

# LE CIRCUIT A LONG TERME ET LE SYSTÈME MONÉTAIRE

## DE LA CRÉATION DE LA CAISSE DES DÉPÔTS A L'ENQUÊTE MONÉTAIRE DE 1867

ZHENG KANG

*MISSION DES TRAVAUX HISTORIQUES, CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS*

93

**D**ans la période qui s'étend entre la création de la Caisse des dépôts et le Second Empire, le système de crédit français est établi, au moins dans ses grandes lignes, mais la France cherche à moderniser ses appareils monétaires dans un contexte institutionnel particulier.

L'édifice financier français est caractérisé par une compartimentation stricte de son appareil de crédit qui prend sa forme définitive, en 1816, avec la loi de finances du 28 avril et les textes d'application qui règlent tout le système de crédit et créent trois circuits financiers, centrés respectivement autour de la Banque de France, du Trésor, et de deux Caisses jumelées, d'amortissement et des dépôts et consignations.

Des différences de finalités, de destination de l'action, de modalités de gestion existent entre ces trois réseaux, mais leur fonctionnement différentiel s'inscrit dans une même évolution du système de crédit. Chacun de ces circuits canalise une partie de la masse monétaire et par trois genres d'opérations différents. Chacun rencontre le même problème de conserver sa solvabilité, de gagner la confiance du public, de stimuler le crédit, sous la même contrainte du régime de la circulation à double signe, métallique et fiduciaire. A travers les crises qui rythment l'évolution du crédit se forment, au gré du développe-

ment de ces trois réseaux, les trois instruments modernes du contrôle monétaire : les réserves monétaires obligatoires, le réescompte, l'*open-market*, dont on trouvera plus tard dans le système des *Federal Reserves* américaines l'expression la plus formelle.

Selon nos principes contemporains, chacun de ces instruments suppose la présence d'un institut d'émission monopolistique, sous le régime du papier-monnaie, avec une monnaie scripturale développée. Les réserves monétaires n'ont de signification que dans un système de crédit unifié et hiérarchisé, soumis au contrôle des banques du premier degré. De même, le réescompte est inséparable de la présence d'une Banque centrale, banque des banques et banque de l'économie. La politique de l'*open-market* suppose, de même, un marché des fonds publics suffisamment développé et maîtrisé par un ou plusieurs opérateurs institutionnels puissamment outillés.

Or, ce contexte admis dans la deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle, n'existait pas, du moins pas comme tel, dans les premières années de la constitution du système de crédit moderne français. Autour de 1816 ou 1830, il n'y a pas, en France, une Banque centrale, ni un système bancaire à la fois unifié et spécialisé, ni une autorité monétaire spécialement destinée à la régulation de la monnaie. Loin des images banales d'aujourd'hui, on constate des calendriers historiques très différemment rythmés qui sous-tendent les élaborations cadencées de ces divers instruments de régulation monétaire.

#### *Les poles de crédit et leur instrumentation respective*

La Banque de France se consacrait au crédit commercial en émettant les billets au porteur (escompte, change). Elle se dégageait du marché de la rente et escomptait de façon irrégulière les bons du Trésor selon sa propre convenue<sup>1</sup>. Elle avait reçu dès 1803 le privilège d'émettre des billets, mais quoique conçue comme une banque d'émission dès l'origine, elle en acquit le monopole que bien plus tard, en 1848. Pendant longtemps, elle n'a pas vraiment une vocation nationale, son action est limitée à Paris, à l'instar de la Haute banque qui entretient une clientèle riche et stable. De par l'importance de la place pari-

1 Dans une note faite par Mollien en 1800 à Bonaparte et communiquée à la Banque, le ministre suggère que " Le capital d'une banque doit, par la forme de son placement, rester en quelque sorte toujours immuable, pour que sa consistance ne soit jamais soupçonnée d'altération ; il doit en même temps rester en état immédiatement disponible, puisqu'il doit être toujours prêt à couvrir les pertes du portefeuille. Une partie de ce capital doit former une réserve en espèces ; cette partie est improductive d'intérêts. Le meilleur emploi qui puisse être fait du reste semble être sa conversion en effets de la dette publique du pays, négociables sur la place, puisque ce placement joint à l'avantage d'assurer un intérêt favorable et régulièrement payé celui de la disponibilité libre, si le besoin de la Banque exigeait ; et, quoique ce dernier cas ne puisse jamais arriver dans une banque qui n'a livré ses billets qu'en échange de la bonne matière escomptable, la prudence oblige toutefois de le prévoir ". Le premier Consul est visiblement inspiré du modèle de la Banque d'Angleterre. Il y remarque que la Banque d'Angleterre a mis tout son capital au Trésor de Guillaume III. Cette solution paraît à Bonaparte peu favorable au commerce. Mais, en 1808, il donne l'ordre à la Banque d'acheter 875 000 F de rentes, puis en 1809, 7 millions.

sienne sur laquelle elle se situe, et du fait du peu de poids des banques locales dans les provinces, la Banque de France se développe heureusement et jouit d'une influence grandissante, mais le chemin est long.

Suivant la conception napoléonienne qui avait voulu un Trésor complet et autonome, l'Etat français achève, dans la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, la construction d'un édifice doté de mécanismes unifiés, autonomes, et rigoureusement contrôlés. Il maintient son droit régalien de frapper la monnaie, en concédant le droit de l'émission fiduciaire aux banques, spécialement à la Banque de France.

Les deux Caisses d'amortissement et des dépôts et consignations ont été conçues comme deux grands opérateurs complémentaires sur le marché des fonds publics. La Caisse d'amortissement en exécutant sa tâche unique de réduction de la dette publique, est en réalité le premier instrument d'intervention de l'Etat dans le domaine de la régulation monétaire. Dans cette évolution, la position de dépositaire légal, unique et obligatoire qu'occupe la Caisse des dépôts explique nettement certains traits spécifiques du modèle français dans la construction du crédit, et elle illustre en particulier la manière selon laquelle les contemporains conçoivent la circulation fiduciaire.

95

Selon la volonté du législateur de 1816, la Caisse des dépôts et consignations est constituée, en parallèle, comme une sorte de contre-pouvoir de la machine de l'amortissement : elle est chargée de mettre les deniers des citoyens à l'abri de tout acte arbitraire de l'Etat. Cependant, on réduirait singulièrement l'importance de cette édification si on la considérait uniquement comme le signe de bonne foi, maintes fois déclarée en vain, par les princes dans le passé.

Les trois ordonnances de 1816 imposent à la Caisse des dépôts une lourde responsabilité juridique, garder les dépôts des citoyens, et les mettre au défi du temps. Elles la chargent aussi d'une tâche financière écrasante. Au-delà de son objet originel de fournir un lieu sûr pour les dépôts de nature régulière, elle est confrontée très vite à la logique croissante des dépôts irréguliers, dépôts de type bancaire. Ce dernier aspect est surtout illustré par l'obligation à laquelle elle est soumise par la loi de faire fructifier les fonds déposés entre ses mains, qui sont productifs à intérêt. Par conséquent et comme mécaniquement, l'importance de son action sur le marché financier s'accroît proportionnellement avec celle des fonds qui lui sont confiés.

#### *Carence de crédit et carence de dépôts*

Il faut connaître l'état du marché financier de l'époque pour comprendre toutes les difficultés d'un tel rôle. A part quelques valeurs politiques et actions

qui s'étaient sur un marché financier restreint, les autres possibilités de placements étaient quasiment nulles<sup>2</sup>. Ces conditions cruellement contraignantes posaient aux maisons bancaires des obstacles presque infranchissables pour qu'elles pussent développer le service des dépôts à l'intérêt. On faisait l'escompte, mais l'on ne valorisait pas les dépôts : la charge du service de l'intérêt diminuerait les dividendes des actionnaires.

Les historiens d'aujourd'hui comme les contemporains de l'époque constatent les difficultés que rencontre, en France, la vulgarisation des instruments modernes de crédit. Les chèques sont inconnus, la Chambre de compensation n'est créée qu'en 1872, soit avec presque un siècle de retard sur la *Clearing House* d'Angleterre. Jusqu'au milieu du siècle, la circulation métallique est encore dominante dans l'ensemble des transactions<sup>3</sup>, d'autant plus que les billets de la Banque de France s'introduisent mal en province. Les billets de la Banque de France restent alors plutôt un instrument de la circulation commerciale, car ils sont destinés presque exclusivement à représenter la contre-valeur de l'escompte, et d'ailleurs selon des conditions strictes. Par les habitudes de thésaurisation et comme les billets de la Banque de France étaient inconnus à la campagne, de nombreux commerçants et industriels refusaient jusqu'au milieu du siècle les billets de la Banque, en particulier en cas de crise<sup>4</sup>.

96

Cette période de la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle est marquée par l'adoption de la monnaie à cours légal (billets de banque à pouvoir libératoire mais remboursables en monnaie métallique à vue et au porteur). La question de la couverture de l'émission fiduciaire s'impose alors comme la clef de toute circulation. Car toutes les crises financières et commerciales présentent les mêmes symptômes d'une difficile liquidité. Le cortège de toutes ces crises est classique depuis Law et les assignats révolutionnaires et leurs conséquences sont bien connues : les billets dépréciés, l'encaisse dans les banques diminuée, le portefeuille rétréci, les scènes de foule devant les guichets de banque, les déposants réclamant retraits ou remboursements des billets en pièces d'or ou d'argent.

En réalité, le manque de moyens de circulation est l'expression du manque préalable d'un système de dépôts. Au cours de la première moitié du siècle, et quoique essaient de prétendre certains récents historiens, le secteur bancaire souffre du vide des banques de dépôts.

<sup>2</sup> Cf. Alphonse Courtois, *Tableaux des cours des principales valeurs, Paris, 1872*.

<sup>3</sup> Cf. Rist, *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours. Recueil Sirey, 1938, p. 224* : "Le billet de banque ne circule qu'en quantité très faible. En 1840, le total des billets de la Banque de France et des banques départementales ne dépasse pas 250 millions à découvert. Le billet est moins un instrument de crédit qu'un moyen commode de transporter de grosses sommes d'argent." Charles Rist cite les héros de Balzac dont le comportement est imprégné de l'idée des pièces sonnantes et trébuchantes.

<sup>4</sup> *Témoignage de Saint-Paul, ancien manufacturier, à l'Enquête monétaire.*

Dans la tradition des maisons d'escompteurs parisiens, la Banque de France, avant 1853, joue un rôle minime dans le domaine des dépôts. Elle a abandonné l'idée primitive, déclarée dans les deux premiers statuts, de créer une caisse de placements et d'épargne qui aurait dû servir un intérêt à toutes les valeurs déposées<sup>5</sup>. Le décret impérial du 3 septembre 1808 a stipulé la réception, par la Banque de France, des dépôts comprenant les effets publics nationaux et étrangers, les actions, contrats et obligations de toute espèce, les lettres de change, billets et tous engagements à ordre et au porteur, y compris les lingots d'or et d'argent, les monnaies d'or et d'argent nationales et étrangères et les diamants. Jusqu'en 1853, la Banque n'accepte les dépôts libres sur titres qu'à Paris. Le niveau maximum de ces dépôts (1853) ne dépasse pas 80 millions de francs<sup>6</sup>.

Selon l'étude de M. Lévy-Leboyer, la part des dépôts dans la masse monétaire (par rapport aux monnaies métalliques et fiduciaires) représente 11,4 % en 1820-1824. Cette proportion n'est sensiblement améliorée qu'en 1865-1869 (14,4 %) pour atteindre 26,7 % vers la fin du siècle<sup>7</sup>. L'évolution des comptes courants dans les banques décrit par un autre biais la faiblesse de la monnaie scripturale. La moyenne des comptes courants à la Banque de France est en 1800 de moins de 10 millions de francs; sous le Second Empire, ce poste atteint, en 1860, le chiffre de 200 millions de francs<sup>8</sup>. Dans cette progression lente, la carence des dépôts est vivement ressentie, mais il faut attendre le Second Empire pour assister à un véritable changement dans l'organisation de la collecte des dépôts par le secteur bancaire.

La carence des dépôts entraîne des effets contraignants sur le développement du crédit commercial. Sans l'assise solide des dépôts, les opérations en escompte, change, virement, avance sur titres, sont nécessairement assujetties aux aléas des affaires. Un tel propos était d'autant plus fortement souligné par les hommes des deux siècles précédents que les faillites, les banqueroutes précédaient inéluctablement du manquement à restituer les dépôts confiés. En effet, sous le régime de l'étalon métallique, l'inflation n'est qu'un moyen désespéré de camoufler la difficulté à remplir les engagements sonnants et trebuchants.

A la même période, à côté de la carence totale des dépôts bancaires, la formation du circuit de la Caisse des dépôts représente une nouveauté absolue, en constituant le plus grand réservoir de dépôts de la France.

5 L'article 5 des premiers statuts du 28 pluviôse an VIII et la loi du 24 germinal an XI qui définit les statuts fondamentaux de la Banque.

6 Cf. Octave Noël, Les banques d'émission en Europe, Paris, Berger-Levrault, t. I, 1888, pp. 158-159.

7 Cf. Maurice Lévy-Leboyer, Crédit et monnaie : apprentissage du marché. Dans E. Labrousse et F. Braudel, Histoire économique et sociale de la France, PUF, 1976, t. III, 1 vol., pp. 408-409. Les chiffres cités comprennent les dépôts des banques d'émission, quatre banques et trois sociétés créées après 1850.

8 Cf. O. Noël, *ibid.*, 1888, p. 184.

*Signification financière de l'apparition d'un dépositaire*

La loi a imposé à la Caisse des dépôts le service de l'intérêt aux dépôts (3 % pour les dépôts volontaires) mais n'a pas prescrit l'emploi qu'elle devait faire de ses fonds, comme elle n'a jamais fait depuis. La tâche de la Caisse était extrêmement délicate et périlleuse. La rémunération à l'intérêt attirait les capitaux frustrés par la mauvaise rentabilité dans les banques, la Caisse se voyait devenir le dépositaire général autant par la loi que, *de facto*, par la situation de la place. Cependant, la Caisse ne pouvait pas se lancer dans la spéculation, ne fût-ce uniquement que pour restituer les fonds avec l'intérêt dû, sans exposer au péril les fonds qui lui étaient confiés. En outre, en cas de crise, elle ne pouvait pas compter sur l'institut d'émission, car alors celui-ci était soumis aux contraintes du régime de la monnaie convertible, et il aurait eu le premier les difficultés en liquidité. D'autre part, elle ne pouvait pas non plus opérer avec insouciance sur le marché des fonds publics comme une institution privée, au risque de compromettre le crédit de l'Etat. Rien n'explique mieux que le procès-verbal du 5 mai 1820 de la Commission de surveillance de la Caisse, la gestation d'une stratégie financière à long terme sous cette double contrainte. La Commission de surveillance (dont fait partie le gouverneur de la Banque de France) a suggéré que la Caisse développe sa propre politique sur le marché à long terme, et qu'elle ne s'illusionne pas sur le recours à la Banque pour pallier ses difficultés<sup>9</sup>.

Dans les années qui suivent sa création, le domaine d'action de la Caisse des dépôts est considérablement élargi pour former un circuit qui monopolise, par son statut de dépositaire légal, une masse de flux financiers sous forme de dépôts volontaires, de consignations, de comptes courants des établissements publics, et de toutes les institutions de prévoyance populaires que le système bancaire ordinaire lui abandonne alors très volontiers (caisses d'épargne, sociétés de secours mutuels, caisses de retraites, etc.). La masse d'opérations annuelles de la Caisse de dépôts atteint, dans les années 1840, plus de deux milliards de francs. Cette masse des dépôts est pourtant strictement séparée de l'aire du crédit commercial. En outre, le réseau de la Caisse des dépôts couvre en fait la plupart des domaines du Trésor, mais avec la différence que la Caisse joue seulement le rôle de gestionnaire, tandis que le Trésor dispose du ressort d'allocations (fonds de retraites des fonctionnaires, fonds de divers établissements publics, pensions de la Légion d'honneur, fonds de militaires, etc.)<sup>10</sup>.

Très curieusement, au XIX<sup>e</sup> siècle, les dépôts effectués dans le circuit de la Caisse ne sont pas inclus dans la statistique des dépôts bancaires et cette omission obéit probablement à plusieurs raisons : d'abord, la Caisse des dépôts est

<sup>9</sup> Voir dans l'annexe l'extrait de ce texte.

une institution difficilement assimilable aux autres établissements bancaires, car elle opère de façon très différente et dans des domaines exclusifs ; ensuite et par conséquent, le circuit de la Caisse n'est pas considéré par les économistes du siècle dernier comme un facteur intégrant des flux bancaires et elle n'est pas incluse dans leur analyse monétaire. Il existe bien des statistiques officielles sur les caisses d'épargne et les autres institutions de prévoyance, mais cette masse de ressources reste hors des circuits bancaires ordinaires.

#### *La Caisse des dépôts et les questions monétaires*

A mon avis, cette omission rend compte d'abord d'une différence en matière de terminaison financière du fait de la compartimentation du système de crédit. Captant et mobilisant une certaine gamme de ressources financières mais qui sont sans cesse croissantes, elle se constitue, *de jure et de facto*, comme le plus grand dépositaire dans le système financier. D'où le rôle problématique de la Caisse des dépôts, en tant que dépositaire légal, dans ce système polarisé. L'institution a connu une obscurité épaisse au XIX<sup>e</sup> siècle par sa nature atypique : elle est absente dans la plupart des traités sur l'économie politique, sur la banque et sur la monnaie. Par contre, elle a eu une célébrité dans les spéculations politico-idéologiques contradictoires qui cherchaient à trancher la question de l'Etat et de l'individu. Or, la position paradoxale de la CDC révèle non seulement de la compartimentation du système de crédit français, mais aussi de celle de sa représentation conceptuelle. Le long terme et la sécurité, ces deux logiques devenues les valeurs de l'institution, sont en réalité depuis sa naissance deux données fondamentales de la question du crédit et de la monnaie.

99

Les questions monétaires étaient nombreuses au XIX<sup>e</sup> siècle : les instruments du crédit bancaire (billets, chèques, virements) et leur acclimatation, puis la réserve de garantie ou la couverture métallique, le taux d'escompte, les paiements internationaux et le change confrontés au mouvement du volume des métaux précieux, l'extension du réseau bancaire et la spécialisation sectorielle du crédit, le monométallisme et le bimétallisme, etc. Autant de questions qui s'enchaînent l'une à l'autre et que les financiers méditent dans l'appréhension des crises périodiques.

Les hommes de divers horizons - économistes, banquiers, administrateurs et hommes d'Etat - discutent longuement sur le fondement de la circulation fiduciaire et s'interrogent sur ses limites. Le billet de banque est-il une vraie monnaie ou simplement un substitut, non définitif, de la monnaie métallique lancée dans la circulation ? Les uns voient comme une perspective certaine

le remplacement des métaux par le papier, les autres sont persuadés que l'or et l'argent resteront les monnaies désignées par Dieu, de toute éternité.

Pour la carence du crédit et celle des dépôts, la solution proposée unanimement par les économistes du temps est d'étendre le crédit au lieu de le restreindre, malgré la diversité de leurs conceptions monétaires. Mais l'extension de la monnaie fiduciaire entraîne des contraintes délicates, d'ordre technique et d'ordre théorique. Il faut décider de l'unification de l'émission, du volume d'émission, de la coupure des billets, de la proportion de la réserve métallique, etc. La problématique revient à rechercher les conditions optimales de la monnaie fiduciaire et la meilleure contrepartie de l'émission fiduciaire. Cette question qui est aujourd'hui définitivement tranchée n'était en aucune façon clairement analysée à l'époque. L'or et l'argent sont naturellement considérés comme la garantie ultime des billets qui les représentent. Cependant, il est illusoire de couvrir toute émission d'une réserve métallique équivalente. Il faut donc trouver d'autres garanties. Les effets commerciaux (billet à ordre, lettre de change, traite, etc.) apparaissent comme des garanties relativement sûres si les débiteurs sont de bonne réputation et si le terme de la créance est court. On parle alors de *papier solide*.

100

La stratégie de la Banque est fondée essentiellement sur une logique de court terme que les historiens aiment à stigmatiser<sup>10</sup>. Quelques mesures prises par elle en sont la traduction précise : l'exigence draconienne de trois signatures pour les papiers présentés à l'escompte, ou l'échéance maximum de trois mois, des billets à grosse coupure<sup>11</sup>. Par ailleurs, les billets ne sont exigibles qu'à Paris. Jusqu'à la Révolution de 1848, la coupure est de 1 000 F pour Paris. La valeur élevée de ses billets montre que sa circulation fiduciaire se limite à une population commerciale, capitaliste, une population riche. Elle les préfère pour plusieurs raisons, dont une sécurité plus grande dans la conservation et la commodité dans les transactions importantes<sup>12</sup>.

Pour assurer la convertibilité de ses billets, la Banque adopte la méthode qui correspond à la nature de la contre-valeur de ses billets : son portefeuille est essentiellement formé d'effets commerciaux à courte échéance. La Banque croit d'abord à la nécessité de veiller sur le rapport entre la circulation fiduciaire et l'encaisse métallique puis elle doit s'attacher à la réalisation régulière aux échéances prévues de son portefeuille, ressort de sa solvabilité. Tout joue sur le court terme. " *Le moyen et le long terme*, dit B. Gille, *étaient à peu près impraticables* " <sup>13</sup>. B. Gille souligne la marge de manoeuvre très étroite de la

10 Cf. Robert Bigo, La Caisse d'escompte (1776-1793) et les origines de la Banque de France, Paris, PUF, 1927. B. Gille, La banque et le crédit en France de 1815 à 1848, PUF, 1959.

11 Les créations des billets à coupures différentes sont les suivantes : en 1800 : 500 F et 1 000 F pour Paris, 250, 500 et 1 000 F pour les autres villes ; en 1846, 5 000 F ; en 1847, 200 F ; en 1848, 100 F (350 millions). Il faut attendre 1857 pour l'émission des billets de 50 F et en 1880, pour les 5, 10, 20 et 25 F.

12 Cf. Octave Noël, Les banques d'émission en Europe, t. 1, 1888.

13 B. Gille, La banque et le crédit en France de 1815 à 1848, Paris, PUF, 1959, p. 105.



Banque dans l'extension du crédit de par le fait qu'elle fonde ses émissions sur la gestion de l'escompte.

En tout cas, la longue absence d'une banque centrale en France signe le peu d'enthousiasme pour une banque des banquiers : la Banque de France ne devient une banque centrale que bien plus tard, au cours d'une crise révolutionnaire, quand elle imposera l'unification monétaire par le cours forcé de ses billets et quand elle couvrira la France de ses succursales. Elle le devient, en particulier, quand elle est enfin associée plus étroitement, par le biais du financement de l'industrialisation et de la guerre, à l'action croissante de l'Etat pour élaborer une véritable politique monétaire.

Les billets et les effets commerciaux conservent une affinité naturelle avec les métaux. Dans le premier cas, le papier n'est autre chose qu'une sorte de délégation représentant les métaux. Dans le deuxième cas, l'escompte n'a d'autre mission que de transformer en liquidité les effets commerciaux qui sont une promesse de paiement.

Ces deux premières options s'adressent aux objets tangibles ou temporellement perceptibles. Or, ni les uns ni les autres ne jouissent d'une stabilité parfaite : les métaux précieux d'une nation peuvent être disproportionnés par rapport à sa richesse réelle, les fluctuations dans la balance commerciale provoquent des entrées et sorties des métaux. La solvabilité dans le commerce est tout aussi incertaine, les aléas des récoltes, les risques du transport ou les faillites compromettent non seulement le commerçant et l'entrepreneur, mais aussi les portefeuilles chez leurs banquiers.

La dernière option porte sur les fonds publics. C'est là que commence la véritable difficulté car le marché des fonds publics comporte des valeurs à différentes terminaisons : les bons du Trésor, les traites, les obligations constituent le marché à court et à moyen terme, le marché de la rente est dominé exclusivement durant le siècle par la rente perpétuelle. Par son volume et par son rendement, la rente perpétuelle est la référence principale du marché des fonds publics.

Du point de vue technique, si la terminaison d'une valeur publique est longue, elle n'est plus sur le marché monétaire car elle est considérée " immobilisée " en placement financier. Si la terminaison est courte, comme les bons et les traites du Trésor, encore faut-il se demander dans quelle condition ces valeurs sont réalisables, selon la stabilité du marché et le rendement de la valeur. Du point de vue théorique ou même politique, la question se pose de savoir si une banque d'émission peut fonder ses billets sur la dette de l'Etat. Celui-ci, soumis à des besoins urgents, n'entraînera-t-il pas la banque d'émission dans les excès de l'émission, drainant la réserve métallique, et par là provoquant la dépréciation des billets de la banque ?

A toutes ces questions, les expérimentations du xviii<sup>e</sup> siècle en France semblaient donner une réponse négative. Or, les expériences du passé, au siècle des Lumières, suggèrent la prise en compte d'un facteur apparemment sans lien avec la discussion sur la circulation fiduciaire. Il s'agit précisément du rapport entre la banque d'émission et les finances publiques, rapport qui se traduit concrètement par l'interrogation sur la fonction éventuelle de dépositaire général dévolue, ou non, à la banque d'émission.

En outre, la conception de la monnaie fiduciaire est très différente de celle que nous avons de nos jours. Les billets de la Banque ne sont nullement l'expression unique de la monnaie fiduciaire comme on l'entend aujourd'hui des billets de la Banque de France, mais, à l'époque, tous les signes transmissibles des valeurs commerciales comme lettre de change, billet à ordre, traite. Les effets publics - bons, rentes, obligations que nous classerions aujourd'hui comme une quasi-monnaie, dans l'agrégat de M4 ou dans les agrégats de placements P2 - occupent une place importante comme moyens de circulation. Et très tôt, les effets publics jouent un rôle monétaire avant même l'introduction des billets bancaires.

Historiquement, le crédit à long terme a incontestablement pour berceau la dette publique. Sans me livrer ici à un trop long développement, je me bornerai à poser comme postulat un énoncé du rapport entre la dette publique et la circulation fiduciaire. La dette publique dont la cause première fut le financement des guerres est un facteur déterminant dans le développement de l'émission fiduciaire par une banque centrale. Car, sous le régime de la monnaie métallique, le premier effet des emprunts publics est le drainage des ressources métalliques du secteur productif. Les institutions financières qui soutiennent l'Etat sont conduites à développer considérablement l'émission fiduciaire pour couvrir le vide laissé par le départ des monnaies métalliques, soit expédiées à l'étranger, soit dispersées dans la circulation. Il n'est pas exclu, certes, d'ajouter l'explication économique traditionnelle qui voit dans l'innovation des instruments fiduciaires une réponse surtout aux besoins commerciaux avec, par exemple, les facilités qu'offrent les billets bancaires. Cependant, les grandes expérimentations des instruments fiduciaires ont toutes reçu dans le financement des guerres par emprunts publics l'impulsion la plus stimulante. Dans ce sens, la monnaie n'est jamais neutre ni ne peut être considérée comme un reflet passif du développement économique "normal". Pourtant, ce rapport présente des difficultés techniques et entraîne des conséquences d'ordre politique et culturel. Chaque peuple, engagé sur cette voie commune vers le crédit moderne à tra-

vers l'économie de guerre, apporte des réponses propres à son génie national et construit des appareils de crédit qui expriment, néanmoins et de façon caractéristique, les mêmes logiques.

Comme contrepartie de cette émission fiduciaire (*compulsory notes*) se constitue alors le marché à long terme représenté par la dette publique (la rente perpétuelle, et plus tard les rentes viagères, les annuités à long terme). Ce marché à long terme doit non seulement son origine à des besoins monétaires essentiellement non commerciaux, mais il reste un facteur important dans l'évolution monétaire.

En France comme en Angleterre, le Trésor exerce un rôle monétaire par défaut des moyens de circulation efficaces dans les premières heures du crédit bancaire. Sous l'Ancien régime, les billets divers émis par le gouvernement portaient un caractère véritablement fiduciaire (billets au comptant, billets de l'épargne, billets d'Etat, billets de l'extraordinaire des guerres, billets des trésoriers de la marine, billets de receveurs généraux, promesses de la Caisse des emprunts)<sup>14</sup>. C'étaient des effets escomptables, représentatifs du numéraire, endossables par un tiers, donc des moyens de paiement. Soit pour faciliter les paiements fiscaux, soit pour distribuer la prestation budgétaire, soit pour des dépenses, le Trésor joue un rôle actif dans l'extension de la circulation monétaire par les traites, les bons, les mandats sur ses correspondants répartis sur tout le territoire. Si l'on comprend la monnaie fiduciaire comme une promesse de payer en espèces à vue, ces effets peuvent faire véritablement office d'instruments fiduciaires, au cas où les billets bancaires feraient défaut et sous la condition d'une réalisation facile. Durant le Premier Empire, le Trésor, qui porte le nom de Caisse de service à l'époque, émet les bons, les mandats sur les receveurs territoriaux pour remédier justement à la carence des moyens de circulation<sup>15</sup>. Les traites que le caissier-payeur central du Trésor titre sur lui-même sont de véritables valeurs représentatives du numéraire. Les billets de l'Echiquier émis par le Trésor britannique et mis en circulation par la Banque d'Angleterre, depuis 1709, avaient joué le même rôle.

Les fonds des communes, des établissements publics, des comptables et des porteurs de bons du Trésor, constituent un réseau considérable de dépôts pour le Trésor. Par les 86 services de recettes générales, par les comptoirs auxiliaires chez tous les receveurs d'arrondissement et même dans les perceptions de

<sup>14</sup> Les billets au comptant étaient équivalents aux billets à ordre qui étaient facilement escomptés par les traitants financiers, qui devaient être acquittés de préférence à toute autre dette par les détenteurs de deniers publics. Les billets de l'épargne étaient une sorte d'obligations dont le paiement était assigné sur l'épargne du roi. Les billets d'Etat ont été créés au début du règne de Louis XV ; le roi s'engageait à les payer sur les revenus généraux de l'Etat. Les compagnies financières sous l'Ancien régime pouvaient aussi émettre les billets comme contre-valeurs de la dette publique sous leur propre responsabilité, tels que les billets de l'extraordinaire des guerres, billets de trésoreries de la marine, billets de receveurs généraux, promesses de la Caisse des emprunts.

<sup>15</sup> Pour l'histoire du rôle monétaire du circuit du Trésor, voir François Bloch-Lainé et Pierre de Vogüé, *Le Trésor public et le mouvement général des fonds*, Paris, PUF, 1960.

toutes les communes, le mécanisme embrasse la France entière, sans enchaîner les virements de fonds du Trésor au mouvement industriel et commercial. La concurrence des agents du Trésor contribue à abaisser les taux d'escompte en province. Parfois, les comptables locaux du Trésor accordent des subsides aux particuliers du commerce, mais en revanche, les receveurs généraux profitent, en cas de nécessité, des ressources du crédit des établissements locaux pour compenser les retards des rentrées de l'impôt.

Lorsque les capitaux réels en argent sont transformés en rente, les détenteurs du titre perdent la faculté de réclamer auprès de l'emprunteur le remboursement intégral. La seule possibilité de réaliser en liquidité est de revendre la rente à la bourse. Pour l'Etat emprunteur, la rente comme toutes les autres valeurs à long terme présente un avantage certain. La seule contrainte pour l'Etat emprunteur est de servir l'intérêt annuel. Cette dépense est prévue dans le budget annuel comme un service régulier.

Le ratio entre le montant du capital nominatif et celui des arrérages, tel qu'on l'observe au XIX<sup>e</sup> siècle, est d'environ 20/1<sup>16</sup>. Ce ratio mesure la force du freinage opéré sur la tension fiduciaire. Car, contrairement au cas de billets bancaires remboursables à vue et au porteur, les titres de rente ne sont pas soumis à la même pression de demande de remboursement. Ils présentent également des avantages par rapport aux autres effets commerciaux à court terme. Ceux-ci comportent un danger réel pour les banquiers escompteurs, parce que le portefeuille risque une incapacité de réalisation en cas de perturbation commerciale. De plus, les porteurs de billets ne viennent, en général, réclamer le remboursement ou retirer leurs dépôts qu'au moment où le portefeuille des banques se trouve gelé.

Le marché de la rente joue aussi un double rôle économique et monétaire. Comme lieu de formation de l'épargne, le marché de la rente attire les capitaux par un revenu fixe et une sécurité garantie. Jusqu'à l'entre-deux-guerres, la rente perpétuelle reste un placement par excellence pour attirer les épargnes qui cherchent la sécurité. Comme lieu de distribution de capitaux, le marché de la rente offre aux épargnants le cadre physique de la réalisation de la liquidité. Ce rôle était particulièrement important dans une époque où il était impossible d'établir des liens directs entre la formation de l'épargne et l'investissement : les canaux physiques qui reliaient ces deux domaines étaient largement construits sur le marché de la rente.

Le marché des fonds publics et le circuit du Trésor sont donc, à l'époque, dotés d'une instrumentation quasi monétaire. Les saint-simoniens et Laffitte ont compris, dès la Restauration, l'importance de cette ressource. Pour Laffitte, l'expansion du marché de la rente prépare le démarrage industriel en quête

<sup>16</sup> On peut obtenir ce ratio à partir de la proportion entre le montant nominal de la dette et le montant de la dette exigible.

de capitaux. La rente permet de démocratiser les valeurs mobilières en intégrant des individus qui restent à la marge du circuit financier et qui ont l'habitude de la thésaurisation. Avec la rente, les ressources éparses entrent dans un canal de collecte des épargnes et elles sont susceptibles d'être employées *reproductivement*. Devenu le collecteur des épargnes, et attirant vers lui les capitaux, l'Etat se voit affecté d'une fonction historique de servir à *l'oeuvre universelle de la production*<sup>17</sup>. Partageant la même vision du crédit industriel, les saint-simoniens voient dans le développement du marché des fonds publics une force motrice du progrès<sup>18</sup>. P. Enfantin va jusqu'à préconiser un système d'emprunts publics généralisé en vue de construire le crédit à long terme autour du marché des fonds publics, indispensable à la réalisation de la doctrine saint-simonienne de la civilisation industrielle<sup>19</sup>.

#### *Le circuit à long terme de la Caisse des dépôts et son rôle monétaire*

Pour des raisons historique et sociale, la Caisse des dépôts est intimement liée au marché à long terme. Théoriquement, elle n'est pas douée expressément d'un quelconque rôle régulateur. Les placements qu'elle opère influencent uniquement le marché des fonds publics et des valeurs garanties par l'Etat : la rente, les bons du Trésor, les obligations des chemins de fer, des canaux, et les annuités. Certes, la Caisse n'est pas, pour autant, le seul intervenant institutionnel sur le marché de la rente. Les banques, spécialement la Haute banque, restent les partenaires quasiment exclusifs du Trésor dans les émissions des trois décennies, à partir de 1816. La Caisse des dépôts opère plutôt en aval en captant les rentes en circulation au nom de ses clients. Sur le plan institutionnel, la

105

17 B. Gille a donné une interprétation excellente de l'idée de Laffitte : " Laffitte avait compris qu'il fallait faire sauter les barrières et les cloisonnements et réunir les capitaux en une seule masse pour compenser les insuffisances des uns avec l'abondance des autres, pour trouver un équilibre dans une généralisation des circuits monétaires. C'est là que les banques pouvaient jouer un rôle essentiel... L'accroissement de la circulation ne pouvait se faire par l'émission de billets de banque, la Banque de France possédant un privilège qu'elle partageait déjà malaisément avec les banques départementales. On créa donc des billets à échéances et à l'intérêt pour drainer les épargnes improductives. On n'accroissait pas la masse de numéraires mais celle de circulation en réintégrant dans celle-ci tout ce que la thésaurisation en avait retiré. En organisant les mandats, la vitesse de circulation de cette masse monétaire était, en outre, accrue. " (p. 377) Il convient d'ajouter que l'idée de Laffitte sur le crédit bancaire est inséparable de son idée sur le crédit public. Laffitte voulait, comme le baron Louis, ou les saint-simoniens, généraliser la circulation de la rente comme instrument défricteur du crédit à une époque où le crédit bancaire était insuffisant pour les besoins de la circulation.

18 Dans un ouvrage publié par plusieurs saint-simoniens (Opinions littéraires, philosophiques et industrielles, Paris, Galerie de Bossange, père et fils, Imprimerie de Lachevardière fils, 1825, 392 p.), les auteurs soulignent le rôle économique du marché des fonds publics : " Depuis 1817, époque de l'établissement du système de crédit en France, presque tous les Etats de l'Europe l'ont également adopté avec plus ou moins de modifications. Les chefs de la banque ont été partout à la tête des emprunts publics : leur crédit personnel, leurs richesses ont pris un accroissement considérable, mais leurs succès ont tourné au profit de toute l'industrie. Ils ont crédité davantage le travail, directement par des crédits ouverts aux industriels, ou indirectement par la voie des circulations devenus plus rapides à cause du mouvement des fonds publics, et par l'extension donnée aux opérations des banques. " (p. 181)

19 Prosper Enfantin, Du système d'emprunt comparé à celui des impôts. Dans Le Producteur, t. III, pp. 215-252. C'est ainsi qu'une fois ayant mis en place le Crédit mobilier, Emile Pereire déclare que : " Le Crédit mobilier deviendra, pour les Compagnies et spécialement pour celles de chemins de fer, ce que la Caisse des dépôts et consignations est aujourd'hui pour les communes ", cité par Vergeot, *ibid.*, p. 133.

Caisse reste cependant le plus grand intervenant<sup>20</sup>. Et elle exerce une action singulièrement importante sur la formation de la masse monétaire par son importance unique dans la structure des dépôts et par trois biais.

1. Transformation des capitaux à court terme à long terme. Toutes les mesures qui la concernent tendent à construire un mécanisme à long terme pour faire face aux menaces permanentes des retraits. Considérée sous le rapport de la terminaison, elle opère en permanence la transformation de ses dépôts : placements en valeurs à long terme, consolidation des dépôts à vue en rentes, en particulier les dépôts à vue des caisses d'épargne<sup>21</sup>, création des dépôts à terme sur contrat. A cet égard, les fonds de prévoyance de caractère assurantiel (Caisse des retraites, par exemple) constituent un moyen efficace pour le crédit public de se soustraire à l'éventualité des retraits en numéraire.

2. Soutien à la dette flottante. Une contribution importante de la Caisse des dépôts au maintien de la stabilité monétaire est son rôle dans la dette flottante de l'Etat. A la différence du rapport Banque de France-Trésor, la Caisse des dépôts se constitue débiteur du Trésor par plusieurs comptes courants. Cette ressource permanente évite au Trésor de faire appel à l'institut d'émission et de provoquer un excès de la circulation fiduciaire. Ici encore, par une voie indirecte, la Caisse des dépôts contribue à la stabilité monétaire du pays.

3. Complément nécessaire de l'*open-market*. Les deux grands intervenants sur le marché de la rente, la Caisse d'amortissement et la Caisse des dépôts, opèrent de manière différente et pour des motifs particuliers. La Caisse d'amortissement est un instrument de l'*open-market* dont on doit la première formulation explicite à Ricardo<sup>22</sup>, la première tentative avortée de mise en pratique, à Villèle, en 1824. Il ne s'agit pas d'un simple moyen financier pour réduire, selon la vieille idée du *Sinking Fund* et des caisses françaises du XVIII<sup>e</sup> siècle,

20 La part du réseau de CDC dans la rente inscrite (perpétuelle) au Grand livre (en % et suivant le classement des propriétaires)

	1830	1865	1870
Réseau de CDC-Trésor	27,3	29,0	32,0
Porteurs particuliers	66,5	66,8	65,4
Autres institutions	6,2	4,2	2,6

. D'après les *Comptes généraux des finances*.

. Sans compter les rentes immobilisées par la Caisse d'amortissement.

. Le réseau de CDC-Trésor comprend les fonds de retraites, Légion d'honneur, établissements publics et religieux (y compris les rentes départementales, titres nominatifs créés par la loi du 14 avril 1819 et dont la circulation a été opérée par les correspondants du Trésor dans les départements), tontines, caisse des retraites, caisses d'épargne, caisse des invalides, caisses de dotation, etc.

. Les autres institutions comprennent la Banque de France, les banquiers, agents de change, compagnies d'assurances, sociétés diverses, etc.

21 La consolidation des fonds des caisses d'épargne en rente sur l'Etat est un des moyens choisis pour transformer les dépôts à vue en flux à long terme. Le gouvernement de la Monarchie de Juillet consolide en rente près de 300 millions des fonds appartenant aux Caisses d'épargne. En 1848 et 1849, la consolidation atteint 279 millions. Sous le Second Empire, 208 millions sont encore consolidés en rente. On répète l'opération sous la III<sup>e</sup> République et les fonds consolidés représentent plusieurs milliards à la fin du siècle.

la dette de l'Etat. L'amortissement de la dette publique paraît aux financiers de la Restauration comme Mollien et Laffitte, un instrument efficace du contrôle monétaire, destiné à provoquer l'abaissement du taux d'intérêt, au même titre que le projet de Turgot de centraliser l'escompte par un taux modéré<sup>23</sup>. Cependant, ce moyen connaît vite sa limite vers 1824 : action exclusivement du pouvoir public, elle s'avère onéreuse pour le Trésor dès lors que les cours des fonds publics atteignent le pair mais la proposition de conversion lancée par Villèle est violemment repoussée par la classe politique et financière, en 1825.

Déclarée comme contre-pouvoir de l'amortissement, l'action de la Caisse des dépôts sur le marché ouvert ne va cependant pas pour autant dans le sens de contrarier la Caisse d'amortissement. Bien au contraire, par l'affinité de la nature des opérations qui existe entre les deux caisses, la Caisse des dépôts raffine la technique de l'amortissement dans un " marché fermé " par ce jeu en duo : la Caisse d'amortissement fonctionne sur les dotations budgétaires et son action connaît par là une limite visible ; la Caisse des dépôts, dès les premières années, se concerte avec la Caisse d'amortissement par ses propres achats de fonds publics, et soustrait de la Bourse les titres achetés à la Caisse d'amortissement qui les annule à des conditions équitables. Une opération de cette nature présente des avantages salutaires pour les deux parties : elle permet à la Caisse d'amortissement d'avoir un marché réservé, et à la Caisse des dépôts de trouver toujours les possibilités de réaliser sur le champ les fonds publics détenus dans son portefeuille. La Caisse des dépôts, après que la Caisse d'amortissement aura réduit son action, intervient de plus en plus massivement dans le marché de la rente. La Caisse des dépôts, par ses achats et ventes quotidiens à la Bourse des valeurs à long terme, sert de régulateur monétaire.

Son action n'est aucunement dictée par la considération exclusive d'influencer par son poids sur le marché le cours des valeurs, car elle ne peut, dans aucun cas, omettre dans ses opérations les considérations des intérêts des institutions qui lui sont confiées. Elle ne participe de manière directe à l'opération de l'*open-market* que dans la seule mesure où les fonds qu'elle gère ne subissent pas de dommage majeur. L'équilibre de ces deux logiques se trouve dans une préoccupation sans défaillance du maintien de la stabilité du marché financier, de telle façon que le cours des valeurs à long terme ne porte pas à des conséquences préjudiciables aux effets commerciaux.

<sup>23</sup> Cf. Turgot, " *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses* ", in *Oeuvres complètes de Turgot*, Paris, Guillaumin, 1844. Jacques Laffitte, *Réflexions sur la réduction de la rente et sur l'état du crédit*. Paris, Galerie de Bossange père, 1824, 176 p.

*Le rôle monétaire du circuit à long terme  
dans les moments de crise*

La grande stabilité dans la gestion dont témoigne la Caisse des dépôts, dans ces périodes du XIX<sup>e</sup> siècle, rythmées par des crises financières et politiques, est justifiée par le circuit de long terme dans lequel opère l'établissement. L'expérience de ces crises est d'une signification capitale pour notre propos en ce qu'elle a permis un décloisonnement du système de crédit compartimenté, et a montré l'importance première d'un marché à long terme solide au moment où la convertibilité parfaite de la monnaie fiduciaire est devenue impossible.

La crise qui éclate en 1848 est une crise à la fois économique, financière, politique, sociale. Pour la Banque, le Trésor, la Caisse des dépôts, comme pour toutes les institutions financières, c'est la crise la plus grave du XIX<sup>e</sup> siècle. Dans cette crise, la monnaie métallique disparaît, pendant que les billets bancaires sont partout refusés, les effets commerciaux ne servent plus comme moyen de circulation ni comme gages. Les faillites des banques se multiplient. La Bourse est fermée à cause de l'effondrement de toutes les valeurs. Les impôts ne rentrent pas. La Banque de France et les autres banques d'émission adoptent des mesures restrictives : raccourcissement des échéances, ralentissement de l'escompte, achat de l'or à l'étranger, etc. Mais la pression sur la liquidité défait toutes les procédures de sauvetage.

Les banques commerciales font naufrage par l'excès des prêts et le blocage du portefeuille. Celles-ci viennent auprès de la Banque de France pour obtenir la liquidité, en lui demandant des avances sur les gages de leurs portefeuilles gelés. La Banque, elle-même dans l'embarras, a dû abandonner, en 1848, plusieurs banques d'escompte. Devant la diminution de son encaisse métallique, la Banque a dû choisir entre la liquidation et le cours forcé. C'est ce dernier qui a été adopté par le décret du 15 mars 1848.

Garnier-Pagès, alors ministre des Finances, transmet au gouverneur de la Banque un curieux message : "*Mettez en circulation des petites coupures, elles feront réapparaître les espèces*". C'est l'application à l'envers de la loi de Gresham mais elle n'est pas absurde : Garnier-Pagès voulait dire que si les billets de la Banque débloquaient les petits paiements, la masse des porteurs ne tarderait pas à venir apporter de l'argent contre les billets.

Le cours forcé donne lieu à deux mouvements de flux monétaires, avec les ressources métalliques de la Banque de France, déjà considérablement amoindries<sup>24</sup>. Protégée par le cours forcé, elle verse son avoir métallique au nom de la raison d'Etat ; les billets émis sans couverture métallique vont servir aux transactions commerciales. Mais Garnier-Pagès ne s'est pas trompé.

24 L'encaisse de la Banque (à Paris) tombe, du 26 février au 14 mars, de 140 millions de F à 70 millions. Le jour même où le cours forcé est déclaré, il ne reste dans l'encaisse de la Banque, toujours à Paris, que 59 millions.



En effet, l'entrée et la sortie des espèces à la Banque sont rapides : le mouvement de caisse en espèces de la Banque atteint en l'année 1848 un chiffre sans précédent, 2,6 milliards de francs et 2,3 pour l'année suivante.

Au plus vif de la crise, de février au mois de juin 1848, la diminution des fonds des caisses d'épargne n'est que de l'ordre d'une vingtaine de millions sur plusieurs centaines de millions. Mais le besoin du numéraire était impératif, car, même avec le cours forcé, les coupures des billets de la Banque seraient encore trop importantes pour représenter les petites sommes que réclamaient les clients des caisses d'épargne. Le même problème se pose pour le service du Trésor, la Ville de Paris, les établissements publics, tout comme d'ailleurs pour les ouvriers dans la rue auxquels le gouvernement provisoire devait donner des moyens financiers pour les occuper.

Les mesures extraordinaires opèrent alors un déplacement du numéraire vers le Trésor, la Caisse des dépôts, la Ville de Paris, etc. En accord avec la Banque, cinquante millions d'espèces vont au Trésor, gagés sur les bons et renouvelables sur trois mois (le 31 mars), les autres cinquante millions vont à la Caisse des dépôts (le 5 mai 1848), gagés sur les titres de la rente, remboursables en deux tranches à la fin de 1849. Le gouvernement, toujours pressé par sa politique de l'emploi et pour occuper le plus possible les ouvriers, opère le rachat de chemins de fer, crée les ateliers nationaux, etc., et il est toujours en besoin d'espèces. Il demande de nouveau un prêt de 150 millions d'espèces, gagés soit sur les rentes fournies par la Caisse d'amortissement soit sur celles de la Caisse des dépôts et consignations dont le premier gage " *n'avait point fait mauvaise impression* " <sup>25</sup>. Pour décider la Banque très embarrassée par cette demande, le gouvernement ajoute aux rentes les forêts d'Etat avec faculté de vente comme gages supplémentaires. Sur ces garanties, un traité entre la Banque et le gouvernement est passé le 30 juin. En tout, le Trésor, la Caisse des dépôts, la Ville de Paris et les autres administrations ont sorti de la Banque 260 millions d'espèces.

La Caisse d'épargne de Paris rembourse les déposants par trois instruments : espèces, bons du Trésor, rente sur l'Etat. Ces deux derniers faisaient alors véritablement office de monnaie au même titre que les espèces sonnantes et trébuchantes. Les avances de la Banque de France permettent à la Caisse, pendant la crise, de réaliser rapidement la transformation à l'envers, du long terme au court terme, sans que ce recours provoque d'inflation irréversible, car l'aliénation des rentes retrouve sur le champ sa liquidité et la Banque de France est vite remboursée. Grâce à la solidité des fonds publics sur laquelle la Caisse avait travaillé continuellement, elle a pu réaliser, sans grande difficulté même au cours des crises, et obtenir la liquidité en vendant méthodiquement les titres

<sup>25</sup> Cf. Gabriel Ramon, Histoire de la Banque de France d'après les sources originales, Paris, Bernard Grasset, 1929, p. 234.

auxquels la masse affolée des souscripteurs préfère le numéraire. Même la Banque souhaite maintenir le cours forcé jusqu'à ce que les engagements publics soient remplis. Autrement dit, jusqu'à ce que le drainage du numéraire par le marché des fonds publics soit réalisé.

Certes, les solutions adoptées successivement par le gouvernement provisoire et la Constituante ont certainement un caractère improvisé, en particulier les méthodes employées, scandaleuses aux yeux de certains contemporains, à ne rembourser aux déposants des caisses d'épargne qu'une partie en numéraire. Cependant, dans le blocage total des instruments de circulation ordinaires, l'utilisation des bons et des rentes comme moyens de circulation permet de remplacer la monnaie fiduciaire qui n'est plus valable et de freiner la tension pour garantir la liquidité dont la réalisation totale était impossible même avec les avances de la Banque. Au milieu des banqueroutes multipliées, le réseau de la Caisse des dépôts a pu sortir de la crise en gardant intacte sa crédibilité.

Les mesures expéditives adoptées durant la crise de 1848 deviendront une référence pour les autres crises qui vont survenir dans d'autres circonstances. La même procédure de sauvetage va se répéter dans la crise de 1870-1871 : on y emploiera encore la quasi-monnaie (bons, rentes) pour soulager la pression de la liquidité. En même temps, les effets publics auparavant immobilisés vont à la Banque pour servir de couverture de ses émissions. Depuis cette date, on appelle le système clause de sauvegarde. Dans son rapport sur l'opération de 1870, la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts proclame " *l'excellence de ce système qui substitue à des valeurs presque immobilisées, dont la réalisation en temps de crise ne peut se faire qu'avec perte, des valeurs d'un recouvrement régulier et certain qui ne peuvent subir aucune diminution* ". Et un financier hostile à ce procédé préférera une autre expression moins flatteuse : l'échelonnement d'exigibilité <sup>26</sup>.

Mais rien de plus édifiant : la crise réalise en peu de temps une profonde restructuration du système financier français. Sortant de cette crise, la France dispose d'une véritable banque centrale jouissant du monopole de l'émission. La Banque de France se voit fortuitement devenir la banque unique par l'absorption de neuf banques départementales - les banques de France à petit pied. Le compte courant du Trésor à la Banque s'étend aux succursales, il était jusqu'alors limité à Paris. La loi du 9 juin 1857 double le capital de la Banque et prescrit un versement de 100 millions de francs au Trésor en échange d'une inscription de rente inaliénable : 3 % de 4 millions. Les billets à petites coupures entrent dans la circulation. Le Comptoir national d'escompte annonce la généralisation des banques des dépôts sous le Second Empire. Les institutions de prévoyance populaires (sociétés de secours mutuels, caisses de retraite, cais-

<sup>26</sup> André Mougenc de Saint-Avid, La Caisse des dépôts et consignations, son rôle financier et social, Paris, E. Giard et E. Brière, 1910, p. 101 et s.

ses d'assurance en cas de décès et en cas d'accident, etc.) vont se multiplier et elles entreront l'une après l'autre dans le circuit de la Caisse des dépôts.

L'acceptation du cours forcé, l'émission sur les pages des effets publics, dérangent pourtant profondément la philosophie monétaire observée par la Banque de France depuis sa création. Longtemps après la crise, le rapprochement désormais irréversible entre la Banque de France et l'Etat reste un sujet particulier de contentieux. Beaucoup d'économistes de l'âge romantique sont allés jusqu'à comparer la conduite de la Banque de France dans la crise de 1848 à celle de la Caisse d'escompte sous Necker<sup>27</sup>. Même le comte d'Argout, le gouverneur de la Banque de France en 1848, appelle les émissions des billets sur les bons du Trésor et les autres valeurs publiques " des dispositions insolites "

Cette difficulté d'une réflexion théorique en matière de crédit à long terme est un trait caractéristique proprement français, par opposition notamment aux conceptions anglaises de la même période<sup>28</sup>. La dette publique est traditionnellement vue comme un facteur exogène, sinon négatif, pour toute innovation financière privée. Les souvenirs de Law, de la Caisse d'escompte, des assignats, obsèdent encore et toujours les banquiers. L'incompatibilité entre la Finance (de l'Etat) et le Commerce, selon l'expression de Pâris-Duvergne, est irréductible. Durant le XIX<sup>e</sup> siècle, les économistes libéraux réitèrent inlassablement cette vieille thèse.

111

#### *La Banque d'Angleterre : Fund of Credit*

Pour illustrer plus clairement cette question, je prendrai l'initiative d'un détour en appelant une comparaison avec le cas de la Banque d'Angleterre, trop souvent et trop partiellement perçue comme l'équivalent de la Banque de France. Le système français et le système anglais livrent deux conceptions profondément différentes, et dont la comparaison permet précisément de dégager ces liens que j'observe entre le crédit à long terme et la circulation fiduciaire. Par l'examen des différences fondamentales qui sous-tendent les deux modèles, je voudrais apporter une réflexion, d'une part, sur la logique singulière du mécanisme Caisse des dépôts au sein d'un système de crédit polarisé et, d'autre part, sur les conséquences pour le développement de la monnaie fiduciaire en France, dans la période qui va de la Restauration au Second Empire, conséquences induites par son isolement, en marge du secteur bancaire commercial.

27. Cf. *Gustave du Puyrnodé*, L'Administration des finances en 1848 et 1849, Paris, Joubert et Guillaumin, 1849, 128 p.  
28. Cf. *J.-B. Vergeot*, Le Crédit comme stimulant et régulateur de l'industrie. La conception saint-simonienne, ses réalisations, son application au problème bancaire d'après-guerre, Thèse de doctorat, Faculté de droit de l'Université de Paris, 1918. Voir aussi *B. Gillé*, La Banque et le crédit au XIX<sup>e</sup> siècle, Genève, Droz, 1972 (chapitre sur " Les saint-simoniens et le crédit ")

La Banque d'Angleterre est depuis sa création en 1694 une source permanente d'inspiration pour les Français désireux de moderniser leur appareil de crédit et une étude sur le sujet de l'attraction du modèle remplirait des volumes. Les commis des finances, les ministres, les banquiers, les calculateurs, les publicistes s'adonnent, dans d'innombrables dissertations, entre 1700 et 1850, à l'exploration des secrets de cet établissement qu'Adam Smith avait baptisé "une grande machine d'Etat"<sup>29</sup>. Pendant deux siècles, ni les observations les plus empiriques, ni les spéculations les plus subtiles, n'ont jamais pu dénouer la controverse. En 1900, encore, Paul Leroy-Beaulieu s'étonne des conditions de la naissance et de la croissance de la Banque d'Angleterre, "presque subrepticement, écrit-il, presque à la dérobée, et l'on pourrait peut-être même dire frauduleusement"<sup>30</sup>.

La création de la Banque inaugure en Angleterre le règne de la *dette consolidée (British Consol)*. La circulation des bons de l'Echiquier est aussitôt assurée par la Banque, les prêts à l'Etat et le soutien au financement des guerres conduisent presque automatiquement à l'émission fiduciaire. La Banque émet des *banknotes* comme contrepartie des monnaies métalliques fournies à l'Etat. La Banque a commis, toujours selon Leroy-Beaulieu, le péché originel d'avoir prêté à l'Etat tout son capital, et cette tradition à ses yeux de Français libéral est parfaitement anti-économique car elle se perpétue rapidement et fonde, de fait, les premières émissions fiduciaires.

En réalité, et malgré Leroy-Beaulieu, ce *péché originel* repose sur une ancienne *Fund of Credit Idea*, idée bien répandue en Angleterre à partir du xvii<sup>e</sup> siècle. Avec cette expression, on entend que la garantie du crédit doit être assise sur des fonds très sûrs, et spécialement les fonds publics<sup>31</sup>. Le vocabulaire financier anglais double les termes de *credit of fund* par le mot singulier de *security*. Par *security*, les banquiers anglais comprennent tous les effets de garantie dans le portefeuille d'une banque. Ainsi existe-t-il deux sortes de *securities* : *public securities* (effets publics : rentes, bons, obligations, etc.) et *other securities* (valeurs garanties par l'Etat et d'autres effets, titres déposés, actions par exemple).

Le modèle unifié anglais fait de la Banque d'Angleterre la base des trois instruments de la régulation monétaire : elle constitue à sa manière (rigide au nom

29 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776, éd. de l'Université de Chicago, 1976, Book II, chap. II, "Money".

30 Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des finances*, Paris, Guillaumin, 1899, t. 2, pp. 662 et s. Il est intéressant de noter ce commentaire de Leroy-Beaulieu, qui porte à son comble le paradoxe de la Banque d'Angleterre : "Ainsi ce n'est pas à cause d'une nécessité économique sentie et comprise, c'est à titre d'expédient utile à la couronne, que fut créé le plus grand et le plus solide établissement du crédit du monde", t. 2, p. 663.

31 Cf. Harvey E. Fisk, *English public Finance from the Revolution of 1688*, *Bankers Trust Company Publications*, New York, 1920, 241 p. "There was a theory prevalent in the latter part of the seventeenth century and the early part of the eighteenth century known to economists as the 'fund of credit' idea. It was in pursuance of this idea that the Bank of England was organized. The entire original capital of the Bank as well as part of the deposits were loaned to the nation. This left the Bank as a basis of conducting its business a 'fund of credit' founded upon its loan to the Government" (p. 102).

du *Currency principle*) la réserve métallique ; en tant que banque des banques, elle commence tôt la régulation par le réescompte, dépositaire des fonds d'Etat ou garantis par l'Etat; son action sur le marché des fonds publics est décisive<sup>32</sup>.

En fait, si l'on pose clairement la problématique, il est évident que le modèle anglais implique deux postulats : 1) les fonds qui couvrent l'émission doivent être des dépôts stables, réalisables en numéraire ; 2) si ce sont des dépôts à vue, il faut qu'un mécanisme assure le reflux rapide en cas de retraits. Précisément, les attributions quasi originelles de la Banque d'Angleterre lui permettent de créer cet effet miraculeux. En tant que dépositaire du Trésor, la Banque détient les comptes de l'Echiquier pour les ressources fiscales ; en tant que dépositaire de la prévoyance, elle détient également les fonds des caisses d'épargne par le biais de la Commission de la réduction de la dette publique.

Cette idée *Fund of Credit* resta néanmoins pendant longtemps assez floue dans la perception par les économistes des inconvénients de la dette publique même en Angleterre. D. Hume, au XVIII<sup>e</sup> siècle, a vitupéré vivement les résultats désastreux de la dette publique<sup>33</sup>. Les expériences n'ont que trop prouvé la vraisemblance de sa conclusion et, notamment, la banque de Law, les assignats révolutionnaires, en France, le *Bubble* de la Compagnie de la Mer du sud et le *Restriction Act* (1797) en Angleterre.

Au XIX<sup>e</sup> siècle, les économistes se divisent autour du *Fund of Credit* en deux camps opposés sans que l'affrontement soit vraiment explicite, car la véritable dissension réside dans la conception de chacun sur le rôle monétaire des fonds publics. Les financiers de la Restauration, le chevalier Hennet et Laffitte, par exemple, portent une grande admiration au modèle anglais<sup>34</sup>. La dette publique colossale que l'Angleterre a su manipuler est pour eux la preuve évidente de la puissance du système de crédit de ce pays. D. Ricardo dans un projet de banque nationale, où il pose, le premier, le *Currency Principle*, donne tardivement une consécration à la vieille idée de *Fund of credit* en préconisant de fonder entièrement l'émission fiduciaire sur l'amortissement complet de la dette publique<sup>35</sup>. Mais l'aspect un peu mystique du *Fund of credit* continue longtemps à inspirer des doutes car aucune théorie économique n'a jamais con-

<sup>32</sup> Cette pratique est très ancienne. Cantillon a décrit clairement, dans son Essai publié en 1755, cette action de l'open-market avant la lettre. Cf. Richard Cantillon, Essai sur la nature du commerce en général, 1755, édité par l'INED, 1952. Selon Cantillon, la gestion de la dette publique par le biais de la Banque d'Angleterre est un raffinement de l'art bancaire, qui est plus particulièrement manifeste dans la régulation du taux d'intérêt par l'achat et la vente des fonds publics par la Banque : " Il est donc constant qu'une banque d'intelligence avec un ministre est capable de hausser et de soutenir le prix des fonds publics, et de baisser le prix de l'intérêt dans l'Etat au gré de ce ministre, lorsque les opérations en sont ménagées avec discrétion, et par là de libérer les dettes de l'Etat " ( 170).

<sup>33</sup> Cf. D. Hume, Essai sur le crédit public. Publié en français par Eugène Daire et G. de Molinari, dans Les Mélanges d'économie politique, Paris, Guillaumin, 1847, vol. 1, pp. 71-85.

<sup>34</sup> Cf. le chevalier Hennet, Théorie du crédit public, 1816 ; J. Laffitte, Réflexions, 1824.

<sup>35</sup> D. Ricardo, Plan for a National Bank. La singularité de cet écrit de Ricardo est manifeste dans la proposition de fonder la circulation monétaire d'une part entièrement sur le volume des métaux précieux, d'autre part entièrement sur la dette publique. Dans ce plan composé de 14 propositions enchaînées, Ricardo propose dans la deuxième : " A l'expiration de la charte de la Banque d'Angleterre, en 1833, les commissaires émettront pour 15 millions de monnaie de papier représentant le capital de la Banque prêté à l'Etat, et destinés à acquitter cette dette. L'intérêt annuel de 3 % cessera, et sera annulé à partir de cette époque ". En fait, Ricardo n'a rien inventé et John Law n'aurait pas dit de chose plus audacieuse.

firmé cette théorie. Plus tard, K. Marx, disciple hérétique des économistes classiques, lance la condamnation la plus savante du capital fictif dont l'aberration trouve, pour lui, son expression suprême dans la dette publique. Il est impensable, selon Marx, de mélanger l'ensemble des formes juridiques du droit de la propriété avec les richesses matérielles. Insensé alors de vouloir analyser le procès économique réel dans les mêmes termes que les financiers imprégnés du fétichisme de l'argent, encore moins de se représenter la dette publique dans l'analyse monétaire au même titre que l'or et l'argent<sup>36</sup>. En application de l'acte de 1844 qui divise l'établissement en département d'émission et en département de banque, ces deux parties de la Banque d'Angleterre dressent chacune un bilan séparé. Ces bilans dont les économistes français admirent la clarté remarquable sont l'expression empirique de la vieille idée du *Fund of Credit*, qui traduit un mécanisme fondé sur la circulation des effets publics. Sous ce rapport, les modèles bien connus de bilan des deux départements méritent encore quelques commentaires.

Du point de vue technique, le bilan de la Banque d'Angleterre revient au même que celui qu'adopte la Banque de France. Mais la différence formelle est pourtant assez révélatrice de certaines divergences dans les conceptions fondamentales auxquelles les deux modèles adhèrent respectivement. Le modèle anglais a la bizarrerie de fonder formellement l'émission fiduciaire sur la dette que l'Etat a envers la Banque. Tandis que pour la Banque de France, les avances sur les effets publics ne diffèrent pas de l'escompte ordinaire en nature<sup>37</sup>.

«*Singulier procédé pour fixer la circulation fiduciaire !*», s'exclame Andréa-dès encore en 1904<sup>38</sup>. «*Au point de vue théorique, on ne peut que le condamner*», affirme-t-il. En effet, il n'est pas difficile d'en formuler des objections. «*Si la dette du gouvernement avait été double aurait-on doublé la circulation non garantie ! Ou mieux encore, si cette dette n'avait pas existé, aurait-il fallu que l'émission, non basée, n'existât pas ? Une dette de gouvernement, d'autre part, surtout une dette immobilisée, ne saurait constituer une garantie, ni une base à l'émission des billets.*» Surtout, ce procédé est entaché de la rigidité du Currency Principle dont les Anglais eux-mêmes s'aperçoivent vite des défauts.

36 Cf. K. Marx, *Le Capital, Édition du Progrès, Moscou, 1984, t. 3, livre III, chap. XXIX. Marx oppose le capital fictif au capital réel, ce dernier seul correspond à la valeur créée par le travail.* "Même lorsque la créance - le titre - ne représente pas, comme c'est le cas pour la dette publique, un capital purement illusoire, la valeur-capital de ce titre est purement illusoire... Les titres tiennent lieu de titres de propriétés représentant le capital. Les actions de chemins de fer, de charbonnages, de compagnies de navigations, etc. représentent un capital réel, celui qui a été investi et qui fonctionne dans ces entreprises ou encore la somme d'argent avancée par les actionnaires pour être dépensée comme capital dans ces entreprises" (p. 491). *L'or et l'argent ont donc une "réalité métallique, substance précieuse", et à l'opposé, "l'absurdité du mode de représentation capitaliste atteint ici son point culminant" dans les titres de la dette publique.*

37 Octave Noël a souligné cette différence de fond : «*Contrairement à ce qui s'est produit chez nous, il est immobilisé tout entier en créances sur l'Etat et constitue par conséquent un capital de garantie*» Ibid. pp. 44-45.

38 *Histoire de la Banque d'Angleterre*, t.2, p. 87.

Selon la théorie du Currency Principle dans son expression la plus rigide, l'émission fiduciaire d'une banque, à plus forte raison d'une banque centrale, doit être entièrement couverte par la monnaie métallique ou par une caisse d'or et d'argent. Cette rigidité a provoqué de nombreuses critiques à juste titre. Cependant, cette fameuse loi couronnée du *Currency Principle* prouve que ce dernier ne mérite pas le principal reproche qu'on lui adresse, c'est-à-dire que le système sacrifie l'élasticité de la circulation fiduciaire par le seul volume de la couverture métallique et non en raison des besoins de l'industrie et du commerce. L'Act de 1844 qui marque l'esprit de la *Currency School*, ne remet pourtant pas en cause la dette publique comme le barème élémentaire de l'émission fiduciaire. La querelle inextricable entre la *Banking School* et la *Currency School* ne touche donc nullement à ce principe de base. Comme on l'a vu, le système lui-même est construit, non pas sur une couverture métallique parfaite, mais largement sur la base de la dette publique dont Marx veut qu'elle soit fictive.

#### *La démystification de la Fund of Crédit Idea*

Charles Rist a bien noté que les vraies divergences entre les deux écoles monétaires autour de la loi de 1844 ne sont pas vraiment dans la couverture métallique parfaite, mais dans l'élasticité de l'émission<sup>39</sup>. Mais il laisse de côté la question de la dette publique dans ses démêlées théoriques sur l'émission fiduciaire, vue par beaucoup comme un contre-sens économique. Très probablement, comme Rist connaît bien les textes des Anglais, il n'a pas cru bon de discuter un sujet qui n'était pas problématique pour les deux écoles anglaises, tellement habituées à la très vieille pratique du *Fund of Credit*. En fait, la théorie monétaire anglaise n'a pas laissé vraiment une si importante question dans l'obscurité. C'est par d'autres biais que les théoriciens voient la chose. Au début du siècle, Henri Thornton a déjà expliqué le mécanisme régulateur de la circulation monétaire provoquée par l'émission des emprunts publics<sup>40</sup>. Deux idées qui se développent autour de la loi de 1844 paraissent particulièrement explicatives : la conception du mécanisme du reflux monétaire et celle du circuit des dépôts.

115

<sup>39</sup> Cf. son *Histoire, le chapitre sur la loi de 1844*.

<sup>40</sup> Cf. H. Thornton, *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit for the Great Britain*, 1802, pp. 61 et s. : « Le ministère a pu lever annuellement, sans la moindre difficulté, grâce à notre système de crédit, une somme qui n'est pas inférieure à vingt ou trente millions de livres sterling. Le gouvernement est donc toujours en mesure de réduire par un emprunt inférieur le montant de sa dette courante envers la banque. Il est extrêmement déraisonnable de supposer que les billets sont émis en quantité exagérée en vue de fournir les moyens de prêter de l'argent au ministère. La plus forte somme que celui-ci pourrait espérer obtenir en empruntant à la banque au moyen d'une émission extraordinaire de billets, ne peut guère dépasser quatre ou cinq millions de livres, et il est difficile de croire qu'un gouvernement qui peut emprunter immédiatement au public vingt ou trente millions (emprunt pour lequel il devrait payer un intérêt presque équivalent à celui d'un emprunt public), de désorganiser le système, de décourager le crédit, et de mettre en danger la sûreté de la Banque d'Angleterre. Cette compagnie bancaire diffère, sur ce point capital, de toutes les banques nationales qui émettent du papier sur le Continent ».

On trouve chez James Fullarton la première formulation claire de l'idée du reflux comme régulateur de la circulation monétaire. «*It is the reflux that is the great regulating principle of the internal currency ; and it was by the preservation of the reflux, throughout all the perils and temptations of the periode of the restriction that the monetary system of these kingdoms was saved from the utter werck and degradation which overwhelmed every paper-issuing state on the Continent...*»<sup>41</sup> Ici Fullarton pense aux expériences malheureuses du papier-monnaie pratiquées par l'autorité américaine pendant la guerre de l'Indépendance et aux assignats émis par le gouvernement russe à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle. A son avis, l'Angleterre doit son salut, dans la crise du cours forcé (le régime adopté par l'*Act of restriction* en 1797), au mécanisme du reflux de la Banque d'Angleterre, tandis que les émissions forcées dans les autres pays sont uniquement du ressort de la volonté gouvernementale.

A la même époque, Thomas Toock a parfaitement démontré que l'émission provoquée par la dépense publique (*compulsory issues*) n'est pas une question de convertibilité stricte. Elle dépend essentiellement de ce que l'autorité monétaire règle ou non l'émission à l'aide de ce qu'il appelle «la loi du reflux» (*Law of reflux*). A ses yeux, les assignats pratiqués sur le Continent, sont dépourvus d'un circuit présidé par la loi de reflux qui détermine un «*point de convertibilité*». A défaut d'une organisation développée des comptes courants et d'un service dépositaire qui matérialisent les canaux de reflux, les émissions répétitives de billets tendent à dépasser les besoins réels pour la circulation et provoquent la hausse des prix<sup>42</sup>. En fait, le phénomène du reflux n'est qu'une autre forme du mécanisme du dépôt. En l'absence de ce dernier, les billets ne retournent à la Banque que pour le remboursement. Un examen des origines des dépôts considérés comme «*sûreté*» permettra de voir plus clairement le mécanisme.

• Les *Public Deposits* dans le bilan du *Department of Banking* comprennent le compte courant du gouvernement anglais à la Banque d'Angleterre. «*Le compte du gouvernement anglais est le plus important des comptes courants de la Banque d'Angleterre, et peut-être du monde entier*» dit George Clare<sup>43</sup>. Ce poste comprend : (1) les recettes journalières de l'accise et des douanes versées aux succursales de la Banque ; (2) les paiements que l'Echiquier fait pour l'armée, la marine, l'administration civile, au moyen de chèques sur la banque ; (3) les soldes au crédit du secrétaire d'Etat pour l'Inde ; (4) les soldes au crédit des commissaires de la dette publique<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> John Fullarton, *On the Regulation of Currencies and the working of the new Bank Act*, Londres, 1844, pp. 65-66.

<sup>42</sup> Cf. Thomas Toock, *History of Price and of the State of the Circulation, in 1838 and 1839, with Remarks on the Corn Law, and on some of the alternations proposed in our banking system. (1792-1856, Toock and Newmarch)*, 5<sup>e</sup> éd., London, King & son, 1928. On trouve un exposé absolument limpide dans les pages 186-187, t. 3.

<sup>43</sup> Cf. George Clarke, A. Money-Market primer and key to the exchanges, 2<sup>e</sup> éd., Londres, 1893. (Le Marché monétaire anglais et la clef des changes, traduit par Gérard Griaud, Paris, Lecène, Oudin, 1894). Le montant total de ce compte est passé de 5 231 000 livres st. en 1844 à 9 285 000 en 1990.

<sup>44</sup> Pour la variation des *Publics Deposits*, cf. George Clare, table n° 3.



• Quant aux «*Other deposits*», il s'agit, *grosso modo*, des comptes courants des particuliers à la Banque et qui comprennent : des soldes au crédit des négociants ; ceux des grandes sociétés anonymes ; ceux de nombreuses banques provinciales ; ceux de tous les affiliés au *Clearing House* (qui comprend 18 banquiers ou banques) ; des sommes de réserve que les banquiers de Londres confient à la Banque.

En réalité, le mot «*security*» trouve sa pleine force dans cette idée du circuit dépositaire, sans quoi la thèse de Marx serait pleinement justifiée.

*L'enquête sur la circulation monétaire et fiduciaire  
et la révélation de la Caisse des dépôts*

En 1867, le gouvernement de Napoléon III décide une vaste enquête sur la circulation monétaire et fiduciaire pour régler les contestations contre la Banque de France. La Commission d'Enquête est impressionnante par la présence, en son sein, des meilleurs économistes, des plus hautes personnalités gouvernementales, de banquiers et financiers de tous horizons, et des chambres de commerce de tous les départements. Un questionnaire, comprenant 27 questions, sert d'instrument aux recherches.

Les partisans français du *Currency Principle* et ceux du *Banking Principle* spéculent alors chacun sur le fondement de l'émission fiduciaire. Les banquiers et les économistes présentent des bilans de deux départements de la Banque d'Angleterre pour expliquer les mérites ou les erreurs du système anglais. Cependant, les bilans des deux départements arrêtés par l'*Act* de 1844 et qui limitent le *Currency Principle*, montrent une singularité en couvrant la plus grande partie de l'émission fiduciaire par des «*public securities*». Les dépositions, les mémoires et les procès-verbaux qui remplissent les six gros volumes de l'Enquête ne donnent aucune explication claire sur ce phénomène curieux. Parmi les sujets discutés, deux questions sont particulièrement controversées : la comparaison des établissements analogues à la Banque de France existant en Europe et aux États-Unis, le rapport entre la Banque de France et le gouvernement, précisément dans l'emploi du capital de la Banque de France en rente française, placements faits en 1808 sur la demande de Napoléon, et l'emploi fait en partie du capital en réserve depuis la loi du 9 juin 1857.

Les expressions originales de «*security*» ou «*government securities*» dans le modèle anglais ne manquent pas de susciter quelques discussions au sein de la Commission. On observe la différence entre les deux systèmes d'émission : la Banque d'Angleterre a pour base de son émission fiduciaire le portefeuille de fonds publics qu'elle détient<sup>45</sup>. La Banque de France dispose d'une garantie métallique plus abondante.

<sup>45</sup> *Déposition de Ch. Picard, vol. 2, p. 732. Dans l'Enquête sur les principes et les frais généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire, Paris, Imprimerie impériale, 1867, 6 vol.*

Comment tirer au clair cette différence qui s'exprime dans la capacité d'émission respective des deux banques nationales ? La Chambre de commerce de Bordeaux donne à la 25<sup>e</sup> question une réponse assez intéressante : « *La Banque d'Angleterre, régie par l'acte rendu sur la proposition de sir Robert Peel, est dans d'autres conditions que la Banque de France. Elle fait les opérations de trésorerie de la dette publique.* »<sup>46</sup> La Chambre de commerce d'Arras fait une observation analogue : « *En Angleterre, les billets de Banque d'Angleterre ont un cours légal, parce que la Banque fait toutes les affaires de banque du gouvernement britannique. Elle reçoit et paye les annuités dues aux créanciers de l'Etat, fait circuler les billets de l'Echiquier, avance au Gouvernement l'impôt foncier et diverses taxes : dans ces conditions, il peut convenir que le billet de banque ait un cours légal ; mais la Banque de France n'a pas la même mission.* »<sup>47</sup> Les deux Chambres de commerce n'ajoutent pas d'explication à leur pertinente remarque. Elle indique pourtant clairement que cette différence reste une clef pour comprendre les deux systèmes d'émission, l'un, en France, fondé sur le court terme et sur les flux commerciaux, l'autre, en Angleterre, sur le long terme et sur les flux des dépôts publics.

118

Comme on peut s'y attendre, la Caisse des dépôts et consignations est quasiment absente de toutes ces vastes spéculations qui dépassent de loin une discussion spécifique sur la monnaie fiduciaire. Une annexe donnant l'index des mots-clefs, très soigneusement élaboré, manque également de mentionner l'institution dans de nombreux registres consacrés au dépôt. Pourtant, en poursuivant la comparaison des modèles, certains membres de la Commission d'Enquête apportent des observations tout à fait révélatrices.

De Saint-Paul (député au Corps législatif, ancien banquier à Paris) décrit ainsi le mécanisme anglais : « *Cette Banque d'Angleterre a versé son capital à l'Etat, qui lui en paye 3 % d'intérêt. Elle est chargée du service de trésorerie de l'Etat, moyennant une rétribution modérée, et elle lui paye 4 500 000 francs pour prime sur la fabrication de ses billets, par contre, elle a le droit d'en émettre pour 363 millions, somme correspondante à son capital déposé. Si elle veut créer des billets au-delà de ce chiffre, elle est obligée d'avoir en caisse la représentation de billets en valeur métallique.* »<sup>48</sup> « *Elle a 572 millions de billets, elle a 440 millions de comptes courants ; mais elle est caisse des dépôts et consignations, elle est caisse de trésorerie : de manière que les 440 millions qu'elle doit ne peuvent pas devenir exigibles instantanément... Lorsqu'il y a une panique, l'argent vient à la Banque d'Angleterre, dans un cas pareil, se trouve avoir plus d'argent qu'auparavant.* »<sup>49</sup>

46 Enquête, vol. 4, p. 102.

47 Enquête, vol. 4, p. 53.

48 Enquête, vol. 1, p. 490.

49 Enquête, vol. 1, pp. 490-491.

Cette fonction de dépositaire des fonds publics est, aux yeux de Saint-Paul celle de la Caisse des dépôts et consignations et c'est ainsi qu'il explique le mécanisme apparemment aberrant de l'émission fiduciaire anglaise. « *En Angleterre, la Banque a payé son privilège en abandonnant au Gouvernement son capital social, soit 363 millions, à 3 % d'intérêts annuels ; elle le paye, chaque année, en faisant, à conditions modérées, l'office de la Trésorerie, et en donnant, comme prime de l'émission des billets, une somme de 4 500 000 F par an.* » « *Son émission est limitée : elle ne paye, dans ses 10 succursales, que les billets créés par ces succursales, les engagements pris par elle ne s'acquittent qu'à la caisse centrale à Londres ; ses billets ont la faveur du cours légal, ce qui évite bien des conversions en espèces ; elle fait fonction de caisse des dépôts et consignations ; par bien des raisons, la plupart de ses comptes courants ne peuvent être exigibles ; le pays est habitué à la monnaie fiduciaire, aux virements, aux chèques, il a des clearing-houses.* »<sup>50</sup>

En réalité, l'exposé du système anglais par ce financier français, ne confirme que la loi de reflux de Fullarton et de Toock et le phénomène paradoxal du reflux des dépôts à la Banque d'Angleterre en cas de crise. Ce mécanisme s'avère un instrument propre à la régulation monétaire. Les fonctions de la trésorerie publique et des dépôts et consignations contribuent puissamment au rôle du banquier des banques, rôle que la Banque d'Angleterre, à elle seule, assume en devançant les autres banques centrales par voie presque naturelle.

119

Ces observations semblent appartenir à la perception de quelques auteurs isolés. En général, le milieu français est davantage excité par l'aspect politique de la question monétaire. Comme Ch. Rist l'a bien noté plus tard, le débat monétaire de l'Enquête de 1867, est plutôt déplacé sur de nombreux points. Quand ils évoquent les méfaits du papier-monnaie, les références des critiques ne sont pas le blocage du mécanisme du circuit ou du reflux, comme Fullarton et Toock le perçoivent, mais le fait que le papier est impropre à jouer le rôle de la monnaie, parce qu'il ne possède pas comme l'or et l'argent, « la valeur intrinsèque ». Ou encore on fausse la problématique en transportant le sujet sur le terrain idéologique, en cherchant à décider s'il s'agit, en matière de papier-monnaie, d'une atteinte au libre jeu de l'ordre naturel perpétré par l'Etat. En effet, associer la Banque centrale à la cause de l'Etat est une idée qui répugne à la France depuis Law<sup>51</sup>. Par une obsession proprement française, les séances de 1867 se sont souvent transformées en scènes de spéculation politique sur la liberté de la banque ou la pluralité de l'émission, sur le privilège de la banque d'Etat ou l'étatisation du crédit.

<sup>50</sup> Enquête, vol. 1, p. 550.

<sup>51</sup> Au XVIII<sup>e</sup> siècle, de nombreux auteurs français ont déjà largement contribué à transformer en litige politique la question du rapport entre la banque d'émission et l'Etat, entre le commerce et la dette publique. Mirabeau et son cercle de banquiers en sont un bon exemple. Cf. Mirabeau, La Caisse d'escompte ; Lettres sur les caux ; La Banque Saint-Charles, Dénonciation de l'agiotage, etc., tous publiés en 1785.

La compartimentation du système de crédit français n'a pas créé seulement les pôles institutionnels, mais elle a forgé aussi les centres du pouvoir technique. La réforme ne pourrait avoir lieu sans bouleverser la structure entière. Quand la discussion paraît toucher à d'éventuelles modifications du système, deux camps se forment automatiquement pour défendre le *statu quo*. D'un côté, les libéraux veulent préserver la Banque de France des interventions de l'Etat, à ce camp adhèrent de nombreux commerçants et industriels. D'un autre côté, le marquis Audiffret, ancien ministre des finances, ancien président de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts, fait un discours très singulier devant la Commission de l'Enquête. En répondant de manière laconique aux autres questions, il étale longuement un exposé sur le rôle monétaire et financier du Trésor. Le Trésor « *est une institution financière qui agit avec plus de force et d'universalité que la Banque de France, comme régulateur du mouvement général des capitaux mobiles du royaume, et qui établit, à l'avantage de notre pays, une différence trop peu remarquée avec les moyens de circulation de tous les autres peuples* »<sup>52</sup>. » *Ce grand comptable, en définitive, est devenu, par suite du perfectionnement et du développement des services financiers dans toutes les parties du territoire, le directeur de la perfection, à jour fixe et sous sa garantie, des quatre contributions directes, de la centralisation des produits indirects, de la répartition intelligente de ces ressources réalisées aux besoins exigibles ; le régulateur de la gestion des revenus des départements, des communes et des établissements de bienfaisance ; le fondé de pouvoir de la Caisse des dépôts, de la Légion d'honneur et de la Caisse des invalides de la Marine ; le trésorier des caisses d'épargne et de celle de la vieillesse, enfin des différentes institutions locales, dont il met constamment les derniers à l'abri de toute atteinte, en les couvrant de sa tutelle vigilante ou de sa responsabilité personnellement engagée avec celle de ses comptables subordonnés* »<sup>53</sup>. Audiffret estime par les cautionnements et les avances des receveurs, que le Trésor dispose de 100 millions de fonds de garantie pour l'action de l'Etat.

Le tableau présenté par Audiffret ne décrit pas autre chose que la compartimentation du crédit en France organisée par la Restauration. La Caisse des dépôts est en fait la pièce majeure du circuit du Trésor, car en qualité de dépositaire général, légal et obligatoire, elle assume la trésorerie de tous les établissements publics dont le ressort de l'allocation reste pourtant au Trésor.

L'Etat financier veut fonctionner en parfaite autonomie, l'économie privée devrait aller aussi indépendamment son bonhomme de chemin, sous la houlette de la Banque de France. Visiblement inquiet de la perspective d'associer davantage la Banque de France au circuit du Trésor, Audiffret met en garde

52 Enquête, vol. 1, p. 780.

53 Enquête, vol. 1, p. 785.

la Commission devant cette éventuelle combinaison et il trace une ligne de démarcation entre les deux terrains. « *Je crois qu'il serait très dangereux d'enchaîner le service du Trésor, qui est aujourd'hui indépendant, qui est une force gouvernementale, qui assure la ponctualité de tous les services publics, à la destinée de la Banque de France.* »

Les défenseurs d'une banque nationale uniquement consacrée au crédit commercial veulent aussi consolider le système polarisé, préconisant de couper les liens entre la Banque de France et le Trésor, afin d'éviter tout placement en valeurs publiques à long terme qui serait nuisible selon eux à la disponibilité de la Banque. Certains d'entre eux exigent que la Banque de France abandonne tout de suite une attitude souvent complaisante envers le Trésor et opère immédiatement l'aliénation des rentes. La Chambre de commerce de Rouen déclare que « *La Banque de France a été créée pour opérer l'escompte des billets à l'ordre et des lettres de change, et non pour faire des prêts sur dépôts de titres ; elle emploie ainsi à faciliter le jeu sur les fonds d'Etat et les actions de chemin de fer la monnaie fiduciaire qu'elle a obtenu le privilège de créer dans l'intérêt seul du commerce* ».<sup>54</sup>

#### *La redécouverte de la banque de dépôts*

121

Sur un point, tous les opinants sont d'accord : le nécessaire développement d'un dispositif pour les dépôts. Quelles que soient les conceptions politiques et techniques des enquêteurs, ils se prononcent unanimement pour un optimisme sans réserve sur l'avenir des banques de dépôts : les banques de dépôts débarassent la Banque centrale du souci de garder une réserve métallique improductive, elles sont propres à assumer les opérations d'avances sur les dépôts de titres, de valeurs, de chèque, de warrant, de mandat à vue et à développer la monnaie scripturale. En bon érudit financier, Thiers rappelle que les premières banques étaient toutes des banques de dépôts<sup>55</sup>. Dans l'enquête, l'économiste Louis Wolowski souligne que le crédit colossal de la Grande-Bretagne repose sur le capital réuni par les banques de dépôts et il y a eu un mouvement progressif de ces banques en Angleterre (*t. II, p. 483*). Léonce de Lavergne souhaite que les banques de dépôts se multiplient (*t. II, p. 846*). La Chambre de commerce de Boulogne-sur-Mer est d'avis que le crédit tend plutôt à se développer par l'établissement des dépôts que par l'émission des billets de banque

<sup>54</sup> Enquête, vol. 4, p. 663.

<sup>55</sup> Enquête, vol. 4, p. 386. Il est étonnant, quand l'on a parcouru les projets de banque aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles, de constater que les idées françaises, au XIX<sup>e</sup> siècle, négligent autant cet aspect fondamental du crédit qui n'avait pas échappé aux économistes et financiers des deux siècles précédents. Les banquiers des Lumières, notamment, avaient bien vu que le dépôt constitue la base du crédit commercial. Et une des idées fortes des inventeurs de projets et des réformateurs financiers, cinquante ans avant la Révolution de 1789, était d'ériger une fonction de dépositaire général au centre du système de crédit. P. Harsin a publié une série des projets sur le crédit et la banque sous l'Ancien régime dans *Le crédit public et banque d'Etat en France du XVI<sup>e</sup> siècle et au XVIII<sup>e</sup> siècle*. Paris, Droz, 1932. Il existe encore de nombreux écrits semblables aux Archives nationales et dans les autres archives publiques.

et que l'exemple de l'Angleterre est un argument concluant. (*T. IV, p. 119*) Jamar croit que l'avenir appartient aux banques de dépôts.

La Chambre consultative de Tarare estime que le développement des banques de dépôts fournirait à la Banque de France de précieux auxiliaires (*t. IV, p. 887*). En fait, ces discours ne sont qu'un reflet d'une réalité déjà existante. La crise de 1848 a prouvé suffisamment la vulnérabilité d'une circulation fondée sur le court terme et sans canaux de reflux. La création en 1848 de la Caisse nationale d'escompte, expédient insuffisant pour le moment, s'avère une initiative édifiante. Après la crise, sous le Second Empire, l'exemple de la CNE est suivi de créations importantes : le Crédit industriel et commercial (7 mai 1859) ; la Société de dépôts et comptes courants (6 juillet 1863) ; le Crédit lyonnais (6 juillet 1863) ; la Société générale (4 mai 1864). Avec ces grandes banques de dépôts, on assiste à une ascension du mouvement des dépôts qui change significativement la structure de la masse monétaire de la France.

En même temps, la progression des dépôts est particulièrement marquée à la Banque de France. En 1853, elle crée un service spécial consacré aux dépôts libres. Au départ ce poste rassemble moins de 100 millions et passe à 1,3 milliard en 1870, 2,5 milliards en 1887<sup>56</sup>. Le nombre des déposants est en 1853 d'un millier et en 1887 d'une trentaine, les dépôts sont pour l'essentiel les titres confiés aux agents de change à la Bourse. La Banque de France, comme au reste les autres banques, ne rémunère pas le dépôt mais, au contraire, elle perçoit des frais de garde.

On ne le soulignera jamais assez aujourd'hui, le service de dépôts de la Banque de France est d'une nature totalement et fondamentalement différente de celle des dépôts gérés par la Caisse des consignations.

A force d'études comparatives et par les expériences réunies et analysées au cours de l'Enquête, certains économistes commencent à dégager un schéma théorique du rôle du dépositaire dans le contrôle monétaire.

Louis Wolowski décrit ainsi la même année le mécanisme anglais, défini par l'Acte de 1844, qui selon lui guérit une maladie mortelle du système de crédit britannique. « *La circulation se règle d'elle-même aujourd'hui*, écrit-il, *suivant le nombre de billets demandés en échange de l'or. Quant aux chiffres de ceux qui reposent sur d'autres garanties, il demeure invariable : les changements ne portent que sur la quantité des métaux précieux employés : celle-ci, régie par le commerce libre, s'ajuste aux besoins du marché, suivant les lois naturelles de l'offre et de la demande.* »<sup>57</sup> Wolowski expose ensuite plus nettement sa pensée en schématisant la régulation monétaire par deux composantes, l'une « *constante* » et l'autre « *variable* ». La composante constante est « *la comme de billets toujours maintenue entre les mains du public, le*

<sup>56</sup> Octave Noël, Les banques d'émission en Europe, 1892, p. 106 et tabl.

<sup>57</sup> L. Wolowski, La Banque d'Angleterre et les banques en Ecosse, Paris, Guillaumin, 1867, p. 160.

montant de ce qui ne s'est jamais présenté à l'échange contre de l'or ». La composante variable « *se modifie suivant les besoins du marché et les rapports extérieurs* » et « *cette variable doit être tout entière en métal précieux et se plier aux mouvements naturels* »<sup>58</sup>.

Plus important est, à ses yeux, le mécanisme du reflux qui permet le jeu automatique de la régulation métallique : « *Une certaine somme de billets circule toujours, ne demande jamais à être échangée contre de l'or : c'est cette quotité indiquée par une longue expérience qui sert de régulateur. La Banque d'Angleterre est forcée, aussitôt que le niveau ainsi déterminé se trouve dépassé, s'ajouter à la garantie en fonds publics une réserve d'or rigoureusement équivalente au surcroît variable de la circulation fiduciaire.* »<sup>59</sup> « *On ne pourrait donc plus enfler ou restreindre à volonté la circulation, car celle-ci se compose d'une quotité fixe qui est en papier garanti simplement par un dépôt en fonds publics, et d'une quotité variable qui est en or, soit qu'il circule sous la forme de numéraire métallique, soit qu'il circule sous la forme du billet créé en échange d'une quantité de métal égale conservée en caisse* »<sup>60</sup>.

Quelle est cette garantie « invariable », à l'abri des caprices du mouvement de change ? Après de longs développements comparatifs, Wolowski conclut que « *C'est l'accroissement des dépôts qui a permis à la Banque d'Angleterre de faire face à la dernière crise en déployant une puissance matérielle, en même temps que la suspension purement normale de la disposition limitative de l'Act de 1848 a fait tomber les appréhensions fiévreuses* »<sup>61</sup>. L'économiste observe que ce système crée par sa fonction dépositaire le circuit du reflux automatique « *Le département de la banque bank-department fait les avances et les escomptes ; il les alimente au moyen des ressources propres à la compagnie et des dépôts publics (fonds de l'Échiquier, caisses d'épargne, arrérages de la dette publique, etc.), ainsi que des dépôts privés. Ceux-ci augmentent avec l'extension de la confiance que la Banque d'Angleterre inspire, et, chose remarquable, une expérience constante peut faire considérer comme acquis au débat que plus la crise sévit, et plus les dépôts augmentent. Ils sont comme une poule aux œufs d'or qu'une émission inconsidérée de billets ne tarderait point à faire disparaître.* »

A la même époque, un autre économiste français, Clément Juglar, analyste des crises commerciales et découvreur d'un cycle économique qui portera son nom, confirme par une étude statistique minutieuse, le reflux des dépôts vers

58 Wolowski, *ibid.*, p. 161.

59 Wolowski, *ibid.*, p. 144.

60 Wolowski, *ibid.*, p. 144.

61 Wolowski, *ibid.*, p. 97.

la Banque d'Angleterre quand le portefeuille et l'encaisse diminuent. Le cas de la Banque de France est le contraire<sup>62</sup>.

Juglar relève un fait important : entre le total de l'escompte plus les avances temporaires, et le total du portefeuille (pour la période 1857-1873), il y a un écart qui varie du tiers à plus de la moitié<sup>63</sup>. La composition de cette partie excédentaire « doit représenter les avances à long terme, et l'on voit quelle est leur importance dans les crises ». En effet, par sa gestion de la dette publique, la Banque d'Angleterre détient déjà le ressort des effets publics à long terme. « Ainsi le portefeuille de la Banque d'Angleterre, quelle que soit la situation, se compose toujours d'un tiers d'avances à long terme sur consolidés, bons de l'Echiquier, etc. »<sup>64</sup> Juglar conclut qu'« on voit combien différent, en Angleterre et en France, les recours au crédit des banques ; ici par l'escompte, là par des avances »<sup>65</sup>. Or, comme on a vu, la pratique des avances de la Banque d'Angleterre est fondée sur la doctrine monétaire de *Fund of Credit*, étroitement liée aux ressources à long terme.

Juglar souligne que, parmi les cinq éléments principaux de la circulation des billets, de l'escompte des effets de commerce, de l'encaisse métallique, des dépôts en comptes courants des particuliers et du Trésor, seul l'encaisse métallique est indépendant de la volonté humaine. Il varie uniquement sur le cours d'échange. Les autres éléments sont très différents selon leur nature et leur terminaison. La composition différentielle de ces éléments est donc fondamentale pour la régulation monétaire.

Restant essentiellement sur la logique du long terme, la Banque d'Angleterre prend la position de banque de banques : « On a recours à la Banque d'Angleterre qu'à la dernière extrémité. »<sup>66</sup> En matière de commerce, la Banque d'Angleterre ne reçoit que le trop-plein des portefeuilles privés, dit Juglar<sup>67</sup>. Elle ne fait pas concurrence aux banques provinciales en matière d'escompte. L'offre du crédit par la Banque d'Angleterre se fait à part de l'escompte par les avances temporaires contre dépôts de valeurs.

Bien que les économistes à l'époque accordent une attention particulière au mouvement des dépôts, dont la stabilité concerne directement la circulation monétaire, ils ne comptent parmi les dépôts publics que les comptes courants du gouvernement aux banques centrales.

Cependant, par la différence entre les systèmes bancaires nationaux, les dépôts publics n'ont pas la même valeur analytique suivant le modèle. Dans

62 Clément Juglar, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, par Clément Juglar, 2<sup>e</sup> éd. Paris, Guillaumin, 1889, 560 p. + tableau. Voir son analyse des bilans de deux banques à partir de 1800, p. 291 et s. ; p. 399 et s.

63 Juglar, *ibid.*, p. 213.

64 Juglar, *ibid.*, p. 214.

65 Juglar, *ibid.*, p. 209.

66 Juglar, *ibid.*, p. 209.

67 Juglar, *ibid.*, p. 208.



le cas de la Banque d'Angleterre, les dépôts du gouvernement comprennent une diversité des ressources : des impôts, des fonds de roulement du Trésor, les fonds d'amortissement, les fonds des caisses d'épargne, etc. Or, en France, plusieurs fonds de même nature sont gérés par la Caisse des dépôts et consignations et qui ne sont pas inclus dans leur analyse. Pour la période qui nous concerne, le compte courant du Trésor à la Banque de France, par exemple, est un simple service de trésorerie. Le solde annuel de ce compte est nul ou presque, d'une manière systématique<sup>68</sup>.

En tout cas, sur une classification qui mérite encore d'être discutée, les économistes du XIX<sup>e</sup> siècle sont d'avis que les dépôts, publics comme privés, possèdent une stabilité certaine. Dans le cas de dépôts publics, ils ne sont pas sous l'influence des besoins du commerce et leur mouvement reflète le déroulement régulier des opérations de trésorerie<sup>69</sup>. En analysant différemment les mouvements des dépôts privés et des dépôts publics, ils ont remarqué que le mouvement du dépôt ne présente pas la même régularité que l'escompte et la réserve métallique. L'oscillation des dépôts privés en comptes courants n'influence pas de manière sensible la réserve métallique ni le portefeuille. En particulier, quand les dépôts sont associés à la compensation, ils ne constituent pratiquement pas une cause des crises.

125

En temps normal, les dépôts privés oscillent de manière régulière<sup>70</sup> et cette régularité, le même Juglar l'a observée et en a fait plusieurs remarques intéressantes. Il est cependant à craindre, pour les dépôts privés, les perturbations provoquées par les contre-coups du marché international. Toock a souligné la différence entre les mouvements de deux genres de dépôts :

« *The amount of the government deposits is influenced to a considerable extent by an invreasing or failing revenue, or by special financial operations. The deposits of bankers are under a direct influence from the foreign exchanges, the market rate of interest, and the state credit.* »<sup>71</sup> Plus tard, Bagehot appelle dans son *Lombard Street*, l'« intensité du passif » pour mesurer le danger des dépôts bancaires<sup>72</sup>. Cette intensité dépend de la composition des dépôts. Plus les déposants sont nombreux et les dépôts diversifiés, moins l'intensité est faible. Le plus grand danger est dans la réunion d'une grande somme des dépôts faits par quelques déposants comme les grandes banques et les gouvernements, surtout les gouvernements étrangers. La détention d'une quantité importante des titres pourrait procurer aux banques des embarras.

68 Cf. Annuaire statistique S.G.F., 1913, v. 33. Monnaie, Crédit, Banque. Le solde moyen du compte courant du Trésor est tantôt créditeur, tantôt débiteur. Le solde moyen des comptes courants particuliers est par contre continuellement créditeur, qui varie entre 14 millions et 83 millions pour la période de 1807 à 1850.

69 C. Clare a décrit clairement la régularité du mouvement des dépôts publics à la Banque d'Angleterre, *ibid.*. Le gouvernement ne demande pas, en outre, à la Banque le remboursement des ses dépôts en espèces.

70 Cf. Clare, *ibid.*, 1893, Table n° 4.

71 Th. Toock, *ibid.*, t. 4, p. 124.

Le mouvement des dépôts des caisses d'épargne françaises, que Juglar sélectionne spécialement comme une variable corrélative dans le mécanisme des crises, révèle une grande stabilité : « *Ce qui surprend, c'est que depuis la consolidation en rentes des fonds de caisses d'épargne en 1848, aucun accident, sauf la guerre de 1870, n'a pu arrêter les dépôts ; ils n'ont pas été toujours aussi abondants, mais ils n'ont pas cessé et chaque année le solde créditeur à l'actif des déposants a été croissant* ». Les dépôts des caisses d'épargne ont une progression stable, et selon lui, « *rien ne peut les modérer* ».

Ce fait qui surprend Juglar, reste inexpliqué par lui<sup>73</sup>. Mais il laisse voir les liens mécaniques entre la stabilité des dépôts à vue et la solidité du circuit de la Caisse des dépôts et consignations. L'étonnement du célèbre économiste apporte donc une justification implicite au rôle de transformateur de la Caisse des dépôts dans ce siècle hanté par l'« *intensité du passif* ».

*Conclusion sur le rôle monétaire  
de la Caisse des dépôts  
dans le système polarisé*

126

Les réflexions engagées pour retrouver la logique du dépôt sous le Second Empire décrivent ce paradoxe de l'évolution du système de crédit français. Il a fallu un demi-siècle d'expériences pénibles pour que la théorie financière soit consciente de la carence des dépôts, or, d'un autre côté, il existait, depuis 1816, dans le système de crédit, un dépositaire géant.

Cette compartimentation des circuits, opérée selon les terminaisons, explique la singularité de la Caisse des dépôts qui trouve difficilement un équivalent formel, du moins aussi achevé, dans les autres pays à la même époque. Mais ses expériences ont montré que son image classique « hors la banque », à laquelle elle doit sa faible notoriété, touche de près à la question monétaire : non pas du fait de sa particularité juridique et fonctionnelle, mais par son action pédagogique dans la logique du dépôt, par l'établissement de son propre étalon de la confiance : la sécurité et le long terme.

En exécutant sa tâche originelle, elle s'avère un élément essentiel dans l'évolution du système financier et monétaire. Comme une antithèse vivante de la doctrine monétaire fondée sur le circuit commercial, son exemple montre que les sphères des finances publiques et le marché des fonds publics à long terme ne sont pas des facteurs exogènes. Dans la construction de l'appareil de régulation monétaire, un tel instrument financier doté des ressources à long terme a joué un rôle souvent imperceptible mais pourtant essentiel dans la prévention et la neutralisation des aléas monétaires.

73 Cf. C. Juglar, *ibid.* Puisque Juglar utilise séparément les relevés de comptes de caisses d'épargne, il n'explique pas la raison de la stabilité de leurs dépôts.

CIRCUIT A LONG TERME ET SYSTÈME MONÉTAIRE

Tableau 1

DEPARTEMENT OF ISSUE.

Actif	Passif
— Government Debt	— Notes issued
— Other Securities	
— Gold Coin and Billion	

BANKING DEPARTMENT

Actif	Passif
— Securities	— Proprietors' Capital
— Other Securities	— Rest
— Notes reserved	— Public Deposits
— Gold and Silver Coins	— Other Deposits
	— Sevenday and other bills

127

ANNEXE

Extrait du procès-verbal du 5 mai 1820  
de la Commission de la surveillance  
de la Caisse des dépôts et consignations

*L'Ordonnance du 3 juillet 1816 imposé à la Caisse des dépôts une condition que la Banque ne pourrait pas accepter pour les fonds qui lui sont confiés au même titre qu'une maison de commerce en pleine jouissance de crédit n'admettrait jamais ; et qu'aucun commerçant ne pourrait en effet supposer sans s'exposer à des risques graves.*

*Par l'énumération que le directeur général fait, avec la bonne foi que la Commission honore en lui, des motifs des dépôts admis à la Caisse, il paraît évident que la plupart de ces dépôts démesurément accrus en sommes et en nombre depuis deux mois, proviennent à peu près des mêmes causes, sont de la même nature, que ceux qui sont maintenant faits à la Banque, et qu'ils n'en diffèrent que parce que la Caisse accorde un intérêt à ceux qu'elle conserve plus de 30 jours. S'il est extraordinaire qu'une masse aussi considérable de capitaux que celle que représentent aujourd'hui, tant les comptes courants de la Banque, que les dépôts de*

la Caisse, se condamne soit à une privation absolue d'intérêt, soit à un intérêt inférieur au taux ordinaire, il faudrait d'autant moins s'étonner de voir ces capitaux reprendre en quelque sorte un élan simultané vers leur activité naturelle et nécessaire. Et si, dans une telle circonstance, la somme de 8 489 802 francs et 2 centimes qui compose aujourd'hui les dépôts volontaires faits à la Caisse, avait été presque entièrement convertie en valeur productive d'intérêt pour elle, la réalisation de ces valeurs dans un espace de vingt jours ne serait pas alors une entreprise exempte de difficultés et d'inconvénients. Dans un tel état de choses (qu'il ne faut pas juger impossible parce qu'il paraît aujourd'hui peu probable), ce n'est pas à la Banque que la Caisse des dépôts pourrait avoir recours, comme le directeur général en exprime l'espérance, et il serait au moins superflu d'expliquer pourquoi la Banque ne pourrait pas alors secourir la Caisse.

Le seul recours de cette Caisse serait donc de négocier sur la place des valeurs même qu'elle aurait reçues du Trésor royal ; mais un établissement public, qui, sans transiger avec son indépendance, doit toutefois prendre conseil des convenances du Ministère des finances, et conséquemment de l'intérêt public même, pour celles de ses opérations qui sont purement discrétionnaires, ne se trouverait-il pas placé dans une pénible alternative, si, pour ne pas manquer à ses engagements, il compromettrait, par des ventes précipitées, le crédit des valeurs, que le Trésor royal lui aurait remises dans une autre espérance, et manquait ainsi à la confiance qui les lui aurait livrées ?