

LA CAISSE AUTONOME D'AMORTISSEMENT

UNE EXPÉRIENCE DE GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE (1926-1932)

ARNAUD DE TOYTOT

ANALYSTE FINANCIER, SP-ADEF

159

Contrairement aux caisses d'amortissement précédentes, la Caisse de 1926 fut créée avec un objet très précisément défini : décharger le Trésor du risque de liquidité résultant de l'accumulation depuis la guerre d'une dette à court terme considérable. Dès les premiers mois de la guerre, devant les difficultés à recourir à l'impôt ou à l'emprunt à long terme, le Trésor doit couvrir ses dépenses en faisant appel à la " dette flottante ", c'est-à-dire aux emprunts à très court terme. Les bons du Trésor ne suffisant pas, le Ministère des Finances crée en septembre 1914 les " bons de la Défense nationale ". Afin d'attirer une clientèle très large, aussi bien de particuliers que d'entreprises, ces titres bénéficient d'avantages spécifiques, avec un rendement élevé, des privilèges fiscaux, des échéances allant d'un mois à un an, des coupures de faible montant unitaire et la possibilité de souscrire dans les bureaux de poste et les perceptions. L'encours des bons de la Défense Nationale connaît une croissance rapide, pour atteindre 22 milliards de francs à la fin de 1918, puis 58 milliards à la fin de 1921, avant de revenir à 46 milliards au début de 1926. L'aggravation de la crise financière sous les différents gouvernements du Cartel des Gauches, entre 1924 et 1926, met en évidence la menace que fait peser sur la trésorerie de l'Etat l'existence de cette masse de capitaux flottants. De nombreux projets sont élaborés pour y répondre, notamment la création d'une nouvelle Caisse d'amortissement.

Lorsqu'un gouvernement d'union nationale, présidé par Poincaré, est formé le 24 juillet 1926, un des principaux éléments de son programme est la constitution d'une "caisse d'amortissement des bons de la Défense". Celle-ci est adoptée en quelques jours, par la loi du 7 août 1926. Le 10 août 1926, les deux chambres réunies en Congrès à Versailles votent une loi constitutionnelle dont l'article unique consacre l'autonomie de la nouvelle Caisse et l'existence de ressources propres. Cette mesure exceptionnelle est d'abord une opération psychologique, destinée à rassurer les porteurs de bons de la Défense et mettre fin aux demandes de remboursement.

La loi du 7 août institue une "caisse autonome de gestion des bons de la Défense nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique". Le monopole des tabacs est érigé en office indépendant et ses recettes nettes sont affectées au service des intérêts des bons, ce qui, tout en permettant une amélioration de la gestion industrielle, offre aux porteurs de bons une garantie réelle. Plusieurs recettes fiscales sont affectées à la Caisse, notamment les droits de succession et une taxe complémentaire sur la première mutation, nouvellement créée. Le montant maximum des bons gérés par la Caisse autonome est fixé à 49 milliards de francs, maximum qui sera abaissé chaque année du montant des bons amortis. Par délégation du Conseil d'Administration, la gestion et l'amortissement des bons sont confiés à un "comité financier qui comprend notamment deux parlementaires, le gouverneur de la Banque de France, le directeur général de la Caisse des dépôts, le directeur du Trésor. Le président du Conseil d'Administration est le sénateur Albert Lebrun et le président du comité financier le sénateur François Milan. C'est le directeur général de la Caisse des dépôts, Jean Tannery, qui est nommé directeur général de la Caisse autonome.

160

PREMIER EMPRUNT, PREMIER ÉCHEC

Les fondateurs de la Caisse autonome prévoyaient de résorber la dette flottante grâce à l'émission d'obligations. Le mécanisme complexe élaboré par les lois du 7 et 10 août 1926 était conçu dans ce but : d'une part, afin de lui permettre de placer des titres à long terme, le législateur avait donné pour gage à la Caisse le monopole des tabacs et avait consacré son existence par une loi constitutionnelle ; d'autre part, alors qu'un emprunt ordinaire émis par l'Etat exigeait au préalable une autorisation législative et n'était donc envisageable que pour un montant important, les émissions de la Caisse pouvaient être lancées à tout moment sur décision du conseil d'administration. Tirant les leçons de l'échec du grand emprunt de consolidation de Caillaux en 1925, la Caisse autonome devait opérer par tranches successives, de montant modéré, selon les opportunités.

La mise en œuvre de cette politique en montre rapidement les limites. Le 15 septembre 1926, la Caisse décide d'émettre un emprunt obligataire de 3 milliards de francs qui ne pouvait être souscrit que contre remise de bons de la Défense. Cette émission est un compromis entre plusieurs politiques contradictoires, les conceptions de Poincaré apparaissent différentes de celles de certains membres du comité financier, notamment Moreau, le gouverneur de la Banque de France. La volonté de Poincaré est de faire disparaître le plus rapidement possible la dette flottante, considérée comme l'obstacle essentiel au redressement financier. Il souhaite immédiatement consolider une fraction significative des bons par un vaste emprunt à taux modéré. Il estime que les privilèges accordés constitutionnellement à la Caisse autonome, notamment les recettes de l'exploitation industrielle des tabacs, constituaient des garanties suffisantes pour attirer le public. Par contre, Moreau considère que la priorité doit être d'asseoir le crédit de la nouvelle Caisse par une souscription rapide des obligations proposées au public : il est favorable à un emprunt d'un faible montant à un taux d'intérêt élevé, émis au pair, dépourvu de tout gage ou immunité fiscale, ayant une période de souscription très courte ; en donnant l'impression que le papier d'Etat est rare, on attire les souscripteurs, ce qui permet de couvrir l'emprunt plusieurs fois et de renforcer à l'avenir le succès de la Caisse.

161

Le Président du Conseil, qui préparait cette émission depuis la fin du mois d'août, souhaitait une émission de 5 milliards de francs. Dans son projet de décret, le Trésor ramène ce chiffre à 4 milliards. Le conseil d'administration du 15 septembre fixe l'émission à 3 milliards. Moreau et Tannery ayant fait valoir l'effet très négatif pour le redressement financier en cours qu'aurait un échec de la première émission. L'émission a lieu du 7 au 15 octobre. Il s'avère rapidement que les souscriptions sont très insuffisantes : le montant des souscriptions ne s'élève finalement qu'à 1 822 millions de francs, dont 500 millions ont été apportés par la Banque de France. Face à cette situation, la Caisse des dépôts accepte de combler la différence, en souscrivant pour 1 200 millions. L'intervention de la Caisse des dépôts n'est en fait qu'un jeu d'écritures (par une convention particulière, la Caisse autonome s'engage à racheter immédiatement à la Caisse des dépôts 500 millions d'obligations), mais elle permet de clôturer l'émission le 15 octobre avec un léger excédent de souscription. Grâce à cet artifice, l'emprunt de 1926 pourra passer *a posteriori* pour un succès.

Dans son premier rapport annuel, la Caisse autonome dira que l'émission d'octobre 1926 tendait " tout à la fois à asseoir son crédit, à consolider une partie des bons de la Défense et à préparer la constitution du fonds de roulement ". Dans la réalité, aucun de ces objectifs ne fut atteint. Malgré l'intervention de la Caisse des dépôts, l'émission fut plutôt nuisible au crédit de la

Caisse, qui dût, en quatre mois, consacrer 120 millions de francs à des rachats en Bourse pour soutenir le cours de ses obligations. La consolidation des bons porta pour sa plus grande part sur des bons apportés par la Caisse des dépôts et la Banque de France, établissements dont on ne pouvait craindre des demandes inopportunes de remboursement. Enfin, la constitution d'un fonds de roulement ne pouvait être le but d'une émission, à laquelle il n'était pas possible de souscrire en numéraire. Curieusement, l'interprétation donnée par le rapport annuel du Conseil d'administration sera acceptée par la plupart des commentateurs qui analyseront l'action de la Caisse : l'accueil défavorable réservé à l'émission par les investisseurs sera bientôt oublié, alors que restera le fait que l'émission ait en apparence été couverte en totalité. L'échec du premier emprunt de la Caisse autonome est d'abord celui de la politique volontariste menée alors par Poincaré. A terme, cet échec entraîne l'abandon de la politique de consolidation originellement prévue : alors que l'émission d'octobre 1926 était annoncée comme " la première tranche " d'une série d'emprunts obligatoires, la Caisse n'émettra plus d'obligations pendant quinze ans (à l'exception d'un emprunt de conversion en 1929). En réalité, pendant quelques mois, l'établissement n'aura pas de politique définie. Ce n'est qu'au mois de décembre 1926 que se dessinera clairement la voie nouvelle que va suivre la Caisse.

162

LA FINANCE AMÉRICAINE ET INTERNATIONALE DANS LES ANNÉES 20

Au cours de ses premiers mois de fonctionnement, la Caisse autonome est confrontée à un phénomène tout à fait imprévu : un afflux rapide de souscriptions nouvelles aux bons de la Défense, se traduisant par une hausse de l'encours en circulation. La spéculation contre le franc s'est renversée et les capitaux à la recherche de placements se tournent de nouveau vers les bons qui offrent une rentabilité élevée. Ce retour de la confiance fait bientôt apparaître le maximum légal comme une contrainte difficile à respecter.

Le 1^{er} octobre 1926, la Caisse a pris en charge 48,1 milliards de francs de bons, le plafond légal étant fixé à 49 milliards (avec une tolérance de 6 %). Par suite de la consolidation de 3 milliards de francs de bons en obligations, le plafond doit être abaissé à 46 milliards. En fait, les excédents d'émissions approchent 1,5 milliard durant le mois d'octobre, ils dépassent 2 milliards en novembre, la circulation s'élève à 46,7 milliards dans les premiers jours de novembre, avant d'atteindre 49 milliards en décembre. Le maximum légal est dépassé, même en tenant compte de la tolérance de 6 % (soit 48,7 milliards). Cette situation d'" illégalité " va déterminer la politique de la Caisse pendant toute cette période.

La Caisse n'a d'abord pas de politique et apparaît plutôt passive face aux excédents d'émission. Cet attentisme, ou plutôt cette temporisation, s'explique par deux éléments essentiels. D'une part, les dirigeants de la Caisse sont convaincus que l'afflux de capitaux a un caractère temporaire et craignent d'avoir dans un proche avenir à faire face à des demandes de remboursement : ne voulant pas prendre de mesures sur lesquelles il serait difficile de revenir sans impressionner défavorablement l'opinion (baisse des taux, suspension des émissions), ils préfèrent attendre que la situation se retourne d'elle-même. D'autre part, la Caisse a été créée sans ressources immédiates, alors qu'on estimait à 4 milliards de francs les liquidités dont devait disposer à sa création l'établissement chargé de la gestion des bons ; le premier souci de la Caisse est d'accumuler des liquidités pour parer à tout afflux brutal de demandes de remboursement ; consciente de sa vulnérabilité, elle ne prend durant les premières semaines que les mesures les plus modérées possibles.

Le comité financier est réuni successivement le 17 novembre, le 1^{er} décembre et le 10 décembre. Face au dépassement du plafond légal, un certain nombre de solutions sont étudiées : l'escompte d'une partie des bons, une levée de l'exonération fiscale, l'émission de bons du Trésor en substitution des bons de la Défense, la suspension de tout ou partie des émissions, la baisse des taux. Le représentant des établissements de crédit est hostile à une suppression prématurée des bons à un mois, lesquels sont l'instrument privilégié des banques pour placer leurs fonds à court terme. Il est soutenu en cela par le gouverneur Moreau qui craint une désorganisation du marché monétaire et demande à ce qu'un dérivatif soit trouvé avec l'émission de bons du Trésor ordinaires à deux ou trois mois ou l'ouverture par le Trésor de compte courant avec préavis. En fait, entre mi-novembre et mi-décembre, tandis qu'on assiste sur le marché des changes à une spectaculaire hausse du franc, les mesures les plus diverses sont envisagées, sans qu'aucune décision significative soit prise (à part quelques opérations d'escompte et la décision de lancer des bons du Trésor ordinaires à partir de janvier 1927).

Le 16 décembre, la Banque de France abaisse de 7 1/2 à 6 1/2 le taux d'escompte. Le même jour, la Caisse autonome suspend l'émission de bons à un mois, abaisse d'un point le taux des bons à 3 et 6 mois (et de seulement un demi point le taux des bons à un an) et prépare l'émission de bons à deux ans.

Pour la première fois, l'objectif poursuivi par la Caisse est clair : c'est l'allongement des échéances des bons. Tout y concourt : suppression des bons à échéance courte, création de bons à échéance longue et hiérarchie des taux d'intérêt en fonction de la durée des bons. Moreau semble à l'origine de ce train de mesures. " N'ayant pas réussi à consolider la dette flottante pour une fraction importante par l'émission Tabacs, notre politique est d'allonger peu

à peu la durée des échéances des bons de la Défense, pour réduire progressivement le volume des échéances mensuelles, et pour séparer dans les capitaux qui nous sont confiés les fonds de roulement des fonds de placement. " L'émission de bons à 2 ans (puis à 3 ans ou plus) doit habituer la clientèle à une mobilisation plus longue de ses placements ce qui facilitera de futurs emprunts de consolidation. Après l'échec de la politique de consolidation des bons à court terme en emprunts obligataires, on substitue une politique en deux temps, avec allongement progressif des échéances des bons, puis conversion des nouveaux bons en obligations.

Cette politique apparaîtra *a posteriori* comme évidente, allant de soi. Les débats internes du comité financier montrent au contraire que d'autres orientations étaient possibles. La décision de faire porter d'abord la suspension des émissions sur les bons à plus courte échéance, les bons à un mois, s'explique sans doute par la volonté d'allonger les échéances, mais aussi par le fait que les bons à un mois ne représentent qu'environ 10 % de l'encours total (contre 70 % de bons à un an). La politique d'allongement des échéances a dû faire face à de nombreuses critiques quant à l'alourdissement de la charge d'intérêt qu'elle entraînait, et elle n'a été rendue possible que par la baisse des taux d'intérêt à laquelle concourait alors l'action de la Banque de France. La suppression des bons les plus courts a aussi été confrontée à la résistance de banques, qui y trouvaient un placement rémunérateur pour leurs liquidités ; or, à la fin de 1926, les bons sont détenus à 70 % par les banques et seulement 30 % par le public ; le fait que la Caisse autonome ait pu remonter cette résistance est un des signes du rapport de force défavorable dans lequel se trouvent désormais les banques face aux pouvoirs publics.

164

La politique adoptée par la Caisse est dans une grande mesure le fruit du hasard et des contraintes extérieures. L'allongement des échéances et la réduction des taux d'intérêt, présentés *a posteriori* comme les buts visés par la Caisse, ne sont que des moyens parmi d'autres (escompte, création de placements concurrents) de maintenir le volume des bons en circulation dans la limite fixée par la loi. Dans le premier rapport annuel de la Caisse, rédigé début 1928, le Conseil d'administration donne *a posteriori* à toutes ses décisions antérieures une logique conforme au résultat atteint, les présentant comme les étapes successives d'un plan d'ensemble visant à la fois à réduire la charge des échéances et la charge des intérêts. La question du maximum de circulation est traitée à part, comme une donnée résiduelle, alors qu'elle a été le moteur de l'action de la Caisse. Non seulement cette présentation donne à la Caisse une continuité de politique qu'elle n'a pas eu, mais en minorant la question du plafond légal, elle passe ainsi sous silence le fait qu'il y ait eu à plusieurs reprises d'importants dépassements de ce plafond.

L'improvisation qui a marqué les premières décisions de la Caisse autonome ne doit pas surprendre : le retournement de la situation monétaire et financière était trop brutal pour être immédiatement compris ; par manque d'information et en l'absence de modèle explicatif, les responsables financiers ne pouvaient que réagir avec un certain retard ; les responsables gouvernementaux étaient eux-mêmes divisés sur les objectifs à poursuivre, en particulier sur la principale question du moment, celle du cours auquel il fallait stabiliser le franc. Les hésitations de la Caisse sont à l'image de la politique menée alors par le gouvernement Poincaré.

A la fin de décembre 1926, une politique plus déterminée prend forme. Les décisions prises par la Caisse autonome précèdent de quelques jours la décision de la Banque de France, le 20 décembre 1926, d'intervenir sur le marché des changes pour stabiliser le cours de la livre aux environs de 124 francs. Il ne faut cependant pas surestimer l'importance de ce " tournant " : l'intervention de la Banque de France, qui apparaîtra *a posteriori* comme l'origine de la stabilisation de fait du " franc Poincaré ", est en fait une réponse provisoire à la hausse brutale du franc, les excès de la spéculation faisant craindre un nouvel effondrement. Les décisions prises le 16 décembre 1926 marquent pour la Caisse autonome la fin de la période de tâtonnements qui avait suivi l'insuccès de l'emprunt d'octobre : une politique alternative est définie. La Caisse va s'efforcer de l'appliquer dans les mois suivants.

165

ENTRE POINCARÉ ET MOREAU

A partir de décembre 1926, la Caisse autonome engage une politique systématique d'allongement des échéances des bons de la Défense. Dans ce but, elle supprime certaines catégories de bons, abaisse le taux d'intérêt et lance des bons à échéances plus longues.

La principale contrainte qui guide la politique de la Caisse est toujours celle du plafond légal : à l'approche des élections sénatoriales de janvier 1927, le gouvernement est particulièrement attentif à ce que la Caisse respecte ses obligations légales ; face à la persistance des excédents d'émission, les émissions de bons à trois mois sont limitées au renouvellement des bons anciens, puis supprimées le 13 janvier 1927. En fait ces mesures s'avèrent insuffisantes, car l'équilibre du marché des capitaux a été fondamentalement modifié par l'intervention de la Banque de France sur le marché des changes à partir du 20 décembre 1926 : les achats de devises provoquent une surabondance sur le marché monétaire et une baisse sensible des taux. Le 29 janvier, la Caisse décide la suppression des bons à six mois. Le 3 février, la Banque de France ramène le taux d'escompte de 6,5 à 5,5 % ; le lendemain, la Caisse réduit le taux des bons à un an de 5,5 à 5 %.

Le 1^{er} février 1927, Moreau défend sa politique devant le chef du gouvernement : *“ Reçu par M. Poincaré en fin de journée, je lui expose la politique que je poursuis, tendant à réduire simultanément les taux d'intérêt, à la Banque de France et à la Caisse d'Amortissement. Je lui parle aussi de l'éventualité de la création de bons à cinq ans, comme mesure de consolidation de la dette flottante. Nous tombons d'accord sur tous ces points. ”*

Le projet de création d'un bon à cinq ans, étape décisive dans l'allongement des échéances, est adopté par le comité financier du 3 février. Au cours des six mois qui suivent, l'application de ce projet connaît une succession de retards, du fait de la priorité donnée par le Trésor et la Banque de France à leurs propres opérations. Le lancement des bons à cinq ans est d'abord reporté à juin du fait de l'émission des bons du Trésor 6 % 1927, puis à août du fait de l'émission des obligations 6 % amortissables du Trésor, puis au mois de septembre, avant d'être définitivement abandonné.

C'est au cours de cette période qu'apparaît le plus clairement le caractère illusoire de l'autonomie de la Caisse : les objectifs poursuivis n'étant pas considérés comme prioritaires, la politique de la Caisse est bloquée dès qu'elle entre en contradiction avec celle du Trésor ou de la Banque de France. Au début de 1927, la priorité que s'est fixée le gouverneur de la Banque de France, Moreau, est d'obtenir le remboursement des avances faites au Trésor par la Banque ; il pense que la surabondance artificielle sur le marché monétaire qu'ont provoquée les interventions de la Banque de France sur le marché des changes doit faciliter l'émission d'emprunts à long terme par le Trésor ; dans ce but, il retarde notamment le rétablissement de la liberté d'exportation des capitaux, ainsi que la stabilisation légale du franc.

Les mois d'avril à juin 1927 se caractérisent par une grande confusion. La persistance des excédents d'émission de bons et du dépassement du plafond légal amène la Caisse à réduire le taux des bons le 11 avril, puis le 6 mai ; début juin, la circulation est proche de 53 milliards (pour un plafond normal de 46 milliards) et les disponibilités de la Caisse s'élèvent à 8 milliards ; le 2 juin, la Caisse décide de suspendre l'émission des bons à un an.

En mai, la Caisse a envisagé de réaliser courant juillet un nouvel emprunt obligataire, pour 5 milliards de francs ; ce projet est abandonné début juin à la demande de Moreau, qui souhaite que le Trésor réalise un emprunt en numéraire afin de rembourser les avances de la Banque de France. Le lancement de l'emprunt du Trésor rend plus difficile la réalisation du plan de la Caisse, en particulier le lancement de bons à deux ans. En effet, afin de favoriser le placement de son emprunt, le Trésor demande à la Caisse de baisser à nouveau le taux d'intérêt sur les bons à deux ans, de 5 à 4,5 % ; cette réduction, effective le 23 juin, alors que les dirigeants de la Caisse avaient prévu de ne la faire

qu'à l'occasion du lancement des bons à cinq ans, entraîne un net ralentissement des souscriptions aux bons à deux ans.

La détérioration des relations entre la Caisse et le Trésor devient évidente lorsque le Ministère des Finances demande un nouveau report du lancement des bons à cinq ans à cause du dépassement persistant du plafond légal et des critiques que cette situation suscite au Parlement. Le comité financier du 16 juillet 1927 voit un accrochage très vif entre Moret, directeur du Trésor, d'une part, et les sénateurs Milan et Lebrun d'autre part : pour le sénateur Milan, *" on est obligé de reconnaître aujourd'hui que la fixation d'un plafond pour le montant de la circulation des bons a été une erreur "* ; selon Albert Lebrun, *" le dépassement du plafond est parfaitement justifié, s'il est nécessaire pour satisfaire aux échéances des bons. Au Parlement comme devant le public, il suffira de s'expliquer clairement à ce sujet pour être compris et approuvé "*. Devant l'opposition du Ministère des Finances, la Caisse doit à nouveau reporter son projet, ce qui fait écrire à Moreau dans son Journal : *" MM. Poincaré et Moret me paraissent s'enliser dans une politique à courte vue. "*

Très sensible aux nombreuses critiques faites au Parlement au sujet du dépassement du plafond légal et du niveau élevé des réserves de la Caisse, le Ministère des Finances craint sans doute que celle-ci ne s'éloigne trop de sa mission d'origine, la gestion de la dette flottante. Le Trésor semble en fait réticent devant le principe même des bons à cinq ans. Toujours favorable à la première politique de la Caisse, la consolidation rapide de bons en dette obligatoire à long terme, le Trésor insiste lors de chaque émission qu'il réalise pour que les bons soient admis en souscription et qu'une nouvelle fraction de la dette flottante soit consolidée. A chaque fois, la Caisse n'accepte qu'à contre-cœur, ces opérations ne correspondant pas à sa nouvelle politique d'allongement des échéances.

Lorsque le lancement des bons à cinq ans est à nouveau examiné, à la fin du mois d'août, les circonstances ne s'y prêtent plus. Le projet est donc abandonné. Cet épisode est caractéristique des limites réelles de l'autonomie de la Caisse. Malgré ses ressources importantes, elle n'a pas les moyens d'avoir une politique propre. Dans le même temps, les normes, établies à l'origine pour protéger la Caisse contre les pressions du gouvernement, notamment le maximum de circulation, apparaissent comme des contraintes qui l'empêchent de réaliser une gestion optimale de la dette publique.

Confrontée aux critiques du Parlement, à une certaine résistance du Trésor et aux initiatives très indépendantes du gouverneur de la Banque de France, la politique de la Caisse autonome n'aurait pu être menée à bien qu'avec le soutien du gouvernement. Or, Poincaré reste avant tout un politique, sensible aux accusations de l'opposition parlementaire et de la presse selon lesquelles

la Caisse ne remplirait pas le rôle qui lui avait été confié et ne respecterait pas ses obligations légales. On peut remarquer que la Caisse des dépôts, qui prête à maintes reprises son assistance à la Caisse autonome (en apportant des bons à l'escompte ou en modulant le montant de ses souscriptions), ne donne jamais l'impression d'avoir sa politique, indépendante de celle du Ministère des Finances. Le contraste est particulièrement net avec la Banque de France qui, sous l'impulsion de Moreau, poursuit ses objectifs propres, souvent au détriment des projets de la Caisse d'amortissement.

EXTENSION DU RÔLE DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT

168 A partir du second semestre 1927, l'existence de la Caisse autonome est beaucoup moins tourmentée que pendant sa première année de fonctionnement. La grande affaire est alors l'opération de substitution des bons à deux ans aux bons à un an engagée depuis juin 1927; au vu du rythme des souscriptions de bons à deux ans durant l'été 1927, les dirigeants craignent d'abord un épuisement des réserves de l'établissement vers avril ou mai 1928, ce qui explique la vivacité de leurs protestations lors du comité du 16 juillet 1927; en fait, dès les derniers mois de 1927, les souscriptions s'accélérent et l'encours en circulation tend à se stabiliser. La reprise début novembre de la spéculation sur le franc entraîne à nouveau un engorgement du marché monétaire. Le 7 décembre 1927, Poincaré, décidé à ramener la circulation des bons dans les limites fixées par la loi, doit même demander à la Caisse de continger l'émission de l'encours des bons; Moreau tente sans succès de s'opposer à cette mesure. Le contingentement des émissions entre en application à partir de janvier 1928, alors même que la Caisse autonome doit procéder à l'escompte de plus de 2 milliards de francs de bons détenus par la Caisse des dépôts pour ramener la circulation en deçà du plafond légal. Au moment de la stabilisation légale du franc, en juin 1928, la Caisse autonome a retrouvé une situation plus normale: la circulation est revenue en dessous du plafond, et les liquidités de la Caisse se situent à un niveau raisonnable. La Caisse peut considérer qu'elle a mené à bien la consolidation de la dette flottante et qu'elle doit se tourner vers d'autres tâches.

A partir de juin 1928, avec la disparition des derniers bons à un an et le vote de la stabilisation du franc, l'unanimité politique qui s'était faite autour de la Caisse d'amortissement deux ans auparavant ne semble plus de mise. La menace des demandes de remboursement de bons paraissant durablement écartée, de nombreux parlementaires contestent la priorité donnée à l'amortissement et l'importance des ressources affectées à la Caisse autonome. Déjà en septembre 1927, la Commission des Finances de la Chambre avait critiqué le poids

considérable des impôts et contesté la politique d'amortissement. Poincaré avait alors refusé tout allègement fiscal. A la fin de 1928, Poincaré est de plus en plus contesté ; le congrès radical-socialiste d'Angers a rompu l'Union nationale le 3 novembre 1928 ; passés à l'opposition, les radicaux dominent cependant toujours la Commission des Finances de la Chambre ; le débat qui s'engage sur l'amortissement à la fin de 1928 est un des éléments du harcèlement du ministère Poincaré par l'opposition cartelliste.

Face à cette contestation, qui risque de mettre en cause sinon son existence du moins l'importance de ses ressources, la Caisse autonome répond en demandant un élargissement de ses fonctions.

Dès le mois de juin 1928, dans un article de la *Revue politique des idées et des institutions*, le sénateur Milan a suggéré d'étendre les attributions de la Caisse à la gestion et l'amortissement de toute la dette intérieure. La question est à l'ordre du jour du comité financier du 23 octobre 1928 : selon Tannery, il serait exagéré d'affecter toutes les ressources de la Caisse autonome à l'amortissement des bons de la Défense. Trop de capitaux seraient jetés sur le marché et viendraient troubler la situation monétaire. Les consolidations de bons ne doivent pas, sans doute, être exclues, mais l'amortissement de ces bons en moins de dix ans n'est pas nécessaire. Non nécessaire, l'amortissement des bons n'est pas non plus jugé opportun : dette peu coûteuse et offrant un instrument de placement à court terme aux établissements de crédit, les bons à deux ans sont devenus un élément essentiel du marché monétaire. Tannery voudrait donc qu'on donne à la Caisse autonome le droit d'intervenir sur le marché des rentes. Il est soutenu par Moreau, qui se déclare " tout à fait partisan d'une large extension des attributions de la Caisse, car le seul moyen d'amortir c'est de faire en sorte que la Caisse continue à percevoir longtemps l'intégralité des ressources qui lui ont été affectées ". La stratégie de la Caisse est désormais d'assurer sa pérennité en s'engageant dans une entreprise de longue haleine : elle espère ainsi éviter le sort des précédentes Caisses d'amortissement, mises en sommeil après quelques années, une fois le danger écarté. De façon plus immédiate, elle veut favoriser la baisse des taux et la conversion des rentes émises depuis la guerre, conversion légalement possible à partir de 1931.

La position du Trésor est ambiguë. Le Directeur du Trésor, Moret, se montre très réservé : " *En instituant la Caisse autonome, le Parlement leur a donné pour principale mission l'amortissement des bons de la Défense ; cette tâche n'est pas terminée et avant d'entrer dans la voie des rachats de rente, il faudrait avoir préparé l'amortissement des bons ; une large opération de consolidation devrait donc précéder ou tout au moins accompagner les rachats. On ne consoliderait sans doute pas tous les bons, mais la sécurité*

du Trésor serait sensiblement accrue. " Déjà, lors de l'emprunt 5 % amortissable du Trésor de mai 1928, la Caisse s'était montrée très réticente devant une nouvelle consolidation de bons en obligations du Trésor, mais elle avait dû céder aux pressions du Trésor. Le Trésor est toujours favorable à une politique systématique de réduction de la circulation des bons, alors que les dirigeants de la Caisse trouvent celle-ci suffisamment avancée et considère que leur gestion des bons a écarté tout danger. Il semble bien que le Trésor, au moment où la nouvelle loi monétaire lui interdit de faire des opérations de banque et charge la Banque de France d'assurer le contrôle du marché monétaire, craint de voir son rôle également restreint par une extension des fonctions de la Caisse autonome.

Malgré les critiques extérieures contre l'élargissement du rôle de la Caisse et l'abandon de sa mission d'origine, l'amortissement des bons, la réforme votée est conforme aux souhaits de l'établissement. Aux termes de l'article 96 de la loi de finances du 30-12-28, la Caisse autonome est autorisée à concourir à l'amortissement des rentes françaises ou des bons et obligations du Trésor par voie d'achat en Bourse.

Les interventions sur le marché des rentes ne doivent dans un premier temps avoir qu'une place marginale : début 1929, la Caisse prévoit dans l'année de rembourser 3 milliards de francs de bons et de consacrer 1,5 à 2 milliards à des rachats de rentes. Dès mars, les prévisions de rachats de rentes en 1929 sont plutôt de 3 milliards et le Directeur du Budget demande à ce qu'ils soient portés à 4 milliards. A partir d'avril 1929, on constate une accélération des rachats de rentes. Cette accélération spectaculaire des interventions de la Caisse d'amortissement sur le marché des rentes correspond à un accroissement rapide de ses ressources. La loi du 7 août 1926 avait prévu l'affectation à la Caisse des futurs excédents budgétaires. Or les trois derniers exercices (1926, 1927 et 1928) se sont soldés par des excédents (approchant 4 milliards en 1928), ce qui sera encore le cas de l'exercice en cours. Le Trésor a accumulé des réserves considérables (estimées à 15 milliards mi-1929, dont 10 en devises), en prévision de l'échéance éventuelle de la dette commerciale envers les Etats-Unis. Avec la ratification par le Parlement des accords sur les dettes interalliées le 21 juillet 1929, plus rien ne s'oppose au versement à la Caisse des excédents budgétaires et le Trésor effectue un premier versement d'un milliard.

La Caisse paraît donc dans une position très forte. En fait, la pression du Parlement se fait de plus en plus lourde. Poincaré a démissionné le 26 juillet 1929 pour raisons de santé. La Commission des Finances de la Chambre demande d'importants allègements d'impôts, qui réduiraient les ressources de la Caisse. Grâce à la fermeté du Ministre des Finances Chéron, la loi du 29 décembre 1929 ne prévoit que des dégrèvements mineurs.

Le bilan de l'exercice 1929 pour la Caisse autonome apparaît exceptionnel : la Caisse a disposé de ressources inattendues, supérieures aux prévisions (recettes des tabacs, produits des taxes, excédents budgétaires) et les a en priorité consacrées au marché des rentes. Les rachats de rentes ont dépassé toutes les prévisions. Au mois d'octobre 29, ils ont permis d'éviter une crise face aux ventes importantes provenant de l'étranger. L'année 1929 correspond sans doute à la période où la Caisse a bénéficié de la plus grande autonomie dans la définition de sa politique. L'exceptionnelle abondance des ressources de la Caisse lui a donné les moyens de mener de front une politique d'égalisation des échéances en matière de bons de la Défense et des achats massifs de rentes. Grâce au soutien total du Ministre des Finances, la Caisse s'est libérée des règles et des contraintes qu'avait fixées le législateur de 1926. Estimant périmé l'objet pour lequel elle avait été créée, la Caisse s'est trouvé un nouveau champ d'intervention. Considérant qu'elle a un rôle décisif à jouer sur la période entre 1929 et 1931, avec la perspective des conversions, la Caisse insiste pour que lui soient attribuées des ressources exceptionnelles, mais s'engage dans la voie des concessions quant à ses ressources permanentes et à ses responsabilités. Trois ans après sa création, la Caisse autonome a déjà changé de nature.

LES TECHNICIENS FACE AUX POLITIQUES

L'élargissement des responsabilités de la Caisse autonome doit permettre, selon les dirigeants de l'établissement, de mettre en œuvre une gestion rationnelle ou de dette publique. Le temps n'est plus où les parlementaires peuvent trancher seuls des questions financières, en privilégiant les considérations politiques (notamment la défense des petits épargnants). Dans un domaine devenu à la fois plus complexe et plus lourd de conséquences, la Caisse veut faire valoir l'expertise des techniciens. En l'occurrence, le souci premier des responsables financiers au début de 1930 est la réalisation des conversions.

Entre 1920 et 1928, l'Etat avait été amené à émettre des rentes (perpétuelles ou amortissables) à des taux de 5 % ou 6 %, niveaux sensiblement plus élevés que pour les émissions d'avant-guerre. Plusieurs de ces emprunts comportaient une clause de convertibilité à partir de 1931. Or les taux à long terme, qui en 1927 étaient encore supérieurs à 6 %, n'ont cessé de baisser depuis lors et descendent en dessous de 4 % au début de 1930.

Les conversions doivent se traduire par des économies budgétaires substantielles, le service de la dette étant le premier poste du budget. Le souhait de la Caisse autonome est de les réaliser le plus rapidement possible, le marché financier étant perturbé par la situation actuelle : les titres à 5 % et 6 % susceptibles d'être convertis à partir de 1931 ne pouvant monter que de quel-

ques points au-dessus du pair, ils offrent un rendement très supérieur à celui du marché ; leur présence pèse donc sur le cours des titres à taux d'intérêt plus faibles et rend également difficile les conversions des sociétés privées et des compagnies de chemin de fer.

Soucieuse de favoriser la hausse des cours, la Caisse poursuit ses achats de rentes à un rythme élevé à Paris dans les premiers mois de 1930. Elle étend ses interventions à la Bourse de Londres à partir de février et à la Bourse de New York à partir de juin.

La politique d'amortissement rapide est de plus en plus critiquée. L'homme de la rigueur financière, le Ministre des Finances Chéron, qui avait défendu avec intransigeance les ressources de la Caisse d'amortissement malgré les pressions parlementaires, est finalement renversé par la Chambre des députés le 17 février 1930 ; dans le deuxième ministère Tardieu, constitué alors, il est remplacé par Paul Reynaud, qui rompt avec la politique impopulaire de son prédécesseur et, en réponse à la crise économique, se lance dans la voie des dégrèvements fiscaux préconisés par la gauche. La loi du 6 avril 1930 réduit sensiblement certaines recettes fiscales de la Caisse. Cette compression est justifiée par les ressources exceptionnelles dont bénéficie alors la Caisse : elle reçoit en février 1930 1,5 milliard au titre des excédents budgétaires ; il va s'y ajouter, le produit de la mobilisation des annuités allemandes attribuées à la France en exécution du Plan Young. Avec l'approbation par le Parlement le 7 avril 1930 des accords de La Haye, relatifs aux répartitions allemandes, on assiste à un nouvel élargissement du rôle de la Caisse : d'une part, elle doit recevoir le produit de l'emprunt à émettre (estimé à 3 milliards), d'autre part, ses amortissements ne sont plus limités aux seuls rachats en Bourse, et peuvent donc s'étendre à des échéances normales ou aux remboursements qui pourraient accompagner les conversions futures.

En juin 1930, se font jour les premières inquiétudes de la Caisse quant à la réalisation des conversions. Lors du comité financier du 25 juin, Tanny déclare que *“ si les conversions étaient reculées, la situation deviendrait assez délicate, car la Caisse autonome devrait continuer à poursuivre son action sur le marché des rentes et comme elle ne pourrait plus compter sur les ressources exceptionnelles qu'elle a encaissées en 1930 (excédents budgétaires, produits du Plan Young), elle ne posséderait plus que des réserves insuffisantes lors des conversions ainsi différées ”*. Cette inquiétude est d'autant plus légitime que la situation du Trésor se dégrade rapidement, à la suite du ralentissement économique et des programmes de dépenses nouvelles décidés par le gouvernement Tardieu.

En septembre 1930, lors de la préparation du budget, Reynaud, Ministre des Finances, et Germain-Martin, Ministre du Budget, demandent à la Caisse de

prendre à sa charge une partie de l'amortissement contractuel incombant normalement au Trésor. Une convention en ce sens est signée le 12 septembre, mais la Caisse refuse de s'engager pour plus d'une année. Par ce biais, les responsables de la Caisse veulent contraindre le gouvernement à réaliser les conversions dès qu'elles seront légalement possibles, c'est-à-dire au début de 1931.

La convention du 12 septembre 1930 est vivement critiquée par le Parlement, qui craint que le gouvernement ne se soit engagé vis-à-vis de la Caisse à réaliser les conversions ; le 22 octobre, le Ministre des Finances doit assurer la Commission des Finances de la Chambre que l'application de la convention en 1931 n'est pas subordonnée à la réalisation des conversions ; le 18 novembre, Tardieu doit même préciser qu'il n'y aurait pas de conversion sans approbation législative préalable (alors que certains experts envisageaient une conversion par décret).

En fait, l'évolution de la situation financière ne permet bientôt plus à la Caisse autonome de faire valoir ses vues. A partir de juillet 1930, les opportunités de rachats en Bourse se raréfient : la poursuite de la baisse des taux, la préférence donnée désormais par les investisseurs pour les titres d'Etat et les incertitudes touchant à la réalisation des conversions se conjuguent pour réduire les quantités offertes sur le marché des rentes. Les rachats de rentes effectués par la Caisse chutent fortement à partir du second semestre 1930 et n'atteignent pour l'année entière que 3 400 millions à Paris (auxquels s'ajoutent 700 millions à New York et 100 millions à Londres), alors que l'objectif était de 5 200 millions.

173

La baisse des rachats de rentes se traduit par un gonflement des disponibilités inemployées de la Caisse. Au 31 décembre 1930, les disponibilités de la Caisse sont de 8,1 milliards. Cette situation provoque une protestation officielle de la Trésorerie britannique, qui y voit une des causes de l'afflux de capitaux vers la France. Plus grave pour la Caisse, cette prospérité excessive, très critiquée par le Parlement, rend très difficile une résistance aux demandes du Trésor. La baisse des taux se poursuit jusqu'au printemps 1931. Le 24 février 1931, la Caisse abaisse à 2,5 % le taux des bons de la Défense. Les rachats de rentes sur le marché sont pratiquement inexistant, du fait des cours élevés. Ne pouvant conserver ses disponibilités longtemps inemployées, la Caisse ne peut refuser de prendre en charge des échéances du Trésor : ainsi, en février 1931, elle accepte d'assurer pour le compte du Trésor le remboursement de 1 128 millions de francs d'obligations 1925.

A partir de juillet 1931, l'échec de la tentative de la Caisse pour imposer sa politique est flagrant. L'aggravation de l'instabilité ministérielle éloigne la perspective des conversions. Les efforts déployés depuis deux ans pour accumuler des ressources exceptionnelles en vue de ses conversions apparaissent

vains. Les 10 milliards de disponibilité de la Caisse contrastent dangereusement avec les difficultés du Trésor. En juillet, la Caisse accepte la prise en charge de 2,4 milliards de francs d'échéances massives. En septembre 1931, elle accepte le renouvellement de la convention du 12 septembre 1930. Les conversions, d'abord retardées pour des raisons politiques, ne sont désormais plus possibles techniquement. La dévaluation de la livre sterling le 21 septembre 1931 relance la crise en France. Après cinq ans de baisse ininterrompue, les taux d'intérêt repartent à la hausse (le taux des bons à deux ans est relevé à 3 % le 24 octobre 1931). A la fin de l'année 1931, il apparaît que les rachats de rente n'ont atteint que 822 millions, mais la Caisse a pris en charge un milliard d'amortissement contractuel et près de 3 milliards de remboursement d'échéances massives. La même situation se prolonge au premier semestre 1932 : si les rachats de rentes ne portent que sur 150 millions en six mois, la Caisse se substitue au Trésor pour faire face aux échéances de la dette. Les remboursements effectués par la Caisse en 1932 s'élèvent à 3,5 milliards. En un an, entre mi-1931 et mi-1932, la Caisse épuise rapidement les réserves qu'elle avait constituées. Sa trésorerie revient à 3 milliards mi-1932.

Le Cabinet Herriot, issu des élections, avec Germain-Martin aux Finances, réalise les conversions en septembre 1932. La Caisse y joue un rôle significatif, malgré ses moyens amoindris. Trop tardives, ces conversions se font dans des conditions peu favorables. L'époque n'est plus à une gestion optimale de la dette publique. Le pays s'enfonce dans la récession, tandis que les déficits budgétaires s'accroissent. Le déclin de la Caisse autonome d'amortissement, perceptible depuis 1930, se confirme après 1932. Son poids devenant tout à fait marginal au regard des troubles des années 1930 et 1940.

174

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Documents :

Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration et du comité financier de la Caisse d'amortissement.

Rapports annuels du Conseil d'administration de la Caisse d'amortissement.

Ouvrages consacrés à l'amortissement :

Baby G.G., *La Caisse autonome d'amortissement*, Sirey, Paris, 1932

Boca A., *La Caisse autonome d'amortissement*, Sirey, Paris, 1935

Jean H., *L'Etat banque de dépôt*, Toulouse, 1929

Larieu, *L'aménagement de la dette publique intérieure depuis la fin de la guerre*, Paris, 1926

Levrault R., *Les Caisses d'amortissement de la dette publique d'après guerre*, Paris, 1926

Loth, *Un élément de la dette flottante, les bons à très court terme*, Strasbourg, 1929

Villaret J., *La Caisse autonome d'amortissement*, Rousseau & Cie, Paris, 1930.