

# LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

JEAN-PIERRE PATAT,

*DIRECTEUR GÉNÉRAL ADJOINT DES ÉTUDES, BANQUE DE FRANCE*

541

**A**ssocier sous un même titre la Caisse des dépôts et consignations et la politique monétaire n'étonnera guère, ceux qui connaissent l'histoire monétaire contemporaine de la France et les liens privilégiés de la Caisse avec le Trésor.

Certes, la Caisse n'est pas investie d'une mission publique comparable à celle qu'assume la Banque de France lorsqu'elle met en œuvre la politique monétaire. Elle ne joue pas, sinon pour un réseau de placements, un rôle de compensation et de prêteur en dernier ressort. Elle ne crée pas de monnaie légale, mais de la monnaie scripturale comme une banque ordinaire. Elle n'a pas, enfin de rôle dans la stabilité du système financier.

Mais deux facteurs ont fait jouer (et au moins l'un d'entre eux, continue de faire jouer) à la Caisse, un rôle exceptionnel dans les circuits financiers et, par là même, contribuent à ce que son action interfère avec la politique monétaire : d'une part sa mission d'auxiliaire des pouvoirs publics pour nombre d'opérations financières ; d'autre part, sa taille : rappelons que l'organisme gère, directement ou indirectement, près de 1/6 des placements monétaires inclus dans l'agrégat M3 et distribue une proportion équivalente des crédits à l'économie finançant le logement social et collectivités locales.

Les choses ont toutefois changé durant les quelque quarante-cinq années qui nous séparent de la fin de la dernière guerre mondiale. Pendant toute une

période, l'action de la Caisse a souvent reflété certains choix financiers du gouvernement, choix qui ne furent pas toujours guidés par la recherche permanente de la stabilité monétaire : ici son rôle d'auxiliaire des pouvoirs publics n'est pas allé dans le sens d'une politique de stabilité monétaire. Il n'en va plus de même aujourd'hui : d'une part l'impératif de la stabilité monétaire avec un contrôle continu de la progression des liquidités et du crédit et la fermeté du cours du franc, est maintenant admise de tous ; d'autre part, la Caisse a sensiblement évolué vers la " banalisation " ; elle n'en demeure pas moins, au sein de notre système financier, un îlot de placements et de financements hors marché qui affaiblissent la portée d'une politique monétaire presque uniquement fondée sur l'action par les taux d'intérêt.

#### *Un auxiliaire des pouvoirs publics*

Certaines actions de la Caisse des dépôts, en tant qu'auxiliaire des pouvoirs publics ont pu, dans le passé, s'avérer en contradiction avec les nécessités d'une politique monétaire cohérente.

542

Nous citerons deux exemples, maintenant historiques, mais qui ont perduré de nombreuses années : le rôle de la Caisse dans le mécanisme du crédit à moyen terme mobilisable dans les années 50/60, son action sur le marché financier, principalement dans les années 60/70.

#### *La Caisse des dépôts et le crédit à moyen terme mobilisable*

La technique du crédit à moyen terme mobilisable a marqué le système financier pendant plus de trente ans. Elle s'efforçait de concilier les besoins de l'économie française en financements longs et le caractère essentiellement liquide des ressources dont disposèrent, pratiquement jusqu'à la fin des années 70, les institutions financières. Dans ce mécanisme, des banques ou des établissements financiers (nous disons aujourd'hui des sociétés financières) distribuaient le crédit et devaient normalement opérer eux-mêmes, au moins pendant un certain temps leur propre transformation, c'est-à-dire financer ce crédit à 5 ou 7 ans avec des ressources essentiellement à court terme. Toutefois la Banque avait la possibilité de mobiliser le crédit auprès d'organismes disposant de ressources plus stables et donnant leur " accord de mobilisation " : Crédit National, Crédit Foncier, Caisse des dépôts... ; ces établissements pouvaient enfin mobiliser le crédit en dernier ressort à la Banque de France dont l'intervention devait, en principe, rester marginale. Le fait que, pour nombre d'opérations, l'intervention de la Banque, loin d'être marginale, ait été décisive, ce qui n'était évidemment pas recherché, ne doit pas amener à condamner le crédit

à moyen terme mobilisable, procédure qui a rendu des services et dont on pourrait utilement s'inspirer dans beaucoup de pays en développement.

Dans le cas qui nous intéresse, la Caisse des dépôts donnait, conjointement avec le Crédit Foncier, son accord de mobilisation pour la fraction à moins de cinq ans des prêts spéciaux à la construction (ancêtres des PAP). Les énormes ressources d'épargne liquide dont elle disposait grâce au Livret A auraient dû lui permettre de financer aisément ces prêts. En fait il n'en était rien, les crédits ne faisaient que transiter par la Caisse et étaient presque intégralement mobilisés à la Banque de France.

La Caisse devait en effet remplir ses obligations de correspondant du Trésor et, pour accroître ses avances à l'Etat, alors en fort déficit, sans réduire l'enveloppe des prêts distribués à sa clientèle traditionnelle (collectivités locales et logements sociaux notamment), mobilisait intégralement auprès de l'Institut d'Emission les prêts spéciaux qu'elle réescomptait au Comptoir des Entrepreneurs. La Banque qui avait accepté, non sans réticence, de donner son accord de réescompte à la fraction, à moins de cinq ans, de ces crédits, devenait ainsi un auxiliaire du " circuit " du Trésor. Un transfert occulte minorait la définition statistique du financement monétaire du Trésor (la contrepartie " créances sur le Trésor public de la masse monétaire "). Ces pratiques vaudront à la France, en 1957, de très sévères reproches du FMI dont, à cette époque, nous sollicitons les concours.

543

#### *Le rôle de la Caisse des dépôts sur le marché financier dans les années 60/70*

On sait qu'en ce temps, notre marché des capitaux était étroit, cloisonné, peu dynamique : les émissions cumulées d'actions et d'obligations représentaient en moyenne 2 % du PIB (contre 6 % de nos jours). Ce marché était en outre largement administré, les pouvoirs publics s'efforçant par divers procédés, la pratique du " calendrier " par exemple, d'empêcher les taux d'intérêt de subir les incidences de l'offre et de la demande de capitaux.

La Caisse participait à cette action d'administration. Durant ces années, l'importance relative, eu égard à la taille du marché, des transactions qu'elle effectuait sur actions et obligations, était considérable. La Caisse était en mesure d'influer sur les cours ; il lui arrivait de le faire à la demande de l'Etat et des entreprises publiques, soucieux de ne pas payer trop cher leurs emprunts.

Ces actions étaient dans la logique de l'économie d'endettement ou la recherche du taux d'intérêt le plus bas possible est une constante de la politique économique. Elles n'étaient évidemment pas toujours compatibles avec une politique de stabilité monétaire ; en outre, elles conduisaient nombre d'observateurs à estimer normale une organisation du pouvoir monétaire pour le moins

surprenante. On comprend, dans la logique de l'époque, que la Caisse ait aidé le Trésor à emprunter moins cher. On comprend moins que certains aient pu écrire (on trouve cela dans des documents du Plan) que la Banque de France devait réguler le marché monétaire et la Caisse le marché obligataire !

Tous ces circuits et interventions typiquement français appartiennent au passé. Une évolution considérable a rapproché la Caisse des dépôts des autres établissements de crédit, pour la plus grande clarté des relations avec les autorités monétaires.

*Aujourd'hui : banalisation et gestion de placements  
et de crédits à taux réglementés*

Certes, la Caisse des dépôts n'est pas assujettie à la Loi Bancaire de 1984, car elle est soumise, depuis sa création, au contrôle du Parlement. Mais certaines dispositions prises par le Comité de la Réglementation Bancaire peuvent lui être étendues.

*La Caisse des dépôts s'est rapprochée des autres établissements de crédit*

544

Des évolutions significatives méritent d'être soulignées. Depuis 1986 la Caisse est soumise aux réserves obligatoires pour la partie de ses exigibilités qui ne fait pas l'objet d'emplois obligatoires à taux réglementés ou dont la gestion ne résulte pas d'une disposition légale. Evidemment, aux yeux des autres établissements de crédit l'exemption de réserves qui résulte de ces dispositions (et qui porte en pratique sur les 4/5 des dépôts gérés par la Caisse) peut se discuter : les réserves obligatoires sont en effet appliquées aux placements en fonction de leur caractère monétaire et non en fonction des crédits qu'ils contribuent à financer.

Autre rapprochement, fort important, concernant le " back office ", celui des dispositions comptables. Jusqu'à la loi bancaire, la Caisse avait une comptabilité d'administration et non d'établissement de crédit. Progressivement, elle a adopté toutes les dispositions comptables nécessaires à une bonne information des autorités prudentielles et monétaires.

Enfin une évolution, particulièrement symbolique mais aussi d'une grande portée pratique, est celle qui a vu, en 1985, lors de la réforme des agrégats monétaires, les dépôts des caisses d'épargne gérés par la Caisse et jusqu'alors considérés comme monétaires, " banalisés " eux aussi et intégrés, comme les comptes sur livrets bancaires dans le même concept monétaire. Certains pourront estimer qu'il s'agit là de conventions mais cela avait des conséquences éminemment pratiques en période d'encadrement du crédit et donnait une défi-

dition statistique plus réaliste du financement monétaire du Trésor. Par ailleurs, il faut se souvenir des débats passionnés que le caractère " non monétaire " de ces dépôts avaient engendré à l'époque.

*La Caisse des dépôts opère encore largement sur des instruments de collecte de l'épargne à taux réglementé*

Elle n'est certes pas le seul établissement de crédit à gérer des ressources hors marché ; toutes les banques qui collectent des dépôts à vue et des comptes sur livrets le font mais, dans son cas, ce sont tous les dépôts qu'elle gère qui sont à taux réglementé et il en va de même de la quasi totalité, sinon de ses emplois (elle détient un important portefeuille de titres) du moins des crédits qu'elle distribue. Or la politique monétaire s'exerce désormais de manière privilégiée, par le maniement des taux d'intérêt ; tout ce qui est soustrait à l'influence des taux de la Banque de France constitue, évidemment, un facteur de moindre efficacité de cette politique.

Il n'est pas question de nier l'utilité du rôle de la Caisse dans certains financements spécifiques, mais on peut se demander si l'introduction de taux du marché, dont la rigueur pour les débiteurs pourrait être atténuée par une subvention budgétaire, ne serait pas bénéfique pour la politique monétaire évidemment et aussi à la fois pour la Caisse et les caisses d'épargne. Celles-ci s'inquiètent de leurs pertes de ressources occasionnées par la désaffection dont souffrent les livrets A et B. Mais cette désaffection est bien sûr liée aux taux réglementés et peu attractifs appliqués à ces placements ; avec des taux suivant les conditions du marché (l'avantage fiscal du livret A resterait évidemment plafonné) les caisses d'épargne et la Caisse des dépôts pourraient espérer la reconstitution d'un flux de ressources plus adapté aux besoins de financement à satisfaire. Cette question, certes, ne concerne pas que la Caisse des dépôts. Elle s'inscrit dans le problème plus général de la déréglementation des placements à vue (les banques sont donc également concernées) et du choix des moyens employés pour avantager la petite épargne : ne conviendrait-il pas de substituer aux taux réglementés exonérés d'impôts pour certains placements supposés " populaires ", une liberté des rémunérations généralisée et un abattement fiscal unique, s'appliquant de manière indifférenciée à tous les revenus de l'épargne ?

545

*Le rôle actuel de la Caisse des dépôts  
sur les marchés de capitaux*

L'action sur le marché financier a déjà été abordée. De nos jours, la Caisse,

en dépit de l'importance de ses interventions ne peut plus guère influencer les cours sur un marché dont la capitalisation et le montant des transactions ont été multipliés par dix depuis 1980. Elle n'en a d'ailleurs plus la mission et il ne se trouve plus personne pour penser qu'elle doive réguler le marché financier. La Caisse ne participe d'ailleurs pas en tant que telle à la vie des organisations de place.

Les réformes de 1985 ont fait disparaître les cloisonnements qui existaient entre marché de l'argent à court terme et marché à long terme. Les mouvements de taux initiés par la Banque centrale peuvent influencer un *continuum* d'échéance allant du jour le jour à plusieurs années, et cela même si la Banque limite ses interventions au compartiment du court terme. S'agissant du rôle de la Caisse des dépôts sur le marché monétaire et le marché interbancaire, il peut donner lieu à des interprétations erronées qu'il est souhaitable de nuancer.

Ce rôle est quantitativement très important. Il a fluctué avec le temps, mais, de tradition, la Caisse a toujours été considérée comme un prêteur structurel massif. Ses interventions n'en sont pas pour autant décisives pour l'équilibre du marché interbancaire, comme beaucoup le croient. Seules sont décisives pour l'équilibre du marché les interventions qui se traduisent par un apport net ou un retrait net de " monnaie centrale ", c'est-à-dire celles de la Banque de France. Les apports de la Caisse ne sont, par nature, guère différents de ceux d'autres établissements excédentaires, les mutualistes ou certaines grandes banques nationales dans le passé. Si la Caisse réduit ses concours, il n'en résultera nullement un déséquilibre global du marché (comme cela surviendrait, en revanche, si la Banque de France réduisait les siens), mais une nouvelle configuration des positions des trésoreries respectives des différents intervenants : si, en effet, la Caisse réduit ses concours au marché, c'est pour affecter ses excédents à d'autres emplois, les concours à court terme à l'Etat par exemple, concours qui vont provoquer *in fine* un accroissement des dépôts chez toutes les institutions financières.

Les évolutions écrites ci-dessus, qui ont conduit à une certaine banalisation de la Caisse des dépôts et consignations, n'ont en rien réduit son importance dans notre système financier. La Caisse des dépôts, par définition, ne doit avoir aucun rôle dans la politique monétaire, même si elle a pu indirectement en jouer un dans le passé. En revanche, la Caisse a un rôle déterminant dans la politique financière des pouvoirs publics. L'essor des marchés et la déréglementation n'ont pas supprimé la nécessité de doter certains secteurs économiques de financements à coût abordable : cette sélectivité n'est pas incompatible avec " l'économie " de marché à la double condition qu'elle soit bien ciblée, et nul ne le contestera pour les bénéficiaires des prêts de la Caisse des dépôts, et qu'elle contrarie le moins possible l'efficacité de la régulation monétaire par les taux d'intérêt.