

LA CAISSE DES DÉPÔTS ET LES CHANGEMENTS DE DÉCOR DE L'UNIVERS FINANCIER INTERNATIONAL

GILLES D'HÉPLUMES,

ÉCONOMISTE, BRUXELLES

Vue de l'étranger, la Caisse des dépôts déconcerte. Elle semble même y prendre un certain plaisir. Depuis quelques années, elle se développe dans nombre de secteurs concurrentiels, et élabore des produits financiers de grande sophistication tout en insistant de plus en plus fortement dans sa communication sur sa singularité, son atypisme. A preuve, le choix de son logo : la reproduction d'une médaille portant la date de la fondation de l'institution — 1816 — sa devise originelle « Foi publique », et les fleurs de lys de la monarchie française : comment mieux réaffirmer sa continuité historique, la spécificité de la mission, et son identité nationale ?

Aussi est-elle souvent mal comprise. Et cette incompréhension conduit à l'affubler de qualificatifs (la pieuvre...) qui n'éclairent en rien sa nature. La réalité est pourtant plus simple. Dans un contexte d'évolution très rapide des métiers financiers, mais d'évolution souvent mal comprise, la Caisse des dépôts se trouve aujourd'hui présenter en portefeuille d'activités singulier, mais nullement archaïque pour autant ; ce portefeuille en fait un groupe original qui pourrait fort bien jouer dans les années à venir un rôle de précurseur.

551

*De quelques erreurs fréquentes dans l'approche de l'évolution
des métiers financiers*

Les maîtres mots de la description standard — qui constitue en quelque sorte un paradigme — de l'évolution du monde financier sont : mondialisation, instantanéité, fluidité, homogénéisation.

Mondialisation des marchés — tout actif financier, quelle que soit sa nature, son origine, son lieu de création, peut virtuellement faire l'objet d'un échange, sur un marché organisé ou non, avec n'importe quel autre actif. Cette mondialisation est le fruit d'évolutions techniques — qui l'ont rendue matériellement possible — et de la large déréglementation des principaux marchés financiers du monde.

Instantanéité : le fonctionnement quasi-permanent des marchés, leur complète interconnexion électronique rend possible des arbitrages immédiats entre tous les actifs — ici encore dans un cadre mondialisé ; cette évolution s'accompagne d'une volatilité croissante des différents « prix » des marchés financiers (taux d'intérêt et de change, cours des actifs cotés), et d'une mobilité croissante (rotations rapides des portefeuilles, etc.).

Fluidité : le rôle croissant des purs opérateurs de marché, dans ce contexte de volatilité et de mobilité croissantes rendues possibles par l'instantanéité des transactions, conduit à des déplacements de plus en plus rapides de masses de plus en plus grandes d'actifs d'un détenteur à un autre.

Homogénéisation : au bout du compte, la conjugaison des facteurs précédents aboutit à une homogénéité croissante des comportements, des choix financiers, et à une diminution des singularités locales des marchés, qui peu à peu conduisent les opérateurs — Etats y compris — à une convergence de plus en plus grande de leurs stratégies.

Ce paradigme tire en réalité de constats largement fondés (la mondialisation, l'instantanéité) des conclusions non moins largement erronées. Le cœur de l'erreur est simple : il consiste en une généralisation abusive des phénomènes observés sur les marchés les plus « avancés » à l'ensemble des modalités de détention des actifs financiers.

La croissance extrêmement rapide des transactions sur actifs financiers — « l'explosion de la sphère financière » pour reprendre une expression classique — s'est également accompagnée d'une multiplication des institutions ou produits ayant précisément pour objet de stabiliser les produits offerts aux détenteurs ultimes des actifs. L'erreur du raisonnement est comparable, en quelque sorte, à celle que commettrait un géologue qui déduirait de la vitesse des mouvements du magma au centre de la terre que les plaques que sont les continents doivent connaître des déplacements d'une même rapidité.

Une part significative des métiers financiers qui se sont le plus développés au cours des dernières années a précisément pour objet de créer des sortes de « sas » entre des marchés de plus en plus fluides et volatiles, et des détenteurs ultimes aux préférences infiniment plus stables (notre géologue dirait sans doute « visqueuses »), et également attachés à la détention d'actifs présentant eux-mêmes des caractéristiques marquées de stabilité : d'où la vogue croissante des

produits qui sont en fait des paniers de produits élémentaires ou eux-mêmes composites.

Exemple type d'un tel couple institution-produit : les OPCVM. Leur développement — particulièrement rapide et important en France — rend possible la coexistence d'arbitrages de plus en plus rapides sur des actifs diversifiés et d'une stabilité somme toute assez grande des produits figurant dans les portefeuilles des particuliers.

Les détenteurs ultimes peuvent également durablement adopter des comportements apparemment ou réellement financièrement « irrationnels » à court, moyen ou long terme, en conservant des catégories d'actifs de faible rendement, en n'arbitrant que lentement et partiellement entre actifs similaires, en ne réagissant pas aux évolutions de la fiscalité, etc.

De nombreux facteurs se conjuguent pour aboutir à ce résultat — dont l'un des plus importants est la prépondérance, dans les produits financiers détenus par les particuliers, de ceux vendus par des réseaux n'offrant que leurs produits (on trouve aux guichets de la BNP les SICAV de la BNP — pas les autres). En quelque sorte, ce qui se passerait dans une supérette qui n'offrirait que les « marques distributeur ». Pour changer de SICAV, si l'on ne trouve pas de chaussure à son pied dans la gamme à laquelle on a normalement accès par sa banque, il faut, en pratique, changer de banque. Encore est-on là dans un cas de relative flexibilité ; quand il s'agit des trois acquis dans un régime par capitalisation, la mobilité peut se révéler pratiquement impossible.

553

Le différentiel des taux de croissance respectifs des marchés financiers et du montant des actifs ultimement détenus par des particuliers (ou des personnes morales autres que des institutions financières) s'explique donc pour une part non négligeable par une sorte d'empilement d'institutions et produits jouant ces rôles régulateurs, et rendant compatibles des exigences qui ne le sont pas a priori.

Au total, quelle que soit l'agitation du magma (des salles de marché), les continents (des préférences nationales ou individuelles pour telle ou telle institution ou tel ou tel produit, etc.) se déplacent lentement.

Ceci explique que, contrairement à bien des prophéties, au sein même des ensembles économiques les plus intégrés, subsistent de si notables différences de comportements, de normes ou d'institutions.

La Communauté européenne en est un exemple frappant. La libre circulation des capitaux, la liberté de prestation de services et la liberté d'établissement auraient dû, dès aujourd'hui, si l'on en croyait les tenants du dogme, se conjuguer pour contraindre les Etats à une harmonisation à peu près complète de leurs fiscalités, les entreprises financières à l'adoption de stratégies de plus en plus voisines, et les particuliers à une composition de plus en plus

uniforme de leur stock d'actifs financiers. S'il n'en est rien — c'est précisément parce que les épargnants sont plus « irrationnels » qu'on ne le croit, parce que les fonds de pension font ailleurs ce que font les OPCVM en France, parce que les investisseurs institutionnels continuent d'avoir des comportements nationaux fortement typés — la palette est large, de la Deutsche Bank au Hanson Trust, des sociétés d'investissement aux comportements des gérants des portefeuilles dits de négociation.

Dans un tel contexte, prédire à une institution financière généralement quelque chose que son futur est déterminé par les mots clefs du paradigme — et donc qu'elle finira, inéluctablement, par ressembler à sa voisine au terme d'une banalisation généralisée, c'est non seulement faire l'économie de toute réflexion sur la stratégie des institutions elles-mêmes, c'est également commettre une erreur profonde d'analyse sur les rapports entre les évolutions des marchés financiers eux-mêmes, et les modalités de détention des actifs « ultimes » — ceux portés par les particuliers.

La réalité est que les marchés financiers nationaux continuent d'être très typés, et que les institutions financières elles-mêmes ont des stratégies variées — de la spécialisation sur une « niche » à la banque universelle.

554

Les activités de la Caisse des dépôts dans ce contexte

Les activités de la Caisse des dépôts ¹ — si l'on se limite aux plus importantes d'entre elles ² — se résument assez simplement :

- La Caisse centralise la majeure partie de l'épargne bénéficiant de régimes d'exonération fiscale ; cette épargne est collectée, par le livret A (il s'agit d'un compte rémunéré à 4,5 % dont les intérêts ne sont pas imposables), par les caisses d'épargne et la poste, et pour les autres régimes par des réseaux plus variés, tout à fait banalisés même dans le cas des CODEVI. Le montant des sommes ainsi gérées, dites « dépôts d'épargne » dans les documents de la Caisse, s'élevait à 765 Mds FF (109 Mds d'Ecu) fin 1990.

Les grandes catégories d'emplois de cette épargne sont déterminés par l'Etat ; pour le livret A, l'essentiel va au logement social. Dans ce domaine, la Caisse gère elle-même les prêts aux offices des HLM etc. ; l'encours de ces prêts s'élevait à 380 Mds FF (54,5 Mds d'Ecu) fin 1990.

¹ Contrairement à une légende tenace, les activités de la Caisse sont menacées dans de nombreux documents publics d'accès aisé : rapport au Parlement, plaquette annuelle de présentation des activités de la Caisse, rapports annuels du CLF et de la CNP. La Caisse a, en outre, publié un certain nombre d'études sur son histoire et ses activités qui permettent de s'en faire une idée plus précise. Telles ont été, pour l'essentiel, les sources de cet article.

² Importantes par le montant des masses financières mises en jeu, s'entend.

Cette mission, pour laquelle la Caisse bénéficie d'un monopole, est accomplie sans but lucratif.

- La Caisse gère, pour le compte de l'Etat, un certain nombre de régimes de retraites ; il s'agit là aussi d'une mission accomplie sans but lucratif, où l'institution joue le rôle, au sens anglo-saxon de ce terme, d'une agence publique.

- La Caisse joue un rôle de banquier, mais dans des conditions tout à fait spécifiques, puisque les dépôts qu'elle reçoit dans ce qu'elle appelle sa « section générale » résultent, pour une très large part, de règles juridiques propres au droit civil et au droit des affaires français (dépôts des notaires, consignations, trésorerie de la Sécurité Sociale). Le total des dépôts (hors ceux des services gérés par la Caisse) s'élevait ainsi fin 1990 à 157 Mds FF (22,5 Mds Ecu).

- La Caisse possède un certain nombre de filiales exerçant des activités concurrentielles :

- Le CLF, dont environ 20 % du capital devrait être introduit en bourse avant fin 1991, et dont le métier est de faire des prêts aux collectivités locales ;
- C3D, qui contrôle pour l'essentiel des entreprises spécialisées dans l'immobilier et l'aménagement local ;
- CDC Participations qui regroupe certaines participations de la Caisse des dépôts.

555

La Caisse nationale de prévoyance est un établissement public à caractère industriel et commercial spécialisé dans l'assurance-vie. Elle peut être considérée comme une filiale de la Caisse, et exerce, elle aussi, son activité dans des conditions concurrentielles.

- La Caisse a développé des activités de marché qui sont au service de ses différentes composantes, et ont également une activité propre. Elle est ainsi un producteur important de produits d'épargne du type OPCVM.

La première singularité de la Caisse — mais elle est limitée aux trois premières activités précitées — est évidemment son rôle d'agence publique à laquelle l'Etat français confie des missions. Si l'on fait abstraction de la gestion des caisses de retraite, il est possible de situer assez simplement les métiers qu'elle accomplit à ce titre dans le contexte de l'évolution du système financier international;

— l'épargne défiscalisée offre depuis plusieurs années à ses détenteurs un rendement sensiblement inférieur à celui de nombreux autres produits présentant également un risque très limité (actuellement les SICAV monétaires) ; les sommes collectées ont donc diminué, mais beaucoup moins que le laisserait supposer un comportement individuel « parfaitement rationnel » en apparence des épargnants français. On retrouve ici la viscosité évoquée plus haut — la garantie donnée par l'Etat faisant en outre du livret A un actif d'une sécurité tout à fait spécifique. Nombreux sont les pays qui conservent, malgré la déréglementation et les mutations décrites ci-dessus, des circuits spécifiques

de ce type ; les évolutions des pratiques internationales, notamment communautaires, ne permettent pas de les considérer comme condamnées à court terme ;

— les dépôts réglementés dont bénéficie la Caisse dépendent de textes et de pratiques juridiques complexes, très particulières à la France ; leur montant global est modeste au regard des bilans des très grandes banques de dépôts (fin 1990, le total du bilan de la section générale était de 384 Mds FF, soit 55 Mds Ecu). Cette partie de l'activité de la Caisse, très importante pour celle-ci puisqu'elle en détermine l'essentiel des résultats (dans ce qu'il est convenu d'appeler la section générale), pourrait évoluer sensiblement sans que soit pour autant bouleversé le portefeuille d'activités de l'institution.

Restent donc à examiner, toujours dans la perspective donnée par l'évolution internationale du système financier, les activités concurrentielles.

Si l'on se borne ici encore à l'essentiel en termes de masses gérées, le groupe Caisse des dépôts apparaît comme un opérateur ayant choisi une stratégie de niches (les prêts aux collectivités locales, des produits d'épargne diversifiés). C'est dans le domaine des produits d'épargne que la stratégie est mise en œuvre de la manière la plus originale, puisque la Caisse ne les distribue pas elle-même, mais par l'intermédiaire de réseaux associés (Caisses d'épargne, la Poste, réseau du Trésor public).

Rien dans l'évolution internationale des métiers financiers ne permet de dire d'un tel portefeuille d'activités qu'il est « archaïque » et, comme tel, condamné. Reste à déterminer s'il constitue ou non un positionnement stratégique donnant de bonnes chances de succès à l'organisme dans le monde des activités financières.

La niche du prêt aux collectivités locales est-elle une bonne niche ? Elle en présente *a priori* les caractéristiques : clientèle très spécifique, aux besoins croissants, nécessitant une force technicité dans l'approche. Elle se montre d'ailleurs fort profitable, avec des résultats en croissance rapide. La prochaine introduction du CLF en bourse permettra de connaître l'appréciation que porte le marché sur ce sujet.

En ce qui concerne la distribution de produits d'épargne par des tiers, est-elle une bonne stratégie ? Cette question peut être regardée sous deux angles : du côté du client, ira-t-on à terme vers une dissociation des produits et des réseaux ? Du côté de l'offreur, comment se comparent l'économie d'une distribution intégrée et d'une distribution par des tiers ?

Les produits financiers composites — type OPCVM — ne font pas aujourd'hui l'objet, à proprement parler, d'un marché avec des différenciations de marques. Mais l'assurance-vie évolue d'ores et déjà dans ce sens, l'image des marques étant liée à une méthode de commercialisation passant par des canaux

multiples, et permettant une différenciation passant par des canaux multiples, et permettant une différenciation par le type et la qualité des services rendus. Est-elle un précurseur dont le modèle pourrait s'appliquer dans le futur à une part croissante des produits d'épargne composites ?

Il faut, pour répondre à cette question, regarder l'intérêt des producteurs. Les banques ont aujourd'hui à faire vivre leurs réseaux, et s'efforcent donc de concevoir des produits leur permettant de rentabiliser les lourds investissements humains et matériels qu'elles y ont consentis ce qui les pousse plutôt à la stratégie de la « marque distributeur ». Mais déjà de nouveaux intervenants s'efforcent de se débarrasser le plus possible de ce type de circuits de commercialisation ; en France, c'est le cas, par exemple, de certaines filiales de la Compagnie bancaire ; en Angleterre, c'est le cas avec la croissance très rapide de la commercialisation de produits d'assurance automobile par téléphone.

La Caisse des dépôts française se trouve au regard de ces évolutions possibles dans une situation originale : elle est liée à des réseaux qui, pour l'essentiel, ne distribuent que ses produits, mais sont indépendants d'elle. Ce peut être là une configuration pleine d'avenir, même si elle laisse ouverte nombre de questions (recours à d'autres réseaux, développement d'un marketing direct ?) Que fera-t-elle dans le futur ? Il n'y a pas, à ma connaissance, de position officielle de l'institution sur ce sujet — mais il est d'ores et déjà clair qu'il figurera au nombre de ses interrogations stratégiques des années à venir.

557

Au total, ainsi analysée, la Caisse des dépôts et consignations, malgré la singularité de ses origines, de son histoire et de son statut, paraît soumise aux mêmes questions que bien des institutions financières européennes. Son positionnement en termes d'activités et de méthodes de distribution est original, et est associé à une forte image de sécurité. Il présente donc des caractéristiques qui permettent de penser que la Caisse pourra demeurer durablement un acteur significatif dans les métiers des produits d'épargne de toute nature, et dans les niches d'activités financières qu'elle a développées.