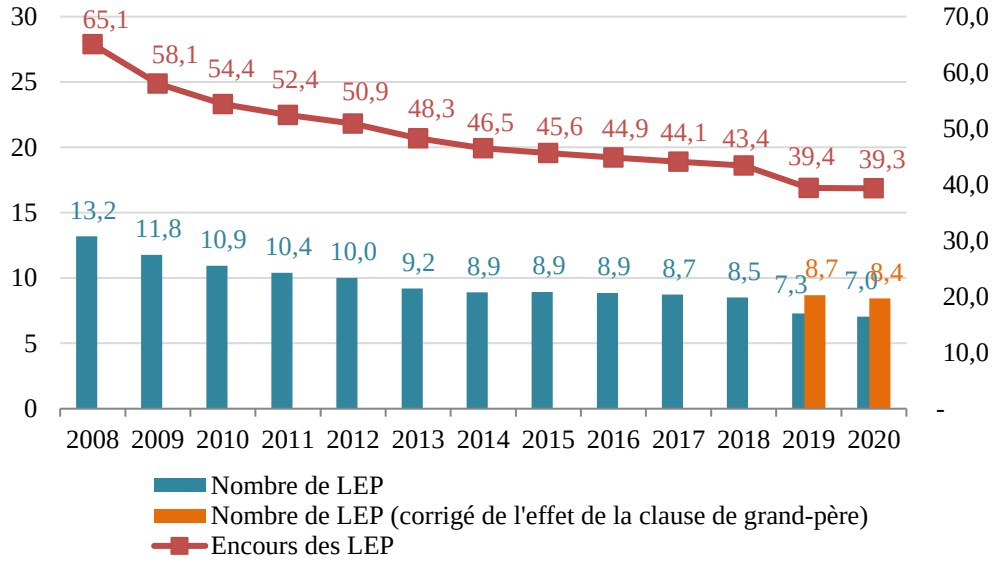
Graphique n° 3 : Évolution du nombre (en millions) et de l'encours (en Md€) des LDDS de 2008 à 2020



Source Rapport 2020 sur l'épargne réglementée (Banque de France)

[23] Le chiffre étonnamment haut des années antérieures, proche de 100 %, peut s'expliquer par le nombre de livrets inactifs.

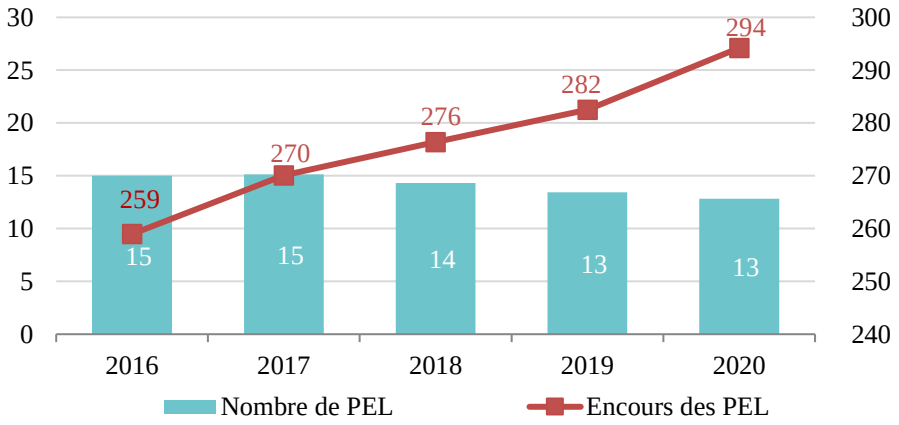
Graphique n° 4 : Évolution du nombre (en millions) et de l'encours (en Md€) des LEP de 2008 à 2020



Source Rapport 2020 sur l'épargne réglementée (Banque de France)

Enfin, l'épargne-logement connaît depuis plusieurs années une diminution du nombre de livrets et du taux de détention dans la population française (22% en 2016, 19% en 2020), mais une progression toujours rapide de ses encours, essentiellement parce que les intérêts servis peuvent être capitalisés, au-delà même du plafond. Le nombre d'ouvertures est, depuis 2017, inférieur au nombre de clôtures (solde net de près de – 0,6 million en 2020).

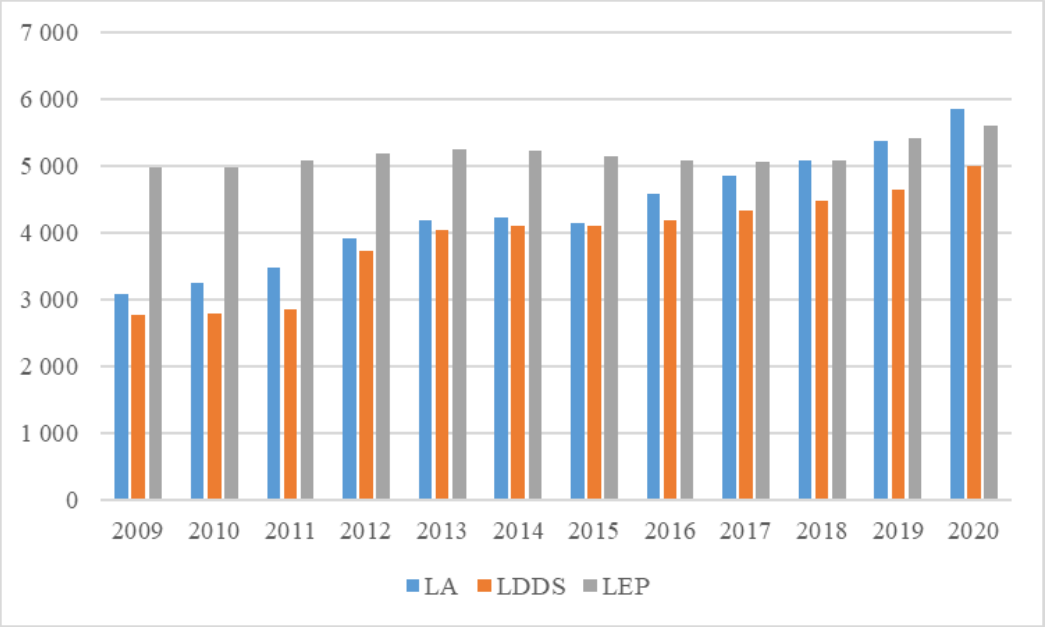
Graphique n° 5 : Évolution du nombre (en millions) et de l'encours (en Md€) des PEL



Source Rapport 2020 sur l'épargne réglementée (Banque de France)

L'encours moyen d'un livret A est de 5 858 € pour une personne physique. Il est un peu inférieur pour le LDDS (5 002 €), mais évolue de manière parallèle, les deux livrets étant utilisés par les épargnants sans réelle distinction. Quant au LEP, son encours moyen - 5 604 € - progresse nettement moins vite que les deux autres (+ 13 % seulement par rapport à 2009).

Graphique n° 6 : Encours moyen par livret en €



Source : Caisse des dépôts

Ces moyennes cachent d'importantes disparités sociodémographiques. Les livrets A au-dessus du plafond (avec les intérêts capitalisés) représentent 30 % de l'encours total du livret A (mais seulement 7% en nombre), les livrets au-dessus de 15 300 € plus de 64 %, tandis que les livrets dont l'encours est inférieur à 150 € ne pèsent que 0,2 % de l'encours total.

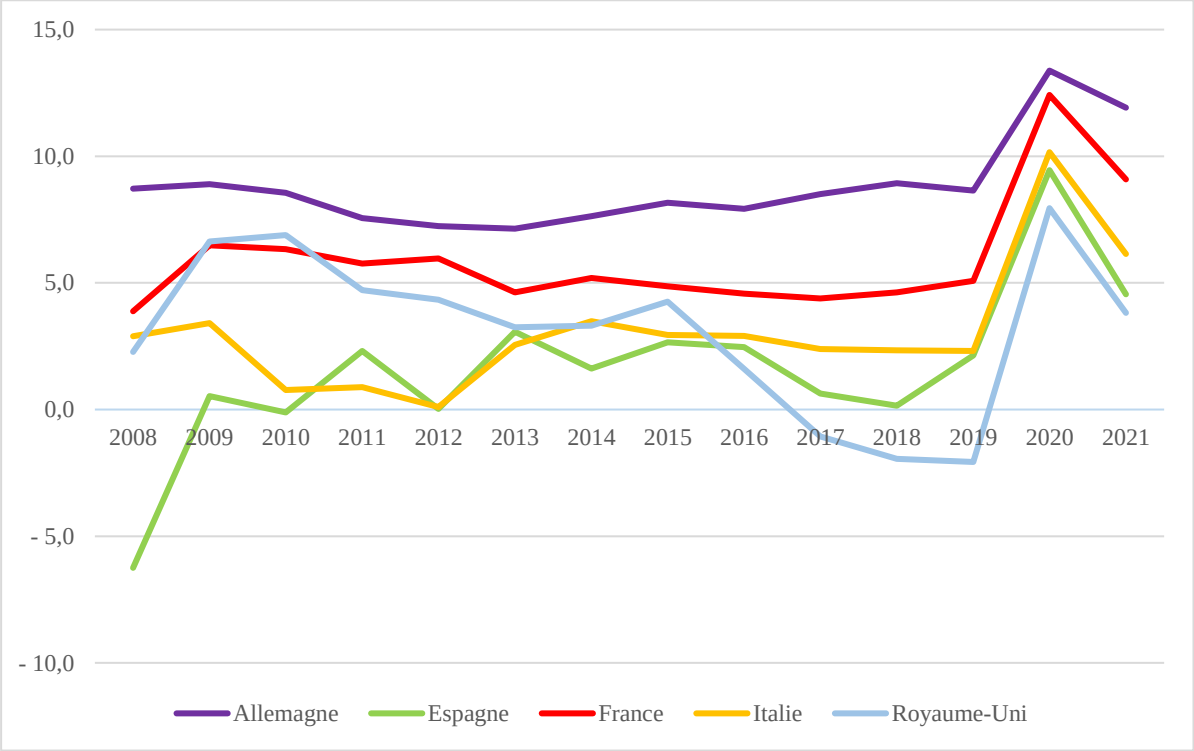
Les épargnants de plus de 65 ans détiennent 21% des livrets (soit leur poids dans la population française) mais 34 % des encours ; à l'inverse, les moins de 25 ans représentent 27 % des livrets et seulement 12 % des encours. En 2020, la moitié des ouvertures a été le fait d'étudiants, de chômeurs et d'inactifs.

1.2.3 Une place dans l'épargne des ménages importante mais à relativiser

Le taux d'épargne financière a été stable en France entre 2009 et 2019 : il atteint 5,9 % du revenu disponible brut en moyenne[24], trois points de moins qu'en Allemagne, trois points de plus qu'en Italie et au Royaume-Uni. La crise économique à la suite de la pandémie de covid-19 a entraîné une forte hausse du taux d'épargne financière : il atteignait 12,4 % fin 2020, une évolution comparable s'observant ailleurs en Europe, avant de redescendre en 2021 (9,1 %) tout en restant à un niveau supérieur à celui d'avant la crise.

[24] Contre 4,7% en moyenne sur la période 1990-2019. Le taux d'épargne financière, après une hausse sensible en 2009, est ensuite redescendu autour de 5 % tout en restant à un niveau sensiblement supérieur à celui des années 1990-2008.

Graphique n° 7 : Taux d'épargne financière des ménages des principaux États européens – en % du revenu disponible brut



Source : Banque de France

Les taux d'épargne sont difficilement comparables entre États, car ils dépendent de nombreux facteurs institutionnels (choix d'imposition directe ou indirecte, système de retraites, poids des services publics), démographiques ou culturels. Par ailleurs, la situation française doit être appréciée au regard de son niveau d'investissement et de la capacité d'épargne non seulement des ménages mais aussi des entreprises et des administrations publiques.

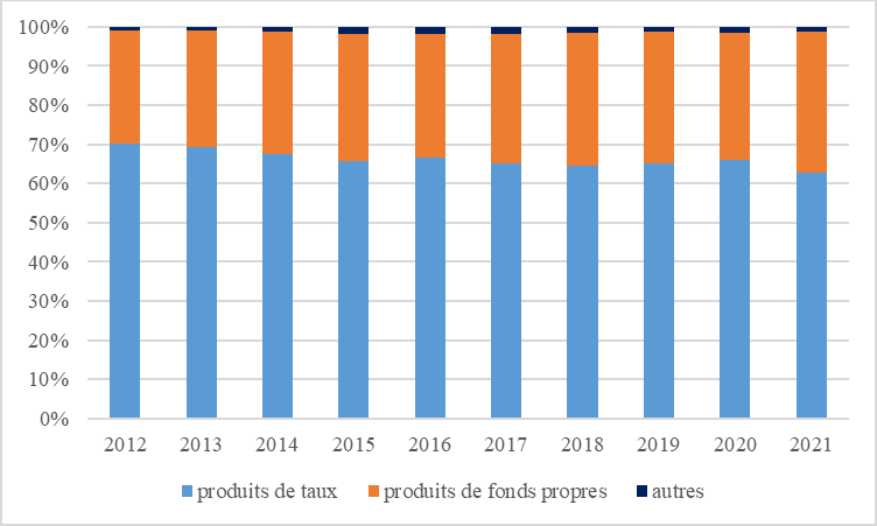
La bonne appréciation du niveau d'épargne financière des ménages et de son évolution doit également tenir compte du niveau de leur endettement financier. L'endettement des ménages est constitué principalement de crédits à l'habitat censés être couverts en partie par la valeur des biens immobiliers. Pour autant, le niveau de cet endettement immobilier peut justifier la constitution d'une épargne de précaution par les ménages. De plus, la réduction des taux des crédits immobiliers a pu inciter les ménages à s'endetter davantage pour limiter leur apport personnel et ainsi moins puiser dans une épargne placée le cas échéant à des taux plus élevés (épargne-logement par exemple).

Les comparaisons internationales indiquent que les ménages français sont plus endettés (101,4 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2021) que les ménages des principales économies européennes (97,9 % pour la zone euro) ; entre le quatrième trimestre 2019, juste avant le premier confinement, et le quatrième trimestre 2020, le taux d'endettement des ménages français s'est même accru de 3,4 points contre 2,7 points dans la zone euro. Si les ménages français sont généralement considérés comme épargnant davantage que la moyenne européenne (moins tout de même que les Allemands), ils sont aussi, et de loin, les plus endettés.

La place de l'épargne réglementée dans l'ensemble de l'épargne financière des ménages est à relativiser. Avec des encours de 834 Md€ à fin 2021, elle représente 14 % du total des

encours de placements financiers. Cette part n'a cessé de reculer depuis près de dix ans, comme l'ensemble des produits de taux dont l'encours est passé de 70 % de l'épargne financière à 63 % en 2021 ; à l'inverse, la part des produits de fonds propres a cru de 29 à 36 %. L'aversion traditionnelle des Français pour les produits d'épargne risquée a tendance à reculer.

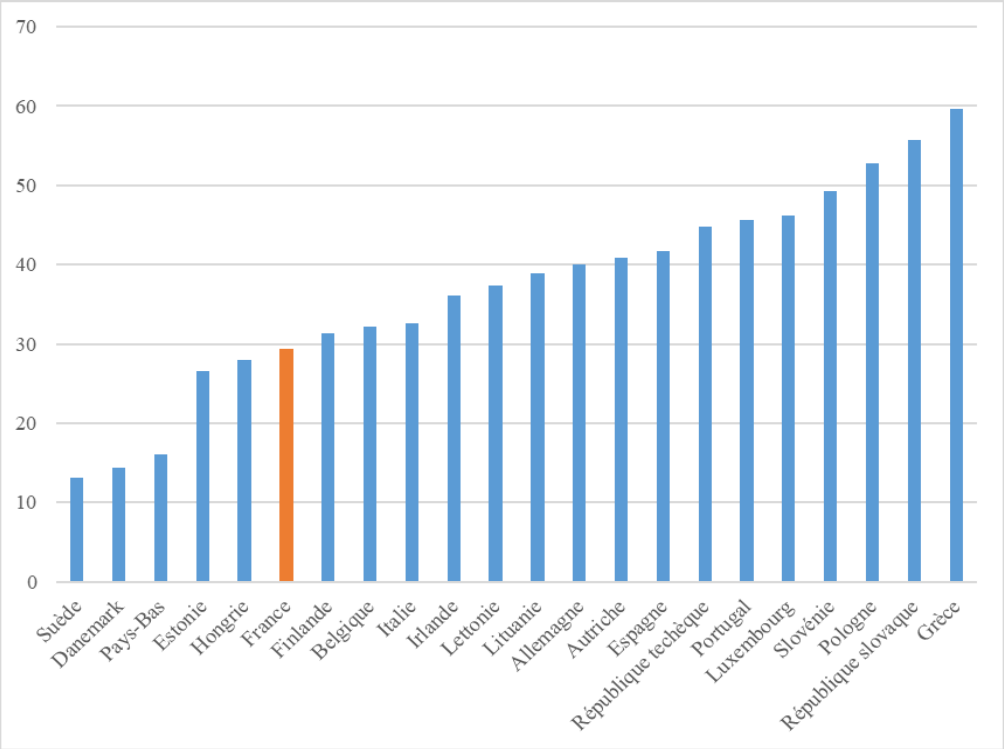
Graphique n° 8 : Encours des placements financiers des ménages en valeur de marché (en %)



Source : Cour des comptes, d'après Banque de France

En fait, la France est loin d'être le seul État européen où les ménages détiennent une part significative de leur épargne sous forme de numéraire, dépôts à vue et livrets bancaires (réglementés ou non). Elle est même l'un de ceux où cette part est la moins élevée (29 % du total des actifs financiers contre 33 % en Italie, 40 % en Allemagne, 42 % en Espagne).

Graphique n° 9 : Part du numéraire et des dépôts bancaires dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 (en %)



Source : Cour des comptes, d'après OCDE

S'il est exact que l'épargne financière des ménages français est globalement moins investie en actions que dans le reste de l'Europe, c'est moins en raison du poids de l'épargne bancaire que de celui de l'assurance vie et de l'absence de fonds de pension.

L'épargne est fortement tributaire des particularités nationales qu'elles soient culturelles, démographique ou institutionnelles (notamment en ce qui concerne le financement des retraites) et il est difficile d'envisager de faire converger le modèle français vers un autre modèle européen (qui au demeurant est difficile à identifier), sauf à passer par des changements très profonds dont l'acceptation sociale et politique est loin d'être acquise[25].

Enfin, la part de l'épargne réglementée dans la « sur collecte » d'épargne en 2020-2021 doit être relativisée. L'épargne engendrée par les confinements successifs a favorisé aussi bien l'épargne réglementée et les dépôts à vue (dont les flux ont doublé, de 48,8 Md€ en 2019 à 95,8 Md€ en 2020) que les achats d'actions en direct (qui ont dépassé 13 Md€ en 2020) ou les versements sur l'assurance vie en unités de compte (passés de 2 Md€ en 2019 à 16,8 Md€ en 2020). De même, la part de l'épargne réglementée dans la création monétaire de 2020 est secondaire.

[25] Comme la mise en place de fonds de pension.

CONCLUSION INTERMEDIAIRE

L'épargne réglementée occupe de longue date une place particulière en France. Si elle présente des avantages bien identifiés (liquidité, sécurité, rémunération positive fixée par l'État et défiscalisée), ceux-ci sont à comparer aux caractéristiques d'autres produits d'épargne, comme l'assurance vie en euros, qui peuvent également bénéficier de dispositifs avantageux tout en offrant des garanties comparables en termes de sécurité et de rémunération.

Grâce à sa popularité non démentie, à son rôle d'épargne de précaution et à sa relative stabilité, l'épargne réglementée voit ses encours continuer de croître, même pour les livrets d'épargne populaire et l'épargne-logement qui ont souffert d'une certaine désaffection depuis plusieurs années.

Les Français ont un niveau élevé d'épargne que l'on peut mettre en regard de leur niveau d'endettement également élevé. Enfin, la hausse des dépôts sur des produits de l'épargne réglementée en 2020-2021 n'explique pas à elle seule l'accroissement de l'épargne.

2 LE MODELE ECONOMIQUE DE L'EPARGNE REGLEMENTEE

L'épargne réglementée n'est pas seulement encadrée pour ce qui concerne sa distribution et sa collecte, mais aussi pour son utilisation par les établissements bancaires pour la part non-centralisée et par la Caisse des dépôts (CDC) pour la part centralisée au fonds d'épargne.

2.1 La part non centralisée gérée par les banques

2.1.1 Les parts de marché des banques

L'épargne réglementée est aujourd'hui distribuée par les principaux réseaux bancaires et ne constitue plus un sujet de tension entre eux, les parts de marché étant désormais relativement stables. La répartition des encours montre toutefois que les réseaux historiques (Caisse d'épargne, Banque Postale et Crédit agricole notamment) restent nettement devant leurs concurrents, notamment pour le livret A, par rapport à la répartition des parts de marché globales[26]. Pour le livret A, ces réseaux historiques représentent, avec le Crédit mutuel, 89 % des encours.

Les taux de centralisation convergent progressivement, conformément à la réforme de 2013[27] avec des taux devant tendre d'ici à 2022 vers 62% pour les réseaux historiques et 56,7 % pour les autres, pour un taux global de 59,5 %. Ces mouvements, ainsi que la fin de l'option de sur centralisation en 2018[28], ont obligé la CDC à gérer la liquidité du fonds d'épargne avec une grande réactivité, notamment dans des périodes de turbulence des marchés financiers comme au printemps 2020.

La diminution sensible des taux de rémunération a pu inciter des réseaux de distribution alternatifs à proposer aux épargnants, à la faveur de la généralisation d'internet, des livrets concurrents attractifs (bonus pendant quelques mois) avec pour cible non équivoque les détenteurs de livrets réglementés proches des plafonds. Ces stratégies poursuivent en général deux buts : d'une part, accéder aux dépôts à vue et ainsi diversifier les passifs des établissements en question pour être mieux armés face à une éventuelle crise sur le marché obligataire (allant dans le sens de la réglementation prudentielle) ; d'autre part, démarcher de nouveaux clients, en particulier les plus fortunés, au moyen d'un livret semblant offrir les mêmes garanties que les livrets réglementés ou bancaires classiques avec un niveau de rémunération supérieur, pour pouvoir ensuite leur proposer des produits plus rémunérateurs (assurance-vie, placements en titres, etc.). Ces initiatives ont une portée limitée et ne semblent pas se consolider.

---

[26] L'agrégat comptable « dettes envers la clientèle » regroupe l'encours de l'ensemble des comptes à vue et à terme de la clientèle des particuliers et des entreprises.

[27] Décret n° 2013-688 du30 juillet 2013.

[28] Décret n° 2018-83 du 12 février 2018 relatif au régime de centralisation des dépôts collectés au titre du livret A et du livret de développement durable, l'échéance finale ayant été fixée au 1er avril 2020. La suppression de cette option, ouverte en 2011, se justifiait par une situation d'excès de ressources pour le fonds d'épargne.

Les équilibres auxquels le système bancaire est parvenu treize ans après l'entrée en vigueur de la réforme de l'épargne réglementée semblent convenir à la profession.

L'anticipation des mouvements de dépôts et de retraits est cependant à mieux documenter. Faute d'information disponible jusqu'à une date récente, les évolutions des mouvements ne sont pas analysables au niveau des dépôts et retraits. Seul le solde est connu de la direction du fonds d'épargne de la CDC par les échanges comptables avec les distributeurs. Des travaux sont en cours avec la Banque de France pour constituer des séries mensuelles distinguant dépôts et retraits. En application de l'arrêté du 10 juin 2020 du ministre de l'économie et des finances[29], ces séries, en cours d'alimentation depuis janvier 2021, font toujours l'objet de travaux de mise en cohérence et de fiabilisation des données.

2.1.2 Une épargne participant à la transformation bancaire

L'épargne réglementée apparaît sur la durée relativement stable et s'appuie sur un modèle solide pour les banques : le capital est garanti par l'État et ne pèse pas sur leurs fonds propres ; la gestion de la liquidité relève du fonds d'épargne (en fonction du taux de centralisation).

Concernant le ratio de levier, le règlement dit « CRR 2 » [30] prévoit une dérogation permettant aux établissements de crédit d'exclure du calcul du ratio de levier l'épargne réglementée centralisée. Pour le ratio dit « LCR »[31], l'acte délégué[32] prévoit que l'épargne réglementée non centralisée est traitée comme un dépôt clientèle liquide et un taux de sortie de trésorerie de 5 ou 10 % est appliqué conformément aux articles 24 et 25. Par ailleurs, les établissements de crédit peuvent obtenir l'autorisation du superviseur de bénéficier des dispositions de l'article 26 leur permettant de déclarer les flux résultant des produits d'épargne réglementée centralisés sur base nette (en diminuant les flux sortants sur l'encours total d'épargne réglementée des flux entrants liés au remboursement par la CDC)[33].

Concernant enfin le ratio NSFR[34], le règlement CRR prévoit que l'épargne réglementée non centralisée, en tant que « dépôt de la clientèle de particulier », est considérée comme un « élément apportant un financement stable » en application de l'article 427 de CRR.

Au total, le traitement prudentiel de l'épargne réglementée applicable aux établissements bancaires apparaît désormais cohérent avec la nature de ces produits.

L'étroitesse de la marge d'intermédiation est avancée par les banques pour souligner le surcoût engendré par cette ressource dans un contexte où la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) leur offre des conditions de refinancement sensiblement plus avantageuses jusqu'à présent.

De fait, même après la baisse à 0,5 % entre 2020 et 2022, le taux du livret A et du LDDS est resté sensiblement au-dessus des taux de marché du fait de l'application du plancher

---

[29] Arrêté relatif à l'application de l'article R221-127 du code monétaire et financier fixant le contenu et les modalités de transmission des statistiques relatives à l'épargne réglementée à la Banque de France.

[30] *Cash reserve ratio* (règlement européen 2019/876).

[31] *Liquidity coverage ratio*.

[32] Règlement délégué (UE) 2015/61.

[33] Cette autorisation ne vaut que pour les établissements ayant opté pour la centralisation dite « décadaire » (quatre fois par mois) permise par l'article 5bis du décret n° 2011-275 du 16 mars 2011.

[34] *Net stable funding ratio*.

réglementaire. Marqué par une relative rigidité, il entraîne un surcoût, surtout en période de baisse rapide et prolongée des taux comme cela fut le cas depuis plus de dix ans. Cette situation s'est encore accentuée avec le relèvement du taux du livret A à 1 %.

De même, l'épargne-logement pose un problème de coût de la ressource mais d'une nature un peu différente (cf. *infra*).

Cependant, différents éléments conduisent à nuancer le bilan coûts-avantages pour les établissements bancaires.

Certes, il faut ajouter à la rémunération servie aux épargnant les charges d'exploitation comme pour l'ensemble des ressources bancaires. À l'inverse, le coût de la ressource est remboursé par le fonds d'épargne pour la part centralisée, à hauteur de 0,3 % pour le livret A et le LDDS, de 0,4 % pour le LEP, ce qui représente une recette de 850 M€ alors que la rémunération de la part non centralisée constitue elle une charge.

Selon les estimations de la DGT, avec un taux du livret A de 0,5 % et du LEP de 1 %, le coût moyen de la ressource livret A ou LDDS (les taux de centralisation varient en fonction des établissements) est de 0,024 % de l'encours total, celui de la ressource LEP de 0,3 % de l'encours total[35]. Par ailleurs, la garantie de l'État est gratuite. Enfin, les coûts de distribution, de marketing et de publicité sont très réduits par rapport à d'autres produits bancaires. Avec un taux du livret A à 0,50 % comme ce fut le cas de mars 2020 à février 2022, le coût net de la ressource n'était pas très éloigné de l'équilibre pour les banques.

2.1.3 Une estimation conventionnelle de l'utilisation de l'épargne réglementée

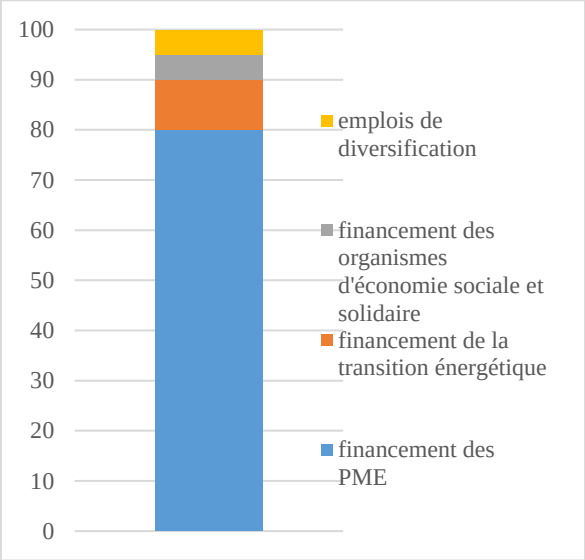
Lors de la banalisation du livret A en 2009, le législateur a fixé des obligations d'emploi aux établissements bancaires pour la part de l'épargne réglementée conservée dans leurs bilans. Des aménagements ont été apportés par la suite pour prendre en compte de nouvelles priorités, comme la transition énergétique ou le développement de l'économie sociale et solidaire. Ces obligations sont justifiées par les avantages commerciaux que confère le droit pour ces établissements de distribuer auprès de leur clientèle des produits d'épargne attractifs et nécessitant un faible investissement commercial et publicitaire[36].

Les obligations d'emploi actuellement en vigueur ont été fixées par un arrêté du ministre chargé de l'économie du 10 juin 2020 en application de l'article 145 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi PACTE) modifiant notamment les dispositions concernant les prêts de transition énergétique et écologique.

[35] Ces chiffres moyens sont obtenus en faisant la différence entre le coût pour les banques de la rémunération des encours non centralisés (sur la base d'un taux de rémunération de 0,50 % et d'un taux de centralisation de 60,5 %) et, d'autre part, la rémunération complémentaire versée par le fonds d'épargne sur la part centralisée (0,30 % sur 60,5 % de l'encours total pour le livret A/LDDS et 0,40 % pour le LEP). Ils ne prennent pas en compte les coûts de distribution et de gestion des banques.

[36] La question de la marque « livret A » pourrait se poser, alors qu'elle représente probablement une valeur immatérielle significative. Le fonds d'épargne ou l'État pourraient étudier cette question, moins pour demander le cas échéant aux établissements bancaires une rémunération en contrepartie du droit de commercialiser les livrets que pour protéger la réputation de la « marque » contre des offres d'investissement trompeuses voire frauduleuses qui se multiplient depuis plusieurs années, notamment sur internet.

Graphique n° 10 : Répartition des obligations d'emploi de l'épargne réglementée (livret A, LDDS, LEP, livret jeune) conservée dans les bilans bancaires – en %



Source : Cour des comptes, d'après fédération bancaire française

Jusqu'en décembre 2020, les données collectées par la Banque de France concernaient les prêts pour travaux d'économie d'énergie dans les bâtiments anciens. La mise en œuvre des nouvelles dispositions de la loi PACTE conduit à élargir significativement le périmètre des prêts à prendre en compte (notamment les prêts au logement neuf), ce qui nécessite un important travail de collecte de données organisé par la Banque de France et dont les résultats complets ne sont pas encore connus.

Une estimation des encours de prêts finançant des logements neufs respectant la norme RT2012 et des éco-prêts à taux zéro a été réalisée pour 2020[37]. À fin 2020, la Banque de France estime l'encours des prêts finançant les logements avec la norme RT2012 à 169 Md€ pour les établissements distribuant des produits d'épargne réglementée. La mesure des prêts aux ménages est plus complexe, car les emprunts souscrits ont souvent de multiples usages. Les travaux statistiques conduits par la Banque de France, alliant la collecte automatisée d'informations sur Internet et des techniques de *data science*, ont conduit à une estimation de 3,8 Md€ pour l'année 2020[38]. Au total, les prêts bancaires destinés à la transition énergétique et écologique s'élèveraient à 173 Md€ en 2020.

Les données sur les prêts à l'économie sociale et solidaire (ESS) sont encore plus limitées. Un deuxième arrêté ministériel, également en date du 10 juin 2020, dispose que, à partir de janvier 2021, les nouveaux financements et les encours destinés à financer les entreprises de l'ESS feront partie des indicateurs présents dans la collecte mensuelle sur l'épargne réglementée. Ces indicateurs portent sur les financements à des entreprises de toutes tailles. La Banque de France a établi une méthodologie pour identifier ces prêts. En décembre

[37] Cf. *Rapport sur l'épargne réglementée 2020*, (p. 56 à 58).

[38] Source : *Rapport sur l'épargne réglementée 2020*, p. 57. Sont ainsi pris en compte une part des crédits à la consommation des ménages supposée financer une partie des dépenses de rénovation énergétique des ménages. La Cour n'a pas expertisé ce travail statistique de la Banque de France qui en est à ses débuts.

2020, les crédits à l'ESS ont été estimés à 35,5 Md€, ce qui correspondrait à 16 % des encours d'épargne réglementée non centralisée, soit trois fois plus que l'obligation légale.

Le suivi du respect des obligations d'emploi de l'épargne réglementée est en fait théorique car il n'existe pas dans les bilans bancaires d'affectation comptable de ressources d'épargne à des emplois identifiés, les ressources étant fongibles qu'il s'agisse de comptes à vue, de dépôts sur livrets, de dépôts à terme, de refinancements interbancaires, de la part de la Banque centrale, etc. Les présentations rendues publiques relèvent à ce stade d'un exercice pédagogique consistant à rapprocher, d'une part, les encours de prêts bancaires aux secteurs visés par les dispositions réglementaires et, d'autre part, les sources de refinancement à la disposition des banques, dont l'épargne réglementée.

À titre d'illustration (tableau n°2), les 203 Md€ d'épargne non centralisée sont répartis (hors fonds placés en trésorerie) entre prêts aux PME, prêts à la transition énergétique et prêts à l'économie sociale et solidaire suivant les ratios d'emploi.

Tableau n° 2 : Parts de l'épargne réglementée dans les prêts bancaires à la transition énergétique et aux PME en 2020 – en Md€

	Prêts de transition énergétique et écologique	Prêts aux PME	Prêts à l'ESS
Montants financés par l'épargne réglementée	20	162	10
Part de l'épargne réglementée dans le total	*12%*	*30%*	*28%*
Montants financés par d'autres ressources bancaires	152	375	25
Total	**173**	**537**	**36**

Source : Cour des comptes, d'après fédération bancaire française, Banque de France

Cette présentation – théorique faut-il le rappeler – montre que la part conservée par les établissements bancaires contribue à leurs encours totaux de crédit à hauteur de 30% pour les PME, de 12 % pour la transition énergétique et de 28 % pour l'ESS[39].

Cette mesure de l'utilisation réelle de l'épargne réglementée se heurte pour le moment à un écueil tenant à la capacité de produire des données fiables, les méthodes utilisées jusqu'à présent apparaissant relativement rudimentaires.

Par ailleurs, les obligations d'emploi sont peu contraignantes car elles ont été instaurées alors que les établissements bancaires finançaient de longue date les PME, dans une moindre mesure la transition énergétique et écologique ou l'ESS. Avant même que la loi n'intervienne en 2008, leurs encours de crédit se situaient très au-delà des seuils fixés par le législateur.

Cette remarque concerne particulièrement les prêts aux PME, pour au moins deux raisons. D'une part, l'encours de crédits aux PME était dès 2009 (plus de 200 Md€) très supérieur à l'obligation légale ; d'autre part, l'ex-Codevi, dont les encours n'étaient jusqu'alors pas centralisés, avait précisément pour fonction de financer le crédit aux PME

[39] Le calcul sur l'ESS a été ajouté, à partir de chiffres de la Banque de France, en suivant la même méthodologie que la fédération bancaire française.

Tableau n° 3 : Emploi de l'encours de livrets A et LDDS non centralisé en faveur des PME – en Md€

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Encours d'épargne restant au bilan en fin d'année	148	145	146	153	160	166	181
seuil minimum de 80 %	*118*	*116*	*117*	*122*	*128*	*133*	*145*
Encours de prêts aux PME	337	342	359	381	414	444	537
Évolution des encours d'épargne restant dans les bilans bancaires	-1	-3	2	7	7	7	15
Montant des prêts nouveaux aux PME	75	86	81	100	105	112	116

Source : Cour des comptes, d'après rapports sur l'épargne réglementée 2016 et 2020

Sans surprise, les données présentées dans le rapport annuel sur l'épargne réglementée indiquent que les encours de crédit aux PME sont nettement supérieurs à l'obligation légale (environ quatre fois plus). Il est plus intéressant de relever que cette activité est en définitive peu sensible aux évolutions des encours d'épargne non centralisée : le flux annuel de nouveaux de crédits était de l'ordre de 80 Md€ malgré une relative décollecte sur les années 2014-2016.

En ce qui concerne les prêts en faveur de la transition énergétique et écologique, la faiblesse des indicateurs de suivi devrait être réglée par les travaux décrits précédemment. À ce stade, en attendant la mise en œuvre de la nouvelle taxonomie européenne, il est difficile de trier les prêts à l'actif des banques en fonction de leur contribution à la transition écologique[40].

La Banque de France estime que les données figurant dans le rapport sur l'épargne réglementée doivent être appréciées au-delà de leur rôle de confirmation formelle du respect des obligations légales d'emploi et qu'elles permettent d'apprécier les conditions d'accès au financement[41]. Les travaux qu'elle a engagés avec les banques et les pouvoirs publics visent à fournir des données sur le financement de la transition énergétique de plus en plus de précises et comparables au niveau européen.

Au total, il paraît aujourd'hui inutile de modifier de nouveau les obligations légales dont le principal mérite est d'expliquer simplement l'utilisation par les banques de l'épargne déposée sur des livrets réglementés.

2.2 La part centralisée : le fonds d'épargne

Le fonds d'épargne remplit une double mission :

• de protection de l'épargne populaire centralisée en son sein,

• de transformation d'une partie de cette épargne à vue en prêts de long terme finançant le logement social et des emplois d'intérêt général.

[40] La taxonomie européenne désigne la classification des activités économiques ayant un impact favorable sur l'environnement. Son objectif est d'orienter les investissements vers les activités « vertes ». Initialement instaurée en 2020, une nouvelle classification a été proposée par la Commission européenne le 31 décembre 2021 intégrant le gaz et le nucléaire. S'agissant de l'activité de financement, elle aurait pour effet de classifier les crédits en fonction de leur empreinte climatique, avec la possibilité d'un allègement de la charge en capital.

[41] Cf. enquête trimestrielle sur l'accès des entreprises au crédit en France et le volet français du *Bank lending survey* européen.

La loi a confié la gestion du fonds à la CDC depuis 1837 et les prêts octroyés par le fonds d'épargne ont accompagné nombre de grandes politiques publiques d'investissement d'intérêt général : logement social, développement du rail, électrification, notamment.

2.2.1 Un cadre de gestion contraint, une gouvernance qui présente des particularités

L'existence et l'autonomie de gestion du fonds d'épargne sont garanties par la loi et par le cadre de gestion établi par un accord entre l'État et la CDC. Sa principale ressource est constituée par l'épargne réglementée centralisée. Les emplois sont autorisés par le ministre chargé de l'économie, qui en définit les conditions. Le code monétaire et financier, le cadre de gestion fixé par l'État et la CDC et les lettres d'autorisation ministérielles permettent d'arrêter une doctrine des emplois qui sont principalement des prêts à long terme finançant le logement social et la politique de la ville[42] et, via des enveloppes complémentaires, le secteur public local et les infrastructures. Ces financements interviennent en appui des politiques publiques avec une additionnalité par rapport aux financements de marché, c'est-à-dire, pour les emprunteurs, avec un bénéfice particulier que le marché ne peut leur apporter[43].

Le fonds d'épargne comporte un portefeuille financier lui permettant d'assurer sa couverture en taux et en liquidité et de contribuer à son résultat. Ces placements, gérés selon les principes de l'investisseur avisé, participent au financement de l'économie française.

Le fonds d'épargne délègue, dans le cadre des règles de gestion agréées par le ministre :

- la mise en place, la commercialisation et la gestion de ses prêts à la Banque des Territoires de la CDC ;
- la gestion de ses placements financiers à la direction des gestions d'actifs de la CDC.

L'exécution par la CDC du mandat de gestion est soumise au contrôle de la DGT, des instances de gouvernance de la Caisse, et, depuis la réforme de 2020[44], de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Ce cadre se décline dans trois documents fondamentaux signés par le ministre chargé de l'économie (non publiés au Journal officiel[45]) et communiqués à la commission de surveillance de la Caisse sans qu'elle ait à les approuver :

- une convention de mandat entre l'État et la CDC ;
- un règlement régissant les prêts du fonds d'épargne ;
- un règlement en matière de gestion de portefeuilles d'actifs financiers.

Les emplois sont autorisés par le ministre chargé de l'économie, qui en définit les conditions par simple lettre énumérant en quelques pages les objectifs généraux visés sur la base d'un dossier documentaire relativement succinct[46]. Une étude d'impact plus fournie à la

---

[42] Articles L. 221-5 et L. 221-7 du Code monétaire et financier.

[43] Taux d'intérêt avantageux et identique quelle que soit la localisation géographique de l'emprunteur (mutualisation nationale), prêts de plus long terme, atteinte d'un objectif de politique publique ou existence d'externalités.

[44] Décret n° 2020-94 du 5 février 2020 relatif au contrôle interne et externe de la Caisse des dépôts et consignations.

[45] À la différence par exemple des conventions de mandat signées depuis 2010 pour les programmes d'investissement d'avenir (PIA).

[46] Même si la décision du ministre est précédée de travaux techniques préparatoires entre la DGT et la CDC.

fois sur la dimension macro-économique attendue d'un nouvel emploi prescrit par le ministre et sur les équilibres financiers et les risques en résultant pour le fonds d'épargne mériterait d'être réalisée et jointe systématiquement.

La CDC, représentée par la direction du fonds d'épargne (DFE) et la Banque des Territoires, a des relations régulières avec la DGT, avec notamment un point mensuel avec le bureau BancFin.

La Banque des territoires, de son côté, entretient des relations fréquentes avec les ministères techniques (logement, santé, transport, etc.) au titre du financement des projets qui s'inscrivent dans les priorités de politiques publiques, mais aussi des opérateurs de l'État[47] avec lesquelles des conventions de partenariat peuvent être signées. Des programmes d'actions peuvent également être mis en œuvre avec les services de l'État comme par exemple le pacte d'investissement pour le logement social (dit « pacte constructif ») signé le 25 avril 2019 : la mise en œuvre de ce pacte a nécessité l'adaptation du cadre de gestion pour allonger la maturité maximale des prêts sur la partie foncière des opérations de financement de logement social de 60 à 80 ans en zone tendue, porter de 4 à 8 Md€ l'enveloppe de prêts à taux fixe en vue de financer la réhabilitation, le développement et la restructuration du secteur et faciliter le réaménagement de la dette des organismes de logement social engagés dans des rapprochements[48].

Le règlement en matière de gestion d'actifs encadre la politique d'investissement, en définissant la nature des actifs éligibles, les pondérations maximales de chaque catégorie d'actifs et les règles de limitation prudentielle des risques. La doctrine de gestion financière est inspirée par un principe de prudence avisée et dictée par les impératifs de sécurité de l'épargne. En conséquence, les placements réalisés doivent être de grande qualité[49] et également alloués pour une part significative en actions cotées et en actifs non cotés[50]. Cette allocation est déterminée avec l'objectif de réduire les risques présents et futurs.

La dernière modification du règlement en matière de gestion d'actifs comporte deux innovations : d'une part, le fonds est désormais autorisé à effectuer des placements sur des marchés non européens (dans la limite de 10 %) ; d'autre part, le fonds est autorisé à souscrire aux emprunts de 750 Md€ émis par l'Union européenne dans le cadre du plan de relance conformément à la décision du Conseil européen du 14 décembre 2020.

L'établissement public a connu ces dernières années plusieurs réorganisations accompagnées de transferts d'activités regroupées en cinq grands métiers : Banque des territoires, Bpifrance, Gestion des participations stratégiques, Gestion d'Actifs (GDA), Retraites et Solidarités. La direction du fonds d'épargne (DFE) a été scindée et repose désormais sur deux métiers, les prêts sur fond d'épargne conçus et déployés par la BDT et la gestion des actifs financiers déléguée au pôle GDA. Le fonds d'épargne n'est donc plus une direction au sens organisationnel du terme même s'il dispose d'équipes en propre, qui veillent à la mise en œuvre des mandats de gestion par les entités concernées.

La DFE assure, sous la supervision de la commission de surveillance et de ses divers comités notamment le comité du fonds d'épargne, le pilotage du fonds d'épargne, la collecte et la centralisation de la collecte, la gestion prudentielle du fonds d'épargne et gestion en lien avec

---

[47] Principalement l'Agence nationale de cohésion des territoires (ANCT), l'Agence nationale de rénovation urbaine (ANRU), l'Agence nationale d'amélioration de l'habitat (ANAH).

[48] Lettre du ministre de l'économie et des finances du 1er août 2019.

[49] Une quotité de 50 % minimum étant réservée aux titres d'États européens

[50] *Private equity*, fonds d'immobilier, d'infrastructures et de dettes, pour une part très réduite.

l'ACPR, l'établissement des comptes. Elle diffuse les éléments de cadrage à la Banque des territoires et à la direction de gestion des actifs (GDA). Même si cette situation s'explique d'abord par des raisons circonstancielles, le directeur du fonds d'épargne actuel est également directeur de la gestion des actifs de la section générale ; les avantages et les inconvénients de ce cumul de fonctions seront à apprécier dans la durée. Le directeur du fonds d'épargne est nommé après avis du ministre, tout en s'insérant dans une ligne hiérarchique et managériale qui le place sous l'autorité du directeur général de la CDC.

La mutualisation métiers, justifiée par des raisons évidentes de professionnalisation et d'optimisation des moyens, peut soulever une interrogation, les mêmes équipes gérant simultanément des actifs de la section générale et des actifs du fonds d'épargne, parfois des lignes de placement communes, mais dans le cadre de mandats de gestion qui obéissent à des objectifs et des limites de risques propres. L'ACPR comme la DGT considèrent que la spécificité des fonds d'épargne est bien assurée.

S'appuyant sur le comité du fonds d'épargne, la commission de surveillance joue un rôle important, renforcé à l'occasion de la réforme de 2020. Elle émet un avis sur les projets de décisions relatives au taux de centralisation et sur la rémunération des réseaux distributeurs, donne son accord pour l'émission de titres de créances au bénéfice du fonds, approuve les comptes et délibère sur le niveau des fonds propres du fonds d'épargne. Progressivement, ces instances exercent un droit de regard de plus en plus poussé même si leurs pouvoirs de décision restent circonscrits par les prérogatives spécifiques reconnues au directeur général et à l'État.

La commission de surveillance a approuvé une doctrine d'emploi du fonds d'épargne le 9 janvier 2019. Elle est tenue régulièrement informée de la politique d'allocation stratégique et d'investissement, et le modèle prudentiel ainsi que ses évolutions récentes lui sont présentés régulièrement, après examen en comité du fonds d'épargne.

Le fonds d'épargne dispose d'une comitologie, parfois récente, assez complète, qui évolue dans un sens positif pour mieux suivre ses risques spécifiques. Pour autant, le rôle du ministre reste primordial et les orientations peuvent évoluer rapidement en fonction de choix politiques qui échappent à la comitologie.

2.2.2 Une fragilisation de la situation financière du fonds d'épargne

Les comptes annuels et semestriels du fonds d'épargne, présentés en normes sociales, ne sont pas consolidés avec ceux du groupe CDC. La Cour des comptes a constaté que les mêmes commissaires aux comptes certifient les comptes consolidés du groupe et les comptes sociaux du fonds d'épargne.

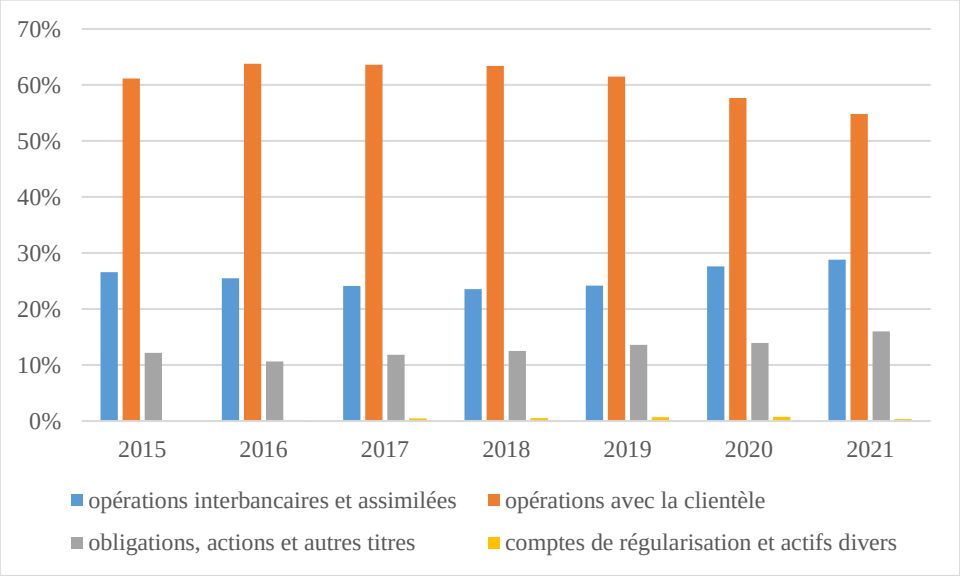
2.2.2.1 Un bilan marqué par la part croissante des actifs financiers

Sur un bilan total de 330,4 Md€ en 2020, les opérations avec la clientèle (prêts aux organismes de logement social et au secteur public local) représentent 55 % du total de l'actif en 2021[51] après 58 % en 2020 et 61 % en 2015. La part des opérations interbancaires et

[51] Les chiffres 2021 ont été communiqués à la Cour le 6 avril 2022, le rapport financier n'étant pas encore publié à cette date alors que la communication financière sur les résultats a eu lieu le 24 mars.

assimilées (pour l'essentiel en titres souverains) et des obligations, actions et autres titres à revenu fixe et variable est passée de 39 % en 2015 à 45 % en 2021.

Graphique n° 11 : Décomposition de l'actif de 2015 à 2021 – en % du total



Source : Cour des comptes, d'après comptes sociaux du fonds d'épargne

Le recul de la part des prêts au logement social et au secteur public local dans le total de l'actif doit être nuancé sur une période un peu plus longue : elle était en effet de l'ordre de 50 % en 2011-2012.

Traduction de la fonction de transformation du fonds d'épargne, l'actif se caractérise par ailleurs par une durée résiduelle moyenne (ou duration) longue par rapport à son passif, avec des prêts d'une durée moyenne assez stable (autour de 15 ans) et des actifs financiers d'une durée inférieure et qui a eu tendance à se raccourcir ces dernières années.

Tableau n° 4 : Valeur au bilan (en Md€) et durée résiduelle moyenne (en années)

	2017		2018		2019		2020	
	Valeur bilan	Durée	Valeur bilan	Durée	Valeur bilan	Durée	Valeur bilan	Durée
Titres non indexés	33,0	3,1	35,9	2,6	47,2	3,1	64,5	2,7
OAT indexées	32,8	8,6	35,1	7,9	35,6	7,4	33,4	8,0
Prêts	184,0	15,4	187,3	15,6	190,0	14,6	192,0	14,8

Source : Caisse des dépôts

En valeur, les obligations assimilables du Trésor (OAT) indexées sont stables (mais leur part en recul) et le quasi-doublement en valeur des titres provient d'abord de l'accroissement des titres courts à taux fixe[52] (notamment des bons du Trésor). Ceci a pour effet de dégager une

[52] Les titres à taux fixe représentent, en 2020, 40,7 % de la valeur au bilan du portefeuille titres, contre 35,5 % en 2017 (source : Caisse des dépôts).

rentabilité quasiment nulle dans le contexte actuel et entraîne une contrainte par rapport à un passif du fonds d'épargne qui reste exclusivement à taux variable (indexé sur l'inflation).

Tableau n° 5 : Bilan du fonds d'épargne de 2015 à 2021 – Le passif – en Md€

Passif	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Opérations interbancaires et assimilées	241,2	240,3	249,7	258,5	271,5	295,9	310,8
Opérations avec la clientèle	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Comptes de régularisation et passifs divers	2,3	2,1	2,1	2	2	2,2	2,9
Provisions	1,7	2,1	2,4	2,4	2,8	2,7	2,7
Fonds pour risques bancaires généraux (FRBG)	3,2	3,9	4,7	5,6	5,9	5,2	6,8
Capitaux propres (hors FRBG)	6,5	6,3	6,3	6,3	6,2	6,4	7,1
dont résultat de l'exercice	1,1	0,6	0,6	0,6	0,4	0,2	0,7
Total passif	**254,9**	**254,8**	**265,3**	**275**	**288,4**	**312,5**	**330,4**

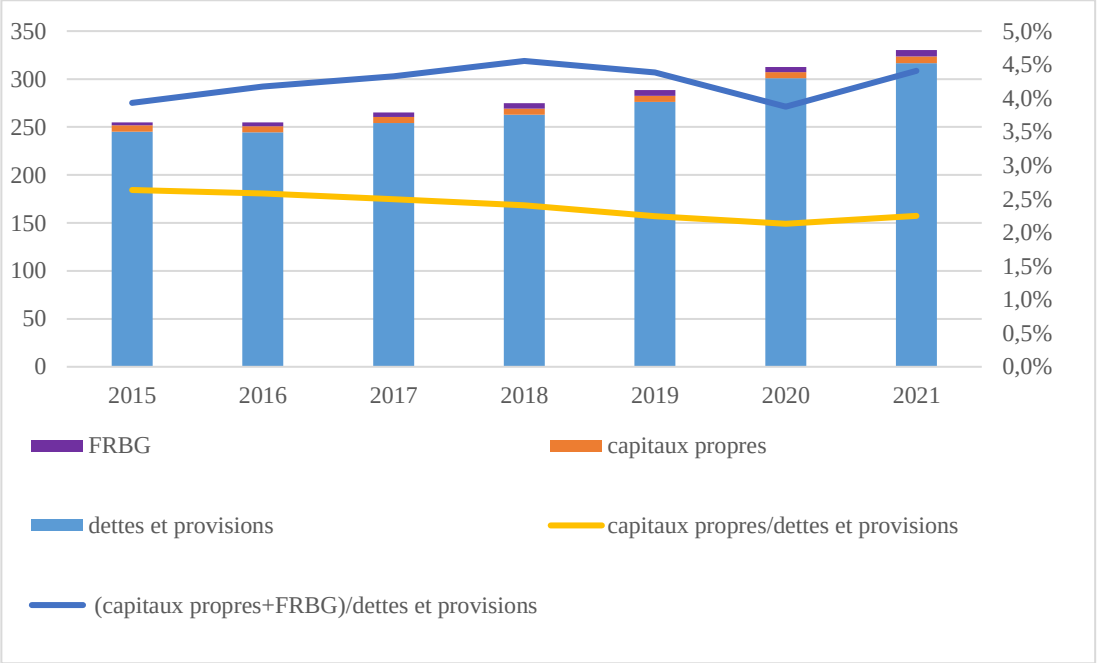
Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Le passif du fonds d'épargne est constitué des opérations interbancaires et assimilées – c'est-à-dire des dépôts par les banques de l'épargne réglementée centralisée – à hauteur de 94 % en 2021 ; cette part est stable sur la période 2015-2020. Les fonds propres comprennent, d'une part, les capitaux propres *stricto sensu* (réserves, report à nouveau, résultat de l'exercice) et, d'autre part, le fonds pour risques bancaires généraux (FRBG) : leur part est elle aussi très stable (4,2 % en 2021). Les provisions, qui sont passées de 1,7 Md€ en 2015 à 2,7 Md€ en 2021, sont constituées en quasi-totalité des provisions sur prêts déficitaires (logement très social notamment). Le résultat de l'exercice, en recul continu entre 2015 et 2020, est remonté en 2021 grâce aux revenus des obligations indexées et aux produits financiers (5,1 % des capitaux propres, contre 11,3 % en 2015).

La baisse du résultat du fonds d'épargne s'explique avant tout par des raisons structurelles (rétrécissement de la marge au-dessus du taux du livret A sur les nouveaux prêts) et par une pression sur les résultats financiers du fait de conditions de rémunération des placements récents, notamment les plus courts, proches de zéro alors que la rémunération du passif est restée bloquée au niveau du plancher de 0,5 %.

Le fonds pour risques bancaires généraux (FRBG), qui renforce le niveau de fonds propres, a connu des ajustements en fonction des résultats annuels : il a progressé sensiblement jusqu'en 2019 grâce aux résultats positifs qui ont permis de le doter jusqu'à 5,9 Md€ (contre 3,2 Md€ en 2015), puis a fait l'objet d'une reprise de 0,7 M€ en 2020 permettant de compenser la faiblesse du résultat opérationnel et d'ajuster le niveau global des fonds propres à celui en forte hausse des dépôts bancaires ; en 2021, le FRBG a pu faire l'objet d'une dotation de 1,6 Md€ et atteint 6,8 Md€. Après être tombé à 3,9 % en 2020, le ratio entre les fonds propres au sens large et les dettes et provisions a retrouvé en 2021 un niveau proche de celui des années 2018-2019 (4,4 %).

Graphique n° 12 : Structure du passif du fonds d'épargne de 2015 à 2021 – en Md€ (à gauche) et en % (à droite)



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Le hors bilan

Les engagements de financement correspondent principalement aux propositions de prêts non encore formalisées. Ils annoncent les crédits nouveaux à venir. À leur déclin prononcé depuis 2015 correspond ensuite, à quelques mois d'intervalle, celui de la production nouvelle de crédits notamment en faveur du logement social. Le hors bilan enregistre par ailleurs les opérations de couverture et de marché sur des instruments financiers à terme de taux d'intérêt, de change ou d'actions[53].

2.2.2.2 Un compte de résultat reflétant une évolution structurelle de l'activité du fonds d'épargne

Le compte de résultat du fonds d'épargne se présente d'une façon assez similaire au compte de résultat d'un établissement de crédit, où l'indicateur représentatif de l'activité est le produit net bancaire (PNB) résultant de la différence entre les intérêts perçus sur les encours de prêts et les intérêts dus sur les dépôts, des produits et charges financières engendrés par le placement des dépôts non transformés en crédits, et des commissions payées aux établissements collecteurs de dépôts. Sur ce PNB sont imputés les charges d'exploitation conduisant à un résultat brut d'exploitation, indicateur de la performance opérationnelle, puis le coût du risque (les pertes constatées sur des crédits en défaut) et les dotations ou reprises de provisions au FRBG et aux provisions réglementées. Le résultat net ne tient pas compte du versement effectué

[53] La comptabilisation des résultats sur ces instruments est fonction de l'intention de gestion.

à l'État en rémunération de sa garantie, ce versement n'étant pas systématique mais fonction du résultat de l'exercice.

Tableau n° 6 : Compte de résultat du fonds d'épargne de 2015 à 2021 – en M€

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Intérêts et produits assimilés	5 043	4 295	3 991	4 478	3 505	3 096	4 554
Intérêts et charges assimilées	-4 048	-3 492	-3 044	-3 115	-3 320	-3 044	-3 162
Revenus des titres à revenu variable	505	589	493	542	626	402	1 003
Commissions (charges nettes)	-235	-224	-471	-325	-356	-333	-342
Gains ou pertes sur opérations des portefeuilles de négociation	15	-25	-41	95	-43	11	-42
Gains ou pertes sur opérations des portefeuilles de placement et assimilés	687	454	541	45	376	-396	466
Autres produits et charges d'exploitation bancaire nets	-5	-7	-11	-13	-17	-24	-23
Produit net bancaire	1 962	1 590	1 458	1 707	771	-288	2 454
Charges générales d'exploitation	-135	-138	-140	-157	-152	-164	-169
Résultat brut d'exploitation	1 827	1 452	1 318	1 550	619	-452	2 285
Coût du risque[54]	-26	-117	98	-1	13	-8	0
Résultat d'exploitation	1 801	1 335	1 416	1 549	632	-460	2 285
Résultat courant	1 801	1 335	1 416	1 549	679	-460	2 285
Dotations et reprises nettes	-718	-714	-766	-993	-267	670	-1 576
Résultat net	**1 083**	**621**	**650**	**556**	**412**	**210**	**709**

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

De 2015 à 2020, le PNB du fonds d'épargne a connu une diminution progressive, puis rapide à partir de 2019 pour aboutir à un PNB négatif en 2020. Cette dégradation a toutefois connu un retournement très fort en 2021 grâce aux obligations indexées et aux produits financiers.

Prévisible depuis plusieurs années[55] et de nature structurelle, cette fragilisation du modèle économique du fonds d'épargne résulte du rétrécissement sévère de la marge d'intermédiation (52 M€ en 2020) et de l'affaiblissement des produits financiers, alors que les commissions, constituées quasi-exclusivement de la commission d'accessibilité bancaire versée à la Banque postale, ont progressé de près de 100 M€ (+ 40 %).

Les revenus financiers du portefeuille ont sensiblement reculé entre 2015 et 2020[56], reflet, d'une part, de la diminution des rendements notamment obligataires et, d'autre part, de la volatilité du marché des actions ; ils sont même négatifs en 2020 à cause de moins-values entraînées par la chute brutale au printemps qui n'a pu être entièrement rattrapée en fin d'année. Ils ont enregistré un fort redressement en 2021.

Ces différentes évolutions conduisent à un résultat d'exploitation en diminution constante entre 2015 et 2020, le résultat net 2020 n'étant positif que grâce à une reprise sur le

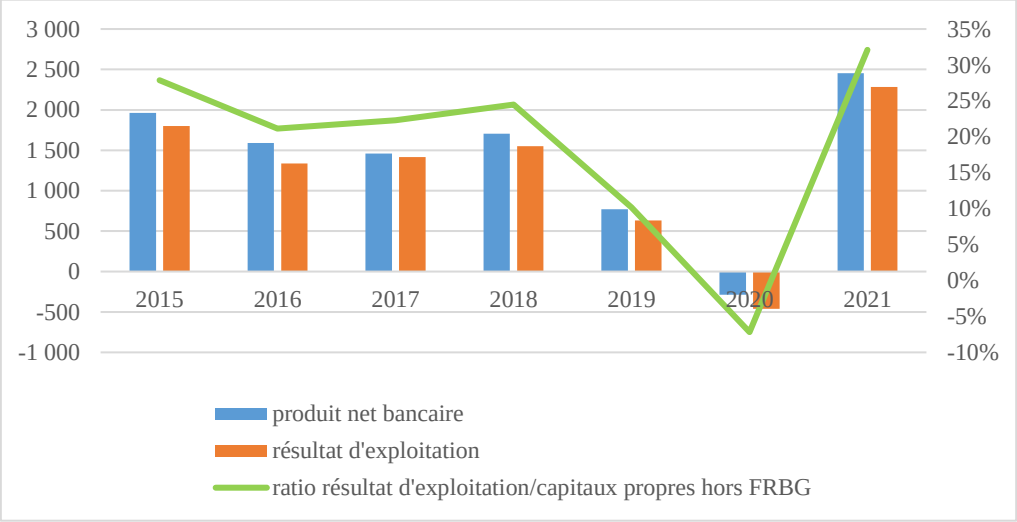
[54] Provisions pour crédits en défaut.

[55] Cf. Cour des comptes, *Le fonds d'épargne*, référé, 2016.

[56] Passant de 1 207 M€ en 2015 (revenus des titres à revenu variable + gains ou pertes sur opérations de portefeuille) à 17 M€ en 2020 avant de remonter à 1 427 M€ en 2021.

FRBG de 0,7 M€. La situation s'est inversée en 2021, avec un PNB et un résultat d'exploitation de respectivement 2,4 Md€ et 2,3 Md€, mais pour des raisons davantage circonstancielles que structurelles, autorisant une dotation du FRBG de 1,6 Md€.

Graphique n° 13 : La performance économique du fonds d'épargne de 2015 à 2021 – en M€ (à gauche) et en % (à droite)[57]



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

La rentabilité du fonds d'épargne est inférieure à celle des établissements bancaires, ce qui est cohérent avec sa mission d'intérêt général.

Tableau n° 7 : PNB rapporté au total du bilan – en %

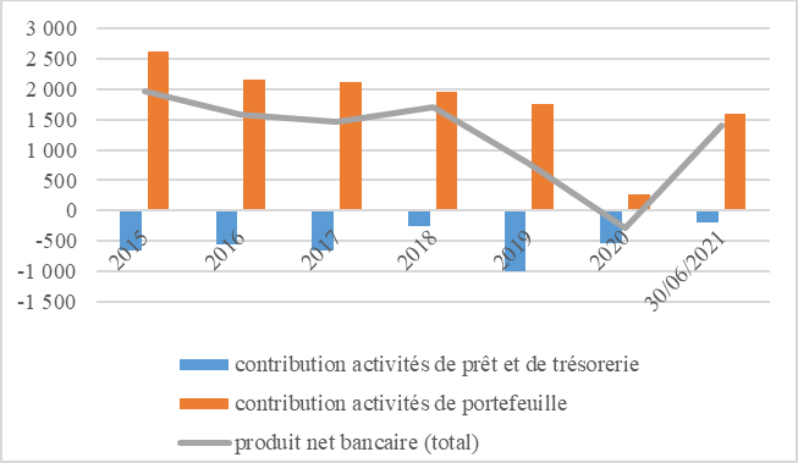
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
fonds d'épargne	0,8	0,6	0,5	0,6	0,3	-0,1	0,7
6 principaux groupes bancaires	2,2	2,1	2,1	2,1	2	1,7	1,6
autres groupes	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	nd

Source : états financiers du fonds d'épargne, ACPR pour les données bancaires

La décomposition strictement comptable du PNB fait ressortir que les activités de prêts et de trésorerie dégagent une marge négative qui doit être compensée chaque année par des produits financiers, lorsque la situation des marchés financiers le permet.

[57] Le ratio de performance économique a été calculé à partir du résultat d'exploitation et non du résultat net, ce dernier étant trop sensible aux dotations de provisions effectuées en fin d'exercice.

Graphique n° 14 : Décomposition du PNB de 2015 à 2020 – en M€



Source : Cour des comptes, d'après états financiers du fonds d'épargne

Cette présentation comptable doit être nuancée par une présentation plus économique conduisant à n'imputer sur les activités de prêts que leur quote-part de charges[58]. Il en résulte une nette amélioration de la marge sur prêts. Toutefois le tableau fourni par la CDC omet d'imputer symétriquement la quote-part de charges des activités financières, ce qui a conduit la Cour à recalculer le résultat financier.

Tableau n° 8 : Formation du résultat économique du fonds d'épargne – en M€

	2016	2017	2018	2019	2020
clé de répartition de la collecte (quote-part activité de prêts)	*nd*	*69,6%*	*68,2%*	*65,3%*	*60,2%*
Marge sur prêts	nd	527	884	460	1 082
Marge des activités financières	nd	431	683	-22	-985
Marge toutes activités	1 161	958	1 567	438	97
Résultat opérationnel (PNB)	1 590	1 458	1 707	771	-288
Résultat financier	1 786	1 888	1 806	1 429	-275
Clé de répartition de la collecte (quote-part activités financières)	*nd*	*30,4%*	*31,8%*	*34,7%*	*39,8%*
Résultat financier recalculé	nd	931	823	311	-1 370
Résultat courant	1 335	1 416	1 549	679	-460
Résultat net	621	650	556	412	210

Source : Cour des comptes, d'après Caisse des dépôts

La baisse de près de dix points de la quote-part des charges imputée aux activités de prêts entre 2017 et 2020 contribue à l'amélioration de la marge sur prêts. La déformation de l'activité du fonds d'épargne permet de faire porter sur les activités financières une part croissante du coût de la ressource conduisant à une marge sur activités financières et à un résultat financier dégradés par rapport à la présentation fournie à la Cour.

[58] Notamment le coût des dépôts répartis entre les activités de prêts à 60% et les activités financières à 40 % (chiffre 2020).

La projection de la marge nette d'intérêt (MNI) qui est suivie périodiquement par les instances de la CDC fait apparaître une évolution parallèle à celle du PNB. Après le creux de 2020 (MNI à 402 M€, insuffisante pour couvrir les frais d'exploitation et la commission à la Banque postale), il est anticipé une remontée en 2021 à 1 Md€ grâce aux dividendes actions puis une nouvelle diminution pour se stabiliser autour de 750 M€ de 2022 à 2029. Hors dividendes actions, la MNI serait proche de zéro.

2.2.2.3 Une activité de crédit en ralentissement

Le rôle du fonds d'épargne consiste à transformer une épargne liquide (quoique très stable en fait) dont la rémunération est indexée sur le taux du livret A[59] et donc l'inflation et les taux courts en emplois de long voire très long terme, rémunérés pour partie de manière variable (prêts indexés sur le taux du livret A, obligations indexées sur l'inflation, actions) et pour une autre de manière fixe (prêts à taux fixe mais refinancés, placements à taux fixe).

Tableau n° 9 : Dépôts centralisés au fonds d'épargne – en M€

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dépôts centralisés	236,0	235,2	243,0	251,2	261,2	283,5	296,1
Encours de crédit	176,4	182,4	185,1	188,5	190,0	191,9	193,0
Écart	*59,6*	*52,8*	*57,8*	*62,7*	*71,2*	*91,6*	*103,2*

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Entre 2015 et 2021, si le total des dépôts centralisés au fonds d'épargne a crû de 25 %, les encours de crédits n'ont progressé que de 9 %, l'excédent de ressources atteignant 103 Md€ au 31 décembre 2021.

Les encours de crédits connaissent de plus une diminution progressive de leur rendement moyen du portefeuille de prêts, comme pour l'ensemble du secteur bancaire.

Tableau n° 10 : Rendement des prêts en % des encours moyens

	2016	2017	2018	2019	2020
Rendement des prêts du fonds d'épargne (yc provisions pour risques et ch. et hors coût du risque)	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4
Rendement moyen des crédits secteur bancaire français	nd	nd	2,7	2,6	2,3

Source : Caisse des dépôts ; ACPR pour données bancaires

Les prêts au logement social sont indexés sur le taux du livret A, mais la marge en sus a eu tendance à se réduire pour permettre à la CDC de rester compétitive, le taux du livret A ne pouvant passer sous le taux plancher ; les prêts déficitaires accordés pour des programmes très sociaux engendrent par ailleurs une charge croissante (provisions de 2,6 Md€ en 2021 contre 1,6 Md€ en 2015[60]), ce qui montre qu'il existe une limite économique à la baisse des taux des crédit.

[59] Une partie de la ressource du fonds d'épargne correspondant à la part centralisée du LEP, certes limitée dans l'encours total (19,5 Md€ fin 2020), est toutefois rémunérée à un taux sensiblement supérieur (2% depuis le 1er février 2022), ce qui pèse sur la marge d'intermédiation.

[60] Soit un taux de provisionnement pour prêts déficitaires passé de 1,1 à 1,5 % de l'encours de prêts.

Cette contrainte de compétitivité a conduit la Banque des territoires à proposer des prêts à taux fixe financés sur des ressources alternatives et moins chères provenant de la section générale de la CDC ou d'institutions financières européennes (Banque européenne d'investissement, Banque de développement du Conseil de l'Europe). L'offre de crédit de la Banque des territoires a pu ainsi regagner en compétitivité, mais en laissant une part plus importante de ressources placée en actifs financiers faute de l'utiliser pour l'activité de prêts.

La production nouvelle de crédits toutes catégories confondues (crédits d'équipement, crédits au logement social et à la politique de la ville, crédits divers) a reculé d'un tiers entre 2016 et 2021. La baisse est moins prononcée pour les crédits au logement social et à la politique de la ville (- 25 %) que pour les crédits d'équipement aux collectivités locales (- 68 %). En 2021, le solde entre la production de crédits nouveaux (11,8 Md€) et les remboursements de crédits arrivés à échéance (10,8 Md€) est de seulement 1 Md€, niveau le plus bas de la période 2016-2021.

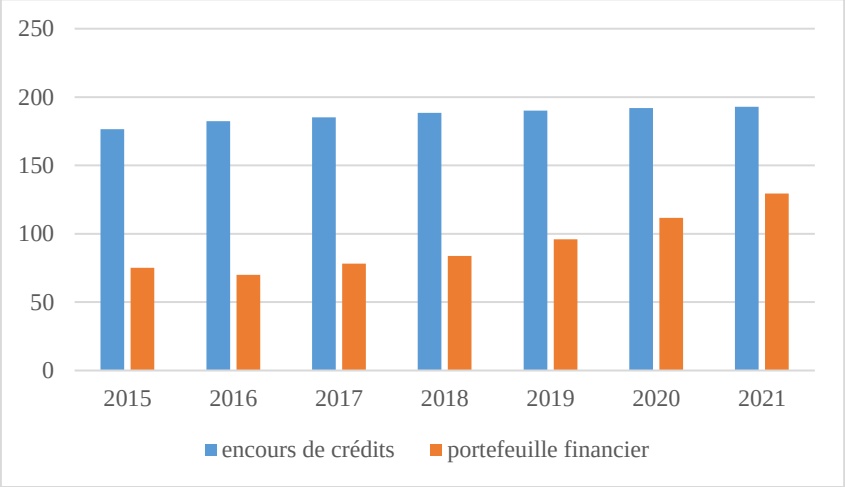
La lente érosion de la part de marché de la Banque des territoires qui en résulte (77 % des encours de prêts aux organismes de logement social en 2015, 74 % en 2019[61]) illustre la contrainte de compétitivité qui pèse sur l'activité de prêt du fonds d'épargne. Pour autant, il est possible que cette diversification des origines de financement du logement social se ralentisse. En effet, elle a concerné principalement de grands organismes de logement social et son extension à des organismes de taille plus réduite peut se révéler moins aisée pour la concurrence. Le réseau de proximité de la Banque des territoires peut contribuer au maintien d'une relation privilégiée avec de nombreux organismes sur l'ensemble du territoire. Par ailleurs, la Banque des territoires a instauré dans ses nouvelles offres de prêt des indemnités pour remboursement anticipé de façon à dissuader le recours à des financements concurrents. Enfin ses prêts ont un avantage spécifique avec l'exonération de la moitié de la taxe foncière sur les nouveaux logements sociaux construits.

2.2.2.4 Une gestion d'actifs en croissance mais nécessairement prudente

La gestion d'actifs représente une part croissante du fonds d'épargne.

[61] Données issues des bilans agrégés des organismes de logement social (source : ministère chargé du logement).

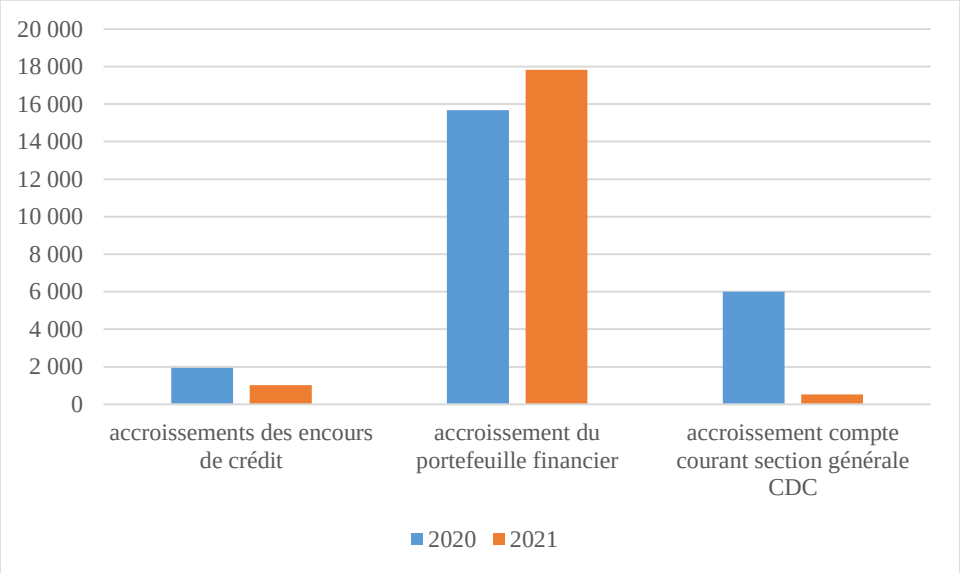
Graphique n° 15 : Évolutions comparées de l'encours de crédits et du portefeuille financier – en M€



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne

La situation récente a accentué cette tendance, le surcroît d'épargne de 2020-2021 ayant conduit à devoir accroître le portefeuille financier et le compte courant à la CDC.

Graphique n° 16 : L'utilisation du surcroît d'épargne en 2020-2021 – en M€



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne

Une gestion active du portefeuille financier est nécessaire aux équilibres du fonds d'épargne. Elle permet d'assurer à tout moment la liquidité et de préserver le résultat dans un contexte de resserrement de la marge sur intérêt. Cela implique de prendre en compte des contraintes spécifiques et induit une gestion globalement prudente.

Les titres détenus sont majoritairement émis par des entités publiques, en particulier des titres souverains dont une bonne part de titres de dette de l'État (obligations et bons du Trésor), puis des obligations de grandes entreprises ou de grandes banques, enfin des actions mais pour une part limitée compte tenu des contraintes de protection du capital qui s'imposent au fonds d'épargne. Ce sont majoritairement des titres à revenu fixe, ce qui est une contrainte pour la

gestion actif-passif. Les portefeuilles sont gérés dans une optique de long terme et pour l'essentiel en gestion directe et active. Les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont intégrés au processus de gestion de l'ensemble de ces portefeuilles[62]. Les règles relatives aux décisions d'investissement/désinvestissement fixent un cadre de délégation formalisé avec une comitologie commune à la section générale et au fonds d'épargne qui n'appelle pas d'observation.

Tableau n° 11 : Les actifs financiers du fonds d'épargne par catégories de titres – en Md€

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Effets publics et valeurs assimilées	44,0	43,0	46,9	49,3	56,7	68,0	83,0
Obligations et autres titres à revenu fixe	18,7	15,2	19,2	22,0	26,3	30,3	31,4
Actions et autres titres à revenu variable	12,4	11,9	12,1	12,5	12,9	13,3	15,1
Total	**75,1**	**70,1**	**78,2**	**83,8**	**96,0**	**111,6**	**128,4**

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne

La place des titres souverains, et particulièrement des titres souverains français, est prédominante. Les actifs détenus sont de grande qualité, comme le montre la notation qui est au minimum AA pour 71% des titres (en valeur), situation peu changée par rapport à 2015.

Tableau n° 12 : Allocation d'actifs financiers au 31 décembre 2020 – en %

	fonds d'épargne	placements des assureurs
Titres souverains français	45	19
Autres titres souverains	7	nd
Autres placements obligataires et monétaires	23	22
Actions cotées françaises	10	9
Autres actions	ε	nd
Trésorerie	5	nd
Créances sur établissements de crédit à terme	9	nd
Comptes de régularisation	2	nd
Total	**100**	

Source : Cour des comptes, d'après états financiers sociaux du fonds d'épargne et fédération française de l'assurance

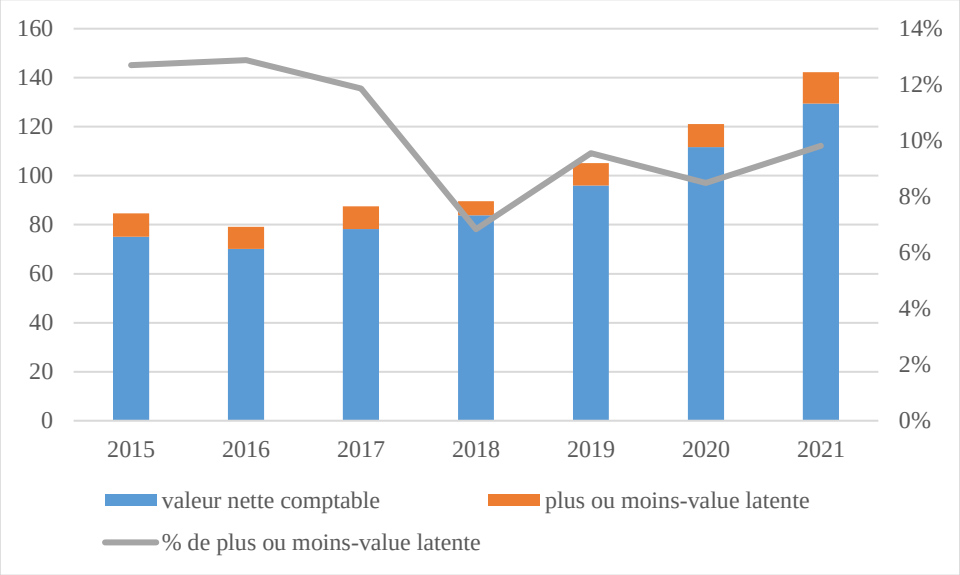
L'apparition depuis 2021 de valeurs hors zone euro, comme le permet un arrêté ministériel d'août 2020, permet certes de diversifier les risques mais entraîne aussi une contrainte en termes de gestion actif-passif puisque ces valeurs sont dans des devises autres que l'euro. La gestion du risque de change[63] permet de limiter fortement l'impact sur le résultat.

Le niveau des plus ou moins-values latentes renseigne sur la richesse potentielle et l'espoir de résultats futurs.

[62] Cf. bilan de l'investissement responsable : https://www.caissedesdepots.fr/sites/default/files/2021-07/21%20041-Bilan-investissement-responsable-2021.pdf

[63] Les opérations de couverture étant comptabilisées en hors bilan.

Graphique n° 17 : Analyse du portefeuille financier du fonds d'épargne – en Md€ et en %



Source : états financiers du fonds d'épargne

Si, en montant, le niveau de plus-values latentes s'est reconstitué depuis 2018 et atteint 12,7 Md€ au 31 décembre 2021, il a régressé en pourcentage de la valeur nette comptable entre 2015 et 2021[64], à l'inverse de la section générale de la CDC dont le taux de plus-values latentes a, au contraire, progressé[65]. Cette situation peut avoir deux explications : d'une part, une politique de placement dans des titres moins risqués mais aussi moins susceptibles de se valoriser, d'autre part, une consommation opportuniste des plus-values latentes dans le cadre du pilotage du résultat, le cumul de ces deux phénomènes pouvant aboutir, dans une certaine mesure, à une forme « d'appauvrissement » à long terme. De fait, la consommation des plus-values latentes a représenté de 2015 à 2020, sauf en 2018, entre 30 et 40 % du PNB, puis 19 % en 2021.

Tableau n° 13 : Les réalisations de plus-values du fonds d'épargne – en M€ et en %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gains ou pertes sur opérations des portefeuilles de placement et assimilés (plus-values + provisions)	687	454	541	45	376	-396	466
en % du PNB	*33*	*29*	*37*	*3*	*49*	*ns*	*19*

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne

En dépit d'une gestion active mais nécessairement prudente, le rendement des actifs financiers a sensiblement reculé de 2016 à 2020 ; les chiffres 2021 ont enregistré un net rebond plus conjoncturel que durable. Comparé au rendement du portefeuille titres de l'ensemble du secteur bancaire, le rendement du fonds d'épargne est sensiblement inférieur, ce qui peut s'expliquer par une structure d'actifs différente.

[64] Tandis que le niveau des dépréciations s'est lui nettement amélioré (c'est-à-dire a reculé), passant de -2,5 % en 2015 à -1,6 % au 30 juin 2021 (une perte importante ayant il est vrai été passée dans les comptes 2020).

[65] 22 % en 2020 contre 13 % en 2015.

Tableau n° 14 : Rendement des encours moyens d'actifs financiers gérés – en %

	2016	2017	2018	2019	2020
Rendement des actifs financiers yc PMV et couverture (hors frais de négo) et yc provision	2,1	2,3	2,0	1,5	-0,2
Id. mais hors résultat de macro-couverture et de trésorerie	2,5	2,4	2,0	1,7	0,1
rendement du portefeuille-titres secteur bancaire français	*nd*	*nd*	*2,4*	*5,5*	*1,4*

Source : Caisse des dépôts ; ACPR pour données du secteur bancaire

2.2.2.5 Une trésorerie en croissance sensible

Avec 7 Md€ au 31 décembre 2021, les comptes courants à la CDC représentent 2,4 % du total des dépôts centralisés. Pour des raisons de gestion, le fonds d'épargne a tous ses comptes courants à la CDC, qui le traite comme tous ses autres clients. Rien ne précise dans la convention de gestion du fonds d'épargne que ses disponibilités doivent être déposées sur des comptes courants à la CDC. Ce point mériterait d'être explicité et justifié.

2.2.2.6 Le modèle prudentiel et le contrôle des risques

Le modèle prudentiel du fonds d'épargne est défini comme un dispositif interne d'identification, de mesure, de gestion et de pilotage des risques auxquels le fonds est exposé. Il consiste à réaliser une évaluation deux fois par an des besoins en fonds propres (BFP)[66] avec les objectifs suivants :

- déterminer le niveau du prélèvement de l'État au titre de la rémunération de sa garantie, calibré de telle façon que le niveau des fonds propres soit toujours supérieur au total des fonds propres économiques ;
- s'assurer de l'adéquation du niveau des fonds propres aux risques et prendre des mesures correctrices le cas échéant ;
- piloter les investissements du fonds d'épargne.

Le modèle prudentiel est régulièrement actualisé pour tenir compte d'un nouveau scénario (choc de taux, choc actions, etc.) ou d'une évolution dans l'appétit au risque. La direction financière du fonds d'épargne (DFFE) utilise des modèles internes sur le risque de crédit (modèles élaborés par la DRG), sur le risque de taux (modèle élaboré par la DFFE) et sur le risque de liquidité[67].

L'appréciation de la soutenabilité du modèle de l'épargne réglementée dépend des différents scenarios d'évolution des taux : la poursuite de la situation actuelle inchangée, de moins en moins probable à mesure que se renforcent les anticipations inflationnistes et les pressions pour une remontée des taux ; une hausse rapide et sensible de l'inflation suivie mais avec retard d'une remontée des taux ; une remontée progressive, relativement maîtrisée et concomitante de l'inflation et des taux. Ces différents scénarios sont modélisés, le récent

[66] Le BFP économique est calculé sur cinq ans. Les projections sont réalisées en intégrant des scénarii d'évolution des variables macro-économiques, des variables de marché ainsi que les scénarios d'activité cohérents de collecte de dépôts et de production des prêts.

[67] Géré et encadré par le processus ILAAP (*Internal Liquidity Adequacy Assessment Process*), en français Évaluation de l'adéquation du niveau de liquidité.

rapport de l'ACPR sur le fonds d'épargne mettant en exergue les conséquences possibles pour le fonds d'épargne.

La sensibilité de la marge nette d'intérêt (MNI) a été modélisée autour de quatre scénarios : +/- 0,50 % sur les taux nominaux et +/- 0,50 % sur l'inflation par rapport au scénario central. Les résultats font apparaître un redressement significatif en cas de remontée des taux mais de baisse simultanée de l'inflation, un redressement plus modeste en cas de remontée simultanée des taux et de l'inflation, mais une baisse de la MNI sous le seuil de la rentabilité en cas de baisse des taux que l'inflation remonte ou qu'elle baisse également.

Différents *stress* ont été testés sur une douzaine de scénarios ; tous montrent une grande sensibilité à des hypothèses sur les taux et l'inflation mais celles-ci pourraient être invalidées si les niveaux réels constatés étaient nettement supérieurs[68]. Au 31 décembre 2020, le BFP économique est calculé à 12,1 Md€ pour un niveau effectif de fonds propres à 11,7 Md€, soit une insuffisance de 0,415 Md€ conduisant l'État à ne pas effectuer de prélèvement et à autoriser une reprise de provision du FRBG. Sur l'année 2020, le BFP total a augmenté de 318 M€ principalement du fait du risque global de taux (+183 M€) et du risque actions (+124 M€). Le BFP lié au risque de crédit[69] représente 48% du total, à moitié sur prêts et titres de dettes et l'autre moitié sur le risque actions. À l'inverse, le niveau de fonds propres disponibles s'est dégradé de 460 M€ par rapport à 2019.

Tableau n° 15 : Besoins en fonds propres au 31 décembre 2020 – en Md€

	BFP réalisé 2019	BFP réalisé 2020
	11 754	12 071
Pilier 1	5 836	5 988
risque de crédit :	5 684	5 875
Prêts	*2 031*	*2 012*
Titres	*871*	*957*
Actions	*2 782*	*2 906*
risque opérationnel	149	109
Pilier 2	5 917	6 083
Risque global de taux	5 552	5 736
Risque de concentration	365	347
Fonds propres disponibles	12 116	11 656
Résultat après provisions (avant ajustement FRBG)	679	-460
Excédent (+) ou déficit (-) de fonds propres	362	-415

Source : Caisse des dépôts

Au 31 décembre 2020, le ratio de solvabilité s'établit à 13,65 % contre 14,41 % en 2019 ; cette diminution est liée, d'abord, à la baisse des fonds propres CET1[70] et, pour un impact

[68] L'inflation annualisée est de 2,8% en France en décembre 2021 (contre une hypothèse dans les stress tests à 1,3%, soit au pire 2,3% en cas de remontée de 100 points de base.

[69] C'est-à-dire au risque de contrepartie sur les prêts, les titres et les actions.

[70] *Common equity tier 1*. Mesure de la solidité du capital d'une banque (solvabilité) par rapport à ses actifs, introduite en 2014 (Bâle III). Comme tous les actifs ne présentent pas le même risque, les actifs acquis par une banque sont pondérés en fonction du risque de crédit et du risque de marché que présente chaque actif. Il est attendu de tous les établissements qu'ils atteignent un ratio de 4,5% en 2019.

moindre, à la hausse des actifs pondérés par le risque ou RWA[71] (principalement sur le risque de crédit). Pour autant, le ratio est très au-dessus des *minima* réglementaires.

Le suivi des risques de concentration nominale, sectorielle et géographique[72] donne lieu à un dispositif complémentaire (suivi semestriel fondé sur une vision économique des risques). Bien que le portefeuille soit majoritairement exposé sur les OLS (50 % de l'exposition par groupe de contrepartie), le segment du prêt au logement social consomme peu de fonds propres (10 % du montant total). Il en est de même pour le segment des souverains qui connaît une hausse de son exposition depuis décembre 2018 (21% mais une consommation de seulement 4 % des fonds propres grâce à la pondération à zéro des titres d'État). Enfin, avec 7 % des encours, le besoin de fonds propres des titres de grandes entreprises (*Corporates*) représente 49 % du besoin en fonds propres, du fait notamment du poids des actions et de leur pondération. Les actifs financiers représentent en réalité une part prépondérante et globalement croissante du BFP (risque de crédit titres et actions, risque global de taux, une part du risque de concentration). La déformation de l'activité du fonds d'épargne au profit de la gestion d'actifs exerce donc une contrainte forte qui pose question, sauf à n'acheter que des titres souverains pondérés à zéro mais faiblement rémunérés. Enfin, certaines contreparties individuelles font l'objet d'un suivi particulier en raison de leur taille ou de leur degré de risque.

2.2.2.7 Le risque de liquidité et la sur-centralisation

Le maintien constant d'un niveau de liquidité suffisant pour permettre au fonds d'épargne de faire face à d'éventuels retraits nets de dépôts supérieurs à la norme habituelle, à une augmentation des encours de prêts, ou encore à une baisse de la valeur des actifs financiers constitue un élément essentiel de la sécurité du processus de transformation d'une épargne sur livrets disponible à tout moment pour l'épargnant en emplois de long voire de très long terme. La direction du fonds d'épargne suit la liquidité du fonds au travers de plusieurs indicateurs à date et prospectifs.

Les dispositions légales conduisent à suivre deux ratios, l'un définissant un seuil minimal de ressources par rapport aux emplois de 125 %, l'autre un seuil d'alerte fixé à 135 %, leur activation pouvant conduire à activer la sur-centralisation. Le niveau actuel du ratio effectif (174 % en 2021, 189 % d'ici à 2026) ne suscite aucune alarme. Les ratios « bâlois » de liquidité affichent eux aussi des résultats très au-delà des seuils *minima*.

2.2.3 Un modèle économique sous contrainte

L'activité et la gestion des risques de bilan sont contraintes par le cadre de gestion et par l'importance des interventions de l'État au travers de décisions rendues plus complexes par le niveau des taux d'intérêt. Le modèle économique du fonds d'épargne doit également prendre en compte des charges et des prélèvements sur lesquels il peut exister, sous certaines conditions, des marges de manœuvre.

Les coûts du fonds d'épargne sont principalement composés des rémunérations sur les dépôts. Du fait de la baisse des taux des livrets au cours de la période 2015-2021, celles-ci ont

[71] *Risk-weighted assets*.
[72] Risque découlant de la concentration sur une seule contrepartie, un seul secteur ou un seul État.

reculé globalement de 24,4 %, la baisse plus forte de la rémunération du LEP s'expliquant par le recul des dépôts centralisés. En revanche, le complément d'intérêt versé aux réseaux bancaires distributeurs (qui peut en réalité s'assimiler à une commission de distribution) a diminué deux fois moins vite (en dépit de la diminution du taux à 0,30 %) et pèse donc proportionnellement plus.

Tableau n° 16 : Rémunération des dépôts par le fonds d'épargne de 2015 à 2021 – en M€

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Évolution 2015-2021
Livret A, LDDS	1 891	1 602	1 624	1 687	1 771	1 309	1 355	-28%
LEP	372	348	272	267	250	200	195	-48%
Total intérêts déposants	2 263	1 950	1 896	1 954	2 021	1 509	1 550	-31%
Complément d'intérêt versés aux réseaux	993	766	750	775	804	852	912	-8%
Total	**3 256**	**2 716**	**2 646**	**2 729**	**2 825**	**2 361**	**2 462**	**-24%**

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Il convient d'ajouter à la rémunération des dépôts la commission d'accessibilité versée à la Banque Postale (338 M€ en 2021) et les charges d'exploitation refacturées par la CDC (169 M€) qui enregistrent une progression sensible.

Tableau n° 17 : Coût de la ressource et charges d'exploitation du fonds d'épargne – en M€

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Évolution 2015-2021
Rémunération des dépôts	3 256	2 716	2 646	2 729	2 825	2 361	2 462	-24%
Commission d'accessibilité versée à La Banque postale	235	225	470	320	350	330	338	+44%
Charges d'exploitation	135	138	140	157	152	164	169	+25%
Total	**3 626**	**3 079**	**3 256**	**3 206**	**3 327**	**2 855**	**2 969**	**-18%**

Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Les charges d'exploitation, constituées pour l'essentiel de frais refacturés par la section générale, ont augmenté de 25 % entre 2015 et 2021.

Tableau n° 18 : Les charges d'exploitation du fonds d'épargne – en milliers d'€

	2016	2017	2018	2019	2020	*répartition en %*
Charges directes	**34 967**	**30 876**	**8 639**	**7 922**	**8 182**	***5%***
Masse salariale (a)	32 284	28 483	8 149	7 242	7 496	*5%*
Autres charges	2 289	1 925	197	463	468	*0%*
Dotations amortissements	395	468	293	217	219	*0%*
Charges indirectes (b)	**43 590**	**41 762**	**10 933**	**13 927**	**14 280**	***9%***
SGG (y compris charges semi-directes)	11 330	11 408	3 279	5 496	5 554	*3%*
SGG informatique	32 259	30 355	7 655	8 430	8 726	*5%*
Prestations achetées (c)	**63 486**	**71 519**	**132 668**	**135 751**	**137 185**	***84%***

DFIN	6 140	5 485	5 957	6 337	6 404	*4%*
DEOF	3 969	4 554	4 178	5 028	5 081	*3%*
BDT	53 377	60 228	119 122	119 543	120 806	*74%*
GDA	0	1 251	3 411	4 842	4 893	*3%*
Prestations vendues	**-4 299**	**-4 727**	**-20**	**-23**	**0**	***0%***
ACPR	1 200	1 200	1 300	1 200	4 400	*3%*
Total des charges d'exploitation	**138 000**	**140 456**	**157 117**	**151 830**	**164 048**	***100%***

Source : Caisse des dépôts

Les charges ACPR en représentent une part croissante (3 %), mais elles ne peuvent expliquer à elles seules cette augmentation.

Le ratio des charges d'exploitation sur PNB (excluant la rémunération des réseaux distributeurs) s'est dégradé de 2016 à 2020, le chiffre de 2019 s'expliquant avant tout par la chute du PNB et celui de 2020 par un PNB négatif ; en 2021, ce ratio s'améliore fortement et passe sous le niveau des années 2016 à 2018. Ces variations s'expliquent avant tout par la volatilité du PNB. L'essentiel des charges étant désormais constitué de charges refacturées, il est difficile d'identifier avec précision l'évolution des grands postes de dépenses, et en particulier l'évolution des dépenses informatiques.

Tableau n° 19 : Les charges d'exploitation rapportées au PNB – en %

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Charges d'exploitation/PNB	8,7	9,6	9,2	19,7	NS	6,9

Source : Caisse des dépôts

La section générale dans son ensemble assure pour le compte du fonds d'épargne et lui refacture :

- des prestations bancaires : centralisation de la trésorerie, traitement numéraire, intermédiation et gestion pour les opérations de marché ;
- des prestations administratives : mise à disposition de moyens, en personnel et en matériel notamment.

La DFE comptabilise un coût de gestion estimé pour l'année en cours ainsi qu'une régularisation correspondant à l'écart entre le montant comptabilisé au titre de l'exercice précédent et le coût de gestion réel qui n'est connu qu'au semestre suivant. Depuis la réorganisation de l'établissement public, le fonds d'épargne constitue un « tiers » (ou client) pour le calcul des coûts.

À la suite des observations de la DGT, un comité de pilotage de la facturation au fonds d'épargne a été mis en place en octobre 2019 pour valider la facture estimée puis réelle. Toute évolution significative des coûts facturés ou modification d'imputation des coûts est soumise à l'instance de validation avant facturation. En 2019, dans le cadre de la centralisation des « fonctions supports métiers », le service ressources humaines et le service des risques des métiers ont rejoint la direction des ressources humaines et la direction des risques du groupe. Par ailleurs, le périmètre pris en compte pour le calcul des coûts s'est élargi par l'incorporation d'activités de la direction des risques ainsi que de la direction juridique et fiscale ; les charges de ces activités sont désormais réallouées aux différents métiers. Les coûts sont ventilés selon

la méthode dite ABC (*Activity Based Costing*). Chaque métier qui assure une prestation pour le compte du fonds d'épargne a ses propres règles de calcul et identifie ainsi des ressources sur des activités qui elles-mêmes utilisent des inducteurs pour répartir sur les clients.

Les charges d'exploitation facturées au fonds d'épargne fin 2019 (155,4 M€) ont fait l'objet, à titre exceptionnel, d'une décision de remboursement de 3,6 M€ correspondant à la régularisation de 2017 qui avait pesé sur le montant 2018[73].

Pour 2020 et les exercices suivants, la CDC a prévu de maintenir une trajectoire de coûts en ligne avec l'évolution budgétaire de l'établissement public à laquelle il conviendra d'ajouter la refacturation des dépenses particulières occasionnées par la mise en conformité ACPR, la modernisation des systèmes d'information ou tout autre élément spécifique lié à l'activité du fonds d'épargne. L'état d'avancement des actions engagées pour améliorer la comptabilité analytique au sein de l'établissement public est suivi en commission de surveillance. Il importera que ces travaux aident à expliciter les coûts refacturés au fonds d'épargne.

Finalement, en dépit des contraintes exogènes et endogènes qui pèsent sur le fonds d'épargne, la principale marge de manœuvre dont dispose l'État réside dans la détermination du niveau du prélèvement destiné à couvrir chaque année le coût de la garantie de passif dont le fonds d'épargne bénéficie.

La garantie de l'État est définie par l'article 120 de la loi n° 2008-1443 du 30 décembre 2008 de finances rectificative pour 2008. Elle couvre les sommes déposées par les épargnants sur les livrets ainsi que les intérêts afférents à ces sommes, dans la limite de 50 000 € par déposant et par établissement où sont déposées ces sommes, soit un seuil nettement supérieur au montant maximum qu'une personne peut légalement détenir[74]. La gratuité ainsi accordée sur l'ensemble des encours représente un avantage pour les établissements bancaires, alors qu'elle est en général rémunérée s'agissant de la part centralisée. Si cette garantie est appelée, l'État peut obtenir le remboursement de la part non centralisée par le fonds de garantie des dépôts et de résolution (FGDR) ; pour la part centralisée, l'État bénéficie d'une créance directe sur le fonds d'épargne[75].

Le passif du fonds d'épargne (contrepartie des créances détenues par les établissements correspondant à l'épargne centralisée) bénéficie également d'une garantie de l'État. Celle-ci fait l'objet d'une rémunération fixée chaque année par décret après avis de la commission de surveillance. L'usage veut que l'État prélève l'excédent de fonds propres du fonds d'épargne, ce qui signifie qu'il abandonne la rémunération de sa garantie lorsque le fonds d'épargne doit faire face à une augmentation importante de son besoin en fonds propres ou lorsque son résultat ne permet pas de couvrir le besoin en fonds propres. Cette garantie n'ayant jamais été mise en œuvre, son coût réel est donc nul, et ne fait pas l'objet d'un provisionnement[76]. Par ailleurs, l'actif du fonds d'épargne est également couvert par des garanties publiques pour ce qui concerne les prêts aux OLS dont les collectivités locales se portent garants sauf incapacité financière[77]. Ces différentes garanties offrent un cadre très protecteur.

---

[73] Cette remise a été déduite de la facture 2019 soit 155,4 M€ - 3,6 M€ = 151,8 M€. La progression 2018/2019 est donc limitée à 1,1%.

[74] Par exemple, la détention concomitante d'un livret A et d'un LDDS fixe le plafond par personne à 34 950 €. Même en tenant compte des intérêts capitalisés, on reste éloigné du plafond de 50 000 €.

[75] L'État est subrogé dans les droits de l'établissement à l'égard du fonds d'épargne

[76] Mais elle est inscrite en hors-bilan (de même que la garantie globale sur l'ensemble de l'épargne réglementée).

[77] La caisse de garantie du logement social (CGLS) se substituant alors à la collectivité locale.

Tableau n° 20 : Les prélèvements sur le fonds d'épargne versés à l'État – en M€

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Prélèvement au titre des résultats N (prélèvement réalisé en N+1)	618	575	543	0	0	310
Commission complémentaire LBP : charge comptabilisée en N au titre de N	*225*	*340*	*320*	*350*	*330*	*338*
Commission complémentaire LBP : charge comptabilisée en N au titre de N-1		*130*				
Commission complémentaire LBP : total charge comptabilisée en N	225	470	320	350	330	338
Fonds d'épargne – TOTAL	**843**	**1 045**	**863**	**350**	**330**	**648**

Source : Caisse des dépôts

Le prélèvement proprement dit (1ère ligne du tableau n° 20) ne constitue pas une charge, mais est calculé après le résultat. Il n'apparaît donc pas dans les comptes mais correspond à un simple flux de trésorerie. Sa nature exacte n'est pas clairement établie. S'il doit être considéré comme une rémunération de garantie, il devrait être calculé par rapport à l'encours des dépôts, être versé tous les ans et comptabilisé en charge, alors qu'il est en réalité fixé en fonction de l'écart entre le niveau de fonds propres et le besoin de fonds propres calculé, ce dernier, comme évoqué plus haut, étant sensible d'abord au niveau des actifs (notamment financiers) et des risques attachés. C'est pour préserver le niveau de fonds propres que l'État n'a effectué aucun prélèvement en 2019 et en 2020. Le caractère discrétionnaire de sa fixation et son traitement comptable font donc plutôt penser à un dividende sur résultat.

2.3 Au total, une épargne qui finance l'économie

Les informations sur l'emploi de l'épargne réglementée contenues dans le rapport annuel de la Banque de France présentent de manière séparée la part non centralisée et la part centralisée au fonds d'épargne. Si l'on se place du point de vue de l'épargnant, il est intéressant de présenter les emplois détaillés d'un livret d'épargne, qu'ils résultent d'une transformation par l'établissement bancaire ou par le fonds d'épargne. La présentation schématique indiquée ici constitue un exercice théorique car elle agrège des données reconstituées pour ce qui concerne la part décentralisée (comme vu en § 2.1.) avec des données de bilan du fonds d'épargne pour ce qui concerne la part centralisée. Elle repose par ailleurs sur une hypothèse de centralisation de 59,5 %, qui est également une simplification.

Il est supposé que l'épargnant-type dispose sur son livret A d'une somme de 20 000 € qui contribue, par le biais de la transformation par l'établissement bancaire et par le fonds d'épargne, au financement de secteurs très divers de l'économie[78].

Tableau n° 21 : Utilisation de 20 000 € déposés sur un livret A – en € et en % (estimation théorique)

Prêts aux petites et moyennes entreprises	6 480	*32%*
Prêts au logement social	6 022	*30%*
Titres souverains français	2 247	*11%*
Autres titres obligataires et monétaires	1 152	*6%*

[78] Ces chiffres étant en deçà de l'ensemble des financements bancaires octroyés aux cibles concernées.

Divers (trésorerie, créances diverses)	1 193	*6%*
Prêts au secteur public local	838	*4%*
Prêts pour la transition écologique	810	*4%*
Actions	508	*3%*
Prêts à l'économie sociale et solidaire	405	*2%*
Autres titres souverains	344	*2%*
Total	**20 000**	***100%***

Source : Cour des comptes, d'après états financiers sociaux du fonds d'épargne et fédération bancaire française (données 2020)

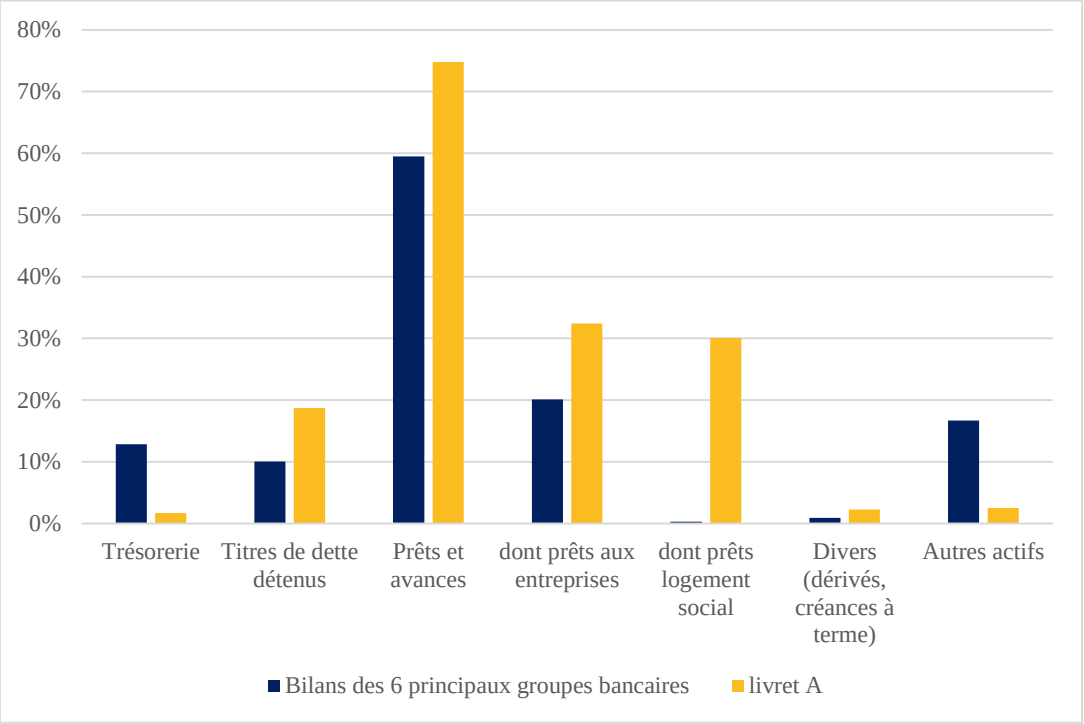
Près des trois quarts (72 %) des ressources du livret A contribuent à financer des crédits aux petites et moyennes entreprises (PME) pour 32 %, au logement social pour 30 %, au secteur public local pour 4 %, au secteur de la transition écologique également pour 4 %, à l'économie sociale et solidaire pour 2 %. Le livret A finance par conséquent de larges secteurs de l'économie et en premier lieu les PME ; une même analyse du LDDS donnerait une part plus importante de prêts aux PME[79].

Le quart restant est placé, via le fonds d'épargne, sur différents supports financiers : titres souverains français (11 %), titres souverains d'États étrangers (2 %), titres obligataires ou monétaires de grandes entreprise (6 %), enfin actions (3 %).

La comparaison de la répartition de l'épargne déposée sur un livret A avec celle de l'ensemble des ressources des banques montre des similitudes assez fortes et quelques différences (graphique n° 18). Tout en conservant sa fonction première de financement du logement social, le livret A a diversifié ses emplois à la faveur notamment de la banalisation de 2009 et contribue assez largement, comme l'ensemble des dépôts et livrets bancaires, au financement de l'économie.

[79] La part non centralisée étant utilisée exclusivement à 80 % pour du crédit aux PME.

Graphique n° 18 : Comparaison entre la répartition des actifs des six principaux groupes bancaires français et la répartition des emplois du livret A – en % en 2020



Source : Cour des comptes, d'après fédération bancaire française, ACPR et fonds d'épargne (prêts aux entreprises : prêts aux sociétés non financières pour les banques, prêts aux PME pour le livret A)

Cette comparaison théorique doit être interprétée avec précaution car elle repose sur des agrégats qui ne sont pas homogènes[80]. Il n'en demeure pas moins que la structure d'emploi du livret A est en définitive assez proche de celle des bilans bancaires, avec certes une part de prêts plus élevée mais à l'inverse une part de trésorerie plus faible, et une part d'actifs financiers relativement comparables (environ un quart des emplois) mais alloués différemment[81].

CONCLUSION INTERMEDIAIRE

Le modèle économique de l'épargne réglementée est celui de la transformation bancaire des dépôts en crédits, mais avec quelques particularités et contraintes propres.

En ce qui concerne la part décentralisée, un point d'équilibre semble avoir été trouvé entre les établissements bancaires treize ans après la banalisation du livret A. Pour ces établissements, cette ressource présente des avantages non négligeables même si son coût, plus lent à s'adapter à la réalité de marché et bloqué à la baisse par le taux plancher du livret A, pèse sur les marges dans un contexte de taux d'intérêt faibles. Les règles d'emploi fixées par

[80] La part des prêts au logement social dans le bilan des banques, qui ne figure pas dans les chiffres de l'ACPR, a été calculée à partir des données de bilan 2019 des organismes de logement social (source : *Les organismes de logement social - chiffres clés*, édition 2019)

[81] Une part de titres de dettes, et probablement de dette souveraine, plus élevée dans le cas du livret, à l'inverse une part d'autres actifs notamment d'actions moins élevée

le législateur sont respectées, même si elles s'avèrent en définitive peu contraignantes et impossibles à suivre précisément du fait de la fongibilité des ressources dans les bilans bancaires. L'épargne réglementée conservée dans les bilans bancaires contribue bien au financement des secteurs visés par le législateur et ne représente même qu'une partie minoritaire des concours bancaires octroyés à ces secteurs. Sans qu'il soit nécessaire de procéder à des changements de règles dont la portée est en fait limitée, la poursuite des travaux de fiabilisation des statistiques d'emploi des fonds est nécessaire, en attendant les avancées qui devraient résulter de la mise en œuvre de la taxonomie européenne.

La part centralisée au fonds d'épargne géré par la CDC obéit à un cadre de gestion contrôlé par l'État et soumis à des contraintes politiques, juridiques et économiques particulières visant, d'une part, à garantir sa solidité, d'autre part, à orienter la ressource vers des emplois d'intérêt général. Si la structure bilantielle reste solide, le fonds d'épargne subit un recul sensible de sa rentabilité du fait de la situation des taux d'intérêt et de la pression exercée sur la marge d'intermédiation. L'écart qui se creuse entre des ressources relativement dynamiques et des encours de prêts en faible progression conduit à un fort accroissement de la part des actifs financiers, entraînant une déformation de l'activité du fonds d'épargne qui n'est pas sans conséquence sur la gestion actif-passif et sur le besoin de fonds propres. La gestion nécessairement prudente en termes de placements financiers conduit à privilégier des titres peu risqués (notamment des titres souverains) et donc peu rémunérateurs, ce qui ne permet pas de compenser le fort rétrécissement de la marge sur prêts constaté depuis plusieurs années. Le modèle économique du fonds d'épargne est donc très contraint, et certaines marges mériteraient d'être davantage exploitées sans que cela ne modifie pour autant la situation sur le plan structurel.

Au total, l'épargne réglementée contribue au financement de l'économie française au profit de secteurs en définitive assez variés, même si elle constitue une ressource relativement coûteuse en période de taux bas.

3 FAIRE EVOLUER L'EPARGNE REGLEMENTEE ET SES USAGES

Des évolutions apparaissent nécessaires pour permettre à l'épargne réglementée de mieux répondre aux objectifs qui la sous-tendent. Ces évolutions doivent être conduites avec prudence pour ne pas mettre en péril le financement de certaines politiques publiques, ni remettre en cause la confiance que les épargnants accordent à ces produits.

Ces évolutions doivent avoir pour objectif de consolider le modèle économique de l'épargne réglementée et d'envisager le cas échéant une adaptation de ses usages. Elles restent toutefois dépendantes du contexte économique et financier général et de ses incidences futures sur le niveau des taux d'intérêt.

3.1 Faire évoluer le modèle économique de l'épargne règlementée sans léser les épargnants

La poursuite d'une situation de fort excédent des ressources par rapport aux emplois (qui ne concerne que le fonds d'épargne et non la part conservée par les banques) accentue la pression sur le modèle économique de l'épargne réglementée tout en renforçant la concentration des encours sur les livrets et plans les plus dotés. Sans bouleverser des équilibres subtils ni léser les épargnants confrontés par ailleurs à une dégradation de la rémunération réelle de leur épargne, il paraît opportun d'envisager des adaptations qui permettraient de redonner des perspectives et de sortir de situations figées et sources de rentes.

3.1.1 Retrouver l'esprit d'une épargne populaire

3.1.1.1 Poursuivre l'action contre la multi-détention

La direction générale du Trésor indique ne disposer d'aucune donnée précise concernant la multi-détention de livrets A et de LDDS en particulier. Lorsque les dispositions avaient été prises en 2011 pour le livret A, le taux de fraude était estimé à 10 % ; il serait aujourd'hui tombé à moins de 1 % grâce aux contrôles automatisés réalisés avec la base de données Ficoba (fichier des comptes bancaires) et à la coopération entre les banques et la direction générale des finances publiques (DGFip)[82].

Le titre II du décret n°2021-277 du 12 mars 2021 relatif au contrôle de la détention des produits d'épargne réglementée prévoit que ce dispositif automatisé de contrôle soit étendu d'ici au 1er janvier 2024 à l'ensemble des produits d'épargne réglementée, laissant ainsi le temps à la DGFip et aux banques de procéder aux développements informatiques nécessaires à la mise en conformité de leurs bases de données.

[82] Pour plus de détail, voir l'encadré n° 7 p. 38 du rapport 2017 sur l'épargne réglementée.

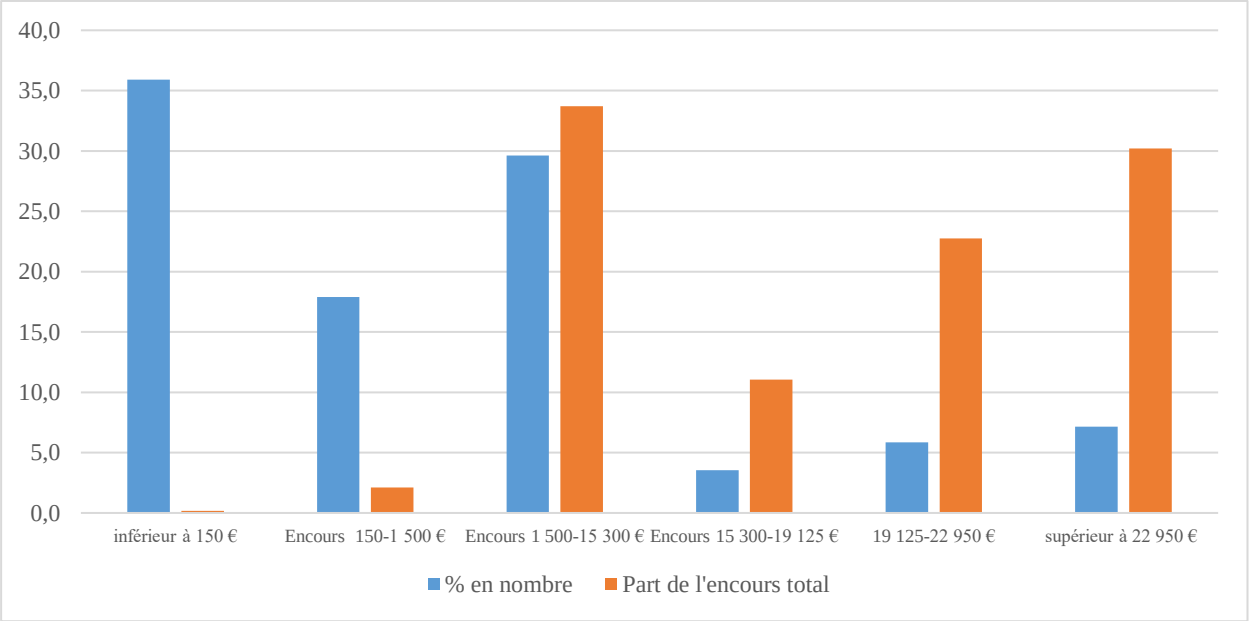
La mise en place de la loi Eckert[83] contribue également à renforcer l'efficacité du dispositif. Au titre de la première année d'application de la loi en 2016, la CDC s'était vue ainsi transférer 5,5 millions de comptes bancaires inactifs pour un montant de 1,9 Md€ dont 1 Md€ pour les seuls livrets A, LDDS et LEP. À fin 2017, le nombre total de livrets réglementés transférés s'élevait à 5,3 millions de comptes pour un encours cumulé de 1,3 Md€.

3.1.1.2 Modifier les plafonds du livret A et du LDDS : une mesure complexe et aux effets incertains

Les constats présentés par la Banque de France dans son rapport annuel sur l'épargne réglementée montrent que l'épargne réglementée se concentre de plus en plus sur les catégories de ménages les plus aisés et les plus âgés. Le doublement du plafond du livret A y a contribué. La période récente semble avoir encore accentué le phénomène, la « sur collecte » de 2020-2021 ayant concerné les déciles les plus élevés (en termes de revenu et de patrimoine) de la population française[84].

Le niveau du plafond du livret A (22 950 €) et plus encore la possibilité de le cumuler avec un LDDS (12 000 €), portant le plafond global à près de 35 000 €, interrogent compte tenu, d'une part, du niveau de rémunération *a fortiori* après le relèvement décidé pour le 1er février 2022 et, d'autre part, de la défiscalisation des intérêts.

Graphique n° 19 : Répartition des livrets A en nombre et en encours par tranche d'encours – en %



[83] Loi n° 2014-617 du 13 juin 2014 relative aux comptes bancaires inactifs et aux contrats d'assurance vie en déshérence.

[84] D. Bounie et alii, *Dynamiques de consommation dans la crise : les enseignements en temps réel des données bancaires*, Conseil d'analyse économique, focus, n° 049-2020, octobre 2020. https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-focus049-cb.pdf

Source : Banque de France

Les livrets se situant dans les tranches les plus élevées sont le moins susceptibles de connaître des mouvements et encore moins des retraits. Le même constat peut être fait pour le LDDS, dont les caractéristiques en font un produit utilisé par les épargnants comme un deuxième livret A.

Une telle accumulation des sommes aux plafonds sur les deux livrets n'est pas nécessairement utile aujourd'hui compte tenu des difficultés d'usage de la ressource. De plus, elle contribue à alourdir la dépense fiscale qui est, de fait, concentrée sur les encours de livrets les plus élevés.

Plusieurs solutions peuvent être envisagées.

Une première piste serait de fusionner le livret A et le LDDS en instaurant un plafond unique (au maximum le plafond actuel du livret A). Elle présenterait l'avantage de la simplicité. Il est avéré que ces deux produits ne présentent plus de réelle différence du point de vue de l'épargnant.

Cette piste soulève toutefois plusieurs difficultés. En premier lieu, la répartition des dépôts entre établissements bancaires présente des différences entre les deux produits, la part des réseaux historiques restant plus élevée pour le livret A que pour le LDDS. Une fusion des deux pourrait donc se traduire par des effets pas complètement homogènes entre établissements bancaires. Par ailleurs, une fusion des deux livrets aboutirait en fait à une absorption du LDDS par le livret A, ce dernier étant une marque tellement puissante qu'il serait délicat de faire disparaître. Si elle est moins forte, l'appellation LDDS permet néanmoins d'afficher qu'une partie de l'épargne réglementée est fléchée vers des objectifs (transition écologique et économie sociale et solidaire) à forte portée politique.

Une autre piste consisterait à conserver les deux livrets mais à instaurer un plafonnement global. Il est difficile d'envisager de revenir sur le doublement du plafond du livret A. Plus de 9 millions de livrets ont un encours supérieur à 15 300 € ; si le plafond était abaissé à ce niveau, la ressource livret A diminuerait globalement de plus de 55 Md€. S'agissant du LDDS, plus de 9 millions de livrets ont un encours supérieur à 6 000 € ; un abaissement du plafond à ce montant entraînerait une diminution globale de la ressource de 46 Md€. Les sommes rendues ainsi disponibles seraient replacées par les épargnants sur d'autres produits, probablement l'assurance vie pour la majorité, entraînant des flux massifs qui ne seraient pas nécessairement souhaités par les compagnies d'assurance dans le contexte actuel.

L'instauration d'un plafond global (par exemple 25 000 € ou 28 000 €) permettrait de limiter l'avantage procuré aux ménages les plus aisés tout en ayant probablement des effets moins massifs en volume car elle toucherait des ménages détenant à la fois un livret A et un LDDS proches des plafonds. En fonction des possibilités des systèmes d'information bancaire, une étude d'impact pourrait éclairer les différentes options.

Ces options suscitent une réticence de la profession bancaire qui souligne leur caractère complexe et coûteux. La gestion d'un plafonnement global pourrait ainsi être difficile dans le cas où l'épargnant détiendrait un livret A dans un établissement et un LDDS dans un autre[85], ce qui ne doit toutefois pas représenter le cas le plus fréquent.

[85] Ce qui impliquerait, dès lors, d'assurer en temps réel un mécanisme de surveillance des flux et des soldes cumulés (y compris en intégrant le système des quinzaines) pour garantir le respect du plafond.

3.1.1.3 Écarter l'idée d'une fiscalisation des livrets

La hausse de la fiscalité de l'épargne réglementée est régulièrement évoquée, notamment pour inciter les épargnants à se diriger vers d'autres produits. Le débat se focalise en fait sur le livret A du fait du doublement de son plafond et des possibilités légales de multi-détention au sein d'un même foyer fiscal. Le coût pour l'État de ces exonérations est indiqué tous les ans en loi de finances. Pour 2022, les montants de dépenses fiscales ont été estimés (tableau n°22), les montants des exonérations des autres placements financiers étant indiqués à titre de comparaison.

Tableau n° 22 : Les principales dépenses fiscales en matière d'épargne financière

	Montant en M€	Nombre de ménages concernés	Montant par ménages en €
Réduction d'impôt pour la souscription de parts de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	49	23 215	2 111
Réduction d'impôt pour la souscriptions en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital de PME	57	39 530	1 442
Réduction d'impôt pour la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP)	12	10 747	1 117
Réduction d'impôt pour de la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité outre-mer (FIPOM)	4	3 740	1 070
Réduction d'impôt pour la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) investis dans les entreprises corses	8	8 408	951
Exonération des revenus provenant de l'épargne salariale	220	11 200 000	20
Exonération des intérêts et primes versés dans le cadre de l'épargne logement	411	23 000 000	18
Exonération des intérêts des livrets d'épargne populaire	19	7 300 000	3
Exonération des intérêts des livrets A	131	54 900 000	2
Exonération des intérêts des livrets de développement durable	56	24 200 000	2
Exonération des intérêts des livrets bleus	12	non déterminé	
Exonération des intérêts des livrets jeune	3	non déterminé	
Livrets réglementés - exonération de prélèvements sociaux (chiffres 2021)	177	non déterminé[86]	
Exonération ou imposition réduite des produits attachés aux bons ou contrats de capitalisation et d'assurance vie	1 289	non déterminé[87]	
Exonération des dividendes capitalisés et des gains de cession dans le cadre d'un plan d'épargne en actions	245[88]	non déterminé	

[86] L'exonération sociale ne concerne que les livrets, donc pas l'épargne-logement. Si l'on retient seulement le nombre de ménages détenteurs d'un livret A (en considérant par approximation que les ménages détenteurs d'un LDDS et ceux détenteurs d'un LEP sont également détenteurs d'un livret A), on arrive à un montant de 3 € par ménage.

[87] D'après l'Insee, 46 % des ménages détiennent un contrat d'assurance vie (chiffre 2017, tableaux de l'économie française 2019), ce qui, sur la base de près de 30 millions de ménages (chiffres Insee 2020) donnerait un montant de dépense fiscale par ménage de 93 €.

[88] Chiffre 2020. Sur la base d'un nombre de détenteurs de plans d'épargne en actions de 6 millions de ménages (chiffre 2017), on arrive à montant de 41 €.

Source : Cour des comptes, d'après loi de finances pour 2022 et loi de financement de la Sécurité sociale pour 2022

La dépense fiscale en faveur des différents produits d'épargne réglementée représente un montant de plus de 800 M€, dont 131 M€ pour le livret A, mais surtout plus de 400 M€ pour l'épargne-logement[89]. On peut donc estimer qu'un ménage détenteur d'un livret A et d'un LDDS serait exonéré à hauteur de 8 € en moyenne sur la base d'un taux de rémunération passé à 1 % ; s'il détient un PEL d'avant 2018 mais de moins de douze ans, il est exonéré d'impôt sur le revenu (mais pas de prélèvement sociaux) à hauteur de 18 €.

Ces chiffres sont des moyennes qui masquent des situations disparates : d'une part, les ménages concernés sont par définition les ménages imposables, soit en fait (si l'on considère que la part des ménages imposables parmi les détenteurs des livrets est de 57 % comme pour l'ensemble des ménages) un avantage moyen non plus de 8 mais de 16 € ; d'autre part, cette moyenne vaut pour un encours moyen de 5 858 € (et 5 000 € pour le LDDS), soit un avantage total de 105 € par an au maximum. Il s'agit de montants qui restent inférieurs aux exonérations obtenues sur d'autres produits d'épargne, autour de 1 000-2 000 € par ménage pour les produits de fonds propres non cotés et donc très risqués, et plus de 90 € par ménage pour les contrats d'assurance vie ou 41 € pour un plan d'épargne en actions (PEA), même s'il est vrai que, dans ces deux derniers cas, le régime fiscal ne devient favorable qu'à l'issue d'une durée minimale de placement (huit ans pour l'assurance-vie, cinq ans pour un PEA).

L'élément fiscal ne peut donc être considéré comme déterminant pour l'épargne réglementée. Il est probable qu'une fiscalisation des intérêts des livrets d'épargne réglementée aurait un coût politique non négligeable pour un espoir très mince voire nul de réallocation de l'épargne concernée au profit de produits plus risqués.

Par ailleurs, la stabilité et la clarté des règles fiscales semblent apparaître préférables en matière d'épargne[90], les choix des épargnants devant se fonder sur une appréciation non faussée des performances des différents produits d'épargne et de leur adéquation par rapport à leurs besoins.

Une fiscalisation des livrets ne pourrait donc avoir qu'un objectif de rendement fiscal, mais on voit mal dans ce cas pourquoi elle devrait se limiter à l'épargne réglementée.

3.1.1.4 Poursuivre la relance du livret d'épargne populaire

La mesure la plus adaptée pour renforcer le caractère populaire de l'épargne réglementée consiste à relancer le LEP après des années de déclin. En dépit d'une rémunération élevée (1 %, 2,2 % depuis le 1er février 2022), seule une personne sur deux éligible au LEP y a effectivement recours[91].

---

[89] Il s'agit des plans ouverts de moins de douze ans ouverts avant 2018 (les plans de plus de douze ans sont soumis aux prélèvements fiscaux et sociaux, de même que ceux ouverts après 2018).

[90] Cf. Éric Lombard, cité dans « Des fonds propres pour les entreprises », Acte IV, Rencontres économiques d'Aix-en-Provence 2021, p. 19 : « *Il faut garder une fiscalité stable dès lors que cela donne un certain équilibre et est compétitif par rapport aux concurrents*, pense Éric Lombard. *Le levier fiscal est antinomique de la pédagogie nécessaire. Si, à long terme, l'intérêt des Français est d'investir plus en actions, ce qui est le cas, cet intérêt devrait suffire sans avantage fiscal particulier* ».

[91] Une étude détaillée sur les détenteurs de LEP a été réalisée par la Banque de France dans son rapport sur l'épargne réglementée de 2018 (pp. 30 et suiv.).

La loi n° 2020-1525 du 7 décembre 2020 a simplifié le contrôle de l'éligibilité au LEP et dématérialisé le contrôle des revenus et de l'éligibilité des demandeurs[92] ; la DGT estimait qu'environ 75 % des LEP devraient pouvoir être contrôlés de façon dématérialisée en 2021. La concomitance de cette réforme, de la campagne de communication qui l'a accompagnée et du relèvement du taux de rémunération à partir du 1er février 2022 semblent avoir enclenché un afflux sensible des dépôts. Au premier trimestre 2022, selon les données de la DGT, le rythme d'ouverture de nouveaux livrets a atteint 205 000 par mois (contre 43 000 par mois au cours du second semestre 2021) et l'encours total a progressé de 1,9 Md€ (+ 7,5 %).

Il est toutefois un peu tôt pour en conclure à un réel redémarrage de cette épargne populaire[93]. Le LEP souffre moins d'un niveau insuffisant de dépôts[94] que d'un vieillissement structurel du profil des épargnants. Au-delà des efforts de simplification et de communication, il serait nécessaire de disposer d'éléments d'analyse complémentaire, notamment quant à la capacité d'épargne réelle d'une partie des ménages éligibles. Il ne faut exclure non plus un éventuel relèvement du plafond (7700 €).

3.1.2 Redonner des marges à l'épargne réglementée

3.1.2.1 Financer autrement la mission d'accessibilité bancaire

La mission d'accessibilité bancaire a pour objectif de favoriser la pré-bancarisation de populations qui, pour des motifs très divers (illettrisme, illectronisme, difficultés cognitives, barrière linguistique…), n'ont pas la capacité d'utiliser des moyens de paiement standards et n'ont pas accès à la bancarisation traditionnelle.

La Banque Postale a des obligations spécifiques au titre de cette mission en matière de distribution et de fonctionnement du livret A[95] qui permettent son utilisation par ces publics comme un quasi compte-courant.

En complément de ces obligations légales, la convention relative à la distribution et au fonctionnement du livret A entre l'État et la Banque postale impose à celle-ci de proposer gratuitement un ensemble de services complémentaires et de fournir un écosystème spécifique, se matérialisant notamment par la mise en œuvre d'une politique d'accueil et d'accompagnement au guichet adaptée. Les livrets A relevant de la mission d'accessibilité bancaire représentent 8 % des 15,3 millions de livrets A ouverts à la Banque postale en 2018 et 2,2 % des 55 millions de livrets A détenus en France à cette date.

En dépit de ses récentes évolutions telles que le développement de nouvelles offres commerciales à bas coût dans l'ensemble des réseaux bancaires, le marché ne permet pas de répondre aux besoins très spécifiques de la population concernée. Plusieurs études menées en 2018 et 2019[96] ont permis de sérier ces besoins et de réaffirmer la nécessité de maintenir en

[92] En permettant aux banques d'interroger directement les services de la DGFip par voie électronique.

[93] Les projections sur le niveau auquel le taux de rémunération pourrait être fixé cet été au vu de l'évolution de l'inflation indiquent une revalorisation très sensible.

[94] Le nombre de mouvements moyens en 2020 est de 3,5 versements et de 2,8 retraits.

[95] Articles L. 221-2, L. 221-3, L. 518-25 et L. 518-25-1 du code monétaire et financier.

[96] Faisant suite à une recommandation de la Cour des comptes (2017), cf. *Communication à la commission des finances du Sénat sur les politiques publiques en faveur de l'inclusion bancaire et de la prévention du surendettement*.

l'état le périmètre de la mission confiée à la Banque postale. Ces études ont aussi confirmé que le caractère universel de la mission était indispensable à la satisfaction de ce besoin social.

La consultation publique réalisée en 2019 auprès du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) a conforté ces enseignements. Si la mission d'accessibilité bancaire contribue à ce que la France affiche l'un des taux de bancarisation les plus élevés d'Europe, les modalités de son financement par le fonds d'épargne posent question.

Le fonds d'épargne assume en effet la charge de la rémunération complémentaire d'accessibilité bancaire prévue au deuxième alinéa de l'article L. 221-6 du code monétaire et financier ; cette rémunération est calculée de manière à assurer à La Banque postale une compensation proportionnée aux missions de service d'intérêt économique général qui lui sont conférées en application de la présente section. Son montant est fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie pour une période pluriannuelle (l'arrêté en cours date du 7 août 2021 fixe les montants annuels pour les exercices 2021 à 2026). Il est calculé de manière à assurer à La Banque postale une « *compensation proportionnée aux missions de service d'intérêt économique général* » dont le montant ne doit pas dépasser ce qui est nécessaire pour couvrir les coûts occasionnés par l'exécution des obligations de service public, en tenant compte d'un bénéfice raisonnable. Cette rémunération est soumise au régime européen des aides d'État en matière de service d'intérêt économique général[97] et fait l'objet d'une approbation de la Commission européenne pour une période pluriannuelle.

À l'issue de la procédure de notification à la Commission européenne, cette dernière a adopté le 26 juillet 2021 une décision de compatibilité du montant de la rémunération prévu par l'État pour la période 2021-2026.

Tableau n° 23 : Rémunération complémentaire versée à la Banque Postale au titre de la mission d'accessibilité bancaire de 2021 à 2026 – en M€

2021	2022	2023	2024	2025	2026	total
338	321	303	287	269	252	1 770

Source : DGT

L'intégration de la Banque Postale dans le groupe CDC et sa consolidation au plan comptable depuis 2020 créent une situation nouvelle pour ce qui concerne l'appréciation de l'étanchéité entre le fonds d'épargne et le groupe. Les informations fournies dans les comptes sur les flux croisés entre le groupe consolidé et le fonds d'épargne sont du reste perfectibles comme le montre l'erreur – sans portée comptable – relevée dans une note des états financiers consolidés[98]. Le traitement comptable et financier de la commission d'accessibilité bancaire doit être apprécié dans ce contexte. Du fait de sa « double casquette » de gérant du fonds d'épargne et d'entité consolidante de la Banque postale, la CDC doit gérer des intérêts qui risquent de ne pas être complètement alignés.

Cette charge pour le fonds d'épargne devrait être déduite du résultat net et donc de la contribution versée à l'État en ajustant le niveau de cette dernière et en inscrivant un passif dans

[97] Dit « Paquet Almunia » de 2011-2012.

[98] Note 2.10.2.1. *Transactions avec les parties liées – entités non contrôlées par le Groupe – Le fonds d'épargne* (rapport financier groupe 2020). Cette note indique d'ailleurs à tort un prêt du fonds d'épargne à la Banque postale de 67 Md€, alors que c'est l'inverse (les dépôts de la Banque postale centralisés au fonds d'épargne constituent une dette de ce dernier et non une créance) ; l'erreur signalée à la direction du fonds d'épargne devrait être corrigée dans les prochains états financiers.

les comptes du fonds d'épargne correspondant au montant de l'engagement fixé du reste par l'État d'ici à 2026[99]. En conséquence, la Cour recommande que l'État inscrive la charge qui lui incombe au budget général et mette ainsi fin à une débudgétisation.

Recommandation n° 1 : DGT, DB, CDC – Inscrire au budget général de l'État les crédits nécessaires à la compensation à la Banque Postale de la charge d'accessibilité bancaire.

3.1.2.1 Redonner un sens à l'épargne-logement

3.1.2.1.1 Un système en partie dévoyé

L'épargne-logement contribue de moins en moins à sa vocation initiale de financement des projets immobiliers des ménages. Entre 2016 et 2020, le flux de nouveaux prêts, déjà faible en 2016, s'est fortement réduit pour conduire à une production quasi-nulle.

Tableau n° 24 : Transformation de l'épargne-logement en prêts – en Md€ et en %

	2016	2017	2018	2019	2020
Encours des dépôts	291,7	305,0	310,8	317,1	325,9
Flux des prêts nouveaux versés	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Encours des prêts	2,8	2,1	1,7	1,3	1,0
Ratio « Encours de prêts/ Encours des dépôts » (en %)	*1,0*	*0,7*	*0,5*	*0,4*	*0,3*

Source : DGT d'après SGFGAS

De moins en moins souvent débloqué en raison de la baisse tendancielle des taux d'intérêt[100], le PEL est détourné de l'objectif historique d'accession à la propriété pour devenir un produit d'épargne de long terme. Pour les banques, l'épargne-logement est devenue une ressource dont elles ne se servent plus directement pour financer le logement et qu'elles replacent à la BCE moyennant une rémunération très inférieure à ce que la ressource leur coûte. Pour les ménages, c'est un placement financier s'apparentant, pour les PEL anciens, à une véritable rente, au bénéfice notamment de détenteurs âgés détenant des encours élevés[101].

L'avenir de l'épargne-logement mérite une réflexion entre les pouvoirs publics, les établissements de crédit et les professionnels de l'immobilier. L'impasse actuelle résulte du

[99] Cf. arrêté du ministre de l'économie, des finances et de la relance du 7 août 2021.

[100] Le taux d'intérêt des prêts accordés au titre d'un PEL est égal au taux contractuel ou taux de rémunération du PEL majoré de frais de gestion et de frais financiers de l'établissement prêteur (CCH, art. R. 315-36). Pour la période 2016-2020, le taux s'élève au maximum à 3,20 % entre le 01/02/2015 et le 31/01/2016 (taux contractuel de 2 %) ; 2,70 % entre le 01/02/2016 et le 31/07/2016 (taux contractuel de 1,5 %) ; 2,20 % depuis le 01/08/2016 (taux contractuel de 1 %).

[101] 37 % des encours sont détenus par des personnes de plus de 65 ans. 34 % des encours correspondent à des plans supérieurs au plafond de 61 200 €, 22 % à des plans compris entre 40 000 et 61 200 €.

niveau des taux d'intérêt, situation dont on ne peut exclure qu'elle change à l'avenir et, probablement, de l'existence de prêts alternatifs plus avantageux comme le prêt à taux zéro ou l'éco-prêt à taux zéro. Pour autant, le besoin des ménages – notamment des jeunes ménages - de se loger et d'accéder à la propriété n'a pas disparu, au contraire. Comme le montrent les ouvertures de PEL qui concernent majoritairement des jeunes, des étudiants et des employés[102], le produit a encore du sens et il serait imprudent de laisser son recul s'installer dans la durée alors qu'il reste un temps fort dans la stratégie d'épargne des ménages. La préoccupation compréhensible de la profession bancaire au sujet des anciens PEL et du décalage de rémunération par rapport aux taux de marché ne doit pas occulter l'opportunité d'une réflexion globale sur le produit.

3.1.2.1.2 Un coût pour les finances publiques et pour les banques qui n'est plus justifié par un motif d'intérêt général

En attendant une évolution éventuelle de la situation, résultant principalement d'une remontée des taux d'intérêt qui la rendrait de nouveau attractive pour les emprunteurs, l'épargne-logement constitue une charge lourde pour l'État comme pour les banques.

En ce qui concerne l'État, la dépense fiscale correspondant à l'exonération fiscale des PEL de moins de douze ans ouverts avant 2018 (c'est-à-dire concrètement, les PEL ouverts entre 2010 et 2018 rémunérés à 2,50 % ou 2 % pour ceux ouverts de 2016 à 2018) est estimée à 400 M€ sans que l'État ne retire aucun retour financier ni ne flèche la ressource vers des emplois d'intérêt général comme c'est le cas pour les livrets réglementés.

Le coût pour les établissements bancaires est encore plus significatif.

Selon la Banque de France, le taux d'intérêt moyen des comptes à terme hors PEL de plus de deux ans est de 0,78 %, alors que le taux moyen des PEL de plus de 2 ans est de 2,6 %[103]. Cette situation résulte du poids dans l'encours total de PEL bénéficiant de taux de rémunération figés à leur niveau d'ouverture et aujourd'hui en fort décalage par rapport aux taux d'intérêt. Si les PEL les plus anciens, rémunérés à plus de 5,25 %, ne représentent plus que 11 % des encours totaux, les PEL rémunérés entre 3,50 et 4,50 % représentent 28 % des encours et les PEL rémunérés entre 2,50 et 3,50 % pèsent pour 45 % des encours totaux : les trois quarts des encours sont donc rémunérés à 2,50 %[104].

À fin décembre 2021, la Banque de France estime que le taux moyen (pondéré par les encours) des PEL ouverts avant 2011 est de 4,51 %, garantissant un rendement sans équivalent au regard du niveau de risque encouru. L'écart de performance instantané - celui qui est observé sur le premier trimestre 2022 - avec les placements obligataires ou en actions, s'est encore accru en raison de l'évolution des marchés des actions et des obligations.

Depuis 2011, le taux de rémunération des nouveaux PEL a été constamment supérieur au taux résultant de la formule de calcul, avec un écart pouvant aller jusqu'à 2 %[105]. Même s'il

---

[102] En 2020, les ouvertures de PEL ont été effectuées par des employés pour 25 % et par des étudiants et enfants mineurs pour 43 %.

[103] Cf. Banque de France, *Rapport 2020 sur l'épargne réglementée* (encadré p. 41). La Banque estime que si les PEL ouverts avant 2021 étaient rémunérés au taux en vigueur pour les nouveaux PEL, soit 1 %, il en résulterait un gain de l'ordre de 3,9 Md€ en matière de ressources pour le financement de l'économie française.

[104] Soit 2,075 % nets de prélèvements sociaux.

[105] Le taux est resté à 2,50 % jusqu'en janvier 2015, alors que le taux calculé était passé 2,31 % en janvier 2011 à 0,40 % en janvier 2015.

est provisionné dans leurs comptes, le taux des PEL fait peser un coût durablement important sur le passif des banques, sans aucun mécanisme d'ajustement au cours du temps.

Les PEL et CEL engendrent pour les établissements bancaires des engagements de deux natures : une obligation de prêter au client dans le futur à un taux déterminé fixé à l'ouverture du contrat et une obligation de rémunérer l'épargne dans le futur à un taux fixé à l'ouverture du contrat pour une durée indéterminée. Le coût de ces engagements fait l'objet de provisions présentées au passif dont les variations sont enregistrées en produit net bancaire au sein de la marge d'intérêts.

Sur les six principaux établissements bancaires qui totalisent un encours total de 323 Md€ au 31 décembre 2020, soit 99 % de l'encours total de l'épargne-logement, le montant total de provisions atteint 2,1 Md€. Les provisions pour risque d'épargne-logement concernent principalement les PEL de plus de dix ans (encours de 108 Md€ et provisions de 1,3 Md€).

Tableau n° 25 : Les provisions liées à l'épargne-logement dans les bilans bancaires au 31 décembre 2020– en M€ et en %

	Encours de dépôt PEL + CEL				**Provisions sur engagements liés aux PEL et CEL**			
	Total	*en %*	dont PEL > 10 ans	*en % de l'encours*	Total	*en % de l'encours*	dont PEL > 10 ans	en % de l'encours
Crédit agricole	120 152	*37*	48 490	*40*	445	*0,4*	409	0,8[106]
Crédit mutuel	51 657	*16*	14 128	*27*	385	*0,7*	117	0,8
BPCE	80 673	*25*	23 371	*29*	613	*0,8*	336	1,4
Société générale (y c. Crédit du Nord)	20 631	*6*	6 982	*34*	355	*1,7*	318	4,6
BNP Paribas	18 203	*6*	5 333	*29*	122	*0,7*	nd	Nd
Banque postale	31 321	*10*	9 935	*32*	204	*0,7*	109	1,1
Total	**322 637**	***100***	**108 239**	***34***	**2 124**	***0,7***	**1 289**	**1,2**

Source : données publiques issues des rapports financiers annuels et des documents d'enregistrement universel des banques, 2020

La variation des provisions au titre de l'épargne-logement représentait jusqu'en 2021 une charge pour les établissements bancaires, la situation ayant toutefois évolué dans l'autre sens en 2021 pour la plupart d'entre eux (les reprises de provisions sont supérieures aux dotations à hauteur de 72 M€ pour les six principaux groupes bancaires).

Tableau n° 26 : Variation des provisions au titre de l'épargne-logement - dotations moins reprises en M€

	2020	**2021**
Crédit agricole	78	-22
Crédit mutuel	42	-15
BPCE	36	51
Société générale (y c. Crédit du Nord)	66	-39
BNP Paribas	-3	-29

[106] Nb. Le rapport entre la provision constituée et les encours figurants au bilan du groupe Crédit Agricole n'est pas représentatif du niveau de provisionnement du risque épargne-logement.

Banque postale	20	-18
Total	**239**	**-72**

Source : données publiques issues des rapports financiers annuels et des documents d'enregistrement universel des banques, 2020 et 2021

3.1.2.1.3 Les voies étroites d'un desserrement de la contrainte financière de l'épargne-logement

Aucune solution satisfaisante n'a pu prévaloir à ce stade pour sortir d'une situation peu satisfaisante du point de vue économique. La difficulté juridique réside dans le fait qu'il est de jurisprudence constante, tant du Conseil d'État que du Conseil constitutionnel, qu'un texte nouveau ne s'applique pas aux situations antérieurement créées par les contrats en cours. Or, le code de la construction et de l'habitation qualifie les PEL expressément de contrats, notamment sur le chapitre de la rémunération versée par l'établissement au client.

Plusieurs pistes juridiques peuvent cependant être explorées.

Une première consisterait à modifier de manière unilatérale des contrats par les établissements de crédit concernés eux-mêmes sur le fondement de l'article 1195 nouveau du Code civil qui reconnaît la théorie de l'imprévision qui était jusque-là refusée par la Cour de cassation[107]. Il pourrait en résulter un contentieux important avec des solutions divergentes avant que la Cour de cassation ne vienne éventuellement le trancher. Les établissements bancaires ne semblent pas prêts à s'engager d'eux-mêmes dans cette voie. Plutôt que d'utiliser une méthode unilatérale qui risquerait d'avoir des répercussions sur leur image et leur relation commerciale, il pourrait être envisagé que les établissements bancaires négocient avec leurs clients la sortie de leurs PEL moyennant une indemnité calculée en fonction de la perte de l'avantage pour ces derniers.

Une deuxième piste consisterait à dissuader les particuliers de conserver leurs PEL en jouant d'un levier fiscal. Une telle mesure viserait les PEL échappant encore aux prélèvements fiscaux, c'est-à-dire les PEL de moins de douze ans ouverts avant 2018. L'initiative en reviendrait au gouvernement ou au législateur. Le risque d'un contentieux lié à l'égalité devant l'impôt est réel, même si la situation actuelle appliquant un traitement différent aux PEL de plus de douze ans, aux PEL ouverts depuis 2018 et aux PEL de moins de douze ans ouverts avant 2018 est difficile à comprendre. L'effet d'une telle mesure qui ne concernerait que les PEL des générations 2011 à 2017 serait probablement limité.

La troisième voie est celle d'une modification du cadre juridique des contrats en cours. Le Conseil constitutionnel, attaché à la liberté contractuelle, a reconnu le droit au maintien de l'économie des conventions et contrats légalement conclus[108] et l'a rattaché à l'article 4 de la Déclaration de 1789[109], mais a aussi indiqué que le législateur pouvait porter atteinte aux contrats légalement dès lors que cela était justifié par un motif d'intérêt général suffisant. À cet

[107] « *Si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation* ».

[108] 98-401 DC, 10 juin 1998.

[109] 2000-437 DC, 19 décembre 2000.

égard, la décision n° 2017-685 QPC du 12 janvier 2018[110] dispose que l'intérêt général suffisant peut résulter du déséquilibre économique.

Pour fonder le motif d'intérêt général, une disposition légale sur les PEL pourrait s'inscrire dans une approche globale de l'épargne réglementée dans le but de consolider un modèle économique fragilisé. Il pourrait en effet être envisagé de donner aux établissements bancaires la possibilité de modifier les termes des PEL anciens tout en acceptant de contribuer à renforcer le modèle économique global de l'épargne réglementée et à accroître les emplois de celle-ci vers des investissements prioritaires (transition écologique et énergétique, etc.), éventuellement en réexaminant les règles de centralisation de certains compartiments de l'épargne réglementée.

La FBF privilégie pour sa part une modification réglementaire, sur le fondement des articles R. 315-29 (1er alinéa) et R. 315-39 (2ème alinéa) du code de la construction et de l'habitation, pour appliquer un taux spécifique de rémunération des PEL échus, c'est-à-dire ceux qui sont arrivés à leur terme contractuel mais dont le déposant n'a pas demandé le retrait. Les sommes inscrites sur ces PEL (i.e. sur lesquels les versements ne sont plus possibles) portent néanmoins toujours intérêts, au même taux réglementé que celui appliqué durant la phase d'épargne. Cette proposition nécessiterait une expertise juridique des pouvoirs publics.

Quelle que soit la solution retenue, la Cour recommande de réduire les avantages consentis aux bénéficiaires des PEL souscrits avant 2011, en raison du coût excessif que cette situation fait peser globalement sur le financement de l'économie.

Recommandation n° 2 : DGT, Banque de France - Mettre en place un dispositif permettant de réduire les avantages de taux dont bénéficient les PEL souscrits avant 2011.

3.2 Les conditions d'un usage de l'épargne réglementée pour de nouveaux types d'investissement

3.2.1 Des usages de fond à élargir suivant une doctrine claire

Les réflexions sur l'avenir de l'épargne réglementée doivent porter en priorité, d'une part, sur la finalité et l'usage de cette épargne et, d'autre part, sur son modèle économique fragilisé par le niveau actuel des taux d'intérêt. De nombreux travaux sont en cours à ce sujet dans les services de la DGT et à la CDC où la commission de surveillance joue un rôle actif[111]. La Cour a exploré plusieurs pistes d'évolution.

[110] « Fédération bancaire française (Droit de résiliation annuel des contrats d'assurance-emprunteur) ».

[111] Ces travaux concernent en particulier l'adaptation au changement climatique, la décarbonation des actifs de la CDC, l'évaluation des risques non financiers au titre de la responsabilité sociale et environnementale.

3.2.1.1 L'évolution « au fil de l'eau »

Cette forme de *statu quo* signifierait que le décalage observé pour le fonds d'épargne entre les encours et les emplois sous forme de prêts au logement social et au secteur public local continuerait de se creuser. La remontée de la rémunération et l'afflux probable d'épargne supplémentaire en résultant pourraient encore accentuer la tendance. Cette solution, qui conduirait à admettre que le fonds d'épargne ne se transforme progressivement en fonds commun de placement, n'est pas sans poser des questions quant à la finalité de l'épargne réglementée et à ses équilibres économiques.

Le fonds d'épargne n'a pas pour finalité de gérer des actifs financiers, mais de financer un effort collectif d'équipements publics, principalement de logements sociaux. Par ailleurs, comme cela a déjà été relevé, l'activité d'allocation d'actifs financiers est nettement plus consommatrice de fonds propres que l'activité de prêt sauf si les actifs financiers détenus étaient essentiellement des titres souverains. La poursuite de la déformation de la structure d'activité du fonds d'épargne pourrait donc poser un problème délicat à terme.

3.2.1.2 La relance d'un effort massif de construction de logements et d'équipements collectifs

Les plans successifs de relance de la construction de logements ou de rénovation énergétique (logements sociaux comme bâtiments publics) se heurtent depuis plusieurs années à des obstacles qui ne sont pas seulement financiers mais renvoient à des actions dans différents domaines (réglementaire, politique, structuration des filières du bâtiment, etc.). La réduction des taux des crédits au logement social ne parviendrait probablement pas à relancer la production nouvelle de crédits dont l'atonie s'explique par d'autres causes que le coût de la dette. Par ailleurs, la possibilité pour les organismes de logement social de diversifier leurs sources de financement en empruntant davantage auprès d'établissements bancaires soulève de réelles difficultés : comme il est probable que les banques ne s'intéressent qu'aux organismes les plus importants et les moins risqués, le fonds d'épargne risque de perdre sa capacité à mutualiser entre les bons risques et les mauvais risques[112]. Les réflexions sur ce sujet doivent donc être appréhendées avec une grande prudence[113].

Il faut par ailleurs signaler l'apparition ces dernières années d'attitudes opportunistes[114] de certains organismes de logement social empruntant simultanément sur des échéances courtes (et à taux très faibles) auprès d'établissements bancaires tout en plaçant une part de leur trésorerie sur leurs livrets A, pénalisant deux fois le fonds d'épargne : d'une part, en nourrissant une activité de crédit concurrente et non mutualisée et, d'autre part, en accroissant le coût de la ressource[115]. Ces comportements peu solidaires devraient être suivis par les services de l'État et donner lieu, lorsqu'ils sont avérés, à des observations aux organismes concernés comme à

---

[112] La DGT notant toutefois que le risque d'anti-sélection n'est à ce jour pas avéré par une hausse du coût du risque.

[113] https://www.banquedesterritoires.fr/rapport-igf-cgedd-sur-le-financement-du-logement-social-des-idees-mais-qui-le-resteront

[114] Dont l'ampleur mériterait d'être documentée.

[115] Les encours de livrets A détenus par des organismes de logement social sont ainsi passés de 1,6 Md€ en 2015 à 9,6 Md€ en 2018, puis 9,0 Md€ en 2019, avant de redescendre brutalement à 6,6 Md€ en 2020 (conséquence possible de la diminution du taux début 2020), source Banque de France.

leur établissement prêteur ; le cas échéant, les règles relatives à la détention de livrets A par les organismes de logement social devront être revues (plafond notamment).

Sur ce point, il a été indiqué à la Cour que la DGT avait écrit à l'Union sociale pour l'habitat (USH) qui, elle-même, a écrit à l'ensemble de ses membres.

Enfin, les prêts du fonds d'épargne se voient concurrencés aussi par des financements d'autres institutions financières publiques (par exemple la BEI qui a financé en direct dans le cadre du plan Juncker des programmes de logements pour des montants importants)[116].

Pour autant, sur la durée, le financement du logement social, par le fonds d'épargne, qui s'appuie en outre sur des dispositifs qui en renforce la viabilité (taux réduit de TVA, exonérations de taxes foncière, garanties publiques), correspond bien aux objectifs du fond d'épargne en termes de rentabilité, de régularité des revenus et de sécurité. Il devrait continuer de représenter une part importante des emplois du fonds d'épargne.

3.2.1.3 Les questions posées par l'élargissement des emplois du fonds d'épargne dans le cadre du plan de relance

Dans le cadre du plan de relance annoncé le 3 septembre 2020, le ministre chargé de l'économie a autorisé le fonds d'épargne à ouvrir une enveloppe de 28 Md€ de prêts d'une durée comprise entre 25 ans et 40 ans en faveur du secteur public local. La liste des bénéficiaires est très large : les collectivités locales et leurs groupements, les entreprises publiques locales, les établissements publics santé et les établissements privés sans but lucratif, les établissements d'enseignement supérieur, les agences de l'eau, les associations syndicales autorisées, les fondations et associations reconnues d'utilité publique, les grands ports maritimes et ports autonomes, les investissements des chambres consulaires. Tous leurs projets d'investissement de long terme sont éligibles. Les prêts sont accordés au taux du livret A augmenté de 1,30 %, et doivent être garantis (la plupart du temps par une collectivité locale). Ils ne peuvent représenter plus de 50 % du besoin d'emprunt[117].

Plusieurs sous-enveloppes thématiques d'un montant total de 10 Md€ bénéficient de conditions préférentielles (taux livret A + 0,60 %) : tourisme, bâtiments éducatifs, cycle de l'eau, mobilité.

Si elle répond à l'urgence de relancer l'économie dans des secteurs clés, la grande diversité des emplois n'en pose pas moins plusieurs questions.

Le faible degré de précision des investissements ciblés, l'accumulation de secteurs sans réelle cohérence entre eux, l'absence de toute évaluation *ab initio* des besoins d'investissements et de l'absence de solution alternative de financement semblent traduire une tendance au

[116] Du reste, au profit principalement d'une filiale de la CDC Habitat, Solinter (logement intermédiaire), qui a obtenu de la BEI une enveloppe de prêts de 500 M€, soit la plus grosse enveloppe financière accordée à la France dans le cadre du plan Junker ; on peut encore citer l'enveloppe de 400 M€ à la CDC (Direction des investissements et du développement local) pour des prêts d'efficacité énergétique, ou encore l'enveloppe de 200 M€ de prêts à Adestia. Au total, la CDC et ses filiales ont reçu au moins 1,1 Md€ de prêts de la BEI pour financer des programmes de logements relevant normalement d'un financement par le fonds d'épargne, ce qui révèle un problème de coordination interne. Voir Cour des comptes, *La mise en œuvre en France du plan d'investissement pour l'Europe*, référé, 2019.

[117] À l'exception des prêts finançant des projets de transition énergétique et écologique (TEE) qui peuvent représenter jusqu'à 100 % de la quotité.

saupoudrage plutôt qu'une stratégie construite[118]. Si les objectifs affichés ne paraissent pas contestables en eux-mêmes, ils auraient gagné à être explicités, le cas échéant priorisés, et resitués dans la stratégie globale d'investissement de l'État. Or celle-ci s'appuie sur de nombreux outils financiers, comme le programme d'investissement d'avenir (PIA), qui interviennent déjà sur certains des secteurs retenus pour cette enveloppe du fonds d'épargne, mais dans le cadre d'une stratégie documentée, présentée annuellement devant le Parlement.

Ces considérations sont à mettre en relation avec le constat fait par la Cour d'une absence de stratégie globale de la politique d'investissement public[119], d'une insuffisante définition de ce que doivent être des investissements publics de qualité et utiles au pays, dans un contexte d'accumulation accélérée de plans d'investissement. La contribution du fonds d'épargne au plan de relance relève d'une approche « au coup par coup » qui correspond à une adaptation des emplois en fonction des opportunités ou des nécessités politiques du moment davantage qu'à une stratégie fondée sur des objectifs de long terme.

L'avenir de l'activité de prêts du fonds d'épargne est donc indissociable d'un effort de clarification de la politique d'investissement public marquée aujourd'hui par une abondance de moyens, une insuffisance de doctrine, et un pilotage administratif dispersé entre plusieurs acteurs gouvernementaux.

Si les prêts du fonds d'épargne sont justifiés par une défaillance de marché[120] notamment pour des maturités de prêts particulièrement longues, des offres alternatives sont apparues. C'est le cas des prêts de la Banque européenne d'investissement (BEI), dont les capacités ont été considérablement renforcées depuis près de dix ans, et il est probable que son expertise éprouvée en matière d'investissements publics de très long terme et le très faible coût de sa ressource lui donnent un avantage concurrentiel par rapport au fonds d'épargne[121]. Pour ce qui concerne le financement privé, la tendance à l'allongement des durées de prêts bancaires ainsi que l'appétit des investisseurs institutionnels, financeurs du long terme par nature, pour les instruments finançant des investissements publics constituent également une offre alternative.

Parmi les nouveaux prêts mis en place, certains contribuent à tirer la production de prêts au secteur public local, comme la nouvelle offre prêt Relance Verte (199 M€), le prêt Relance santé (141 M€ ou encore l'Aquaprêt pour la construction ou la rénovation des réseaux des petits et grands cycles de l'eau (172 M€)[122]. Pour d'autres secteurs plus nouveaux pour le fonds

---

[118] Comme le montre l'erreur sur le montant de la sous-enveloppe consacrée au secteur sanitaire (1 M€ dans la lettre du ministre, au lieu de 1 Md€).

[119] Cf. Cour des comptes, *Le programme d'investissement d'avenir, un acquis à consolider, un rôle spécifique à mieux définir (2010-2020)*, référé, juillet 2021, et observations définitives, octobre 2021.

[120] Cette notion pouvant apparaître, aux yeux de la CDC, comme trop restreinte et ne permettant pas de couvrir toutes les justifications d'intervention, par exemple lorsque les pouvoirs publics souhaitent orienter des financements vers des investissements utiles mais pouvant bénéficier aussi de financements privés, ou encore en cas de crise asséchant momentanément les financements de droit commun.

[121] Selon la CDC, les financements de la BEI représentent un peu plus de 10 Md€ d'investissements en France en 2020, et même 13,9 Md€ en 2021. L'essentiel de ces crédits vise aujourd'hui les entreprises (sur des projets longs et risqués) et la part finançant les collectivités et organismes de logement social (OLS) en 2021 est de 28 % (soit un volume de 3,85 Md€, essentiellement vers des projets structurants des plus grandes collectivités, dont 1 Md€ intermédié par le fonds d'épargne).

[122] Ces chiffres de réalisation de prêts sont toutefois sensiblement en-deçà des cibles (1 Md€ pour le prêt relance verte, 1 Md€ pour le prêt relance santé, 2 Md€ pour l'acqua-prêt).

d'épargne, un efforts d'acculturation pourra être nécessaire. Par ailleurs, un risque de réalisation de prêts très faible ne peut être écarté pour certains secteurs, par exemple celui du tourisme[123].

L'État prend également le risque de créer une certaine confusion entre la mission d'intérêt général du fonds d'épargne et les activités des différentes entités du groupe CDC qui agissent sur le terrain concurrentiel. Compte tenu des cibles très larges retenues pour ces nouvelles catégories de prêts du fonds d'épargne, les équipes de la Banque des territoires seront susceptibles de constituer des bases de données de contacts commerciaux, de recueillir des informations sensibles sur les emprunteurs, sur leurs projets de développement, sur leur situation financière, qui pourraient être exploitées ensuite par les différentes filiales du groupe et venir ainsi concurrencer directement les établissements financiers. Il convient donc, d'une part, d'être attentif à mieux encadrer les interventions sur ces nouveaux types de prêts et d'éviter leur élargissement continu à de nouveaux domaines, et, d'autre part, de fixer des règles claires non seulement en termes de gouvernance mais aussi de collaboration et de partage d'informations entre les différentes entités du groupe.

Ce type de questions ne se posait sans doute pas auparavant de la même manière, parce que le champ du fonds d'épargne était clairement délimité et, surtout, parce que la CDC n'avait qu'une activité concurrentielle marginale. Mais le contexte a changé depuis la consolidation au sein d'un même groupe financier public de grandes entreprises de banque et d'assurance qui ont, comme leurs concurrents, des objectifs principalement commerciaux.

Enfin, la tarification proposée sur ces nouvelles catégories de prêts peut présenter le risque soit d'être insuffisamment compétitive pour les prêts margés à 1,30 %, soit d'être à marge nulle voire négative pour les prêts margés à 0,60 %.

3.2.1.4 Une utilisation pour des investissements en fonds propres inopportune

Une partie des encours excédentaires du fonds d'épargne pourrait financer des investissements en fonds propres d'entreprises françaises dans le but de protéger leur capital contre des prises de participation étrangères non désirées et menaçant un intérêt national ou pour financer la relocalisation d'activités de production sur le territoire national. L'épargne des Français serait ainsi en partie mobilisée dans le cadre d'une stratégie de souveraineté économique, participant au concept de fonds souverain français périodiquement suggéré mais jamais réellement mis en œuvre jusqu'ici.

Cette idée exposerait le fonds d'épargne et l'épargne réglementée plus généralement à un risque de perte en capital et d'illiquidité antinomique avec l'objectif premier de protection de l'épargne. Certes, la garantie d'État existe précisément pour cela, mais elle n'a jamais été mise en jeu et son inscription actuelle en hors bilan dans le compte général de l'État traduit un risque très hypothétique. Du reste, l'alternative probablement plus réaliste serait que ce soit l'État qui investisse lui-même et assume le risque, sans passer par le fonds d'épargne. La question qui se pose est surtout celle de la constitution de grands fonds d'investissement privés capables d'investir des montants élevés, en lien avec une éventuelle révision des règles prudentielles dans le domaine bancaire et assurantiel. Mais l'épargne réglementée ne paraît

[123] De fait, il semble que le démarrage de cette catégorie de prêts soit très lent, et la CDC n'a fourni dans sa réponse aucun chiffre de réalisation.

guère apte à s'éloigner de manière significative de sa mission première au service de l'intérêt général.

3.2.1.5 La perspective d'un élargissement durable à de nouveaux emplois dans le cadre d'une stratégie affichée, cohérente et relativement circonscrite

Des propositions émergent pour utiliser la part de l'épargne réglementée non employée au financement du logement social pour financer des investissements collectifs nouveaux, notamment dans le domaine de la transition écologique, énergétique et environnementale où les besoins sont considérables et les perspectives de retour financier incertaines, *a fortiori* sur des durées très longues. Un rapport parlementaire a proposé des pistes d'évolution[124].

L'utilisation de l'épargne réglementée dans ces domaines nécessite d'accélérer la capacité à tracer l'utilisation de l'épargne réglementée dans les bilans bancaires, pour ce qui concerne la part non centralisée. Elles impliquent un effort considérable d'adaptation des systèmes d'information des établissements de crédit. La situation est différente pour le fonds d'épargne pour lequel la question de la traçabilité des emplois se pose différemment.

Surtout, un élargissement des emplois de l'épargne réglementée et notamment du fonds d'épargne ne pourrait concerner que des équipements et des activités d'intérêt général ne pouvant se financer *a priori* sur le marché bancaire ou financier. Il doit être exclu de faire intervenir le fonds d'épargne sur des projets viables financièrement et en réserver l'usage aux projets plus risqués, sur longue période ou dont la rentabilité strictement financière apparaît insuffisante pour pouvoir trouver un financement classique.

Pour éviter une dispersion excessive et mal contrôlée des financements et une captation au profit de projets dénués de réelle utilité collective, il conviendrait de définir des règles et une doctrine claires. Par exemple, il pourrait être exigé que les projets éligibles bénéficient d'un cofinancement bancaire lui-même financé par la part bancaire de l'épargne réglementée, le fonds d'épargne prenant la partie la plus risquée du projet tout en se préservant une marge minimum de rentabilité[125].

Il n'appartient pas à la Cour de suggérer des secteurs prioritaires d'investissement plutôt que d'autres. Ces choix relèvent de décisions politiques s'appuyant sur des expertises permettant de déterminer, d'une part, les besoins, et, d'autre part les solutions de financement les plus adaptées.

La Cour s'interroge néanmoins sur le fait d'utiliser le fonds d'épargne pour financer la construction de nouveaux réacteurs nucléaires. Si la durée et le niveau de risque de tels financements peuvent correspondre aux caractéristiques de stabilité des ressources de l'épargne réglementée, la CDC n'a aucune connaissance de ce secteur très technique, très spécifique, fortement capitalistique et éloigné de son savoir-faire.

D'autres pistes probablement plus proches de l'expertise de la CDC mériteraient d'être étudiées, concernant par exemple les équipements publics destinés à prévenir les effets du

---

[124] Alexandre Holroyd (député des Français de l'étranger), *Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris – évaluation des meilleures pratiques en matière de finance verte et d'organisation des places financières dans l'Union européenne*, 2020.

[125] Pas plus de 50 % de quotité, contrairement à ce que prévoit le plan de relance de 28 Md€ pour certains sous-thèmes où la quotité du fonds d'épargne peut aller jusqu'à 100 %

réchauffement climatique. On peut évoquer par exemple les investissements probablement élevés qui seront nécessaires pour protéger de nombreuses communes du littoral ou de l'intérieur face au risque de montée du niveau de la mer ou de débordement des cours d'eau. Les solutions de couverture par les assurances risquent d'être insuffisantes et il est probable que les compagnies d'assurance exigent des primes à des tarifs de plus en plus élevés voire refusent purement et simplement de couvrir certaines zones ou certaines communes. Le régime des catastrophes naturelles pourrait lui-même ne pas suffire. D'autres risques naturels liés au réchauffement climatique auraient également de lourds impacts sur le coût des catastrophes naturelles et donc sur la capacité des dispositifs assurantiels à faire face à un niveau de pertes très élevé, ce qui rend probablement indispensable la réalisation d'investissements de prévention et d'anticipation.

De même a été avancée l'idée d'employer une partie du fonds d'épargne pour financer des programmes de protection et de mise en valeur du patrimoine monumental en péril. Pour cette piste comme pour la précédente, et dès lors qu'il existe la perspective d'une certaine rentabilité économique, insuffisante toutefois ou présentant trop de risque (durée et taille des investissements) pour trouver un financement privé, l'utilisation d'une ressource collective non sous forme fiscale (forcément contrainte au vu de la pression fiscale française) mais sous forme de crédit remboursé à une échéance éloignée peut avoir du sens.

Ces différentes pistes ne peuvent faire l'économie d'un débat parlementaire. Elles sont à apprécier en fonction des scénarios de stabilité ou au contraire de remontée plus ou moins rapide des taux d'intérêt. Il conviendra de veiller à ce que qu'un élargissement éventuel des emplois soit compatible avec les exigences de liquidité, de rendement et de sécurité des dépôts des épargnants et à ce que des limites claires soient fixées aux interventions nouvelles qui seraient décidées pour le fonds d'épargne (niveau minimum de rentabilité et absence de financement bancaire ou de marché). elles doivent déboucher sur une actualisation de la doctrine d'utilisation du fonds d'épargne.

Recommandation n° 3 : Recommandation n°4. DGT, CDC – Actualiser la doctrine d'utilisation du fonds d'épargne au regard de la stratégie globale d'investissement de l'État et de celle de l'Union européenne.

3.2.2 La nécessaire préservation d'un modèle de gestion particulier et transparent

Un élargissement éventuel des emplois du fonds d'épargne qui impliquerait par ailleurs des recherches de synergies dans le cadre d'une stratégie de groupe de la CDC ne doit pas conduire pour autant à une forme de banalisation qui négligerait la vocation particulière et un mode de gestion spécifique.

L'État doit assurer un cadre de gestion permettant de garantir aux épargnants la sécurité et la liquidité de leurs dépôts ainsi que leur usage à des fins d'intérêt général, avec un objectif suffisant de rentabilité. La pratique des lettres-ministres mérite d'être revue (Cf. supra). De même, il convient d'éviter que l'État, par facilité budgétaire, n'ait la tentation de faire porter par des financements bancaires de la CDC, et notamment par le fonds d'épargne, des dépenses présentées parfois abusivement comme de l'investissement et qui devraient relever d'un financement budgétaire : les exemples existent dans certains secteurs (formation, éducation, santé, rénovation des bâtiments publics) où la CDC intervient à la demande de l'État soit dans

le cadre d'une gestion pour compte de l'État, soit parfois sur ses ressources propres, en exécution de décisions unilatérales comme ce fut le cas pour le programme d'investissement d'avenir (PIA), le grand plan d'investissement (GPI) ou le plan France relance[126]. Ces situations peuvent entretenir une certaine confusion quant à la décision, à la responsabilité de la gestion, voire, dans le contexte budgétaire contraint, constituer un risque de transfert de charges.

La profonde transformation de la CDC en un groupe très étendu d'activités sous mandat, d'activités quasiment industrielles avec La Poste et d'activités bancaires, assurantielles et financières avec la Banque Postale, CNP et BPI France déplace son centre de gravité métiers et déforme sa structure bilantielle. Si, comme l'a relevé le rapport, le fonds d'épargne continue d'être géré dans un cadre de gestion distinct, la tendance au rapprochement des métiers et aux mutualisations de fonctions et de moyens, qui ira nécessairement en s'accroissant dans le cadre d'une stratégie globale de groupe, ne doit conduire ni à marginaliser, ni à intégrer le fonds d'épargne dans le groupe. L'existence d'une « muraille de Chine » invoquée par la CDC dans sa réponse à la Cour doit être considérée avec prudence, la présentation – certes à des fins de communication financière – de comptes agrégeant ceux du groupe et ceux du fonds d'épargne ne contribuant pas à la plus grande clarté. Il ne peut être contesté que le fonds d'épargne participe aux équilibres internes du groupe. Il existe des relations financières croisées entre lui et la section générale et même certaines filiales du groupe. La mutualisation des fonctions permet de dégager des économies de gestion qui profitent *a priori* au fonds d'épargne lui-même mais aussi à la section générale devenue une sorte de holding groupe dont les coûts sont répartis entre l'ensemble des activités y compris les activités concurrentielles. Cela rend d'autant plus nécessaire la poursuite du chantier de comptabilité analytique, faute de quoi il pourrait apparaître un risque que les activités « régaliennes » de la CDC ne soient perçues comme créant un biais au profit des activités concurrentielles. De plus, l'extension éventuelle des missions du fonds d'épargne évoquée précédemment pourrait faciliter la diversification des activités de la Banque des territoires voire de filiales comme la Banque postale, Bpifrance ou des filiales de services vers des domaines concurrentiels où d'autres acteurs existent. Il faudra veiller à ce que ces derniers ne le perçoivent pas comme le « cheval de Troie » de la CDC.

La recherche de synergies entre le fonds d'épargne et les autres entités du groupe, séduisante au plan industriel et susceptible de desserrer la contrainte d'un modèle fondé sur une seule ressource et une seule activité, peut porter en germe une évolution sur la façon dont la part centralisée serait gérée. En s'appuyant sur le fait que l'épargne non centralisée est fongible dans les bilans des banques et contribue de ce fait à leur activité commerciale, on pourrait être tenté également de rendre fongible la part centralisée au fonds d'épargne avec l'ensemble des ressources du bancassureur public qu'est devenu le groupe CDC. Des optimisations et des gains en résulteraient certainement pour ce dernier, ce qui participerait d'un alignement général du groupe et en particulier du fonds d'épargne sur le modèle bancaire.

Il importe néanmoins que ces recherches de synergie n'affectent pas le statut particulier du fonds d'épargne, ce qui implique une grande rigueur de l'information comptable et une certaine vigilance sur la gouvernance, sur le rôle des instances délibérantes garantes de la protection et de la correcte utilisation de l'épargne des Français.

[126] Cf. Cour des comptes, *Le rôle de la Caisse des dépôts et consignations dans les programmes d'investissement d'avenir et le grand plan d'investissement*, 2021.

Recommandation n° 4 : CDC, DGT – Veiller au respect du modèle particulier du fonds d'épargne au sein du nouveau groupe CDC.

CONCLUSION INTERMEDIAIRE

Tout en veillant à ne pas bouleverser ni fragiliser le modèle de l'épargne réglementée, ce qui pourrait avoir des répercussions sur l'épargne globale sans gain tangible, il est possible d'envisager des adaptations permettant, d'une part, de répondre à certaines critiques et, d'autre part, de desserrer certaines contraintes.

La relative concentration de l'épargne réglementée du point de vue social et démographique justifie non seulement de parachever l'action contre la multi-détention et les livrets inactifs, corriger les effets non désirables résultant de la possibilité de détenir simultanément un livret A et un LDDS au plafond : la fusion des deux livrets présenterait l'avantage de la simplicité, mais elle aurait en fait des conséquences difficiles à apprécier en ce qui concerne la fixation du taux de centralisation ou la répartition nouvelle des dépôts entre établissements bancaires. Un plafonnement global du livret A et du LDDS qui viserait à limiter l'avantage dont disposent aujourd'hui les détenteurs d'encours élevés paraît difficile à mettre en place et risquerait de provoquer des transferts d'épargne massifs non souhaitables. La fiscalisation des livrets serait difficile à justifier si des régimes fiscaux dérogatoires sensiblement plus importants étaient maintenus, et aurait en définitive un impact fiscal et social limité. En revanche, il est important d'encourager davantage l'épargne des ménages les moins favorisés en menant une réelle relance du LEP ; les effets des nouvelles règles entrées en vigueur dans ce but en 2021 seront à apprécier dans le temps.

S'agissant du fonds d'épargne, la nécessité de lui redonner quelque marge de manœuvre conduit à recommander que la commission d'accessibilité bancaire versée à la Banque postale ne soit plus à sa charge mais relève d'un autre financement incombant à l'État sous une forme ou sous une autre. L'avenir de l'épargne logement mérite par ailleurs une réflexion pour voir dans quelles conditions cette épargne, dont l'utilité reste justifiée, pourrait être relancée, ce qui passe par une solution à trouver à la question sensible et non résolue des PEL et de leur taux de rémunération. Compte tenu du coût de cette situation pour les finances publiques comme pour les établissements financiers et de la mauvaise allocation de l'épargne qui en résulte, la Cour recommande de réfléchir à un dispositif équilibré qui puisse rendre acceptable la suppression d'un avantage réel pour les épargnants mais peu justifié et disproportionné par rapport à un motif d'intérêt général.

L'avenir de l'épargne réglementée implique une réflexion de fond sur l'utilisation de la ressource. La situation actuelle, en laissant une place croissante à la gestion d'actifs par rapport au métier historique et principal de prêts au logement social, est peu soutenable. Sans compromettre sa mission principale, certains nouveaux champs d'intervention pourraient être explorés, à condition, d'une part, qu'il existe une rentabilité économique modeste certes mais suffisante et, d'autre part, qu'une éventuelle extension s'inscrive dans une doctrine clairement formalisée interdisant toute intervention non justifiée par une défaillance de marché. La vigilance sur ce point s'impose d'autant plus que l'évolution structurelle que connaît le groupe CDC ne doit pas laisser penser que le fonds d'épargne pourrait lui servir à développer ses activités concurrentielles dans des domaines nouveaux.

Ces différentes pistes qui reposent sur des choix politiques forts ne peuvent faire l'économie d'un débat parlementaire.

Enfin, il est important que les indispensables changements n'aient pas pour effet d'effacer la particularité du fonds d'épargne du point de vue financier, comptable et de la gouvernance. La mission de ce dernier reste la protection de l'épargne des Français et le financement, grâce à celle-ci, d'investissements collectifs d'intérêt général réellement utiles au pays. Il faut donc veiller au maintien d'une transparence suffisante, ce qui implique que l'État, sans se départir de ses prérogatives, intervienne dans la gestion du fonds d'épargne de façon plus formalisée, mieux justifiée et plus prévisible. Du côté de la CDC qui, si elle n'en a pas le contrôle, n'assure pas moins une réelle maîtrise opérationnelle du fonds, une vigilance s'impose également pour que la recherche légitime de synergies et de mutualisation ne conduise pas à une forme de fongibilisation du fonds d'épargne dans le cadre d'une stratégie globale de groupe dont le centre de gravité se déplace vers des activités de bancassurance classiques.

ANNEXES

Annexe n° 1. Caractéristiques comparées des produits d'épargne bancaire et d'assurance vie 81
Annexe n° 2. Comparaisons de la valeur nette après impôts d'une somme placée sur différents produits d'épargne 82
Annexe n° 3. La répartition de l'épargne réglementée en fonction des niveaux de richesse et de l'âge 84
Annexe n° 4. Évolutions comparées des encours de livrets bancaires et des crédits aux ménages 87
Annexe n° 5. Comparaisons internationales sur l'épargne financière des ménages 91
Annexe n° 6. La part de l'épargne réglementée dans l'accroissement de la masse monétaire en 2020 95
Annexe n° 7. La comitologie de la gestion d'actifs à la CDC 96
Annexe n° 8. La production de prêts au logement social 97
Annexe n° 9. Le risque de concentration du fonds d'épargne 98
Annexe n° 10. Les ratios de liquidité du fonds d'épargne 99
Annexe n° 11. Les prêts du fonds d'épargne au secteur public local dans le cadre du plan de relance – les sous-enveloppes thématiques 102

Annexe n° 1. Caractéristiques comparées des produits d'épargne bancaire et d'assurance vie

Les caractéristiques des produits d'épargne bancaire et d'assurance vie au 28 février 2021, source Cour des comptes d'après servicepublic.fr)

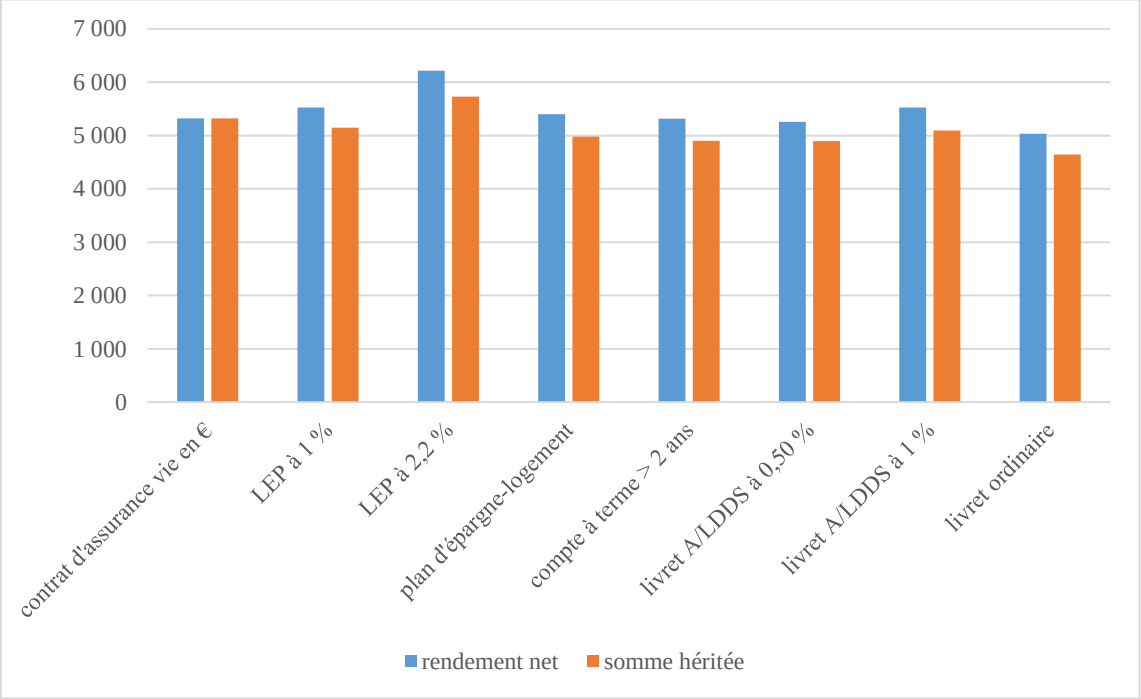
Type	plafond	liquidité	garantie du capital	rémunération	fiscalité IRPP	fiscalité sociale	fiscalité des successions
livret A	22 950 €	à tout moment (dépôts et retraits gratuits)	garantie d'Etat	1,00%	Exonération	Exonération	entre dans la succession
LDDS	12 000 €	Id.	garantie d'Etat	1,00%	Exonération	Exonération	entre dans la succession
livret d'épargne populaire	7 700 €	Id.	garantie d'Etat	2,20%	Exonération	Exonération	entre dans la succession
livret jeune	1 600 €	Id.	garantie d'Etat	0,50%	Exonération	Exonération	entre dans la succession
plan d'épargne-logement souscrit à p. de 2018	61 200 €	Tout retrait entraîne la fermeture du plan (pénalités avant 4 ans)	garantie d'Etat	1 % brut	PFU ou 12,8 %	PFU ou 17,20 %	entre dans la succession
compte d'épargne-logement souscrit à p. de 2018	15 300 €	retraits possibles si respect du solde minimum de 300 €	garantie d'Etat	0,75% brut	PFU ou 12,8 %	PFU ou 17,20 %	entre dans la succession
livret bancaire classique	aucun plafond	à tout moment (dépôts et retraits gratuits)	garantie FGDR	variable selon réseaux bancaires (en moyenne entre 0,2 % et 1,5 % bruts, jusqu'à 4 % pour les "super-livrets" sur durée limitée de quelques mois)	PFU ou 12,8 %	PFU ou 17,20 %	entre dans la succession
compte à terme	aucun plafond	dépôt unique bloqué, durée déterminée ou renouvelable, pénalités si retrait anticipé	garantie FGDR	Contractuelle (à taux fixe, à taux progressif, à taux révisable i.e. taux livret A + 0,50 %). 0,39 % en moyenne pour dépôts < deux ans, 0,83 % en moyenne pour dépôts > deux ans	PFU ou 12,8 %	PFU ou 17,20 %	entre dans la succession
assurance-vie en €	aucun plafond	liquidité (délai de traitement du rachat par l'assureur)	capital garanti par l'assureur + garantie de 70 000 € par le fonds de garantie si faillite de l'assureur	fixée par l'assureur en fonction du rendement des placements, frais à l'entrée, frais de gestion. En moyenne entre 1% et 1,30% en 2020, 1,60 à 1,90% pour le haut de la fourchette	En cas de rachat, taux de 12,8 %, ramené à 7,5 % après 8 ans pour produits des versements < 150 000 €. Abattement annuel de 4600 € (9200 € pour un couple)	17,20 %. Certaines situations (licenciement, invalidité) permettent l'exonération de toute fiscalité (Etat et sociale)	Transmission possible à toute personne. Si cotisations versées après 70 ans: fiscalisation au-delà de 30 500 €. Si cotisations versées avant 70 ans, prélèvement si contrat > 152 500 €.

Source : Cour des comptes d'après site servicepublic.fr, site du ministère de l'économie, des finances et de la relance (economie.gouv.fr), site de la fédération française d'assurance (ffa-assurances.fr) et site de Que Choisir (quechoisir.org)

Annexe n° 2. Comparaisons de la valeur nette après impôts d'une somme placée sur différents produits d'épargne

L'analyse suivante conduit à comparer différents produits d'épargne y compris l'assurance-vie en euros en tenant compte non seulement de la rémunération brute versée à l'épargnant mais aussi des prélèvements fiscaux et sociaux ainsi que du traitement fiscal au moment d'une succession. Il est fait l'hypothèse qu'un épargnant détient 5 000 € sur chacun des produits étudiés, qu'il les conserve sans faire de versements nouveaux ni de retraits pendant dix ans, et qu'à l'issue, suite à son décès, son patrimoine de 158 130 €[127] est transmis en ligne directe à son enfant unique. Les montants transmis à son enfant sous forme de numéraire (les plans, comptes et livrets étant clôturés et leur valeur versée en numéraire à l'héritier) et d'un contrat d'assurance vie (qui lui peut rester ouvert) seraient les suivants[128].

Graphique n° 1 : Valeurs comparées de 5 000 € placés sur différents produits d'épargne au terme de dix ans avant et après succession – en €[129]



Source : Cour des comptes

À l'issue d'une période d'investissement de dix ans, la rémunération nette la plus élevée est celle du LEP (*a fortiori* avec un taux à 2,2 %), puis dans l'ordre décroissant le PEL et l'assurance vie pratiquement au même niveau, le compte à terme, puis le livret A/LDDS (qui

[127] Le patrimoine est composé de cinq comptes, plans et livrets bancaires (valeur initiale de 5000 € chacun, soit un total de 25 000 €, valeur au bout de dix ans de 27 488 €), d'un contrat d'assurance vie (valeur initiale de 5 000 €, valeur au bout des dix ans de 5 321 €, contrat non intégré dans l'actif net taxable), et d'une maison estimée à 120 000 €.

[128] Pour l'assurance vie, il est fait l'hypothèse que le rendement brut annuel est de 1,25 %, les droits d'entrée de 0,30 % et les frais annuels de gestion de 0,50 % (chiffres comparables à la moyenne observée sur le marché en 2020).

[129] Par simplification, il n'est pas tenu compte des frais bancaires éventuels sur le PEL, le compte à terme et le livret ordinaire.

passe en deuxième position après le LEP avec le taux à 1 %), enfin le livret bancaire ordinaire. La prise en compte des droits de succession modifie cette hiérarchie, l'assurance-vie se trouvant alors en deuxième position derrière le LEP à 2,2 % (mais devant pour un LEP à 1 %).

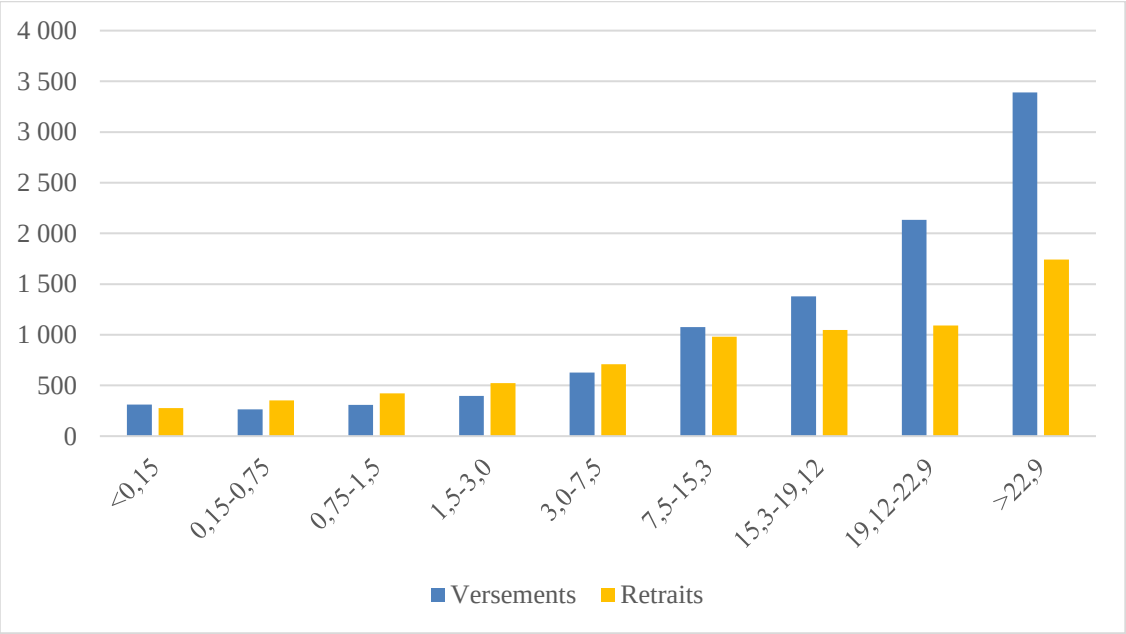
Après prise en compte des droits de succession, les produits d'épargne réglementée offrent des avantages incontestables et connus encore accrus avec le relèvement des taux au 1er février 2022 ; mais jusqu'alors, ils offraient des niveaux de rendement globalement comparables[130].

[130] C'est-à-dire avec les taux en vigueur jusqu'au 1er février 2022.

Annexe n° 3. La répartition de l'épargne réglementée en fonction des niveaux de richesse et de l'âge

Si l'épargne détenue sur un livret A est de durée variable, le livret A en lui-même est un placement de long terme : 57% des livrets ont plus de dix ans, et concentrent 62% de l'encours. Enfin, si les retraits sont supérieurs aux dépôts ou très proches pour les livrets inférieurs à 7 500 €, c'est l'inverse, et dans des proportions significatives, pour les livrets supérieurs à ce montant.

Graphique n° 2 : Les versements et les retraits en € par tranche d'encours (en milliers d'€) en 2020



Source : Banque de France

Ces moyennes cachent toutefois d'importantes disparités sociodémographiques. L'épargne réglementée, y compris le livret A, est en définitive relativement concentrée comme le montrent les tableaux suivants.

Tableau n° 27 : Répartition des livrets A des personnes physiques en nombre par tranche d'encours – en %

≤ 150 €	35,9
150 à 750 €	11,2
750 à 1 500 €	6,7
1 500 à 3 000 €	7,8
3 000 à 7 500 €	11,7
7 500 à 15 300 €	10,2
15 300 à 19 125 €	3,6
19 125 à 22 950 €	5,9
> 22 950 €	7,1

Source : Banque de France

Si la dispersion en grande en nombre de livrets, avec 53% des livrets qui ont moins de 1 500 € et 27 % plus de 7500 €, la répartition en termes d'encours fait ressortir une distribution très différente : les livrets au-dessus du plafond[131] représentent 30 % de l'encours total du livret A (mais seulement 7% en nombre), les livrets au-dessus de 15 300 € plus de 64 %, tandis que les livrets dont l'encours est inférieur à 150 € ne pèsent que 0,2 % de l'encours total.

Tableau n° 28 : Répartition de l'encours des livrets A des personnes physiques par tranche – en %

≤ 150 €	0,2
150 à 750 €	0,8
750 à 1 500 €	1,3
1 500 à 3 000 €	3,0
3 000 à 7 500 €	10,4
7 500 à 15 300 €	20,3
15 300 à 19 125 €	11,1
19 125 à 22 950 €	22,8
>22 950 €	30,2

Source : Banque de France

Les encours du livret A apparaissent concentrés sur les tranches élevées, mais dans des proportions un peu moindres que l'ensemble du patrimoine des ménages pour ce qui concerne les tranches les plus élevées.

Tableau n° 29 : Répartition de l'encours total du livret A par niveau d'encours – en %

Les 53 % les mieux dotés	99
Les 27 % les mieux dotés	84
Les 13 % les mieux dotés	53
Les 7 % les mieux dotés	30

Source : Cour des comptes, d'après Banque de France

Tableau n° 30 : Comparaison avec répartition du patrimoine financier des ménages – en %

	Part de la masse de patrimoine brut total détenue	Part de la masse de patrimoine financier total détenue	Part de la masse de patrimoine immobilier total détenue
Les 50 % les mieux dotés	92	97	95
Les 10 % les mieux dotés	46	68	42
Les 5 % les mieux dotés	33	54	28
Les 1 % les mieux dotés	16	31	10

Source : Cour des comptes, d'après enquête Insee 2018

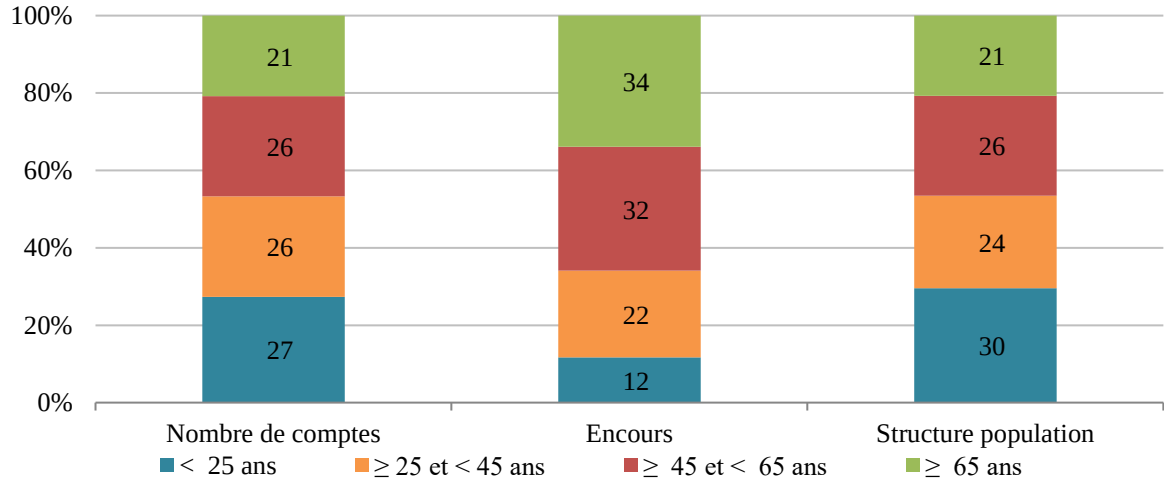
Certes, un peu plus de la moitié (53 %) des livrets A représentent 99 % de l'encours total, soit une proportion comparable à celle observée pour le patrimoine en général et pour le

[131] Avec les intérêts capitalisés.

patrimoine financier en particulier. Mais les 7 % les mieux dotés représentent 30 % de l'encours total, alors que les 5% des patrimoines les plus élevés en France représentent 33 % du patrimoine et 54 % du patrimoine financier. Il semble donc que le livret A soit moins concentré sur les tranches les plus élevées d'encours, et que sa distribution soit plus étalée que ne l'est celle du patrimoine dans son ensemble.

Les données socio-démographiques disponibles montrent également une large distribution du livret dans la population française, ce qui confirme son ancrage dans toutes les catégories sociales, mais une certaine concentration des encours.

Graphique n° 3 : Détention des livrets A à fin 2020 – par tranche d'âge



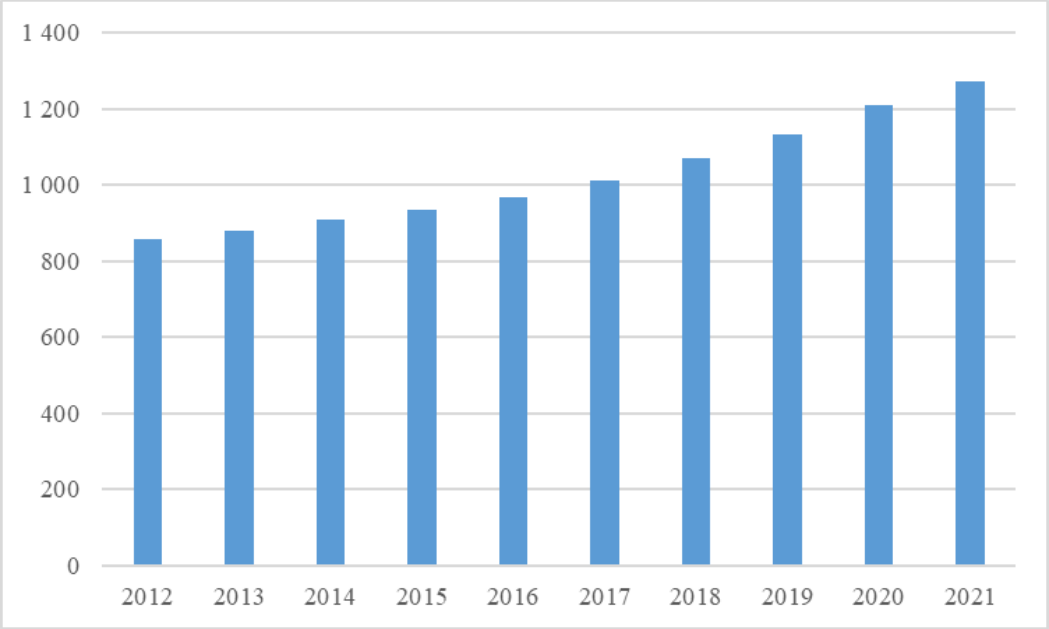
Source : rapport 2020 sur l'épargne réglementée

Les épargnants de plus de 65 ans détiennent 21% des livrets (soit leur poids dans la population française) mais 34 % des encours ; à l'inverse, les moins de 25 ans représentent 27 % des livrets et même 34 % des ouvertures de livrets en 2020, soit globalement leur poids dans la population, mais seulement 12 % des encours. Comme le relevait l'enquête d'opinion précitée, le livret A est un produit d'épargne qui continue de suivre le renouvellement des générations. Les ouvertures de livrets en 2020 ont d'ailleurs concerné majoritairement les étudiants, chômeurs et inactifs (52 %), devant les actifs (38 %), les retraités (7 %) et les entrepreneurs (2 %).

Annexe n° 4. Évolutions comparées des encours de livrets bancaires et des crédits aux ménages

Le parallélisme entre l'endettement et le patrimoine financier s'inscrit dans un contexte d'augmentation rapide des crédits aux ménages qu'il s'agisse de crédit à l'habitat ou de crédit à la consommation. L'encours des crédits à l'habitat a ainsi progressé de 49 % entre 2012 et 2021, avec une nette accélération à partir de 2017[132].

Graphique n° 1 : Encours de crédit à l'habitat des ménages (fin de premier trimestre de chaque année) – en Md€



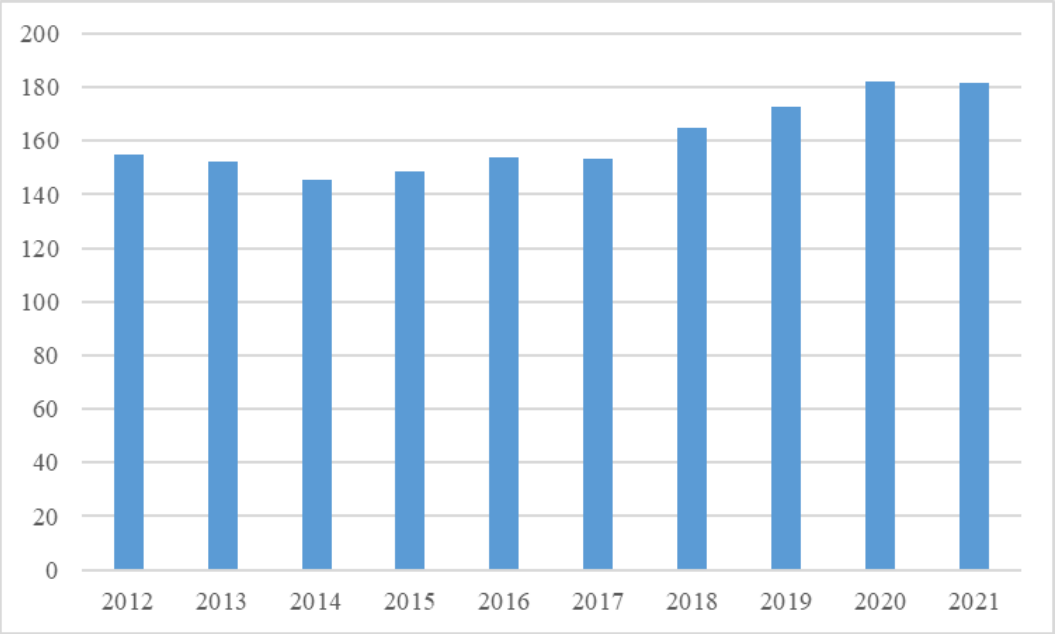
Source : Banque de France

L'évolution est moins prononcée pour les crédits à la consommation, dont l'encours n'a crû que de 17% entre 2012 et 2021, mais avec une accélération sensible depuis 2017[133].

[132] + 3 % par an entre 2012 et 2016, + 4,5% en 2017, + 5,5% en 2018, + 6,1% en 2019, + 6,6% en 2020, + 6,6% en 2021 (troisième trimestre par rapport au troisième trimestre 2020).

[133] L'encours de crédit à la consommation a reculé de - 1% entre 2012 et 2017, et a progressé de + 18% entre le troisième trimestre 2017 et le troisième trimestre 2021.

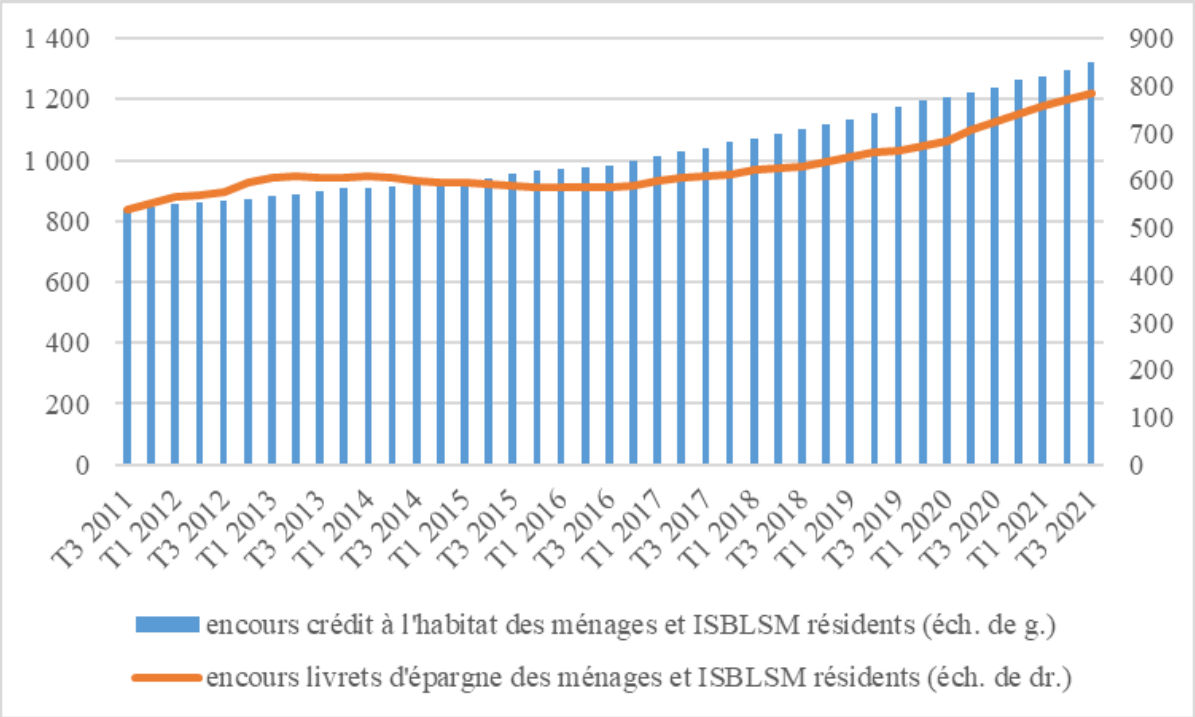
Graphique n° 2 : Encours de crédit à la consommation des ménages (fin de premier trimestre de chaque année) – en Md€



Source : Banque de France

Les données mettent en évidence une corrélation forte entre les encours des livrets bancaires et les encours de crédit. Ainsi les crédits à l'habitat est globalement suivie par celle des encours de livrets bancaires dont une bonne partie est constituée de livrets d'épargne réglementée. Le coefficient de corrélation entre les encours de crédit à l'habitat et les encours de livrets d'épargne est de 0,922, ce qui semble confirmer l'hypothèse d'une épargne de précaution d'autant plus forte que l'encours de crédits s'accroît.

Graphique n° 3 : Évolution comparée des encours de crédits à l'habitat et de livrets bancaires[134] de 2011 à 2021 – en Md€ (données trimestrielles)

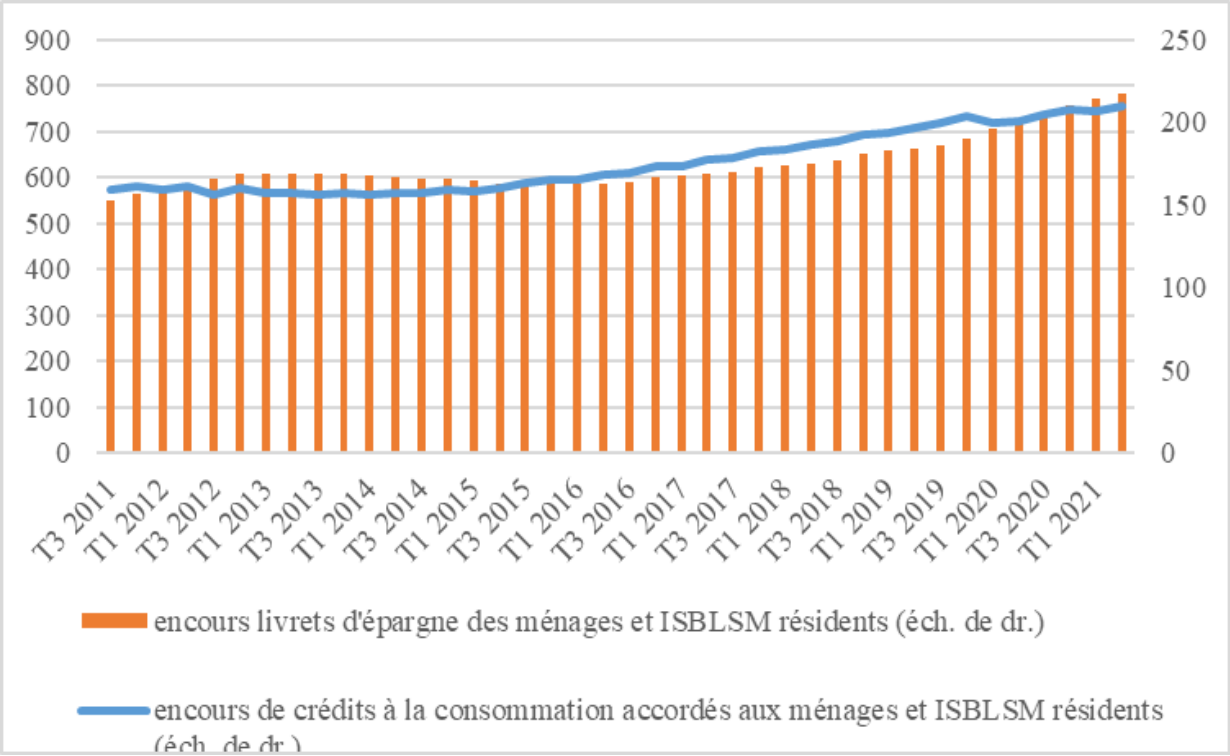


Source : Cour des comptes, d'après Banque de France

Une constatation similaire peut être faite avec les encours de crédits à la consommation.

[134] Livrets réglementés et non réglementés. ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages.

Graphique n° 4 : Évolution comparée des encours de livrets d'épargne et des encours de crédits à la consommation de 2011 à 2021, en Md€ (données trimestrielles)



Source : Cour des comptes, d'après Banque de France

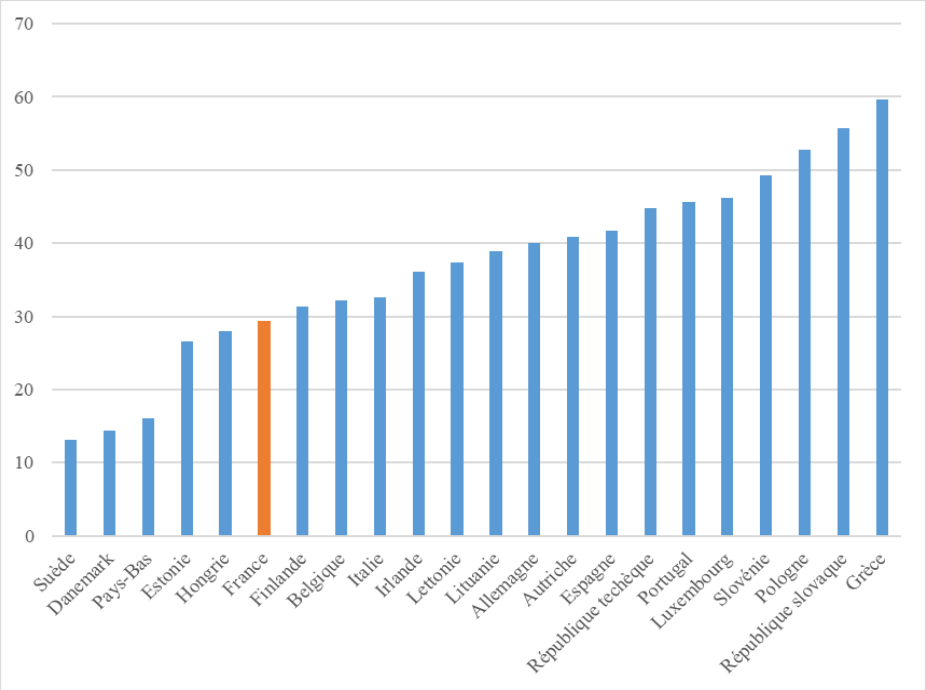
Le coefficient de corrélation[135] est un peu moins élevé que pour les crédits à l'habitat, mais il semble exister là aussi une relation forte entre l'évolution des livrets d'épargne et les crédits à la consommation des ménages.

[135] 0,87, mais 0,90 si on décale les encours de livrets d'épargne de deux trimestres.

Annexe n° 5. Comparaisons internationales sur l'épargne financière des ménages

La France est loin d'être le seul État de l'Union européenne où les ménages détiennent une partie significative de leur épargne sous forme de numéraire, dépôts à vue et livrets bancaires réglementés ou non. Elle est même l'un de ceux où cette partie est la moins élevée, avec 29 % du total des actifs financiers contre 33 % en Italie, 40 % en Allemagne, 42 % en Espagne et même 60 % en Grèce.

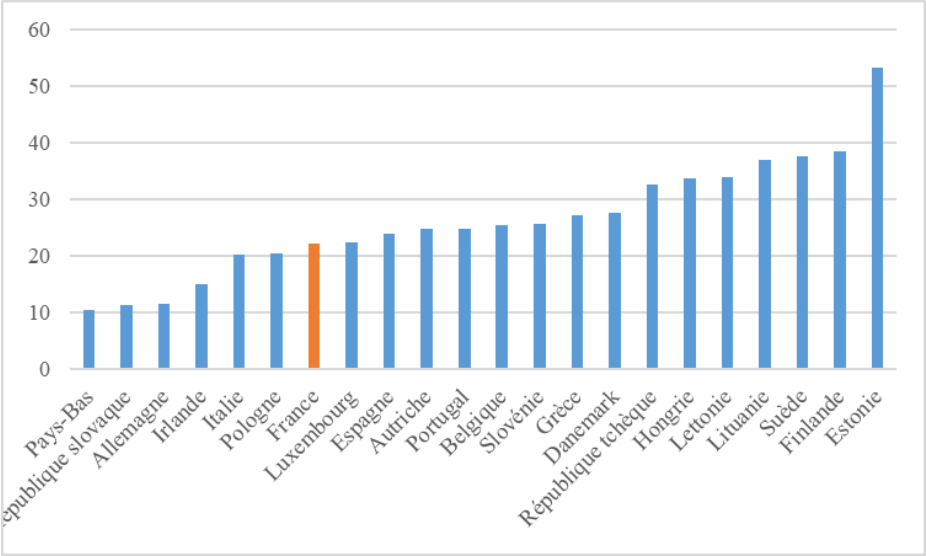
Graphique n° 1 : Part du numéraire et des dépôts bancaires dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 – en %



Source : Cour des comptes, d'après OCDE

S'il est exact que l'épargne financière des ménages français est globalement moins investie en actions que dans le reste de l'Europe, comme le montre le graphique suivant, c'est moins en raison du poids de l'épargne bancaire que de celui de l'assurance vie.

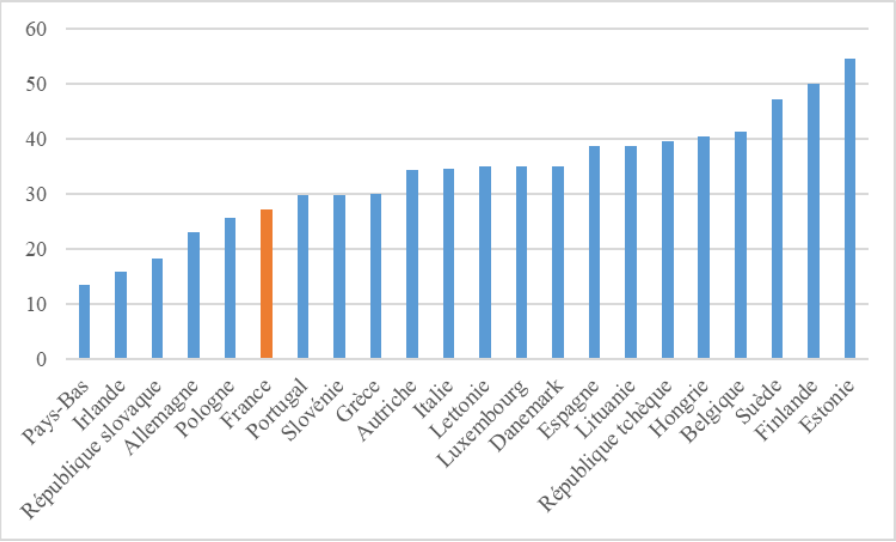
Graphique n° 2 : Part des actions et autres participations dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 – en %



Source : Cour des comptes, d'après OCDE

Avec 22 % du patrimoine des ménages placé en actions et autres participations, la France se situe au-dessus de l'Allemagne (11 %) et de l'Italie (20 %), mais derrière l'Espagne (24 %), la Belgique (25 %) ou la Suède (38 %). Cette position moyenne de la France est dégradée si l'on tient compte également des actions détenues au travers de fonds communs de placement.

Graphique n° 3 : Part cumulée des actions détenues en direct et des actions détenues via des fonds communs dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 – en %



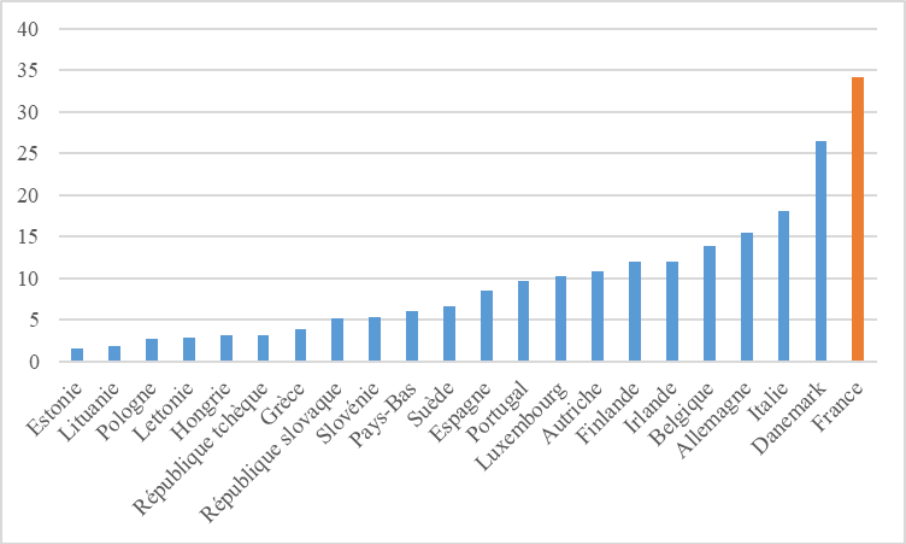
Source : Cour des comptes, d'après OCDE

La part cumulée des actions détenues en direct et des actions détenues via des fonds communs dans le total des actifs financiers des ménages français (27 %) reste supérieure à ce

que l'on observe en Allemagne (23 %) mais inférieure à ce qui s'observe en Italie (35 %), en Espagne (39 %) ou en Suède (47 %).

En fait, la principale particularité française est liée à l'importance de l'assurance vie (34 % du total des actifs financiers des ménages) et à l'inexistence de fonds de pension.

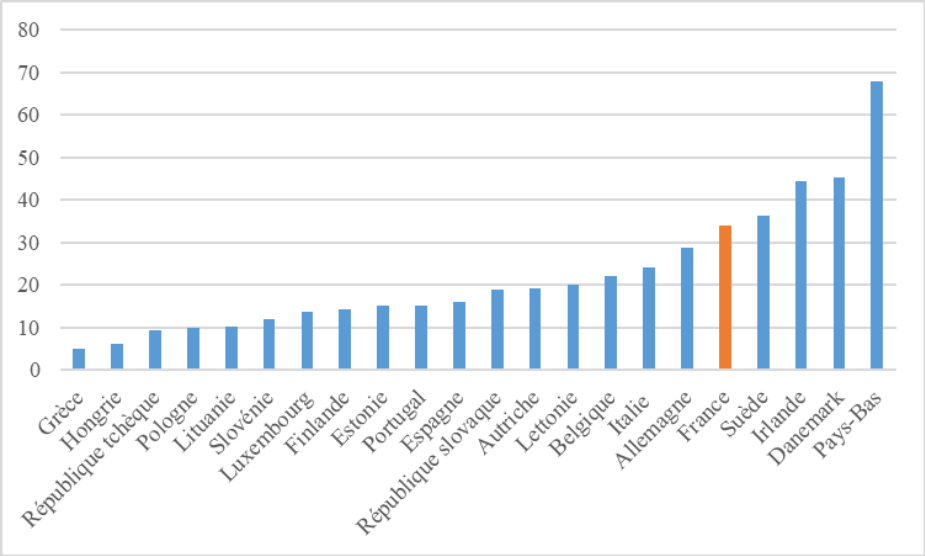
Graphique n° 4 : Part des réserves d'assurance vie dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 – en %



Source : Cour des comptes, d'après OCDE

En cumulant les placements en assurance vie et dans des fonds de pension, la France reste en tête des grands États de l'Union européenne (34% du total des actifs, contre 16% en Espagne, 24% en Italie, 29% en Allemagne, mais 68% aux Pays-Bas).

Graphique n° 5 : Part des placements d'assurance vie et dans des fonds de pension dans le total des actifs financiers des ménages en 2020 – en %



Source : Cour des comptes, d'après OCDE

Ces différences sensibles dans la répartition des actifs financiers des ménages montrent que l'épargne est fortement tributaire des particularités nationales que ce soit aux plans culturel, démographique ou légal (notamment en ce qui concerne le financement des retraites). Le souci de faire converger le modèle français vers un modèle européen (qui n'existe d'ailleurs pas) apparaît hors de portée sauf à passer par des changements très profonds dont l'acceptation sociale et politique est loin d'être acquise[136].

La part relativement faible des placements en actions en France semble davantage liée à la place dominante de l'assurance vie dans l'épargne des ménages qu'à celle des dépôts et livrets bancaires (et donc de l'épargne réglementée). L'idée suivant laquelle l'épargne bancaire des ménages serait trop abondante et qu'il conviendrait d'en transférer une partie vers les placements en actions doit donc être examinée avec prudence. Elle requerrait un renforcement des connaissances financières de la plupart des ménages notamment les plus modestes, ce qui exigerait un effort substantiel de la part des intermédiaires financiers en investissements supplémentaires (recrutements, formation) dans leurs réseaux de distribution pour ne pas laisser leurs clients démunis face à une offre de produits financiers vaste, complexe, plus ou moins liquide, masquant des frais parfois élevés et où les tentatives frauduleuses ne cessent de se développer à la faveur de la numérisation. En réalité, s'il est justifié et nécessaire d'accroître la part d'épargne investie en placements plus risqués et donc en actions, il conviendrait d'encourager d'abord les transferts à partir de l'assurance vie[137]. Mais un tel transfert risque de se heurter à deux difficultés majeures : d'une part, le fait que l'assurance vie (notamment en euros) est massivement placée dans des titres souverains français, avec par conséquent un risque pour le marché de la dette publique française ; d'autre part, le fait que la réglementation prudentielle en vigueur et acceptée par la France en 2009 (Solvabilité 2) limite les investissements des compagnies d'assurance sur le marché des actions.

[136] Comme la mise en place de fonds de pension.

[137] Ce qui se fait de manière progressive, à l'initiative des assureurs, avec l'accroissement de la part des unités de compte par rapport à l'assurance vie en euros.

Annexe n° 6. La part de l'épargne réglementée dans l'accroissement de la masse monétaire en 2020

L'épargne réglementée apparaissant dans la masse monétaire au sens large (M3), il est intéressant de suivre sa part dans l'accroissement significatif de cette dernière en 2020. Il ressort de l'analyse des flux enregistrés par la Banque de France que la part de l'épargne réglementée dans les flux de ressources de 530,6 Md€ est en réalité limitée : 38,7 Md€ pour les livrets, 6,0 Md€ pour les ressources de long terme (épargne-logement). L'accroissement significatif de la masse monétaire en 2020 provient bien davantage des dépôts à vue des ménages, des trésoreries des entreprises et bien sûr des concours publics (à la ligne *autres* dans le tableau ci-dessous).

Tableau n° 31 : M3 et concours à l'économie – flux 2020 en Md€

Total des emplois	**530,6**	**Total des ressources**	**530,6**
Concours au secteur public résident	**206,2**	dont ménages	149,5
dont crédits	2,1	dont SNF	171,3
dont titres	204,1	Autres	209,8
dont achetés par la Banque de France	*155,7*	**Ressources résidentes incluses dans M3**	**397,7**
Concours au secteur privé résident	**280,6**	M1 (dépôts à vue)	261,0
dont crédits aux ménages	70,9	M2-M1	78,4
consommation	3,1	dont épargne réglementée	38,7
habitat	66,4	M3-M2	58,3
dont crédits aux SNF	141,3	**Ressources de long terme**	**132,9**
investissement	*46,8*	*dont épargne réglementée*	*6,0*
trésorerie	*89,6*		
dont PGE	*131,6*		
Concours extérieurs nets	**32,5**		
Divers	**11,2**		

Source : Banque de France

Annexe n° 7. La comitologie de la gestion d'actifs à la CDC

Les règles des décisions d'investissement/désinvestissement fixent un cadre de délégation avec une comitologie commune à la section générale et au fonds d'épargne.

Schéma n° 1 : Gestion des actifs : comitologie

Allocation stratégique macro (ASM)

fixation des cibles au T4
modifications en cours d'année si besoin

Trimestriel	**Comité Trimestriel de Gestion de Bilan** Présidence : Directeur général de la CDC Participants : Directions financières, risques, métiers CDC

Comités de gestion

Mensuel	**Comité Mensuel de Gestion des Portefeuilles** Présidence : Directeur de GDA Participants : GDA, risques, directions financières
Trimestriel	**Comité Trimestriel de Gestion des Portefeuilles** Présidence : Directeur général de la CDC Participants : GDA, risques, directions financières

Actifs spécifiques

Fonds cotés spécifiques, fonds non cotés, immobilier, actifs atypiques

montant < 5 M€	**GDAP**
5 M€ < montant < 50 M€	**Comité des Investissements Financiers et Immobiliers (CIFI)** Présidence : Directeur de GDA Participants : GDA, juridique, risques, direction financière
50 M€ < montant < 150 M€	**Comité d'engagement (CDE)** Présidence : Directeur général de la CDC Participants : GDA, juridique, risques, direction financière
montant > 150 M€	**Comité d'engagement (CDE) + Comité d'investissement de la Commission de surveillance**

Source : Caisse des dépôts

Une allocation stratégique dite « macro », définie par les directions financières[138], est validée en Comité trimestriel de gestion de bilan (CTGB) présidé par le directeur général de la CDC. Elle détermine les enveloppes d'investissements par grande classe d'actif pour l'année. Ces enveloppes sont par la suite déclinées sous forme d'une allocation stratégique détaillée par la direction des gestions d'actifs, en charge de la gestion des portefeuilles. Un suivi est assuré en comité trimestriel de gestion des portefeuilles présidé par le directeur général et en comité mensuel présidé par la direction des gestions d'actifs.

Pour les actifs cotés[139], la sélection et les investissements sont principalement réalisés par les gérants en interne. Pour les actifs non cotés, les comités d'investissements valident les engagements en fonction des montants[140].

La gestion du contrôle des risques s'effectue selon le cadre d'appétit au risque validé suivant une architecture classique à trois niveaux : un premier niveau de contrôle de la responsabilité de la direction des gestions d'actifs (GDA), un deuxième et un troisième sous la responsabilité des différents organes de contrôle de la CDC (direction des risques groupes, direction du contrôle permanent et de la conformité, et direction de l'audit groupe).

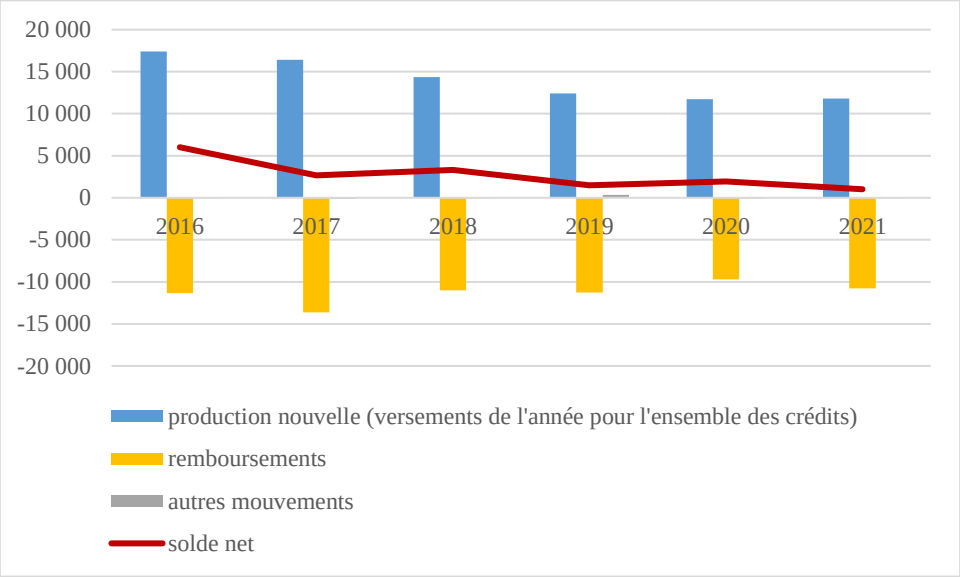
[138] Direction financière groupe et direction financière du fonds d'épargne.

[139] La part des titres non cotés est de l'ordre de 1,8 % et même 1,5 % en 2020.

[140] Direction des gestions d'actifs en-dessous de 5 M€, comité des investissements financiers et immobiliers présidé par le directeur des gestions d'actifs de 5 à 50 M€, comité d'engagement présidé par le directeur général de 50 à 150 M€, comité d'engagement et comité d'investissement de la commission de surveillance au-delà de 150 M€.

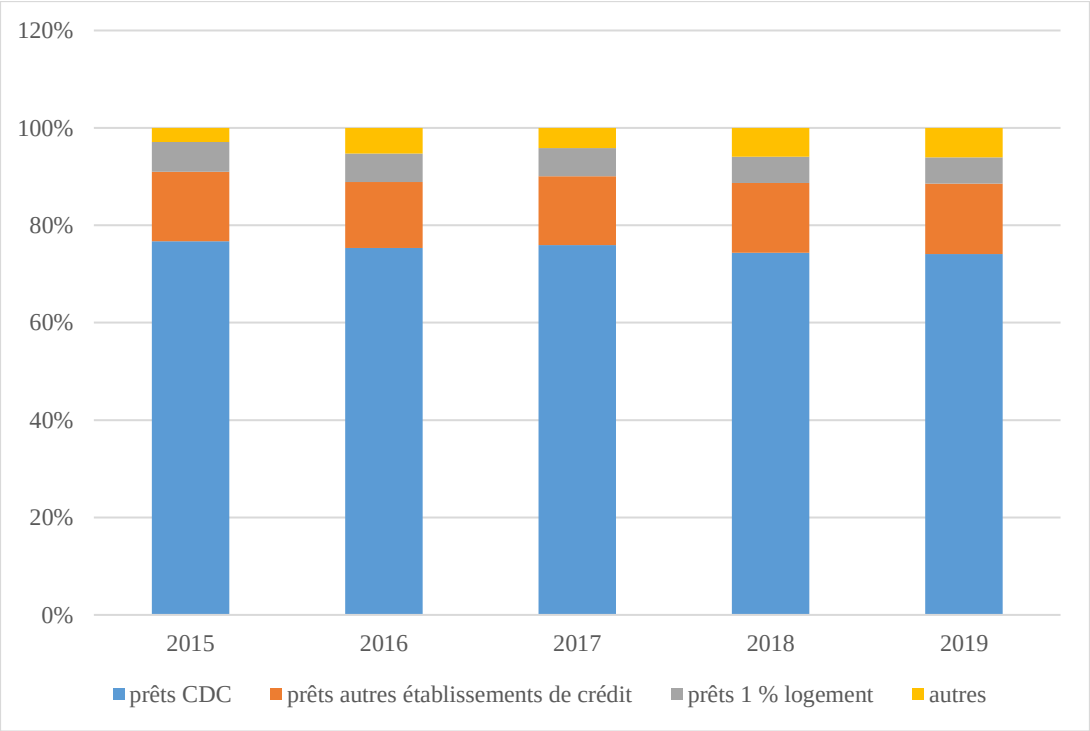
Annexe n° 8. La production de prêts au logement social

Graphique n° 6 : Evolution comparée de la production nouvelle de crédits et des remboursements de crédits du fonds d'épargne de 2016 à 2021 – en M€



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne (rapport financier CDC)

Graphique n° 7 : L'origine des dettes financières des organismes de logement social – en %



Source : Cour des comptes, d'après ministère de la transition écologique - Les organismes de logement social - chiffres clés (éditions 2016 à 2019)

Annexe n° 9. Le risque de concentration du fonds d'épargne

Bien que le portefeuille du fonds d'épargne soit majoritairement exposé sur les OLS (50% de l'exposition par groupe de contrepartie – exposition en cas de défaut ou EAD - totale), ce segment consomme peu de fonds propres (10% du montant total). Il en est de même pour le segment des souverains qui connaît une hausse de son exposition depuis décembre 2018 (21% de l'EAD soit 68 Md€ pour une consommation de seulement 4% des fonds propres grâce à la pondération à zéro des titres d'État). Enfin, avec 7% des encours, le besoin de fonds propres des titres émis par de grandes entreprises (*Corporates*) représente 49% du besoin en fonds propres, du fait notamment du poids des actions et de leur pondération.

Tableau n° 32 : Répartition des expositions par segment au 31 décembre 2020 – en Md€

	Exposition par groupe de contrepartie	Besoin en fonds propres
Organismes de logement social	161,6	0,6
Souverains	68,1	0,3
Bancaires	31,5	0,9
Collectivités locales	20,7	0,4
Grandes entreprises	22,7	3,0
Autres	20,5	0,9
Total	**325,1**	**6,0**

Source : Caisse des dépôts

Annexe n° 10. Les ratios de liquidité du fonds d'épargne

La direction du fonds d'épargne suit la liquidité du fonds au travers de plusieurs indicateurs à date et prospectifs :

- la réserve de liquidité qui correspond à l'encours des actifs liquides de très haute qualité au sens du LCR[141]. Ce niveau d'encours représente le « buffer » ou matelas de liquidité dont dispose le fonds d'épargne pour faire face à ses dépenses ;
- les ratios LCR et NSFR[142] tels que définis par la réglementation du comité de Bâle transposée ensuite en droit européen ;
- le ratio de 125 %, défini par le code monétaire et financier à l'article L.221-5, comme l'assiette de dépôts du livret A centralisés sur l'assiette de prêts habitat-ville (hors prêts habitat-ville financés par des emprunts), qui permet d'augmenter le taux de centralisation tant que le seuil de 125% n'est pas atteint (sur centralisation) ;
- le ratio de 135 %, défini par le décret du 30 juillet 2013 article 2 bis, comme l'assiette de dépôts centralisés additionnés des capitaux propres sur l'assiette de prêts (hors prêts financés par des emprunts), qui permet d'augmenter le taux de centralisation dans la limite de 65 % tant que le seuil de 135 % n'est pas atteint ;
- le ratio de liquidité de minimum 20 %, défini par le règlement du fonds d'épargne, et qui constitue une limite de gestion ;
- l'impasse de liquidité dynamique, qui mesure les besoins ou les excédents de liquidité. l'observation des impasses d'une période à l'autre permet d'appréhender la déformation du bilan dans le temps ;
- l'impasse quotidienne sur l'horizon de projections à 30 jours.

Des indicateurs uniquement prospectifs permettent également de mesurer la durée pendant laquelle l'établissement est capable de financer ses impasses en scénario combiné grâce à sa réserve de liquidité sans faire appel à toute forme d'aide externe.

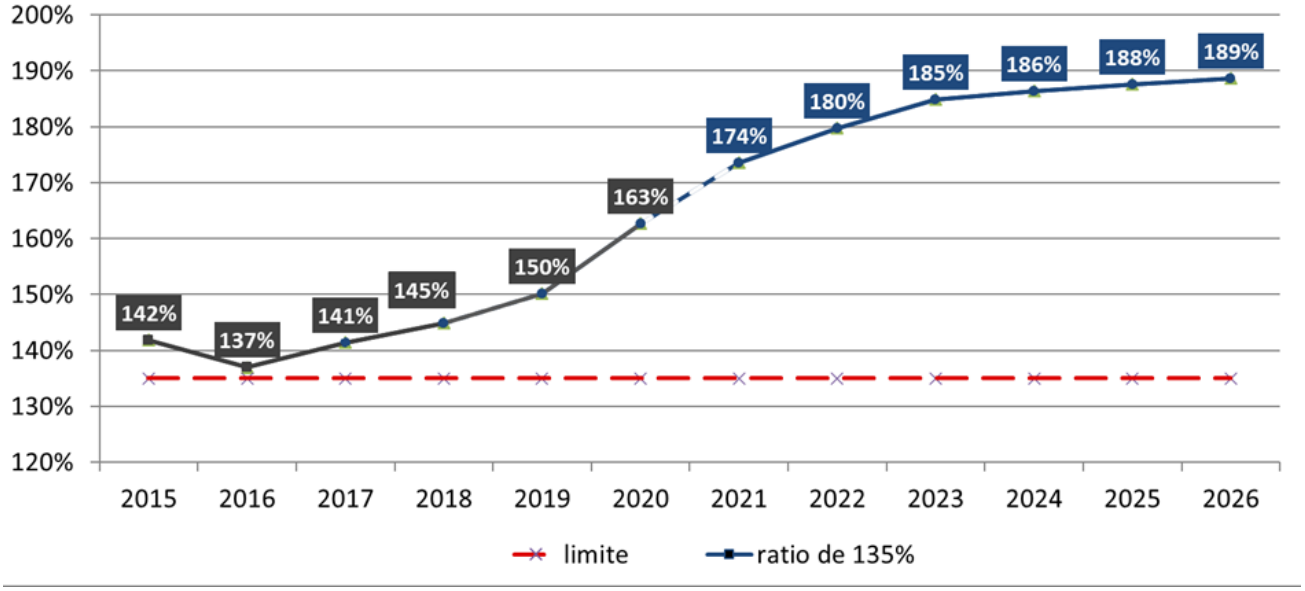
Le suivi prospectif des ratios de 125 et 135 % fait apparaître une situation suffisamment confortable pour ne pas avoir à activer la sur centralisation.

---

[141] *Liquidity coverage ratio* (ratio de couverture de liquidité), établi dans le but d'assurer que la banque dispose d'un niveau adéquat d'actifs liquides de haute qualité non grevés pouvant être convertis en liquidité pour couvrir ses besoins sur une période de 30 jours calendaires en cas de graves difficultés de financement (source : Banque des règlements internationaux).

[142] *Net stable funding ratio* (ratio structurel de liquidité à long terme), qui complète le LCR, et qui vise à assurer à tout établissement financier un « financement stable qui lui permette de poursuivre sainement ses activités pendant une période de 1 an dans un scénario de tensions prolongées.

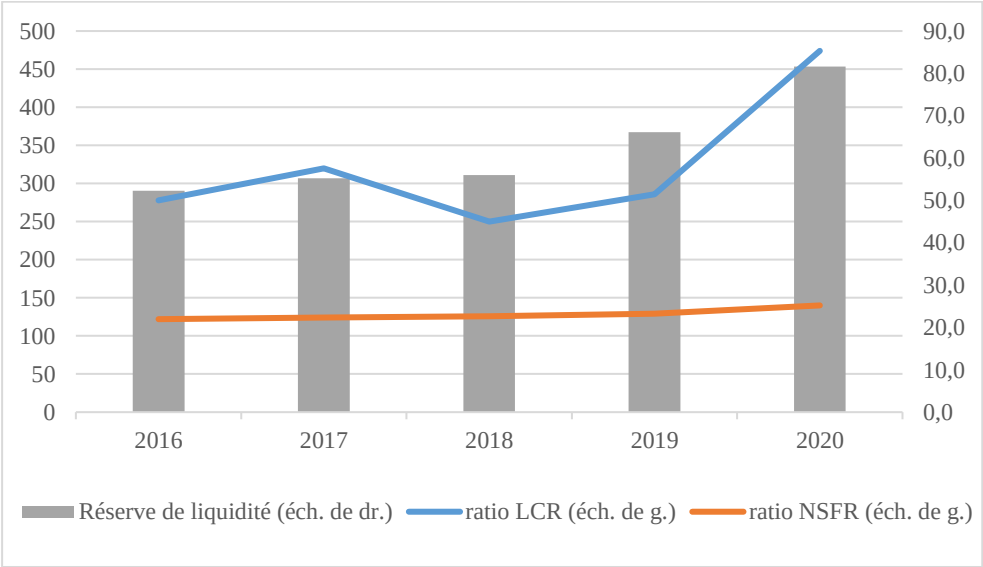
Graphique n° 8 : Evolution du ratio de 135%



Source : Caisse des dépôts

Les ratios « bâlois » de liquidité affichent eux aussi des résultats très au-delà des seuils *minima*, l'évolution de 2019 et surtout celle de 2020 étant liées à l'accroissement sensible du portefeuille financier du fonds d'épargne, qui devrait perdurer en 2021.

Graphique n° 9 : Réserve de liquidité (en Md€ et ratios de liquidité LCR et NSFR (en %) du fonds d'épargne au 31 décembre



Source : Caisse des dépôts

L'anticipation des mouvements de dépôts et de retraits et leur impact sur la liquidité du fonds d'épargne sont modélisés par la direction du fonds d'épargne (DFE), en l'absence de données individuelles, par une approche essentiellement macroéconomique. Comme évoqué *supra*, la constitution progressive de séries de données longitudinales sur les produits d'épargne à fréquence mensuelle permettra d'affiner la finesse de prévision, tout en conservant une part d'hétérogénéité entre épargnants inobservable.

Des prévisions à pas mensuels sont réalisées, à différents horizons (année en cours, deux ans, cinq ans) de la collecte attendue sur les livrets réglementés qui servent d’alimentation aux travaux de la DFE que ce soit à des fins de mouvements de trésorerie attendue, d’équilibre de bilan ou de prévision de liquidité. Ces prévisions servent à produire quotidiennement des profils de trésoreries qui permettent de piloter le compte courant du fonds d’épargne et donc son besoin de liquidité à très court terme.

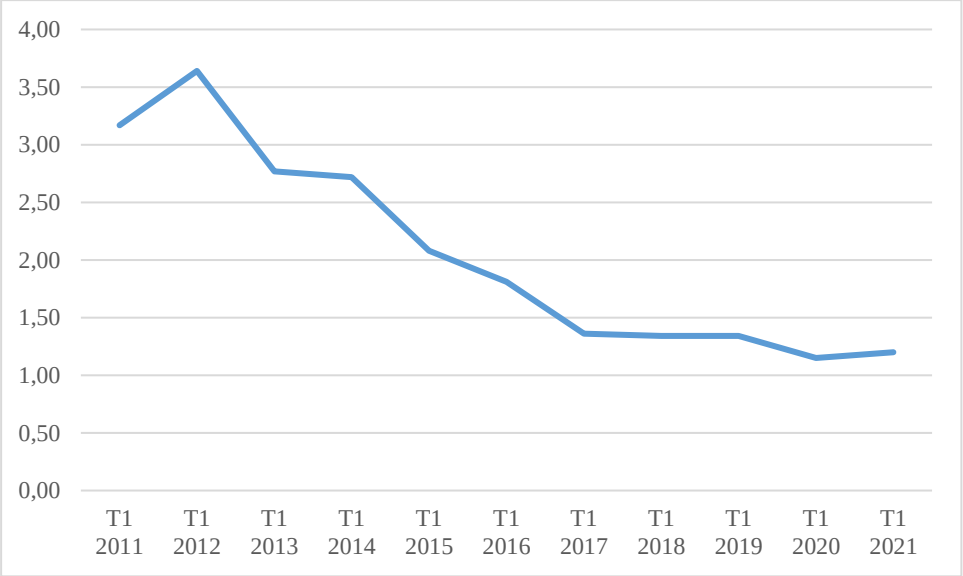
Annexe n° 11. Les prêts du fonds d'épargne au secteur public local dans le cadre du plan de relance – les sous-enveloppes thématiques

Prêt	Montant	Investissements financés	Durée	Taux
Prêt en faveur de la rénovation énergétique des bâtiments ou *GPI Ambre*	2 Md€ déjà ouverte en 2017 dans le cadre du Grand plan d'investissement	Rénovation énergétique des bâtiments publics	20-40 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en faveur du cycle de l'eau ou *Aqua prêt*	2 Md€	Investissements pour la gestion des milieux aquatiques et la prévention des inondations, les circuits d'eau potable et les travaux d'irrigation	25-50 ans voire 60 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt à la mobilité ou *Mobi-prêt*	2 Md€	Projets de mobilité du quotidien, de la mobilité décarbonée, infrastructures de recharge des véhicules électriques, modernisation des infrastructures (dont les ports)	25-50 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en faveur des bâtiments éducatifs ou *Édu-prêt*	1 Md€	Construction, rénovation et transformation des bâtiments éducatifs	25-50 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en faveur de la relance économique et écologique	1 Md€	Énergies renouvelables, valorisation des déchets, construction de bâtiments publics basse consommation, biodiversité et maîtrise de l'éclairage public	25-50 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en faveur du secteur sanitaire	1 Md€[143]	Projets du secteur sanitaire (sans précision)	25-50 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en faveur de la relance du tourisme ou *prêt tourisme*	1 Md€	Projets du secteur du tourisme (à titre exceptionnel, le prêt peut être distribué à des entreprises privées pour financer des investissements corporels à haute valeur de gage)	25-50 ans	Taux du livret A + 0,60 %
Prêt en cas de catastrophe naturelle ou prêt *CatNat*'	Pas plafonnée (dans enveloppe de 28 Md€)	Travaux de réparation ou de reconstruction dans des territoires ayant subi des catastrophes climatiques ou géologiques	25-40 ans	Taux du livret A + 1,30 %
Prêt en faveur des opérations foncières ou *prêt Gaïa territorial*	Hors enveloppe	Opérations foncières en vue de la relocalisation d'industries stratégiques ou la résorption de friches industrielles	15-60 ans pour le foncier, 25 ans pour l'aménagement	Taux du livret A + 0,80 %

Source : Cour des comptes, d'après DGT

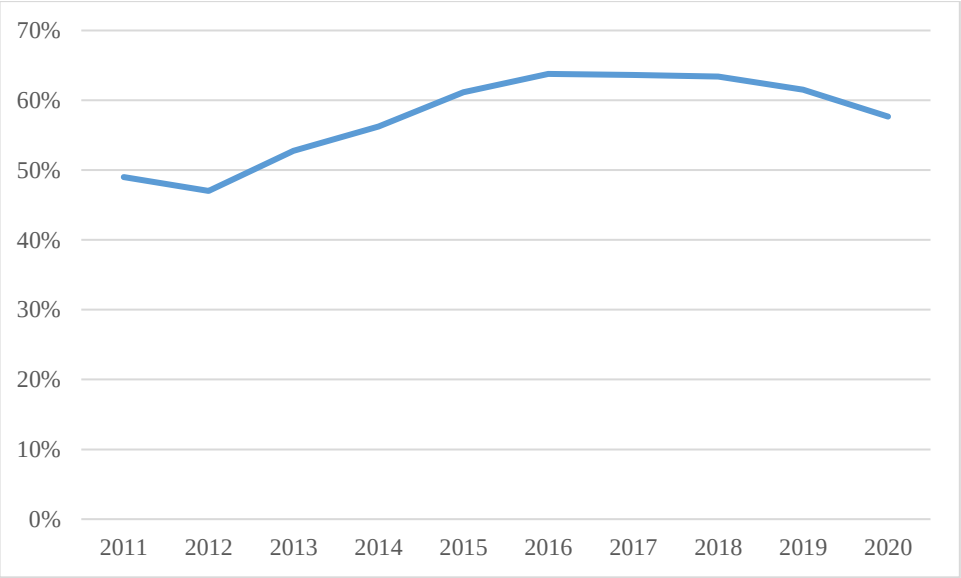
[143] L'annexe à la lettre du ministre indique 1 M€ mais ce ne peut qu'être une erreur.

Graphique n° 10 : effectif (au sens étroit) moyen des nouveaux crédits à l'équipement accordés aux sociétés non financières – en %



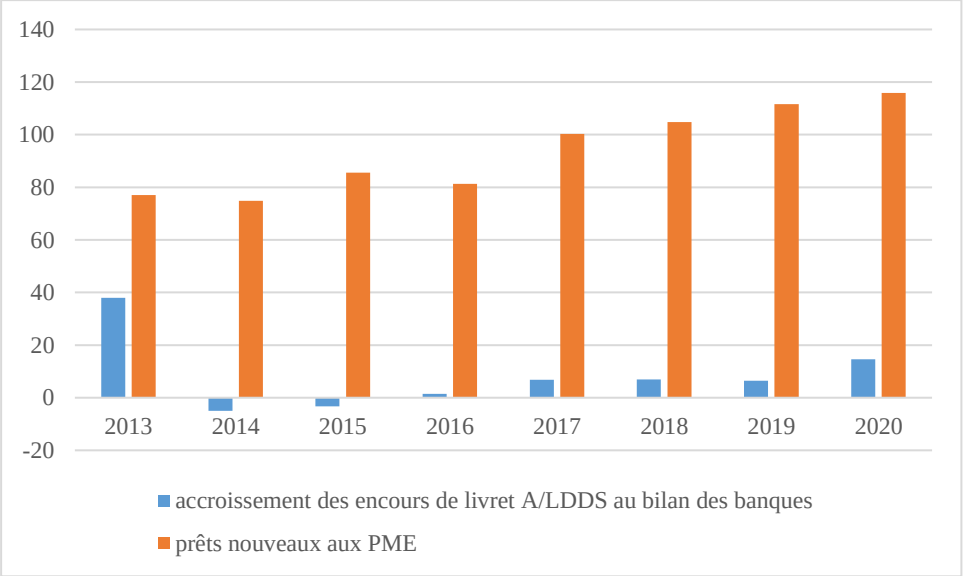
Source : Banque de France (webstat)

Graphique n° 11 : Part des prêts au logement social et au secteur public local dans le total de l'actif du fonds d'épargne – en %



Source : états financiers sociaux du fonds d'épargne

Graphique n° 12 : Évolutions comparées de l'accroissement des encours de livrets A/LDDS restant au bilan des banques et des crédits nouveaux aux PME – en Md€



Source : rapports de l'épargne réglementée (Banque de France)