

## LA CAISSE DES DEPOTS ET LES MARCHES FINANCIERS

HELENE PLOIX

*DIRECTEUR GENERAL ADJOINT DE LA CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS*

Quand on évoque la Caisse des dépôts et les marchés financiers, on parle d'un "établissement de place". Mais qu'est-ce que cela signifie ? Le dictionnaire n'a jamais défini ce concept. Cependant c'est sans doute à ce titre que son directeur général siège au conseil de la Banque de France, du Crédit National et du Crédit Foncier. C'est aussi pour cela, ou parce qu'elle a le privilège de pouvoir s'intéresser au très long terme, qu'elle est invitée à contribuer à des "réflexions de place" : déontologie, modernisation du marché, avenir de Paris, place financière internationale.

Ces honneurs sont souvent doublés du redoutable privilège d'être un recours ultime au-delà de la loi du marché, qu'il s'agisse de recapitaliser tel(s) établissement(s) financier(s), de tenter d'assurer la liquidité d'un marché fragilisé ou d'accompagner, pour quelques jours de banque, un établissement, momentanément dans la détresse.

En fait, cette position d'établissement de place peut devenir une véritable prison dorée. Envisage-t-elle d'intervenir sur tel ou tel métier ? Est-ce bien compatible avec son statut, le droit de la concurrence ou, parfois, les positions acquises ? La vieille dame de la rue de Lille s'offre-t-elle une fugue sur un nouveau marché ? Il faudra bien quelques années pour que d'autres, plus récents et moins au fait peut-être de son histoire s'habituent à sa présence, puis la trouvent naturelle et enfin, consécration du temps et de la prudence, considèrent son intervention sur ce métier comme relevant à l'évidence de sa mission d'établissement de place.

Car la caractéristique principale de la Caisse des dépôts sur les marchés est bien son inscription dans la durée et la meilleure définition de son rôle d'établissement de place réside, en fait, dans l'impossibilité de la classer dans une catégorie précise d'intervenant. Dès la loi de finances de 1816, la Caisse des dépôts est à la fois un investisseur public et un intermédiaire actif sur les marchés financiers par le biais de la Caisse d'amortissement qu'elle gère. La Caisse des dépôts intervient massivement dans le but de faciliter l'investissement et moraliser les excès de la spéculation du siècle précédent.

En 1830, elle est le bras armé de l'Etat pour la banalisation des bons du Trésor. Vers 1870, elle appuie le développement des obligations d'Etat à moyen terme. A partir de 1880, elle accompagne (déjà) la structuration et la modernisation du marché et privilégie le long terme dans le cadre de ses investissements pour la Caisse des retraites. On la retrouve dans les années 1930 sur le marché de l'assurance crédit et des crédits à moyen terme sur les marchés bancaires. Dans le même temps, elle contribue activement au soutien de la livre sterling en 1931 et aide à renflouer le Kreditanstalt autrichien.

Autant dire que la diversité des interventions de la Caisse des dépôts sur les marchés financiers est une ligne d'action constante depuis 175 ans, sur chaque compartiment.

528

Aujourd'hui encore, moins prépondérante que par le passé - conséquence directe de la modernisation et du développement de la place de Paris qu'elle soutient activement - mais guidée par son souci d'origine d'améliorer l'efficacité et la transparence du marché, elle veut toujours innover dans les marchés de titres d'Etat et du secteur public qu'il s'agisse de modernisation des marchés des bons du Trésor, de développement du marché de l'Ecu et de l'Euro-franc, de création de l'activité de teneur de marché sur les valeurs d'Etat et du secteur public.

L'intervention de la Caisse des dépôts sur les marchés financiers ne se limite pas, loin s'en faut, à sa seule activité d'intermédiaire de marché. Même si, par ses tables transitent près de 15 % des transactions sur bons du Trésor ou OAT, la Caisse des dépôts est, par les fonds qu'elle gère et par les émetteurs de son groupe, à la fois l'un des principaux investisseurs institutionnels de la Place et l'un des principaux emprunteurs. Cette dualité provient de l'identification, à l'intérieur du groupe de la Caisse des dépôts, de chaque métier et de chaque portefeuille et de l'individualisation des bilans de chaque fonds et des équipes qui en assument la gestion.

Au-delà de l'intermédiaire de marché, c'est sans doute la Caisse des dépôts investisseur institutionnel qui est le mieux connu. En raison de sa taille et de son histoire, la Caisse des dépôts a parfois la réputation de "faire le marché" et d'intervenir massivement pour le réguler. Il est vrai que sur les marchés de

taux, elle représente près de 10 % de la capitalisation boursière obligataire et 25 % de celle des TCN. Sur les marchés actions, elle ne représente qu'environ 2 % de la capitalisation boursière. Est-elle donc "gendarme de la Bourse" ? Oui s'il s'agit d'œuvrer à l'harmonie de la place. Non s'il s'agit de lui faire porter seule la tâche de régulation.

La place de Paris a changé. Aujourd'hui, un grand nombre d'intervenants opèrent pour des montants considérables. Les compagnies d'assurance ont de gros portefeuilles. En outre, le succès du contrat notionnel sur le Matif permet une capacité d'intervention importante à partir d'un dépôt limité. Malgré l'importance des fonds qu'elle gère, la Caisse des dépôts ne pourrait contrecarrer la tendance du marché sans prendre des risques très importants et tout à fait contraires à la politique prudentielle de gestion de ses portefeuilles.

Par ailleurs, la mondialisation des marchés, leurs interactions et leur plus grande volatilité rendent illusoire l'ambition d'exercer une régulation qui nécessiterait des sommes colossales et provoquerait probablement l'intervention d'arbitrages jouant le marché contre le candidat régulateur. Le développement de la liquidité, l'apparition d'investisseurs non-résidents, voire "l'OPCVMisation" des portefeuilles des particuliers qui accroît l'amplitude des mouvements au jour le jour, rendent caduque cette conception de gendarme.

529

Enfin, malgré la taille importante du total des portefeuilles gérés, la Caisse des dépôts ne dispose pas librement de leurs liquidités. Chacun d'entre eux : portefeuilles propres, fonds d'épargne, portefeuilles institutionnels gérés sous mandat ou OPVCM suit une logique propre qui lui est dictée par un mandat précis.

Comment donc la Caisse des dépôts - investisseur contribue-t-elle à l'harmonie de la place ? C'est par le souci du long terme qui préside à la gestion de nombre de ses portefeuilles : fonds d'épargne, institutionnels gérés sous mandat, caisses de retraites, notamment. Semblable aux fonds de pension dans d'autres pays, elle achète lorsqu'un accident fait momentanément chuter le marché et vend au plus haut. Cette stratégie de la Caisse des dépôts est bien difficile à appliquer par contre pour ceux qui doivent surveiller la publication régulière de la valeur liquidative de leur portefeuille.

C'est aussi par sa double qualité unique d'investisseur institutionnel et d'intermédiaire sur les marchés qui la place au centre du dialogue entre les institutionnels et les banques et les établissements financiers.

Enfin, gros emprunteur par le biais de la CAECL, puis du Crédit Local de France, de la Caisse autonome de refinancement et de la Caisse nationale des autoroutes, la Caisse des dépôts est directement intéressée à la liquidité, la transparence et l'efficacité des marchés français. La présence et l'exigence de ces

émetteurs internes expliquent, pour une bonne part, l'action de la Caisse des dépôts en faveur du développement des marchés de taux.

Etablissement qui a inscrit son action dans une profonde logique historique, la Caisse des dépôts doit relever des défis. Sa puissance d'intervention due notamment à sa taille est aujourd'hui relativisée par la modernisation du marché à laquelle elle a contribué et par les règles déontologiques de gestion de portefeuille qu'elle s'est imposée. La mondialisation des marchés financiers et l'ouverture de l'économie française réduisent encore le poids relatif d'un intervenant resté très "domestique".

Demain, la Caisse des dépôts restera utile à la Place de Paris, dans un environnement marqué, me semble-t-il, par trois tendances lourdes :

- la concentration des compétences dans le respect des principes d'autonomie des métiers et de transparence vis à vis des clients,
- la mondialisation des marchés financiers, qui reste un phénomène incontournable, en particulier dans le contexte européen,
- la sophistication croissante des intermédiaires financiers ou l'"industrialisation" de leurs activités.

La Caisse des dépôts existera-t-elle dans 175 ans ? Si tel était le cas, cela signifierait que Paris a su garder du poids dans le marché unique européen ; que la contribution de puissants intervenants à la stabilité du financement de l'économie nationale a été reconnue ; que ses réseaux associés appréciant son adossement, lui sont restés fidèles ; que devant les scandales financiers récurrents, la sécurité des placements et la foi publique sont restés des valeurs fortes.