

Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales
Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales
Band: 17 (1959)
Heft: 1

Artikel: L'exportation de capitaux et la politique de la Banque Nationale Suisse
Autor: Golay, Jean
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-135076>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

Download PDF: 16.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

L'exportation de capitaux et la politique de la Banque Nationale Suisse

par JEAN GOLAY,
professeur à l'Université

La récente émission sur le marché suisse des capitaux de l'emprunt de Saint-Gobain, Chauny et Cirey, d'un montant de 50 millions de francs suisses, 4 1/2 %, a provoqué d'assez vives réactions dans différents milieux économiques de notre pays. En Suisse française notamment, divers journaux ont adressé des critiques à la Banque nationale suisse. Dans une interpellation du 18 décembre 1958 au Conseil des Etats, un député romand a repris l'argumentation d'un journal patronal genevois et a posé un certain nombre de questions relatives à l'opportunité de l'émission financière en faveur de l'importante société de Saint-Gobain, à savoir :

- a) si le Conseil fédéral est également d'avis que nous devons en l'état actuel des choses nous imposer en tout cas la plus grande réserve ;
- b) si d'autres émissions semblables sont autorisées ou prévues ;
- c) si la Banque nationale mène la même politique que le Conseil fédéral ?

Déjà le 18 octobre 1958, un autre député genevois avait interpellé le Gouvernement genevois au sujet de la reprise des exportations de capitaux et du financement de la construction. Il s'était étonné de la décision de la Banque nationale d'autoriser à nouveau l'exportation de capitaux alors que les conditions du marché suisse lui paraissaient encore onéreuses, spécialement pour la construction, puisque le taux hypothécaire du 1^{er} rang n'était pas

redescendu au niveau de 3 1/2 % correspondant à la période antérieure au 15 mai 1957, date de la hausse du taux d'escompte officiel. Dans sa réponse, le conseiller d'Etat, chargé du Département de l'industrie et du commerce, avait qualifié de « prématurée » la décision d'autoriser à nouveau l'exportation de capitaux.

Ces réactions consécutives à la réouverture du marché suisse des capitaux aux emprunts étrangers reflètent un certain mécontentement au sujet de la politique suivie par la Banque nationale et aussi une méconnaissance des questions que soulève l'exportation des capitaux tant au point de vue de la politique du taux de l'intérêt que de la politique monétaire.

Avant d'aborder ces deux aspects du problème, il me paraît nécessaire d'examiner les motifs particuliers qui ont engagé une partie de la presse, des hommes politiques et aussi des économistes à juger parfois sévèrement les mesures qui ont été prises par la direction générale de la Banque nationale suisse avec le consentement du Conseil fédéral.

Les critiques ne sont pas de même portée suivant qu'elles visent l'ensemble des émissions étrangères faites en Suisse ou au contraire le seul emprunt de Saint-Gobain. En ce qui concerne ce dernier, la mauvaise humeur, fort compréhensible du reste, et l'on peut aussi dire la consternation et le dépit qu'a provoqués dans la plupart des milieux économiques et politiques de notre pays la position négative de la France à l'endroit de la zone de libre-échange, ne sont pas étrangers au raidissement que l'on a pu observer en Suisse devant l'attitude irréductible de notre grand voisin et à la sévérité des critiques de ceux qui se sont déclarés pour le moins surpris de l'autorisation accordée aux banques suisses chargées de l'émission de l'emprunt.

Même si une certaine mauvaise humeur subsiste encore, il est indispensable de considérer cette question en toute objectivité et de rappeler certaines dates et certains faits qui vont permettre de situer cette opération sous son véritable aspect économique.

C'est au début de l'été 1956 que les premiers pourparlers ont été entamés entre la Société française de Saint-Gobain et deux grandes banques suisses en vue d'assurer l'émission de l'emprunt et que des engagements ont été pris. Au printemps de la même année, divers emprunts étrangers avaient trouvé place sur notre marché et rencontré le succès habituel des émissions qui se font à

des conditions plus avantageuses pour nos souscripteurs que les emprunts suisses. Il est du reste normal que notre marché soit plus exigeant pour les débiteurs étrangers que pour les nationaux ; c'est ainsi que pour les premiers, le taux variait entre 4 et 4 ½ % alors que pour les seconds, il oscillait entre 3 et 3 ½ %, sauf une exception à 4 %. La Banque nationale avait été tenue au courant de ces pourparlers. En effet, l'article 8 de la loi sur les banques prescrit que « les banques... sont tenues d'informer la Banque nationale avant de conclure, pour dix millions de francs au moins,... des emprunts en faveur de l'étranger, pour obtenir de l'argent frais, convertir un autre emprunt ou consolider une dette ».

Lorsque dans le cours de l'été 1956 déjà, des signes évidents de tension apparurent sur le marché monétaire, la Banque nationale suisse, soucieuse de conserver un juste équilibre entre l'offre et la demande de capitaux, de favoriser avant tout l'économie suisse et de lui assurer des conditions d'intérêt normales décida, d'entente avec les grands instituts de crédit, de suspendre l'émission d'emprunts étrangers sur le marché des capitaux et de réserver celui-ci uniquement aux besoins intérieurs.

Les événements qui se sont succédé depuis lors sont suffisamment connus pour que nous nous bornions à les rappeler succinctement : un énorme appel de fonds de la part de notre économie, une balance commerciale très déficitaire, une spéculation immobilière malsaine et préjudiciable à la construction traditionnelle, le raidissement des banques dans leur politique de crédit et finalement, le 15 mai 1957, la hausse du taux d'escompte officiel de 1 ½ à 2 ½ %.

La mesure arrêtée par la Banque nationale ne tarda pas à améliorer les conditions du marché monétaire qui présente depuis de nombreux mois déjà une aisance telle qu'elle a permis à notre institut d'émission de rapporter les mesures d'interdiction relatives aux emprunts étrangers qu'il s'était trouvé obligé de prendre au milieu de 1956.

Aujourd'hui, notre marché dispose de capitaux abondants ; les modalités des récents emprunts suisses l'attestent puisque les taux d'intérêt pratiqués varient de 3 ¾ à 3 ¼ % pour les corporations de droit public comme du reste pour des entreprises privées, électriques par exemple, alors que le rendement des emprunts fédéraux a baissé de 3,94 % à 3 % d'octobre 1957 à janvier 1959. Nous ne

sommes donc pas loin des conditions de l'année 1956 et rien ne laisse prévoir un nouveau resserrement du marché. Dès lors cette abondance de capitaux est à l'origine de la décision de la Banque nationale d'autoriser de nouvelles exportations de capitaux, d'autant plus que c'est la seule politique possible et raisonnable de la part d'un institut d'émission qui se propose de maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur du pays, d'en sauvegarder la parité à l'égard des autres monnaies et de servir les intérêts généraux de l'économie.

Or, certains milieux ont parlé d'un marché de dupes ou alors d'une méconnaissance de l'intérêt général. La question a été soulevée de savoir si la Banque nationale n'aurait pas mieux agi dans l'intérêt général en interdisant l'émission de l'emprunt de Saint-Gobain pour essayer de faire pression sur le patronat français au moment où l'avenir de la zone de libre-échange était remis en question par suite de l'attitude intransigeante de la France.

Considérée en toute objectivité, cette suggestion de faire dépendre l'autorisation pour Saint-Gobain d'emprunter en Suisse d'une démarche que cette entreprise aurait été appelée à faire directement auprès du gouvernement français ou par l'entremise du Comité national du patronat français paraît insolite et inadmissible dans le cas d'espèce. D'une part, un engagement formel avait été pris ; et, d'autre part, au moment où les délégués des pays suggérant la création de la zone de libre-échange ont dû se rendre à l'évidence que l'accord avec les Six n'aurait pas lieu, soit au début de décembre 1958, les mesures prises pour l'émission de Saint-Gobain sur le marché suisse étaient arrêtées depuis fort longtemps. Il est probable que la rupture de la promesse faite par les banques suisses aurait soulevé de vives réactions en France, mais elle aurait aussi raidi dans leur détermination ceux qui recommandaient aux délégués français de s'opposer systématiquement à toute velléité de concession de la part des Six, si minime fût-elle. Il y a lieu ici de se poser deux questions. Aurait-il été logique de faire supporter à une seule entreprise les conséquences de l'intransigeance d'un comité patronal ou même d'un gouvernement ? Ensuite, y a-t-il une commune mesure entre le prêt de 50 millions sollicité par Saint-Gobain et les intérêts considérables qui sont en jeu face au marché commun ou dans le cadre de la zone de libre-échange ?

Je répondrai sur le premier point par un non catégorique parce que le principe de la punition collective est faux à sa base ; appliqué sans nuances, il peut conduire à de grossières erreurs et être à l'origine d'une grave mésentente. Nous ne sommes pas informés de la part qu'a prise la direction de Saint-Gobain dans l'attitude du Comité national du patronat français ; dans ces conditions, nous n'avions pas à recourir à une mesure contraire aux intérêts de cette entreprise.

Mais plus importante encore est la deuxième question. Il est vraisemblable que si Saint-Gobain n'avait pas pu recourir à notre marché, cette société aurait trouvé des fonds sur une autre place, peut-être bien — mais cela n'est même pas certain — à de moins bonnes conditions. En effet, plusieurs marchés européens font actuellement preuve d'une liquidité qui rappelle celle de notre pays. Moyennant un léger retard, cette opération aurait pu être réalisée ailleurs qu'en Suisse et cette émission nous aurait échappé. Il est malaisé de dire ce que notre refus aurait coûté à notre débiteur, mais il est facile de calculer ce qu'il nous aurait coûté, d'une part, sur le plan du revenu effectif, d'autre part, du point de vue monétaire, aspect du problème que je traite plus loin. Enfin, il faut le répéter, il n'y a pas de commune mesure entre les 50 millions empruntés par Saint-Gobain et les intérêts qui s'opposent dans la lutte pour l'établissement d'une zone de libre-échange face au marché commun. Pour intervenir dans le sens souhaité par certains milieux suisses, il aurait fallu être absolument assuré du succès de notre démarche ; à défaut de quoi nous aurions essuyé un échec dont le retentissement à l'étranger aurait singulièrement nui à notre cause. Notre prestige ne s'en serait pas trouvé grandi. Ce sont au contraire des intérêts portant sur des milliards de francs suisses qui sont en jeu dans la révolution économique dont nous sommes les témoins. La question peut-être eût été différente si le solliciteur avait été un gouvernement étranger et qu'il nous eût demandé un prêt de l'ordre de 500 millions de francs suisses, par exemple. Dans un tel cas, les négociations auraient eu lieu au niveau gouvernemental et auraient revêtu un caractère diplomatique. Les autorités françaises auraient eu des contacts directs avec les autorités fédérales. Il est difficile de dire ce qui se serait passé, mais il n'est pas exagéré d'affirmer que les intérêts en présence nous auraient alors placés dans une situation totalement différente

de celle à laquelle avaient à faire face, d'une part, les banques suisses qui ont assuré financièrement et techniquement l'émission de l'emprunt et, d'autre part, l'entreprise de Saint-Gobain.

Si l'on considère en dehors de toute passion cet unique prêt de 50 millions de francs suisses, il semble bien que la solution que nous avons adoptée a été la seule raisonnable et pratiquement la seule possible.

Il est incontestable que cette opération a aussi servi de prétexte à d'aucuns pour critiquer dans son ensemble la décision de principe de la Banque nationale suisse, d'ouvrir de nouveau nos frontières à l'exportation des capitaux abondants dont dispose aujourd'hui le marché de l'argent. En effet, durant l'automne écoulé, les emprunts étrangers suivants ont animé notre marché : du 12 au 17 septembre 1958, l'emprunt de la Kraftwerk Reckingen A.G. (Baden), 3 millions ; du 8 au 13 octobre, celui de la Tauernkraftwerke A.G., Salzbourg, 40 millions ; du 29 octobre au 4 novembre, celui de l'IBM World Trade Corporation, New York, 50 millions et enfin celui de Saint-Gobain du 3 au 9 décembre. ¹

Si la première de ces émissions est négligeable quant à son montant, celle des Usines électriques du Tauern est sans doute la plus intéressante du point de vue de l'économie suisse puisque la société débitrice s'est engagée à payer les intérêts et à rembourser le capital sur le produit des livraisons contractuelles de courant aux Forces motrices du Nord-Est de la Suisse S. A. à Baden. Cette opération est favorable à la fois à notre marché de l'argent et à notre secteur de production d'énergie. Du moment que nos installations actuelles de production d'électricité sont insuffisantes pour répondre à nos besoins, nous sommes obligés d'acheter du courant à l'étranger et nous pouvons être heureux de le trouver si près de notre pays — ce qui du point de vue technique est une nécessité — et à des conditions normales. Les modalités de l'emprunt sont très avantageuses pour nous : 5 %, exemption du droit de timbre suisse sur titres et de l'impôt fédéral sur les coupons qui seront acquittés par la société débitrice. On a fait justement remarquer que puisque « l'octroi de cet emprunt est lié à une livraison contractuelle d'énergie, l'opération n'offre pas le caractère usuel d'un prêt à l'étranger, mais représente plutôt un paiement anticipé de la Suisse sur des

¹ L'émission de fr. 100 millions de l'International Bank for Reconstruction and Development, Washington, a eu lieu du 8 au 13 janvier 1959.

livraisons d'énergie de l'Autriche à notre pays ». Cela est vrai, mais du point de vue de notre marché de l'argent, il se place au même titre que les autres emprunts étrangers et son action sur les taux d'intérêt est la même que celle des autres emprunts. En conséquence, si l'on considère les conséquences immédiates de cet appel de fonds sur le marché, elles sont identiques à celles qui résultent des autres prêts accordés à des entreprises étrangères. Nous examinerons et analyserons dans la deuxième partie de cette étude la question de savoir si, pour ces prêts accordés à des entreprises étrangères, nous nous trouvons en présence de la première ou de la deuxième phase du mouvement général des capitaux.

Du point de vue du marché des capitaux, les quatre emprunts étrangers sont également profitables pour les souscripteurs suisses. Ils sont exemptés de tous impôts, tant à l'émission que sur les coupons. Les porteurs de ces titres recevront du 4 %, respectivement 4½ % ou même 5,15 % nets de toute charge fiscale alors que les émissions suisses se font actuellement à 3¾ ou 3½ %, non compris le droit de timbre fédéral et de l'impôt sur les coupons de 2 %.

Nous touchons ici un des aspects les plus importants qui soient et une des questions les plus controversées entre partisans d'une politique bon marché du loyer de l'argent et ceux qui préconisent une légère hausse du taux de l'intérêt.

LE TAUX DE L'INTÉRÊT EN SUISSE ET SES RÉPERCUSSIONS SUR NOTRE ÉCONOMIE

En exprimant leurs doutes quant à l'opportunité d'une reprise des émissions étrangères sur notre marché, divers milieux ont prétendu que la hausse des taux d'intérêt qui s'ensuivrait, provoquerait une augmentation du coût de la vie, alors que le secteur de la construction notamment devrait bénéficier de conditions de crédit aussi favorables que celles qui ont régné sur le marché des capitaux de 1931 environ à 1957. Qu'en est-il en réalité ?

Dans une étude faite en 1953 ¹, je m'étais efforcé de rechercher les raisons pour lesquelles les taux d'intérêt n'avaient pas été plus élevés au cours des vingt dernières années, phénomène général, pas

¹ « Les tendances actuelles du marché des capitaux » dans la *Revue suisse d'Economie politique et de Statistique*, 89^e année, fascicule 4, 1953, pp. 285 à 297.

spécifiquement suisse, quoique particulièrement marqué chez nous, alors que dans tous les pays la monnaie avait perdu une partie de son pouvoir d'achat et que le mouvement des prix, dans son ensemble, avait suivi une courbe ascendante. Du reste, cette tendance des prix s'est prolongée jusqu'à aujourd'hui et, en Suisse, les taux d'intérêt sont restés très bas jusqu'au début de l'année 1957.

L'explication est d'ordre monétaire. Elle a trouvé son origine dans la politique concertée de la plupart des gouvernements qui, à partir de 1931, ont sacrifié le principe de la convertibilité de leur monnaie et par voie de conséquence la stabilité de celle-ci à des fins sociales. Depuis 1931, la principale préoccupation des gouvernements n'a plus été la sauvegarde de la monnaie ; les gouvernements lui ont sacrifié le principe du plein-emploi. Du même coup, la monnaie est devenue un instrument entre les mains de l'Etat, un moyen pour assurer du travail à toute la population et dès lors la question monétaire a été reléguée au deuxième plan. La plupart des Etats sont directement intervenus dans le mécanisme de l'économie et ils ont abaissé artificiellement le taux de l'intérêt afin de favoriser la production. Ce taux a été réduit par des dispositions impératives. Les gouvernements sont partis de l'idée que la baisse de ce taux a pour effet d'accroître le montant total des sommes dépensées pour des biens instrumentaux supplémentaires en sorte que l'on parvient du même coup à développer la demande pour les produits de toute nature et à assurer ainsi à l'industriel un profit supplémentaire ¹.

Non seulement les Etats totalitaires, mais aussi des gouvernements libéraux sont intervenus dans le sens indiqué afin de réduire les taux d'intérêt. Pour sa part, notre pays a, lui aussi, profité de conditions très favorables, résultant non pas d'une politique interventionniste, mais de la formation de l'épargne et du rapatriement de capitaux, ce qui a facilité la tâche de ceux qui ont la responsabilité de maintenir la stabilité du franc et son prestige sur le plan international. Cet aspect du problème est d'une importance capitale et doit rester la préoccupation première de la banque d'émission. La politique pratiquée par celle-ci est toujours dictée par la situation interne de notre économie et aussi par les conditions

¹ J. E. MEADE : *Economie politique et Politique économique*. Payot, Paris 1939, p. 44 et suivantes.

extérieures. Cela ne nous a pas empêchés, durant les années 30 et suivantes, de ne pas nous désolidariser complètement des économies européennes et nous avons pu accorder, dans les limites qui nous étaient imposées par la stabilité de notre monnaie, des taux d'intérêt aussi avantageux que ceux dont bénéficiait l'industrie étrangère concurrente.

Quels ont été les résultats d'une telle politique ? Il vaut la peine de voir ce qui s'est passé à l'étranger et aussi dans notre pays qui a profité de circonstances particulièrement favorables mais dont la permanence est très aléatoire.

On a souvent prétendu qu'un taux d'intérêt bas devait favoriser l'expansion de l'économie, tout en évitant une hausse du coût de la vie. S'appuyant sur cette affirmation, la plupart des gouvernements européens libéraux se sont engagés sur la même voie que les pays totalitaires dont les buts étaient toutefois très différents. Mais contrairement aux espoirs que l'on avait placés dans cette politique d'argent bon marché, les résultats n'ont pas été concluants : bien au contraire, l'inflation qui en est résultée a inévitablement provoqué une hausse des prix et la spirale prix-salaires n'a pas tardé à déployer ses effets. Dans son quinzième rapport annuel (années 1945-1946), la Banque des règlements internationaux, après avoir rappelé le parallélisme de l'évolution des prix et des taux d'intérêt observé pendant tout le XIX^e siècle et jusqu'à la première guerre mondiale, en explique le mécanisme. « En période de hausse des prix des marchandises, il devient avantageux d'emprunter des sommes d'argent pour acheter des « valeurs réelles » (maisons, actions, stocks de marchandises, etc.), ce qui accroît la demande de fonds disponibles. » En revanche, il n'y a pas eu au cours de la deuxième guerre mondiale une hausse simultanée des prix et des taux d'intérêt. Ces derniers n'ont pas suivi la courbe des premiers. Le contrôle que les gouvernements ont exercé sur leurs marchés de l'argent et des capitaux a pris le caractère d'un véritable monopole ; grâce aux crédits fournis par les banques centrales et les autres banques, ces gouvernements ont appliqué des « procédés largement automatiques pour fixer les conditions de leurs emprunts ». Il est indubitable que le caractère improductif de la plupart des dépenses publiques a incité les gouvernements à maintenir les taux d'intérêt aussi bas que possible, ce souvent au préjudice de l'économie privée et dans tous les cas aux dépens de l'épargnant.

Il en a été ainsi jusqu'en 1947-48, époque à partir de laquelle les pays ont renoncé à une politique de taux d'intérêt rigides. L'évolution économique consécutive à l'ouverture des hostilités de Corée ébranla « heureusement les idées préconçues partagées par de nombreux milieux » et l'on se décida à revenir à une conception plus classique de la politique financière à pratiquer en considérant de nouveau la modification du taux d'escompte officiel comme le véritable instrument normal de la politique de crédit. Dès lors, les uns après les autres, les pays fortement endettés, qui avaient choisi la solution de facilité tant pour les besoins de leurs gouvernements que pour les investissements industriels, renversèrent la vapeur et substituèrent à ce régime une politique plus austère et plus saine.

Il semble que l'on oublie encore aujourd'hui le rôle fondamental de l'épargne et les milieux suisses qui ont critiqué la politique de resserrement du crédit de la Banque nationale en 1957 et qui s'élèvent actuellement contre la position qu'elle a arrêtée en matière d'exportation de capitaux paraissent minimiser, à moins qu'ils ne les ignorent, les principes d'une saine politique du crédit.

Les crédits qui reposent sur de trop grandes facilités de prêts de la part de la banque d'émission et, par voie de conséquence, sur une politique très libérale des banques commerciales conduisent infailliblement à l'inflation et à la hausse des prix. Ils sont artificiels et ne correspondent pas aux véritables conditions du marché. Seuls les fonds qui proviennent de l'épargne réelle et directe de la population ont un effet favorable sur l'équilibre économique ; ils représentent un déplacement du pouvoir d'achat, une redistribution, au profit de la production, des revenus qui n'ont pas été dépensés. Plus que jamais, il est indispensable de pouvoir puiser dans l'épargne nationale pour répondre aux besoins en capitaux toujours plus élevés des entreprises produisant des biens d'investissements. Ces entreprises contribuent tout spécialement à augmenter le revenu national et, par conséquent, à améliorer le niveau de vie de la population.

Si l'on examine l'évolution de l'épargne en Suisse au cours de ces dernières années, force est de constater qu'elle n'a pas suivi une progression aussi réjouissante qu'on aurait pu l'espérer. Ainsi, pour les années 1956 et 1957, l'épargne totale du public auprès des banques — compte tenu des carnets d'épargne, des carnets de

dépôts, des obligations de caisse — a été de 981 millions, respectivement 935 millions, tandis que pour les années 1954 et 1955 les montants ont été les suivants : 1035 et 1063 millions. Nous enregistrons ainsi une réduction de l'épargne privée et individuelle en valeur absolue et à plus forte raison en valeur relative, si l'on se rappelle que l'indice du coût de la vie est passé de 169,8 en janvier 1954 à 181 en décembre 1957. Sans doute, l'épargne a pris de nouvelles formes et depuis la fin de la guerre, l'épargne dite collective et l'épargne publique forcée jouent un rôle de plus en plus en vue. Pour leur part, les entreprises qui reposent sur de fortes assises financières pratiquent l'autofinancement dont les effets se font sentir sur l'épargne individuelle active. Une partie non négligeable des bénéfices industriels est immédiatement réinvestie dans le processus de production et échappe ainsi au circuit normal des revenus non dépensés. De même les impôts se sont accrus considérablement ; l'assurance privée encaisse chaque année pour plusieurs centaines de millions de primes. Mais pour des raisons de sécurité ou de principe, ces fonds ne sont ainsi plus acheminés vers les marchés de l'argent destinés au financement de nouvelles entreprises ou à l'agrandissement de complexes industriels qui existent depuis de nombreuses années et qui ont besoin de capitaux frais pour leur extension. Du reste, si le volume de l'épargne ne fait que se maintenir au niveau des années passées, on peut se demander s'il sera suffisant et si notre économie ne risque pas d'aller au-devant de difficultés, faute de moyens financiers lui permettant de s'adapter à la technique moderne, d'acquérir les machines les plus perfectionnées en vue de l'amélioration continue de son potentiel de production et de la productivité. Le déficit de la balance des revenus de l'année 1957 nous prouve indiscutablement que notre situation économique n'était plus saine. Alors que la balance des revenus de 1954 présentait un excédent de 1063 millions et celle de 1955 un excédent de 662 millions, celle de 1956 n'offrait plus qu'une différence de 125 millions en notre faveur, pour se transformer en un déficit de 195 millions en 1957. Tout long commentaire paraît superflu. Nous en étions arrivés à vivre au-dessus de nos moyens. Il était urgent d'aviser et de prendre des mesures énergiques pour rétablir une situation saine. Ce déficit de 195 millions a été la conséquence du déséquilibre de notre situation économique durant l'année 1957, déséquilibre qu'un certain nombre de signes

extérieurs annonçaient sans qu'ils retinssent suffisamment l'attention des hommes d'affaires. Nous avons trop dépensé et pas assez épargné, d'où la tension de 1957 qui ne s'est cependant pas traduite sur le plan monétaire par une hémorragie des réserves de la Banque nationale suisse, cela grâce notamment aux mouvements de capitaux internationaux qui nous ont été favorables.

Dès lors, il était nécessaire de donner un coup de frein aux habitudes de facilité que nous avons prises et de replacer l'épargne au rang des vertus à encourager. Une des conséquences de la hausse du taux d'escompte officiel en mai 1957 a été précisément de déclencher une hausse parallèle des taux d'intérêt dont l'épargne a pu heureusement profiter. Si l'on jette un regard sur le passé, on constate que, pendant vingt-cinq ans à peu près, l'épargnant suisse a été sacrifié au profit de tous les débiteurs. On oublie trop facilement les réductions qu'ont subies les taux d'intérêt depuis 1930 :

Taux d'intérêt moyen de l'épargne et des placements hypothécaires

	Obligations de caisse	Emprunts par obligations	Dépôts d'épargne	Placements hypothécaires		
1930 . . .	4.82	4.55	3.96	5.09		
1955 . . .	2.80	2.97	2.32	3.54		
1956 . . .	3.00	3.11	2.33	3.54		
				Anciens	Nouveaux	
					I*	II**
1957 . . .	3.56	3.64	2.40	3.56	3.72	3.60
1958 . . .	3.57	3.19	2.85	3.79	4.08	3.95

* Pour logements et bâtiments industriels.
 ** Pour l'agriculture et logements à bon marché.

Ce tableau est fort suggestif. Il montre la chute parfois dramatique, pour les petits épargnants surtout, du loyer de l'argent et il explique partiellement tout au moins le manque d'empressement du public à placer son argent en carnets d'épargne ou de dépôts, ou encore en bons de caisse. Le public emprunteur s'est si bien habitué à obtenir des capitaux à bon compte que naturellement il s'étonne aujourd'hui, quand il ne s'en indigne pas, d'une légère hausse des taux. Celle-ci est pourtant équitable ; elle tend à revaloriser un facteur de production indispensable ; en dépit de sa modicité et pour autant qu'elle se maintienne à son niveau actuel — ce

qui n'est pas certain — elle augmentera dans une mesure encore bien faible les revenus de tout le monde créancier, allant du petit épargnant à la grande compagnie d'assurance. Le rendement des obligations de caisse s'est déjà réduit à 3,12 % (fin janvier 1958). Comparé à 1930, c'est une diminution effective de 1,70 %, soit plus du tiers de ce qu'elles rapportaient il y a vingt-huit ans. Il en est à peu près de même pour les dépôts d'épargne. Quant aux taux hypothécaires, suivant qu'il s'agit de prêts à l'agriculture ou pour les logements bon marché, l'augmentation du taux n'est que de 0,45 % comparée à 1956, mais encore inférieure de plus de 1,14 %, soit presque du quart, par rapport à 1930.

N'est-il pas paradoxal que certaines entreprises industrielles suisses, après avoir effectivement alimenté le fonds de prévoyance de leur personnel, aient dû emprunter ces mêmes sommes à des taux plus élevés que ceux du marché des capitaux, afin de garantir à leur fondation un revenu décent ? Ne serait-il pas souhaitable également que les compagnies d'assurance pussent réviser leurs tarifs, moyennant une amélioration des revenus de leurs placements en titres et en créances hypothécaires ? Enfin, ne serait-il pas désirable que les petits épargnants et les nombreuses fondations du personnel voient leurs revenus s'élever quelque peu ? L'ensemble de notre économie en profiterait aussi.

J'ai rappelé que, dans leurs critiques, certains milieux attribuent l'augmentation du coût de la vie à la hausse du taux de l'intérêt. Cette affirmation est tendancieuse. S'il est certain que la hausse des taux d'intérêt entraîne une charge plus forte pour le débiteur, il est pour le moins abusif de rendre cette hausse responsable de l'accroissement du coût de la vie. Dans une étude très remarquée, la *Neue Zürcher Zeitung* du 12 mai 1958 a démontré que, jusqu'à fin 1957, le mouvement des taux d'intérêt était resté sans effet sur l'indice des prix à la consommation. Quelle a été l'ampleur des variations de l'indice en 1958 ? Il est passé de 178,6 (moyenne 1957) à 181,9 (moyenne 1958), soit une augmentation de 3,3 points, ce qui correspond à 1,85 %. Qu'en a-t-il été durant les années antérieures ? L'année 1955 accuse une augmentation de 0,93 %, 1956 : 1,50 %, 1957 : 1,94 %. Si l'augmentation de l'indice des prix à la consommation reflète un accroissement légèrement plus élevé pour les deux dernières années considérées, elle n'en reste pas moins minime et ne saurait être imputée à la hausse des taux d'intérêt. Parmi

d'autres facteurs qui influencent le mouvement des prix, les salaires ne sont pas des moins importants. Pour l'année 1956, les salaires pratiqués dans l'industrie et le bâtiment ont augmenté de 3,7 %, de 2,7 % en 1957 et de 2,3 % pour les trois premiers trimestres de 1958.

Si l'on considère maintenant l'influence que la hausse du taux hypothécaire pourrait exercer sur les loyers, il faut se souvenir que le 70 % environ des logements ont été construits antérieurement au 31 décembre 1947 et qu'ils tombent encore sous le contrôle des loyers, de sorte que les propriétaires ne peuvent en augmenter le prix de location sans une autorisation spéciale. La récente hausse des loyers de 5 % a été accordée pour couvrir tout d'abord les frais d'entretien des immeubles et les réparations et ensuite seulement pour compenser partiellement l'augmentation du taux hypothécaire. En conséquence, seuls les loyers des immeubles construits après 1946 ont pu être majorés sans qu'aucun contrôle s'y oppose. Dans l'ensemble du secteur du logement, l'indice des loyers a augmenté de 5,7 points en 1958, ce qui se traduit par 1,2 point pour l'indice des prix à la consommation, soit 0,7 %. Quant à l'agriculture, les charges d'intérêt hypothécaire représentent le 15 % du prix de revient total des produits agricoles. Puisque le taux a passé de 3,54 % à 3,95 %, soit 0,41 % d'écart, cela représente 1,7 % d'accroissement du prix de revient total à fin 1958 par rapport au coût de production de 1956. Il est incontestable que la hausse de 0,58 % pour les immeubles sans subvention construits après 1946 est un facteur du prix de revient plus élevé que dans l'agriculture, puisque les frais d'intérêt représentent 25 % à 33 % de la totalité des charges, ce qui représente en tout 4,1 à 5,4 % d'augmentation effective du montant des intérêts hypothécaires.

Le secteur de l'électricité paraît à priori devoir être le plus affecté par la hausse du taux, puisqu'il accuse la plus forte densité de capitaux et, par conséquent, les charges d'intérêt proportionnellement les plus élevées. Toutefois, si les conditions d'emprunt exigées dans ce secteur ont enregistré la plus forte augmentation (de 3,55 en moyenne à 4,60 %), il est juste de relever que les conditions n'ont pas pu être modifiées pour les emprunts émis avant la hausse de 1957, que ceux dont l'émission est postérieure à cette hausse ne représentent qu'une partie, et souvent fort modeste, de l'ensemble des dettes des entreprises électriques et qu'actuellement,

les taux sont considérablement tombés puisque la Grande-Dixence vient d'offrir au pair en souscription publique un emprunt de 60 millions au taux de $3\frac{3}{4}$ %. En conséquence, si l'on évalue à 60-70 % la part des dettes obligataires par rapport à l'ensemble des capitaux investis dans les entreprises électriques, on n'est pas loin de la vérité en évaluant à 10 % de ce total la part empruntée depuis la hausse des taux. En supputant à 15 % de l'ensemble des charges la part qui relève des intérêts débiteurs (y compris le dividende, cette part était de 13,4 % en 1955), la hausse des taux n'affectera la totalité des dépenses qui entrent dans le coût de l'énergie électrique que de 0,65 %¹. Si toutefois une hausse des prix du courant devait être décidée, on ne saurait raisonnablement la justifier par l'augmentation du taux de l'intérêt.

Enfin, il est suggestif de comparer avec les nôtres quelques taux hypothécaires pratiqués actuellement à l'étranger. Il ressort du tableau de la page suivante² que nos conditions sont les plus avantageuses de tous les pays considérés et l'on peut ajouter de tous les pays du monde.

En conclusion, il appert que la hausse des taux d'intérêt consécutive au resserrement du marché monétaire et du marché des capitaux en 1957 a été favorable à l'épargnant et que si elle a entraîné une très légère augmentation des charges et des frais généraux dans deux ou trois secteurs de notre économie, cette hausse est restée pratiquement sans effet sur l'indice des prix à la consommation.

Actuellement, considérée sous l'angle du marché des capitaux, l'émission d'emprunts étrangers profite à l'épargne individuelle qui bénéficie de conditions d'intérêt un peu plus intéressantes qu'il y a deux ans, sans que les secteurs productifs de notre économie aient de ce fait à en supporter des conséquences fâcheuses ou préjudiciables.

En revanche, un des facteurs les plus déterminants sur la hausse des prix est sans contredit l'inflation qui peut résulter aussi bien d'un renchérissement de tous les éléments du prix de revient des produits que d'une surabondance de moyens monétaires mis à la disposition de l'économie.

¹ Cf. J. R. L. : « Zinssatzsteigerung und Preisniveau » dans la *NZZ*, 12 mai 1958, n° 1389.

² Nous devons ces données et le commentaire qui les accompagne au bureau de recherches économiques de la Banque nationale suisse, à Zurich, qui a bien voulu les établir à notre intention.

Taux hypothécaires à l'étranger et en Suisse

en pour-cent

Pays	1952	1954	1956 ¹	1957	1958 ²
Allemagne occidentale . .	5,5-6,68	5 1/2-8 1/2	7-9	7,2 ³	7-8,5
Autriche	7-14	7-11	7 1/2-9	6-9 ⁴	.
Belgique	4 1/4-7 1/2	4 1/4-7	5 3/4-6 3/4	. ⁵	6,5 ⁶
Danemark	4,91-5,23	.	6 1/2-7	.	5,5
France	8 1/2	8 1/2	7 1/2-10	7,35 ⁷	7-10
Grande-Bretagne	4-4 1/2	4 1/2	5 1/2-6 1/2	6 ⁸	6 ⁹
Italie	7 1/2-9	10	7 1/2 ¹⁰	5,65-5,70
Pays-Bas	4-4 1/2	3 1/2-4 1/4	4 1/2-6	.	5
Suède	3-3,6	3,5-3,8	5	6 1/4-7 ¹¹	5,35-6,25
Etats-Unis d'Amérique .	5-5 1/2	4 1/2-5 1/2	4 1/2-6 1/2	6 ¹²	5,6 ¹³
Suisse ¹⁴	3,54	3,53	3,52	3,63	3,79

*Remarques :*¹ Vers la fin de l'année, commissions, etc., comprises, 1^{re} hypothèque.² Au 1^{er} juin, 1^{res} hypothèques privées.³ Commencement de 1957, taux moyen des caisses d'épargne locales.⁴ Fin 1957.⁵ Caisse générale d'épargne et de retraite de Belgique : crédits au logement social, avances aux sociétés agréées : à partir du 24 juillet 1957, taux ordinaire 4,25 %, taux réduit 4 % ; crédits pour habitations assimilées aux habitations sociales : 5,5 % pour les crédits d'une durée ne dépassant pas 10 ans, 5,75 % pour ceux d'une durée supérieure.⁶ Taux moyen.⁷ Crédit Foncier de France, taux d'intérêt des prêts fonciers.⁸ Building societies (House mortgages).⁹ Building societies (House mortgages). La plus grande société de construction britannique (Halifax) a abaissé le taux à partir du 1^{er} décembre de 6 à 5 1/2 %.¹⁰ A partir du 1^{er} janvier 1957, caisses d'épargne locales, application générale.¹¹ A partir du 1^{er} août 1957, caisses d'épargne locales. Banques commerciales, 1^{re} hypothèque, 5 3/4 % à partir du 13 juillet 1957 (auparavant 4 3/4 %).¹² Fin d'année, intérêt moyen évalué.¹³ Commencement de juillet, intérêt moyen évalué.¹⁴ Intérêt moyen des placements hypothécaires des groupes de banques saisies par la statistique des banques. Pour l'année 1958 : 12 banques cantonales, intérêt moyen des 1^{res} hypothèques anciennes ; 1^{res} hypothèques nouvelles : logements et bâtiments industriels 4,08 %, agriculture et logements à bon marché 3,95 %.

LA TECHNIQUE DE L'EXPORTATION DES CAPITAUX

Après avoir analysé les effets internes de l'exportation des capitaux, il est temps d'examiner maintenant son influence sur les marchés de l'argent et des capitaux et par voie de conséquence sur notre monnaie.

L'exportation des capitaux n'est qu'une des phases des mouvements internationaux de capitaux que l'on a souvent comparés au

flux et au reflux de l'océan. A l'exportation s'oppose l'importation des capitaux et l'on ne saurait imaginer un « mouvement » perpétuel à sens unique dans une direction ou dans l'autre. Le pays toujours exportateur de capitaux se viderait de sa substance monétaire, en dernière analyse d'or — à moins qu'il ne soit producteur de ce métal, dans lequel cas l'or se confondrait avec une marchandise. En revanche, l'économie du pays qui serait toujours importateur de capitaux serait submergée par une quantité toujours plus élevée de devises ou chancellerait sous le poids de l'or dont le volume ne cesserait de grandir, ce qui se traduirait dans les deux cas par une masse monétaire en continuelle augmentation et de caractère inflationniste.

Il est opportun de rappeler ici quelques notions qu'il est indispensable de connaître si l'on veut bien saisir ce que l'on entend par mouvement des capitaux, c'est-à-dire exportation de capitaux ou au contraire importation de capitaux. Tout d'abord, il y a lieu de préciser que les termes importation et exportation de capitaux, dans le sens où ils sont utilisés ici même, ne sont que des images qui trouvent probablement leur origine dans l'erreur souvent commise de croire que les capitaux se déplacent effectivement d'un pays à l'autre et que lorsqu'on parle d'une exportation de capitaux, ces derniers sont matériellement envoyés à l'étranger.

Dans le cas d'une exportation de capitaux de Suisse, par exemple, au profit d'une entreprise étrangère ou d'un Etat étranger, il s'agit simplement d'un capital en francs suisses, possédé jusqu'alors par une ou plusieurs personnes, vraisemblablement suisses — mais ce n'est pas une condition indispensable — qui est mis à la disposition de cette entreprise ou de cet Etat étranger. C'est la propriété du dit capital — supposons de 50 millions de francs suisses — qui change de titulaire. Le capital qui était jusqu'à ce moment la propriété de capitalistes suisses devient la propriété d'un étranger libre d'en disposer selon ses besoins. Il faut également rappeler qu'il n'y a qu'un seul pays où le franc suisse circule à titre de monnaie, c'est la Suisse, comme il n'y a du reste qu'un seul marché où le dollar U.S.A. a un pouvoir libératoire illimité, ce sont les Etats-Unis. Si un Suisse désire acheter des titres américains non cotés en Suisse ou acquérir un immeuble aux U.S.A., il devra tout d'abord se procurer des dollars disponibles aux U.S.A. contre des francs suisses disponibles en Suisse, et il pourra alors réaliser son opération. C'est ce

qu'on appelle dans le langage technique une exportation de capitaux.

Nous nous trouvons en présence d'une importation de capitaux lorsqu'un Français, par exemple, disposant d'un capital de 10 millions de francs français, achète des dollars à Paris par l'entremise d'un agent de change et vend ses dollars sur notre marché contre des francs suisses. Il faudra qu'il trouve en Suisse un particulier, un industriel ou une banque, qui désire être propriétaire de dollars sous la forme d'un avoir en compte auprès d'une banque à New York par exemple. Les dollars ne se sont pas déplacés, non plus que les francs suisses. Or, il s'agit, dans ce cas, d'une importation de capitaux en Suisse. Admettons que ce Français s'adresse à un banquier suisse qui ne désire pas conserver ces dollars ; ce banquier les revendra immédiatement à un tiers, ou, à défaut d'acquéreur privé, il s'adressera en dernière analyse à la Banque nationale suisse pour les lui vendre. Cette vente se traduira en fait par une injection de monnaie fraîche sur le marché suisse. C'est précisément à ce genre d'opérations que la banque d'émission accorde la plus vive attention, parce que si de telles opérations devaient se répéter souvent, et pour de gros montants, elles auraient pour conséquence d'accroître démesurément la circulation monétaire et seraient ainsi responsables d'une inflation.

En revanche, dans le cas d'une exportation de capitaux, c'est l'inverse qui se produit et si le bailleur de fonds suisse ou le capitaliste étranger qui possède des francs suisses désire se procurer des dollars et qu'il ne trouve personne disposé à lui en céder, il en achètera auprès de la Banque nationale contre remise de francs suisses. Cette opération aura pour conséquence de réduire la masse monétaire en circulation ; elle agira dans le sens d'une déflation, puisqu'il y aura une diminution du volume des billets qui circulent ou des avoirs en comptes de virements.

Tant que le marché suisse dispose de suffisamment de devises pour répondre à la demande sans être obligé de faire appel aux réserves de la banque d'émission, c'est-à-dire que si l'acheteur de dollars, de livres sterling ou de francs français trouve un industriel, un commerçant, une banque privée prêts à lui en vendre, il n'y aura pas de modification du volume de la circulation, mais un simple transfert du pouvoir d'achat en francs suisses de « X » à « Y ». Mais dès que la demande dépasse le stock de l'économie privée, ce

sont les réserves de devises de la banque d'émission qui sont mises à contribution, contre paiement d'une valeur équivalente en francs suisses.

Cet automatisme d'accroissement ou de réduction de la masse monétaire à chaque achat de monnaie étrangère par la Banque nationale suisse, respectivement à chaque vente de devises, est fondamental. Il permet à la banque d'émission de jouer son rôle essentiel, celui de gardienne de la monnaie en pratiquant « une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays ».

Comment l'économie privée peut-elle disposer de devises ? Cette question trouve sa réponse dans l'examen analytique de la balance des revenus. Celle-ci comprend diverses rubriques dont les principales sont le commerce extérieur, l'énergie électrique, le tourisme, le transport des marchandises en transit international à travers notre territoire, les assurances, les revenus de capitaux placés à l'étranger, les services des postes, télégraphes, téléphones et d'autres services encore tels que les redevances sur licences, par exemple.

Si le solde des importations et des exportations de marchandises est pratiquement presque toujours débiteur, c'est-à-dire en faveur de l'étranger, en revanche le tourisme, le transport de marchandises, les assurances, les revenus de capitaux, pour ne citer que les principales sources de revenus, accusent un solde en faveur de notre économie qui le plus souvent est supérieur au déficit provenant du commerce extérieur. Depuis 1949, seules les années 1951 à 1957 ont fait apparaître un résultat déficitaire de la balance des revenus. En revanche, l'année 1953 a présenté un excédent de 1440 millions et l'année 1954 un excédent de 1063 millions. En 1957, l'insuffisance a été de 195 millions, mais on peut d'ores et déjà escompter un excédent pour 1958.

Lorsque la période examinée — en général l'année — fait apparaître un excédent de la balance des revenus, notre économie dispose de créances sur l'étranger que l'on peut rapatrier ou au contraire investir à l'étranger. Si l'économie suisse les rapatrie, nous sommes en présence d'une importation de capitaux, à la condition naturellement que la Banque nationale suisse accepte d'acheter les devises étrangères qui lui sont offertes.

Il y aura alors création de monnaie fraîche, donc un accroissement du volume monétaire. Mais ainsi que s'exprimait la direction générale de la Banque nationale à l'occasion de son rapport annuel

pour l'année 1954 : « Le solde actif de notre balance des revenus vaut à notre pays des entrées considérables de dollars que la banque d'émission doit reprendre et convertir en monnaie nationale dans l'intérêt de l'économie suisse. Cette opération entraîne une augmentation du volume monétaire intérieur qu'il ne faut pas prendre à la légère en raison de l'abondance des moyens de paiements existants. »

Dans ce cas, l'afflux de dollars est la conséquence classique et normale de l'excédent résultant de cette part du travail national exporté à l'étranger. Toutefois, si la stabilité de la monnaie n'est pas mise en danger sur le marché international des changes par cet apport de devises, il n'en reste pas moins que ce dernier peut provoquer un déséquilibre sur le marché intérieur et être à l'origine d'une hausse des prix. En conséquence, la banque d'émission doit veiller sans cesse à ce que le volume monétaire reste dans les limites des besoins réels de l'économie et elle doit arrêter toute mesure propre à empêcher une inflation de signes monétaires. C'est pourquoi, en juin 1955, la Banque nationale avait passé avec les banques principales du pays une convention concernant la création d'avoirs minimums — convention qui a été reconduite à plusieurs reprises — en y apportant parfois les allègements que commandait la situation. Simultanément, et en étroite collaboration avec le Département fédéral des finances et des douanes, elle s'est toujours employée à protéger autant que possible le marché des répercussions d'une trop grande abondance de disponibilités, en prenant d'autres dispositions de même nature.

Il ressort de ce qui précède que, chaque fois que notre balance des revenus est excédentaire, il y aura une offre de devises étrangères sur le marché suisse pour un montant égal, à moins que les exportateurs de marchandises ou de services ne diffèrent le moment de faire rentrer leurs créances et préfèrent en laisser la contre-valeur à l'étranger. Si en revanche la balance des revenus présente un déficit, il en résultera une demande de devises auprès de la Banque nationale et par voie de conséquence un resserrement de la circulation monétaire.

Indépendamment de ces opérations régulières et classiques, il peut y avoir des importations ou des exportations de capitaux sans rapport immédiat avec les mouvements de marchandises ou de services quelle qu'en soit la forme. Du fait de sa monnaie forte,

notre économie doit compter avec ces mouvements de capitaux qui viennent parfois grossir ceux que l'on peut qualifier de normaux ou qui, dans certains cas, neutralisent l'effet de ceux-ci. Entre les deux guerres déjà, et plus particulièrement depuis 1945, ces mouvements ont pris à certaines périodes une ampleur insolite.

Dans le cas de l'exportation de capitaux, l'étranger reçoit un droit de disposer d'un certain montant en francs suisses, ce qui équivaut pour nous à un placement fait à l'étranger ; ce placement peut revêtir différentes formes, dont les plus fréquentes sont l'octroi de crédits par nos banques, nos entreprises industrielles et commerciales, l'émission d'emprunts étrangers, l'achat de titres, pour n'en citer que quelques-unes ¹.

Mais l'importation de capitaux en Suisse, pour le compte de particuliers ou d'entreprises suisses qui se proposent de rapatrier des fonds placés à l'étranger, est aussi une opération courante, comme du reste le placement de capitaux étrangers dans notre pays que l'on peut comparer à un prêt octroyé par l'étranger à notre économie. Ce sont précisément de telles opérations qui ont souvent perturbé le marché suisse de l'argent ou celui des capitaux durant ces dix dernières années et qui sont venues amplifier les effets de la vente des devises provenant de notre balance excédentaire des revenus.

Lorsque la balance des revenus présente un déficit, le placement en Suisse de capitaux étrangers est théoriquement désirable ², puisque ce placement comble le déficit et qu'il nous épargne un resserrement préjudiciable du volume monétaire et des crédits. En revanche, l'inverse risque de nuire à l'équilibre de notre économie. En effet, si, simultanément à un excédent de la balance des revenus, un capitaliste étranger cherche à placer l'équivalent de 1 million de dollars sur le marché suisse, il vendra ces dollars à une de nos banques, par exemple, qui à son tour demandera à la Banque nationale de les lui acheter, d'où une plus grande injection de monnaie fraîche.

Les capitaux étrangers qui sont venus chercher refuge en Suisse s'élèvent à plusieurs milliards de francs. Sans doute, ceux qui sont

¹ Cf. Dr W. SCHWEGLER : *Problem des Kapital-Exportes*. Aarau, 1950.

² En fait, les réserves d'or et de devises de la Banque nationale ont toujours été suffisantes pour répondre à toute demande destinée à régler le déficit de la balance des revenus.

déposés auprès de nos banques en « compte dollars » ne perturbent en rien notre marché. Mais les fonds appartenant à des capitalistes étrangers et qui sont transformés en francs pour être déposés dans une banque ou placés en valeurs mobilières ou immobilières — pour autant qu'aucune disposition ne s'y oppose — modifient profondément le volume monétaire intérieur.

Dans ce cas, l'importation de fonds est la première phase du mouvement général des capitaux. Elle sera vraisemblablement suivie, à une date postérieure et encore inconnue — à moins que le moment en ait été fixé préalablement — d'une exportation de capitaux équivalente, soit dans le pays d'origine de ces fonds, soit dans un autre.

Or, c'est pour prévenir les dangers inflationnistes étroitement attachés à toute importation de capitaux, dangers qui ont été analysés plus haut, que la Banque nationale autorise et même favorise l'exportation de capitaux, qu'il n'est pas possible de refouler mais qui troublent notre économie en gonflant anormalement le volume de la monnaie sans créer simultanément un élément compensateur de production de marchandises. Le pouvoir d'achat de la population est ainsi artificiellement accru et la politique de crédit des banques tend à devenir trop libérale. La spirale prix-salaires-prix trouve un aliment facile : l'excès de monnaie.

En donnant son accord, dès septembre 1958, à la reprise de l'exportation de capitaux sous la forme d'emprunts étrangers émis en Suisse, la Banque nationale est restée fidèle aux principes qui président depuis des années, et avec succès, à sa politique de crédit et à la sauvegarde de la monnaie.

Au cours des huit premiers mois de l'année 1958, les avoirs d'or et de devises ont progressé de 854 millions de francs et s'élevaient à 8865,1 millions au début de septembre. « Comme, d'une part, le marché disposait de liquidités de plus en plus grandes et que les taux continuaient à baisser, que, d'autre part, l'expansion considérable du volume monétaire recelait en puissance des forces d'impulsion de nature inflationniste prêtes à agir avec virulence, même dans une période d'essor, la Direction générale décida de rouvrir le marché suisse aux emprunts étrangers après une interruption de deux ans, tout en tenant compte des besoins de capitaux du pays.¹ »

¹ Propos récemment tenus par M. W. Schwegler, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse.

C'est en effet à la banque centrale de décider si la situation permet d'autoriser l'émission d'emprunts étrangers ; il lui appartient également d'en contrôler le volume. Ainsi, elle conserve l'initiative de l'exportation de capitaux ; en un sens, on peut dire qu'elle anticipe le rappel des fonds placés en Suisse par des étrangers ¹ ; mais elle choisit pour cela la période la plus favorable du point de vue monétaire et sur le plan de la politique du crédit.

En ce qui concerne plus spécialement l'emprunt de Saint-Gobain, rappelons ici que des capitaux français extrêmement élevés sont placés dans notre pays — entre autres sous forme de biens immobiliers —, qu'ils sont venus à une époque où notre économie, bien qu'elle ne manquât pas de fonds, a salué sans déplaisir cet appoint venant de France. Maintes entreprises suisses et maints particuliers ont profité des conditions de prêts bon marché qui en sont résultées. Sans doute avons-nous vu que le placement de capitaux étrangers en Suisse n'a pas toujours été opportun et qu'il a posé des problèmes parfois délicats à la banque d'émission. Mais dans l'ensemble, il est juste de dire que nous y avons trouvé plus de profits que d'inconvénients. Nous n'avons pas fait de la philanthropie en accueillant des capitaux étrangers et, aujourd'hui, nous ne devons pas oublier que l'octroi d'un prêt à une entreprise française n'est qu'un rendu qui est très loin d'atteindre, en importance, les fonds que nous avons reçus.

Enfin, lors de l'émission d'un emprunt étranger, devons-nous poser des conditions relatives à l'emploi qui en sera fait ? Pouvons-nous exiger que ces capitaux soient destinés à payer des produits que nous exportons dans le pays débiteur, comme c'est le cas pour les Usines électriques du Tauern et tout récemment pour l'emprunt de l'Electricity Supply Commission (ESCOM) Johannesburg, 5 %, de 50 millions ?

La question n'est pas aussi simple à résoudre qu'il paraît à première vue. Nous pourrions difficilement exiger d'une entreprise privée étrangère qu'elle nous achète des produits dont elle n'a pas besoin. Il serait également difficile de lui imposer une opération triangulaire en faisant intervenir un tiers qui serait acquéreur de

¹ Il est à remarquer qu'une large partie des capitaux qui affluent en Suisse a le caractère de « hot money », alors que nos prêts sous forme d'emprunts sont en fait tous à longue échéance.

marchandises suisses. Cela serait plus aisé et plus admissible si l'emprunteur était un Etat étranger.

Nos exigences dépendent aussi largement de notre situation économique immédiate. Nous n'avons pas toujours le choix et devons donner la préférence à l'emprunteur qui offre le plus de sécurité et de garanties.

Finalement, il serait peu raisonnable de vouloir différer le moment de soulager un marché menacé par une surabondance de capitaux, sans que les motifs invoqués pour justifier ce retard fussent péremptoirs. L'inflation n'attend pas pour déployer ses effets ; c'est pourquoi la résorption de l'excédent monétaire doit être faite sans délai et dans un minimum de temps. C'est la condition de la réussite.

* * *

L'évolution récente de notre économie donne raison à ceux qui ont pris la responsabilité de prêter à nouveau des capitaux à l'étranger. Au 31 décembre 1958, les réserves monétaires de la Banque nationale s'élevaient au montant encore jamais atteint de 8890,2 millions de francs. Cette augmentation atteste que le marché suisse est abondamment pourvu de moyens et que les prêts octroyés à des entreprises étrangères n'ont pas influencé, même légèrement, les conditions de crédit faites aux entreprises indigènes et aux particuliers.

Cette politique est la seule vraiment efficace en période de pléthore de capitaux et il faut espérer que ses effets nous préserveront d'accidents monétaires si préjudiciables à une économie aussi sensible que la nôtre.

Janvier 1959.