

<b>Zeitschrift:</b>	Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte = Société Suisse d'Histoire Economique et Sociale
<b>Herausgeber:</b>	Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte
<b>Band:</b>	23 (2008)
<b>Artikel:</b>	Au service des intérêts financiers : les débats autour de l'amortissement des dettes fédérales après la Deuxième Guerre mondiale (1945-1955)
<b>Autor:</b>	Longchamp, Olivier
<b>DOI:</b>	<a href="https://doi.org/10.5169/seals-871841">https://doi.org/10.5169/seals-871841</a>

### 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:** 09.01.2026

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

Olivier Longchamp

## Au service des intérêts financiers

### Les débats autour de l'amortissement des dettes fédérales après la Deuxième Guerre mondiale (1945–1955)

Durant la Deuxième Guerre mondiale, la dette de l'Etat fédéral augmente et atteint un niveau sans précédent. La dette brute de la Confédération en valeur réelle est multipliée par 2,5 entre 1939 et 1946 et représente 57,2% du Produit social net en 1946 (fig1, p. 293).<sup>1</sup>

Cette augmentation rapide est à mettre sur le compte de la hausse des dépenses publiques occasionnée par l'économie de guerre et les mobilisations. Elle s'inscrit dans le contexte des importantes transformations que connaît la politique financière à cette époque. Celles-ci ont déjà été analysées, et cette contribution n'y reviendra donc pas de façon détaillée.<sup>2</sup> En revanche, la politique pratiquée en matière d'amortissement après le deuxième conflit mondial n'a fait, à ma connaissance, l'objet d'aucune recherche historique jusqu'ici. Quelles ont été les conséquences de cet endettement marqué sur la politique financière fédérale de l'après-guerre? Les discours ou les pratiques ayant cours jusqu'alors en matière de dettes publiques se sont-ils poursuivis dans l'après-guerre?

Ce texte montre que loin des multiples appels à l'amortissement rapide de la dette, la politique financière pratiquée dans les dix années d'après-guerre a consisté pour l'essentiel à maintenir celle-ci à un niveau élevé. Cette politique ne résulta pas, cependant, d'une conversion hypothétique des élites helvétiques aux vertus d'un keynésianisme – qui aurait d'ailleurs été appliqué à rebours, vu la conjoncture favorable de cette période. Le faible amortissement de la dette dans les dix années de l'après-guerre perpétue au contraire les objectifs de la politique orthodoxe d'avant-guerre: la dette légitime l'austérité budgétaire, permet de limiter le développement de l'Etat social et l'absence d'amortissement permet d'éviter une hausse de la pression fiscale. Enfin, cet article insiste sur l'importance que les considérations relatives à la situation des marchés de l'argent et des capitaux jouent dans le processus de gestion de la dette publique. Il montre ainsi que le maintien de la dette publique a répondu aux objectifs d'une politique financière visant en premier lieu à conserver des profits élevés pour les détenteurs de capitaux et les institutions financières.

**«Il faut amortir»:  
un discours convenu qui dissimule de sérieuses réserves**

Replaçons l'évolution de la dette fédérale dans son contexte. La dette de la Confédération remonte à la Première Guerre mondiale. L'entre-deux-guerres est marqué par des débats houleux sur les orientations de la politique financière fédérale. Cette dernière est dominée jusqu'en 1936 par une orthodoxie absolue basée – au nom de la stabilité du franc – sur le double principe de l'équilibre du budget ordinaire et du désendettement rigide. Ces principes avaient été défendus même dans le contexte de la sévère crise des années 1930, durant laquelle les autorités fédérales affirmaient toujours vouloir poursuivre l'amortissement, en dépit des critiques que cette volonté suscitait. Le 3 décembre 1935, le Conseil fédéral annonçait encore: «Es war immer der Wille des Bundesrates und der eidgenössischen Räte, dem Tilgungsplane unter allen Umständen nachzuleben, selbst in Krisenzeiten, und an diesem Grundsatze wagt niemand zu rütteln.»<sup>3</sup>

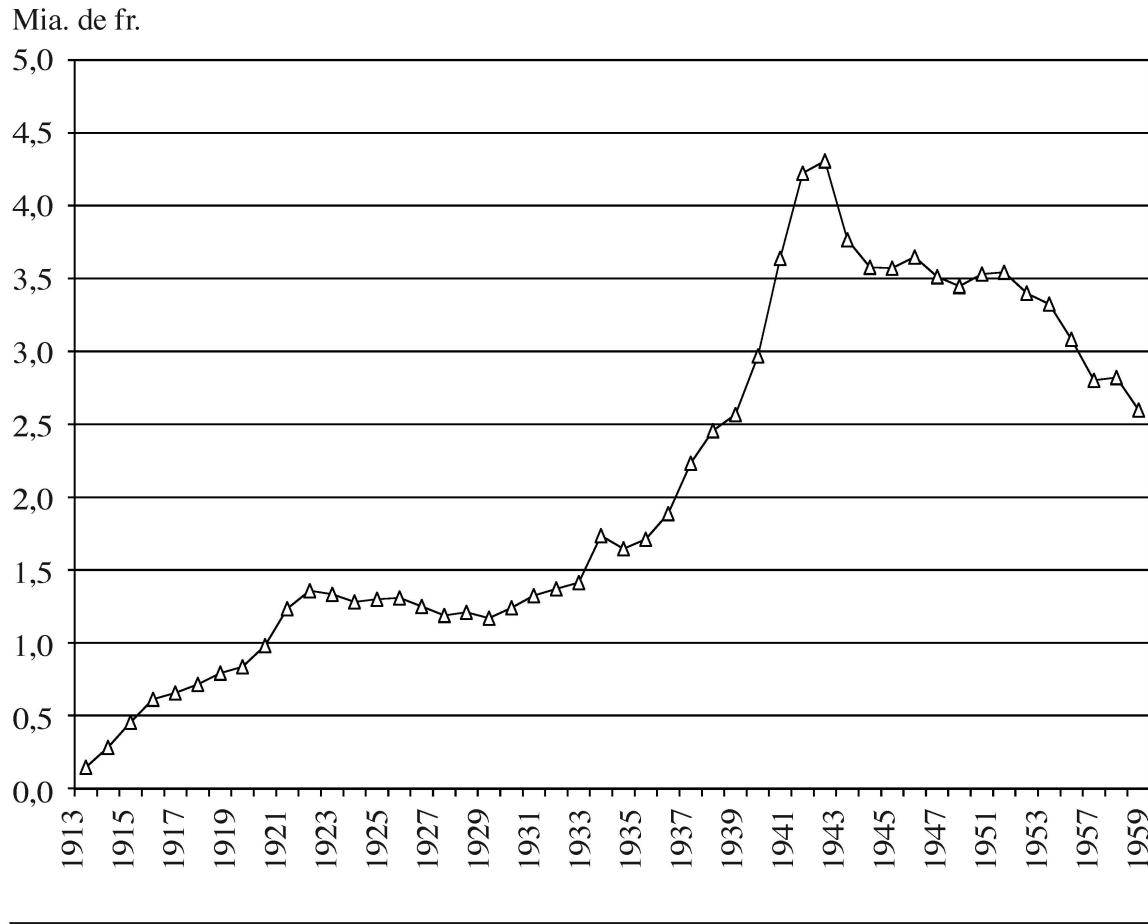
Certes, cette intransigeance se heurta dès le début de la crise aux contradictions de la politique de déflation et le niveau de la dette fédérale brute fut contenu, mais impossible à réduire. Le hiatus existant entre les intentions affichées des milieux dirigeants et la politique suivie fut en partie levé par la dévaluation de 1936, qui mit un terme à la politique déflationniste.<sup>4</sup> Mais jusqu'alors, le principe de l'amortissement était intangible.

A première vue, l'amortissement inconditionnel et rapide de la dette semble toujours plébiscité après-guerre. Les premiers projets du Département fédéral des finances et des Douanes (DFFD) à ce sujet sont développés durant la guerre déjà. Ils prévoient un amortissement rapide, si nécessaire par le biais d'un troisième prélèvement sur la fortune, plus élevé que ceux décidés en 1940 et 1943. Selon les premières estimations, ce «sacrifice de paix» devait rapporter 4 mia. de fr., soit de quoi réduire la dette de moitié et diminuer les charges très lourdes que suppose son service.<sup>5</sup> Ernst Kull, l'auteur du projet de sacrifice de paix, est nommé le 17 juillet 1946 délégué du Conseil fédéral à la réforme des finances. Son projet sert de base aux discussions d'une commission d'experts qui discute de la politique financière de l'après-guerre. Lors de l'une de ses premières séances, le Conseiller fédéral socialiste dirigeant le DFFD, Ernst Nobs, affirme sans détour son désir d'amortir la dette: «Eine hohe öffentliche Schuld ist wie ein schmerzender Zahn: man wird den Schmerz nicht los, bis man es wagt, den Zahn zu ziehen.»<sup>6</sup>

S'il s'oppose d'emblée à l'idée d'un troisième sacrifice sur la fortune, le représentant des banques au sein de cette commission, Rudolf Speich,<sup>7</sup> est d'accord avec Nobs pour réclamer un amortissement complet et rapide: «Man muss die Schuld als Ganzes betrachten, und ihre Vernichtung und Tilgung versuchen.»<sup>8</sup>

Soulignant la nécessité d'un amortissement rapide «pour des raisons politico-éduca-

Fig. 1: *Dette brute de la Confédération, 1913–1960*



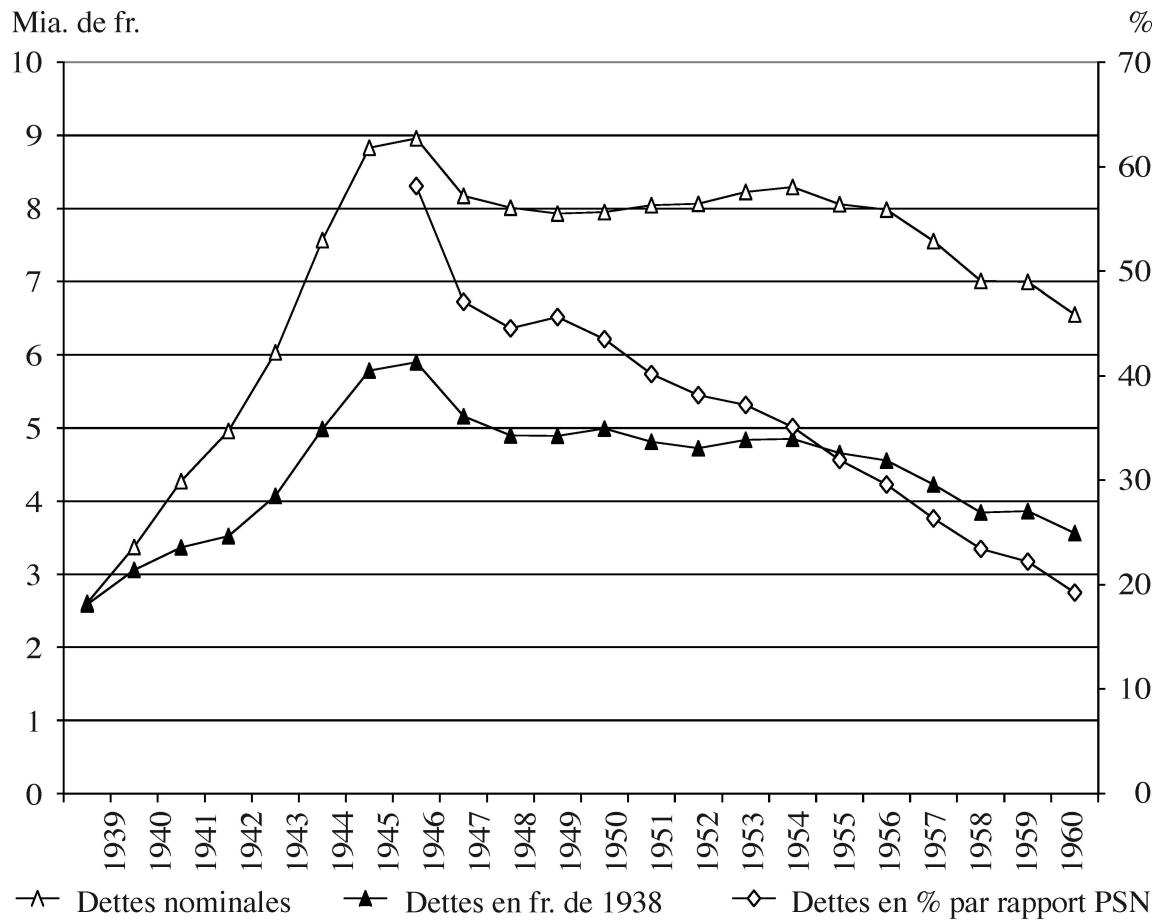
Source: Ritzmann-Blickenstorfer Heiner (éd.), *Statistique historique de la Suisse*, Zurich 1996, p. 952.

tives» et le caractère, selon elle, déséquilibré du rapport entre les dettes publiques et le revenu national, l'Association Suisse des Banquiers (ASB) réclame, en juin 1947, un plan d'amortissement précis et son application immédiate.<sup>9</sup>

Ce point de vue est partagé par les autres associations patronales. Prenant position sur la politique financière fédérale, l'Union Suisse des Arts et Métiers (USAM), l'ASB et l'Union suisse du commerce et de l'industrie (Vorort), la principale association patronale helvétique, soulignent, à la même époque: «Angesichts der Hochkonjunktur ist es aber eine selbstverständliche Forderung, nicht nur die Schulden nicht mehr ansteigen zu lassen, sondern mit der Abtragung sofort zu beginnen, und zwar erscheint eine Tilgung in einer Größenordnung von mehreren hundert Millionen jährlich als möglich.»<sup>10</sup>

Quant à la Banque nationale suisse (BNS), elle souligne elle aussi la nécessité de résorber la dette fédérale.<sup>11</sup> C'est toujours la même ligne qui est prônée par le Conseil fédéral dans son message sur la réforme des finances fédérales paru en 1948: «Une

Fig. 2: *Dettes brutes de la Confédération, 1939–1960*



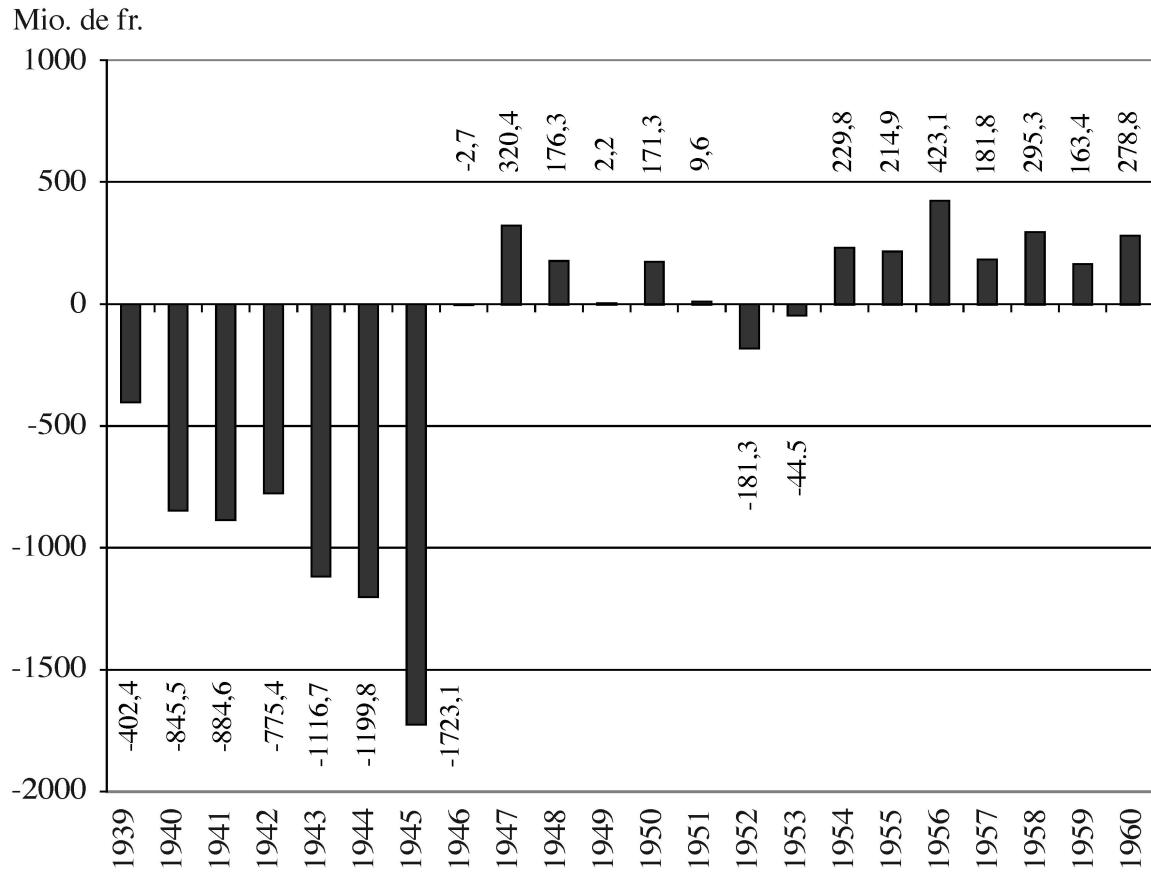
Source: Ritzmann-Blickenstorfer Heiner (éd.), *Statistique historique de la Suisse*, Zurich 1996, pp. 952, 871.

partie des dettes doit être systématiquement amortie. Nous sommes persuadés que le peuple suisse demande un amortissement qui mérite ce nom.»<sup>12</sup>

Les autorités fédérales et les représentants des créanciers paraissent donc se mettre au diapason pour rappeler que la dette doit être remboursée rubis sur l'ongle. Pourtant, lorsqu'on observe l'évolution chiffrée de la dette brute de la Confédération dans la période allant de 1945 à 1960 (fig. 2), force est de constater que ces intentions ne se sont pas réalisées.

La figure 2 affiche les valeurs de bilan de la dette brute de l'Etat fédéral. Ces dernières tiennent compte des dettes publiques consolidées et flottantes et des engagements internes de la Confédération, c'est-à-dire de ce que l'on nomme la dette administrative. Pour des raisons trop longues à détailler ici, ces chiffres ne sont pas identiques à ceux auxquels se réfèrent les acteurs de l'époque. Ces derniers renvoient aux comptes fédéraux. Or, ceux-ci comptabilisent différem-

Fig. 3: *Clôture des comptes, 1939–1960*



Source: Ritzmann-Blickenstorfer Heiner (éd.), *Statistique historique de la Suisse*, Zurich 1996, p. 952.

ment la dette interne et font ainsi apparaître un endettement brut plus élevé. Les évolutions sont cependant semblables.<sup>13</sup>

La figure 2 met en évidence la diminution significative de la dette par rapport à la richesse produite en Suisse (Produit social net) durant l'après-guerre. Cette évolution est due à la croissance économique rapide qui se manifeste alors et ne nous retiendra pas plus longtemps. Le maintien, en termes nominaux, de la dette brute doit attirer notre attention: après avoir connu une baisse sensible en 1947, cette dernière garde le même niveau jusqu'en 1956. Entre 1949 et 1954, la dette augmente même, atteignant en 1954 un montant inférieur de 600 mio. de fr. seulement à son niveau le plus élevé de 1946. Tout se passe donc comme si la Confédération ne remboursait pas la dette héritée de la guerre, se contentant de laisser le montant de celle-ci se dévaluer peu à peu au rythme de l'inflation. Pourtant, la Confédération clôt ses comptes sur des excédents 8 années sur 11

de 1946 à 1956 inclus et le cumul des excédents et des déficits atteint un solde positif de 1,3 mia. de fr.

Quels sont les facteurs qui expliquent cette absence d'amortissement, alors que ceux-ci semblent plébiscités de toutes parts? Pour le voir, il convient d'analyser plus en détail les débats politiques de l'immédiat après-guerre.

Il faut d'abord souligner que les motifs avancés par les différents acteurs en faveur de l'amortissement sont contradictoires. Max Weber, le représentant de la gauche au sein de la commission d'experts, se prononce pour un amortissement rapide par un prélèvement sur la fortune, et souligne que cette opération amènerait «eine erhebliche Einsparung an Zinsen».<sup>14</sup> Pour la gauche, la marge de manœuvre financière restaurée en cas d'amortissement rapide doit permettre de développer enfin l'Etat social. Mais le Parti socialiste suisse (PSS) met davantage l'accent sur le prélèvement sur la fortune et sur les nouvelles dépenses sociales plutôt que sur l'amortissement, auquel il ne consacre aucun point particulier dans sa prise de position sur le rapport de la commission d'experts.<sup>15</sup> Même si l'Union syndicale suisse (USS) reste dubitative sur les chances de succès d'un troisième sacrifice sur la fortune,<sup>16</sup> la gauche s'accorde sur le fait que l'amortissement ne doit plus être, comme dans les années 1930, un obstacle à l'intervention renforcée de l'Etat lors des crises et recommande donc d'amortir la dette en profitant de la bonne conjoncture. Un amortissement rapide séduit au-delà des cercles de gauche dans la mesure où il permettrait à la Confédération de retrouver une plus grande marge de manœuvre à une période où, selon les prévisions faites pour 1950, le service de la dette devrait engloutir presque 30% du budget fédéral. Le climat politique conflictuel de l'entre-deux-guerres et l'incapacité à régler le problème des finances fédérales est resté en mémoire de plusieurs acteurs politiques, même à droite, qui affirment la volonté de lever l'hypothèque politique de la dette. C'est ce qu'exprime ainsi, par exemple, un Conseiller d'Etat catholique-conservateur: «Wir dürfen die Sache nicht wie nach dem ersten Weltkrieg einfach schlittern lassen.»<sup>17</sup>

Pour les milieux financiers, les raisons de plaider pour un amortissement rapide sont différentes. Il s'agit d'abord de rappeler haut et fort le caractère intangible de cette dette et de s'opposer par principe à son annulation ou à toute modification non consentie de son échéance ou de sa valeur. C'est ainsi qu'il faut interpréter les «raisons politico-éducatives» évoquées plus haut. Il s'agit aussi de s'opposer préventivement à des expérimentations financières peu orthodoxes un temps imaginées au sein d'une administration des finances un peu trop inventive. La possibilité de transformer une partie de la dette fédérale en dette perpétuelle, par exemple, avait ainsi été un temps envisagée.<sup>18</sup>

Mais il existe, comme pendant la crise, un écart important entre les intentions proclamées et la réalité. Lorsqu'il s'agit de discuter des modalités concrètes de l'amortissement des dettes fédérales, trois types de réserves transparaissent. En pre-

mier lieu, l'amortissement est redouté à cause de la pression fiscale supplémentaire qu'il suppose. Speich déclare: «Trotzdem ich eine baldige Tilgung der Bundesschuld grundsätzlich befürworte, habe ich grösste Bedenken, bereits von einem Dritten Wehropfer zu sprechen, während die Erhebung des zweiten Wehropfers noch im Gange ist.»<sup>19</sup>

Un troisième prélèvement sur la fortune est ainsi refusé à droite de l'échiquier politique et du côté des associations patronales du fait d'une opposition principielle à l'imposition fédérale de la fortune en temps de paix. La commission d'experts composée majoritairement de représentants du bloc bourgeois est du reste de l'avis de Speich et écarte bientôt l'idée dudit Impôt de sacrifice national au profit d'un amortissement lent. Comme le relève Hug, le Directeur de la Chambre du commerce saint-galloise, lors d'une séance du Vorort, en mai 1947: «Der Tilgungsdauer von 60 Jahren wurde zugestimmt, da bei einer Verkürzung wieder das Postulat einer massiven Vermögensabgabe auftauchen würde.»<sup>20</sup> Le projet de sacrifice de paix est néanmoins repris plus tard par le PSS qui lance une initiative populaire prévoyant une version atténuée de celui-ci. Cette dernière est balayée en 1952.

Ici, il faut noter, entre parenthèse, que le sacrifice de paix n'est pas le seul projet fiscal qui suscite des résistances. Même l'impôt de défense nationale sur le revenu des personnes physiques et morales (IDN) prélevé depuis 1940, dont le maintien doit servir à l'amortissement de la dette de guerre, est contesté par une partie croissante du bloc bourgeois. Entre 1948 et 1950, la droite parlementaire s'emploie, à l'instigation des associations patronales, à élaborer un projet de réforme des finances fédérales sans impôt fédéral direct, mais leur projet est refusé par référendum le 4 juin 1950.

Du point de vue patronal, un amortissement rapide est problématique, en deuxième lieu, parce que l'amortissement souhaité à gauche renforcerait les finances publiques au détriment du capital et ouvrirait de nouvelles voies au développement de l'Etat. Léo Bindschedler, Directeur d'Alimentana AG, frère de Rudolf, l'un des Directeurs généraux du Crédit Suisse et représentant patronal auprès de la commission d'experts évoquée plus haut, attire l'attention de ses collègues du Vorort sur ce point lorsqu'il présente les travaux de la commission. Il souligne: «Es mahnt zur Vorsicht, wenn [...] von sozialistischer Seite für eine rasche Schuldentilgung eingetreten wurde. Die dadurch verfolgten Ziele liegen auf der Hand: Verstärkung der Finanzquellen des Staates, zu Lasten des Kapitals und damit Öffnung des Weges für neue Ansprüche an den Staat.»<sup>21</sup>

Bindschedler réitère cette affirmation lors d'une séance ultérieure du Vorort: «Wenn zu rasch getilgt wird, wird nur die Ausgabenlust wieder wachsen.»<sup>22</sup>

Ce point de vue est partagé et admis au sein du monde patronal. Le rôle de la dette comme moyen d'imposer une discipline budgétaire sévère apparaît clairement. Un amortissement trop rapide ferait disparaître une arme redoutable dans l'arsenal des partisans de la «politique des caisses vides».»<sup>23</sup>

Outre le fait que l'amortissement de la dette fédérale remet en cause les «chaînes dorées» qui subordonnent l'action de la Confédération au bon vouloir des milieux possédants, il pose à cette période de sérieux problèmes du point de vue de son influence sur le marché des capitaux. C'est sur ce troisième aspect que j'aimerais insister ici.

Les effets potentiels de l'amortissement sur le marché financier sont évoqués dès 1946. La BNS, interrogée au sujet des projets du DFFD à cet égard, souligne – tout en affirmant en principe plébisciter l'amortissement – qu'il convient de «garder une certaine mesure», pour ne pas provoquer une trop grande liquidité sur ce marché. Une telle liquidité aurait en effet, à son avis, des conséquences inflationnistes dangereuses. C'est en tout cas ce que prétend Paul Keller, le Président du Directoire de la BNS: «Beim Bund besteht die Absicht, die Schulden rasch abzutragen, um Zinskosten einzusparen. Vom Standpunkt des Steuerzahlers und der Währung aus ist das sicherlich zu begrüßen. Anderseits empfiehlt es sich aber, mit diesen Rückzahlungen Mass zu halten, da sonst eine Verflüssigung eintritt, die in ihren Auswirkungen auf die Preise und Löhne unter Umständen kostspieliger sein könnte als der Zinsenaufwand.»<sup>24</sup>

Keller n'explique pas son raisonnement. La suite de la discussion laisse transparaître qu'il craint que ce remboursement ne s'effectue au prix d'un recours accru au crédit de la BNS pour les besoins de la trésorerie fédérale. Quoi qu'il en soit, le raisonnement de Keller est contestable et contesté: selon d'autres pronostics, l'amortissement n'est pas recommandable, mais plutôt en raison de ses conséquences déflationnistes. C'est l'avis de la commission d'experts qui note: «Jede Schuldentilgung wirkt der Tendenz nach in dem Sinne deflatorisch, als sie eine Kontraktion der dem Güterangebot gegenüberstehenden Geldmenge unter dem zur Aufrechterhaltung der Gleichgewichtslage benötigten Bedarf bewirkt.»<sup>25</sup>

Le même point de vue est défendu par Eberhard Reinhardt, Directeur de l'Administration fédérale des finances et qui va tout bientôt devenir Directeur du Crédit Suisse: «[...] l'élimination des dettes existantes conduit à un bouleversement de la répartition intérieure de la fortune nationale et à la contraction de sa valeur nominale. Afin de prévenir le mouvement fortement déflationniste qui s'ensuit, l'amortissement doit être réalisé à long terme et selon un plan étudié.»<sup>26</sup>

L'effet déflationniste était – cela s'entend – présenté comme indésirable dans une situation économique certes favorable, mais dépeinte comme fragile et chargée d'inconnues. Toutefois, les principaux soucis de la BNS et des milieux financiers ne relevaient pas tant de la crainte des effets macroéconomiques – inflation ou déflation – entraînés par l'amortissement, mais bien plutôt des conséquences d'un éventuel amortissement pour les institutions financières et surtout en termes de diminution des taux d'intérêts qui en résulterait sur le marché obligataire. Le 28 avril 1947, un fonctionnaire du DFFD relevait les «sueurs froides» que les projets d'amortissement

provoquaient chez les banquiers: «Es ist doch zu bekannt, dass unseren überliquiden Banken, welche die grössten Plazierungsschwierigkeiten für ihre Mittel haben und den Zinsfuss kaum mehr auf seinem jetzigen Niveau halten können, der Angstschweiss auf die Stirne tritt, sobald sie von staatlichen Tilgungsabsichten vernehmen.»<sup>27</sup>

En termes moins imagés, certes, la BNS ne déclare au fond pas autre chose lorsqu'elle attire, en avril 1947, l'attention du DFFD sur les conséquences dommageables d'un remboursement de la dette pour les assurances, les caisses de pension et les fondations: «Unter Umständen könnte sich die Rückzahlung der Bundesschulden für die Wirtschaft somit noch störender auswirken als die Aufbringung der Mittel, die dazu erforderlich sind. Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Stiftungen, sähen sich infolge des allzu rasch erfolgenden Abbaus der Schulden vor sehr schwierige Anlageprobleme gestellt.»<sup>28</sup>

La BNS minimise en outre le poids de l'endettement et souligne que celui-ci est supportable. Elle ajoute que la hauteur de la dette n'a pas d'importance en elle-même, mais qu'il est bien plus judicieux de rapporter le montant du service de la dette au produit national pour juger du poids de cette dernière, pour conclure que la situation fédérale est de ce point de vue avantageuse.<sup>29</sup> Au sein de la commission d'experts, Speich s'exprime dans le même sens. Il commence par se demander: «Wenn der Bund seine Schuld in einigen Jahren vollständig tilgen könnte, wo sollten dann die Lebensversicherungsgesellschaften, Banken, Privaten, ihre Mittel anlegen?»<sup>30</sup>

Speich – qui réclamait pourtant ailleurs, on s'en souvient, «la destruction» de la dette fédérale – souligne que celle-ci reste, en fait, faible en comparaison internationale et par rapport au revenu national. S'il rappelle que son amortissement est nécessaire «surtout du point de vue éthique», il admet qu'il puisse n'être que partiel: «Die grundsätzliche Frage, ob die Bundesschulden überhaupt getilgt beziehungsweise auf ein tragbares Mass zurückgeführt werden sollen, ist vom Standpunkt einer gesunden Finanzpolitik aus gesehen unbedingt zu bejahen, und zwar sowohl aus rein finanziellen Gründen wie auch in ethischer Hinsicht. Es darf immerhin gesagt werden, dass durch die eingetretene Geldentwertung und das stark gesteigerte Volkseinkommen die Staatschuld relativ nicht mehr so hoch ist, wie sie in absoluten Ziffern erscheint. Es ist auch heute kaum denkbar, dass ein Staat vollständig schuldenfrei werden kann.»<sup>31</sup>

Quant à l'ASB, elle souligne à sa façon les conséquences désagréables que pourrait avoir une baisse des taux d'intérêt pour les rentiers et les assurances en convoquant la veuve et l'orphelin à l'appui de sa cause: «Eine weitere Senkung des Zinsniveaus würde für die Pensions-, Witwen- und Waisenkassen, für die Rentenempfänger und für das ganze Versicherungsgewerbe zu einer Existenzfrage.»<sup>32</sup>

Ces craintes au sujet des conséquences de l'amortissement sur le marché des capitaux sont renforcées par la perspective du développement de l'Assurance vieillesse et survivants (AVS). En effet, cette assurance sociale impliquait la création d'un

fonds de placement rassemblant les contributions des assuré-e-s. Or, ces placements devaient être effectués, selon des dispositions très précises, en «valeurs pupillaires helvétiques», c'est-à-dire en titres hypothécaires ou en titres de la dette des collectivités publiques. Les placements hypothécaires devaient assurer l'appui de la paysannerie à l'AVS. Mais ces dispositions restrictives devaient surtout empêcher l'assurance sociale de provoquer une «socialisation à froid» – selon le concept utilisé pour illustrer ce processus – en plaçant ses disponibilités, au fur et à mesure de leur augmentation, sur le marché des actions. Comme le Directeur de l'UBS, Alfred Schaefer, l'affirme au sein de l'ASB, en janvier 1948: «Es muss verhindert werden, dass der Bund auf diesem Wege weitere Gebiete unserer Wirtschaft einer kalten Sozialisierung entgegenführt, und noch vermehrten Einfluss gewinnt.»<sup>33</sup>

Toutefois, les dispositions limitant le type de placements autorisés pour le fonds AVS avaient leur revers dans la pression à la baisse exercée ainsi sur les taux du marché du capital. Au sein des milieux patronaux, on désirait donc éviter que la Confédération renforce encore cette baisse en remboursant ses dettes. C'est ainsi que, lors d'une séance du Vorort, son Directeur, Heinrich Homberger, déclare: «Eine weitere Frage, die erörtert werden muss, ist die Tilgung. Ist es vernünftig, dass wir massiv tilgen, nachdem man sich nun allmählich klarer wird, welche Auswirkungen der AHV-Fonds auf den Kapitalmarkt haben muss? Der AHV-Fonds wird eine starke Einschränkung der Anlegemöglichkeiten bewirken. Wenn gleichzeitig der Bund noch massiv tilgt, so müssen daraus Rückwirkungen auf den Kapitalmarkt entstehen, die volkswirtschaftlich schädlich sind. Wenn Aussicht auf einen soliden Kapitalexport bestünde, wäre die Lage anders.»

Homberger est aussitôt soutenu par R. Naef, le Président de la «Zürich» et représentant des assurances au sein du Vorort: «Der AHV-Fonds wird zur Folge haben, dass der Bund keine Anleihen mehr auflegen muss und dass sich dort auch Kantone und Gemeinden Mittel beschaffen können. Wenn gleichzeitig ausgiebig getilgt wird, werden die Anlagemöglichkeiten noch weiter beeinträchtigt. [...] Für das Sparkapital liegt im AHV-Fonds eine Gefahr.»<sup>34</sup>

De telles craintes rencontrent un écho positif au sein de la commission d'experts. Une sous-commission chargée de faire le point sur cette question, composée entre autres du futur Directeur de l'Administration fédérale des finances, Max Iklé, de Franz Aschinger, journaliste économique à la *Neue Zürcher Zeitung (NZZ)* et de l'économiste Eugen Böhler, conclut à la nécessité de n'amortir qu'une partie de la dette fédérale. Elle insiste sur le fait qu'une politique d'amortissement rigide est dépassée et doit céder le pas à une politique dépendant de la conjoncture. La commission elle-même interprète le rapport de la sous-commission comme un blanc-seing l'autorisant à ne prévoir qu'un amortissement partiel de la dette. Les postulats «conjoncturels» sont de fait utilisés comme un paravent commode pour dissimuler le soutien indirect qu'une telle politique assure aux institutions financières.<sup>35</sup>

Bref, trois raisons différentes – le problème fiscal, la politique des caisses vides, l'effet prévu de l'amortissement sur le marché des capitaux – ont fait que tout en étant publiquement présenté comme une nécessité incontournable, l'amortissement n'était pas souhaité. Passons maintenant des discours à l'analyse de la politique pratiquée en la matière.

### **Assurer le meilleur rendement possible sur le marché des capitaux: un facteur décisif de la politique financière d'après-guerre**

La situation sur le marché des capitaux se caractérise durant l'après-guerre par une liquidité élevée, c'est-à-dire, par un excédent de l'offre de capitaux sur la demande. L'une des conséquences de cette situation est une orientation à la baisse des taux d'intérêt. Les origines de cette liquidité du marché des capitaux sont multiples.<sup>36</sup> Elles résident principalement dans la configuration internationale spécifique de cette période. La stabilité politique de la Suisse et la force du franc attirent d'importants capitaux étrangers. A ceux-ci s'ajoutent les flux élevés de capitaux helvétiques rapatriés, suite aux diverses nationalisations, en Europe de l'Ouest et de l'Est, le rapatriement de profits réalisés à l'étranger pendant la guerre et la libération de dollars bloqués. A l'inverse, les possibilités d'exportation de capital sont réduites. La balance des capitaux est donc positive. Par ailleurs, le démantèlement de l'économie de guerre, notamment l'autorisation de résorber les stocks obligatoires («Pflichtlager») provoque une importante libération de capitaux auparavant bloqués en Suisse, que vient compléter la réapparition de montants thésaurisés durant les hostilités.

Entre octobre 1948 et janvier 1949, le taux d'intérêt des obligations de la Confédération chute pour la première fois de son histoire à un niveau inférieur à 3% et atteint en mars 1950 un premier plancher à 2,27%. La liquidité élevée du marché des capitaux se maintient ensuite durant la première moitié des années 1950 (fig. 4, p. 283).

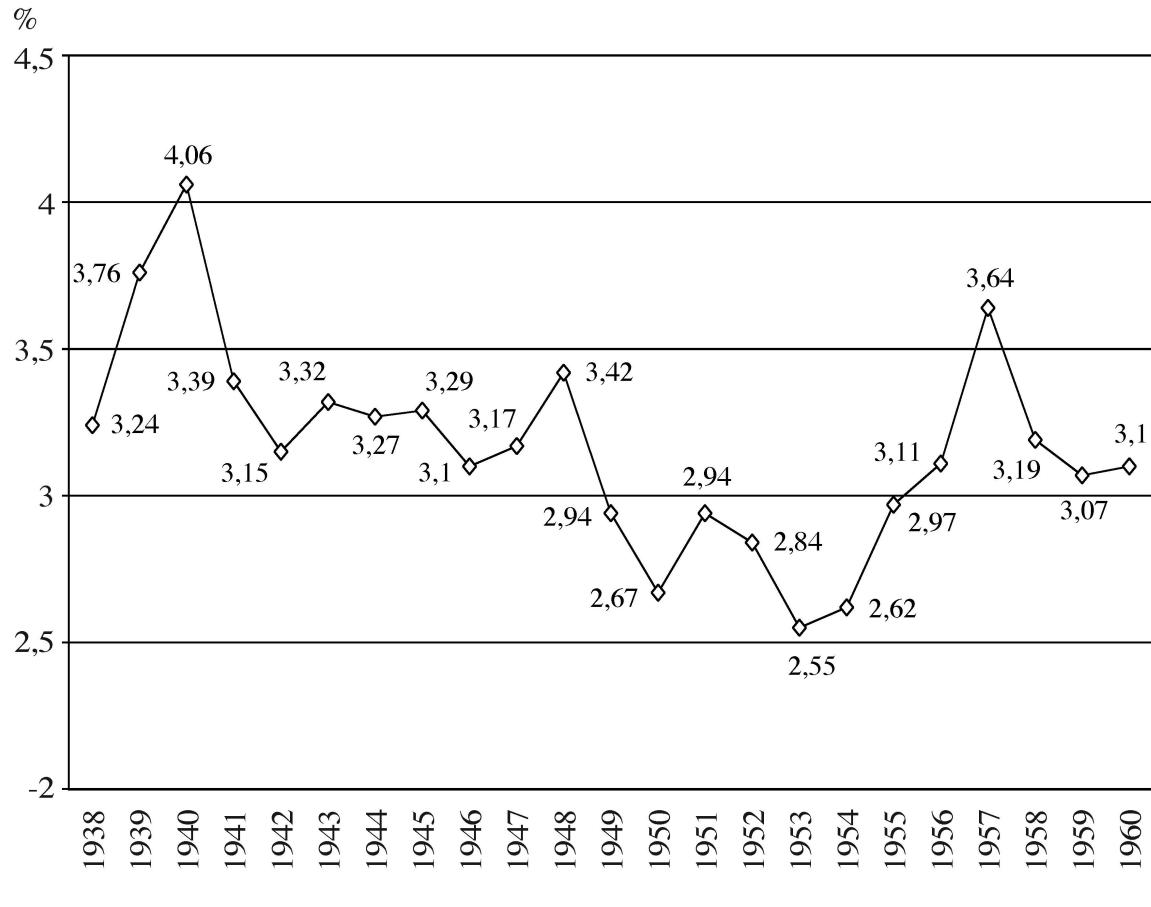
Dans ce contexte, l'amortissement qui contribue à faire pression sur les taux d'intérêts n'est pas souhaité par les milieux financiers pour qui il est source de difficultés. Au contraire, dès la phase de liquidité accrue débutant en 1948, ces milieux réclament – et obtiennent finalement – que la Confédération pratique une politique de soutien des taux de l'intérêt en stérilisant une partie des excédents fédéraux et en conservant une trésorerie élevée. A partir de 1949, le DFFD cesse l'amortissement des dettes.<sup>37</sup> Dans les pages qui suivent, il s'agit de retracer les différentes étapes de cet ajustement des autorités fédérales aux impératifs dictés par ses créanciers.

Entre l'été 1945 et l'été 1947, le DFFD poursuit une politique consistant à convertir la dette issue de la guerre et à en rééchelonner les échéances, c'est-à-dire à placer

celle-ci à moyen et long terme et si possible à meilleur prix sur le marché des capitaux, de façon à diminuer le poids du service de la dette. Du fait de la liquidité du marché des capitaux, cette politique s'accomplit avec succès. Le 14 juin 1945, la Confédération parvient ainsi sans problème à placer un emprunt de 500 mio. de fr., souscrit à hauteur de 950 mio. de fr., à des taux s'échelonnant entre 2,5% et 3,5% en fonction des échéances (de 5 à 20 ans).<sup>38</sup> La consolidation de la dette se poursuit ensuite avec l'émission, en décembre 1945, d'un emprunt de 300 mio. de fr. à des taux allant de 3,25% pour 10 ans à 3,5% pour 22 ans. Cette politique de conversion fait cependant l'objet de critiques, discutées au Conseil fédéral dès mars 1946. Selon les mots de Nobs, l'Union Suisse des Paysans «reproche à la Confédération de payer un intérêt trop élevé (3,5%) ce qui empêche la baisse de l'intérêt hypothécaire et ne correspond pas non plus aux conditions courantes».<sup>39</sup> Comme le Conseil fédéral le décide finalement, «la liquidité étant très grande, [...] il serait indiqué de faire un essai avec 3,25%». Ceci est pratiqué en avril 1946, où un nouvel emprunt de 650 mio. de fr. est émis pour 20 ans, au-dessus du pair (100,4%) à 3,25%, puis en novembre 1946 (400 mio. de fr. au pair, taux de 3% pour 12 ans et de 3,25% pour 25 ans) et en mars 1947 (150 mio. de fr. au pair, à 3% pour 10 ans et à 3,25% pour 25 ans).<sup>40</sup> Entre l'été 1945 et l'été 1947, c'est ainsi 2 mia. de fr. qui sont empruntés à long terme. Durant la même période, la dette sous forme de prescriptions de la Confédération auprès des banques diminue de moitié, passant de 964 mio. de fr. à 565 mio. de fr.<sup>41</sup>

Au cours de 1947, toutefois, la politique du DFFD se modifie quelque peu. Durant cette année, de nombreuses échéances de trésorerie se profilent, pour plus de 900 mio. de fr.<sup>42</sup> La même année, des sommes importantes entrent dans les caisses fédérales. En effet, la conjoncture élevée de l'après-guerre, le terme de la perception du second impôt de sacrifice national et une diminution relative des dépenses fédérales se conjuguent pour faire apparaître un excédent de près de 320 mio. de fr. L'acceptation de l'AVS, en juillet 1947, fait de la création du fonds éponyme une certitude. Au printemps, la Confédération décide de profiter de la situation favorable du marché des capitaux pour convertir, avant terme, pour 100 ou 150 mio. de fr. d'emprunts datant de la nationalisation des CFF. La décision est prise d'offrir en septembre une conversion partielle à 3%. Mais dans le courant de l'été, le marché des capitaux semble se tendre quelque peu. Les banques rechignent donc, le 5 septembre, à accepter une prise à 3%: elles exigent 3,25%, puis proposent une prise ferme à 3%, mais au-dessous du pair (99,25%), pour 10 ans. Le DFFD se trouve devant l'alternative suivante. D'un côté, il peut poursuivre une stricte gestion patrimoniale, compter sur ses disponibilités de trésorerie et, escomptant du fait de l'AVS une baisse prochaine des taux d'intérêts, ne pas convertir l'emprunt à un taux jugé trop élevé mais le rembourser. De l'autre, il peut choisir de soutenir les taux d'intérêts et convertir l'emprunt comme prévu. Reinhardt choisit la première solution et décide, le 11 septembre, avec l'assentiment du Conseil fédéral, mais contre l'avis de

Fig. 4: *Rendement d'obligations de la Confédération, 1938–1960*



Source: Ritzmann-Blickenstorfer Heiner (éd.), *Statistique historique de la Suisse*, Zurich 1996, p. 831.

la BNS, de rembourser l'emprunt.<sup>43</sup> Il justifie cette décision le 23 dans un mémoire de 17 pages transmis à Nobs, et insiste sur l'inutilité d'une politique de conversion exagérée, puisque le fonds AVS devrait bientôt permettre de contourner le monopole des banques en matière d'émission et de bénéficier de taux d'intérêt plus faibles: «[...] Wiederholt ist vom Bund eine vermehrte Konsolidierung seiner Schulden verlangt worden. [...] Es ist nicht zu verkennen, dass eine zu weitgehende langfristige Verschuldung die Manipulierung der Staatsschuld stark einschränkt. [...] Auf der andern Seite ist ein Hauptargument der Befürworter einer weitgehenden Konsolidierung darin zu erblicken, dass die heute günstige Zinslage durch langfristige Anleihen dem Bunde erhalten bleiben muss. Es darf aber auch nicht übersehen werden, dass viele Kreise mit diesem Postulat pro domo sprechen, z. B. dann, wenn ein Mangel an langfristigen Neuemissionen besteht und die Versicherungsgesellschaften Mühe haben, ihre Gelder auf lange Sicht zinstragend anzulegen; diese Institute sind auf die Konsolidierung angewiesen, denn nur so können sie auf lange Sicht disponieren.

[...] Unser Standpunkt ist dagegen folgender: Sollten auch in Zukunft die Zinssätze etwas ansteigen, so ist der Bund nicht ohne weiteres gezwungen, zu schlechteren Bedingungen Geld aufzunehmen. [...] Gerade im Hinblick auf die grossen Beträge, die aus der AHV stammen (jährlich rund 345 Millionen Franken), ist schon heute eine vorsichtige Anlagepolitik erforderlich.»<sup>44</sup>

Les banques ne tardent pas à faire payer au DFFD cette décision contraire à leurs intérêts. En octobre, Reinhardt se heurte à une fin de non-recevoir des banques lorsqu'il essaie de convertir pour 117 mio. de fr. de prescriptions arrivant à échéance. Ce ne sont finalement que 4,9 mio. de fr. qui sont prolongés, et encore, suite «à l'insistance de la BNS». <sup>45</sup> Comme Reinhardt le fait alors remarquer à Nobs, cette situation risque, si elle se prolonge, de provoquer des difficultés de trésorerie. En dépit des conseils de la BNS, Reinhardt refuse cependant d'avoir recours aux marchés des capitaux ou de l'argent avant la fin de l'année, rembourse les titres arrivant à échéance et serre sa trésorerie. Il refuse les avances sur les rentrées fiscales aux cantons et aux bénéficiaires de subvention et communique ses difficultés de trésorerie à tous les départements.<sup>46</sup> Puis il contre-attaque en demandant à la BNS de libérer les montants immobilisés en or au titre de stérilisations et intervient contre les banques en cherchant à s'opposer à l'émission d'emprunts étrangers en Suisse.<sup>47</sup> Au cours des mois suivants, cette politique perdure. La Confédération effectue donc, contre l'avis de la BNS, un désendettement pour ainsi dire forcé, évitant autant que possible d'avoir recours au marché des capitaux jugé trop cher.

A la fin de l'année 1947, ce bras de fer n'est pas terminé. La dette a déjà diminué de près de 300 mio. de fr. par rapport à son niveau de l'été précédent.<sup>48</sup> C'est à cet instant que Reinhardt quitte le DFFD pour la Direction du Crédit Suisse. Le 22 janvier 1948, la BNS croit pouvoir pronostiquer que le DFFD se retrouvera bientôt obligé de céder aux conditions des banques pour ses emprunts: «En avril, la Confédération devra rembourser pour 304 mios. Comme elle disposera d'un avoir de 216 mios, elle aura un déficit dans la trésorerie de 80 mios. [...] Quoi qu'il en soit, la trésorerie de la Confédération paraît devoir demeurer dans des limites relativement si étroites [sic] qu'elle ne pourra pas contrarier la politique de la Banque nationale, comme ce fut malheureusement le cas en 1947, où, par des remboursements massifs d'emprunts, elle a contribué à intensifier le boom bancaire.»<sup>49</sup>

Max Iklé, qui succède en janvier 1948 à Reinhardt poursuit la politique de son prédécesseur. C'est à cet instant que le fonds AVS entre en scène. Dès qu'il dispose des premières cotisations, Iklé parvient à utiliser les disponibilités financières de ce nouvel acteur pour obtenir les fonds de trésorerie nécessaires à la Confédération. De fait, en février déjà, la liquidité fédérale est bien meilleure que ce que le Directoire de la BNS imaginait un mois avant.<sup>50</sup> Ce dernier reconnaît bientôt que les premiers placements du fonds auprès de la Confédération ont produit «un certain étonnement».<sup>51</sup> Au printemps pourtant, la situation plus tendue du marché des capitaux

complique la tâche d'Iklé. Le 5 avril 1948, il informe Nobs que le taux d'intérêt des obligations fédérales est supérieur à 3,5%.<sup>52</sup> Iklé évite pourtant toujours d'avoir recours au marché des capitaux, et affirme, comme Reinhardt, attendre de la création du fonds AVS la possibilité d'obtenir du crédit à meilleur marché: «Der AHV dürfte es nicht leicht fallen, in Zukunft ihre flüssigen Mittel zinstragend anzulegen, da sich der Bund nicht mehr neu verschuldet und auch die Kantone und Gemeinden keinen grossen Kreditbedarf haben werden. Der Hypothekarmarkt vermag aber nicht die ganzen Mittel der AHV zu absorbieren. In dieser Anlagenot wird sie sich unter Umständen veranlasst sehen, am offenen Markt Obligationen zu kaufen, wodurch die Kurse unserer Anleihen eine kräftige Stütze erhielten. Es ist somit damit zu rechnen, dass sich die Kurse verhältnismässig bald wieder erholen werden.»<sup>53</sup>

Entre avril et juillet 1948, la trésorerie fédérale reste très serrée, ses liquidités ne dépassant jamais 50 mio. de fr.<sup>54</sup> Dans ces conditions, Iklé essaie de mieux profiter des disponibilités des PTT, des CFF et de la BNS.<sup>55</sup> Il se heurte aux réticences de l'institut d'émission. Le 9 juillet 1948, Iklé tente de placer des prescriptions, immédiatement après la libération d'une tranche de capitaux bloqués pendant la guerre. C'est un échec.<sup>56</sup> Mais dès le 21 du mois, deux des grandes banques font tout de même des démarches séparées en direction du DFFD pour obtenir ces prescriptions. Iklé en conclut donc que le marché des capitaux est «doch flüssiger».<sup>57</sup> Pourtant, l'affaire est loin d'être gagnée: entre l'été 1948 et la fin 1949, plus d'un milliard de dettes de la Confédération à court et à long terme arrive à échéance. C'est dans cette situation que se négocient les conditions de l'emprunt de 300 mio. de fr. de novembre 1948. Celui-ci est finalement émis à 3,25% en dépit des exigences des banques – qui auraient préféré 350 mio. de fr. à 3,5% – et contre l'avis de la BNS.<sup>58</sup> Mal souscrit, la Confédération est obligée finalement d'en prendre 60 mio. de fr. à son nom. L'opération ne laisse cependant pas le contrôle des finances indifférent. Celui-ci est étonné du résultat médiocre de la souscription et demande à Nobs d'expliquer les raisons du désintérêt, selon les termes de la lettre, «pour ne pas dire de la grève des capitaux» dont la Confédération a été victime.<sup>59</sup> Ces interrogations font écho aux affirmations du Conseiller national Werner Schmidt, membre de l'Alliance des Indépendants et l'un des représentants du mouvement de la monnaie franche, qui avait déposé en juin une interpellation dans laquelle il affirmait lui aussi que la hausse du taux de l'intérêt résultait d'une grève des capitaux.<sup>60</sup>

Peu après cependant, la liquidité du marché des capitaux provoque une hausse sensible des cours des obligations fédérales. Suivons la cote de cet emprunt de novembre 1948: elle passe de 99,10 à 105,95 le 14 juin 1949.<sup>61</sup> Dans ces conditions, le DFFD peut faire face à ses échéances dans de bonnes conditions. En janvier 1949, le marché de l'argent est tellement liquide que certaines banques demandent à la Confédération de prendre en charge leurs liquidités. «Wie flüssig der Geldmarkt zur Zeit ist, geht aus der Tatsache hervor, dass ich diese Tage sogar von einer kleinen Privatbank angefragt

wurde, ob wir nicht in der Lage wären, einige Millionen Franken kurzfristige Gelder auf 6 Monate zu 1 3/4% zu übernehmen. Auch Grossbanken haben sich bereits erkundigt, ob wir wieder bald Reskriptionen ausgeben.»<sup>62</sup>

Les raisons de cette liquidité proviennent, selon l'avis autorisé de la BNS, de la conjoncture élevée et de l'afflux de capitaux de l'étranger, lui-même provoqué par les débuts du Plan Marshall. C'est également ce qu'affirme Nobs à ce sujet peu après.<sup>63</sup>

A l'automne 1948, le DFFD sort donc victorieux de son bras de fer. Il est parvenu à contourner à moindres frais la hausse passagère des taux d'intérêts et vu la liquidité du marché des capitaux, il semble possible de continuer à bon compte les opérations de désendettement et de conversion de la dette, quitte à rembourser celle-ci, si les conditions de conversions sont trop désavantageuses. Iklé ne s'en prive pas, alors que la BNS demande, en décembre 1948 déjà, des mesures de stérilisation.<sup>64</sup> Le 10 mars 1949, le DFFD refuse l'offre d'un emprunt au fonds AVS au taux de 3,25%, pourtant recommandé par la BNS.<sup>65</sup> Nobs affirme le 25 mars au Conseil fédéral qu'une telle opération «serait presque une subvention déguisée pour soutenir le taux de l'intérêt».<sup>66</sup> Peu après, Iklé refuse un emprunt à des conditions semblables avec les banques.<sup>67</sup> La BNS déplore ces refus. Une citation de Keller, Président de la Direction générale de la BNS, restitue ce désaccord: «Herr Dr. Iklé, war jedoch anderer Auffassung [que la BNS]. [...] Für die nächsten beiden Jahre ständen überdies grosse Steuereingänge zu erwarten, was dem Bund gestatten werde, Schulden zurückzuzahlen. Dadurch werde der Geld- und Kapitalmarkt verflüssigt und ein Druck auf die Zinssätze ausgeübt. Es sei keineswegs ausgeschlossen, dass der Bund dannzumal langfristiges Geld auch unter 3% erhältlich machen könne. [...] Was ihn [Iklé] interessiert, sind nicht die grundsätzlichen finanzwirtschaftlichen Überlegungen, sondern ist ausschliesslich der Zinssatz.»<sup>68</sup>

Le 3 mai 1949, l'emprunt à 3,5% de 1945 à 16 ans atteint le cours de 107: «Wenn die Entwicklung so weiter geht», note Iklé, «wird der 3%ige Zinssatz für 10-jährige Anleihen bald überholt sein.»<sup>69</sup> Dès avril, il se demande s'il ne serait pas possible de placer désormais ses emprunts par la poste, sans passer par le Syndicat d'émission des banques suisses.<sup>70</sup> En mars, puis en juin 1949, les autorités fédérales décident, pour la deuxième fois de leur histoire, de placer leurs emprunts à la commission, en se passant de la prise ferme des banques. C'est un succès: l'emprunt de juin 1949 (émis juste en dessous de 3%, à 101, les frais – y compris le droit de timbre – étant, contrairement aux habitudes, aux frais de l'acheteur) est souscrit à 192%.<sup>71</sup>

Cette fois-ci, la coupe est pleine. Les réactions des milieux financiers commencent à se manifester à une autre échelle, principalement sous la forme d'attaques cinglantes contre le fonds AVS, rendu responsable de la situation. Le 27 mai 1949,

l'influent économiste Walter Adolf Jöhr affirme que la situation nécessite une réforme de l'AVS: «Man kann daraus nur eine Konsequenz ziehen: die Finanzierung der AHV muss grundsätzlich in der Weise umgestaltet werden, dass ein Wachstum des Ausgleichsfonds unterbleibt. Es dürfte aber mit diesem Übergang zum reinen Umlageverfahren nicht zugewartet werden, bis der für den Ausgleichsfonds ursprünglich vorgesehene Höchststand von 3,3 Milliarden Franken erreicht wäre.»<sup>72</sup>

En septembre l'ASB discute des mesures à prendre pour demander la révision de la Loi sur l'AVS et «dégonfler» le fonds. L'ASB constitue une commission dont la mission serait «den AHV-Fonds zu bekämpfen bzw. [...] eine Kampagne für die Revision des AHV-Gesetzes einleiten sollte». Il est précisé que le combat public ne doit pas faire apparaître l'ASB, mais plutôt d'autres cercles et, si possible, les sociétés d'employés (Angestelltengesellschaft) qu'il convient d'approvisionner en matériel de propagande à cet effet.<sup>73</sup> Le fonds AVS est dès lors présenté comme un corps étranger à l'économie helvétique, à faire maigrir à tout prix. Selon les termes d'un opuscule édité par le Redressement National: «Un nouvel élément de socialisation de notre économie libérale est apporté, [...] par la puissance sans cesse croissante du fonds de compensation.»<sup>74</sup>

Cette propagande est largement reprise par la presse bourgeoise. Une telle stratégie aboutit, dans les années suivantes, aux réformes du financement de l'AVS qui contribuent à dégonfler le fonds (augmentation des rentes transitoires, restitution d'une partie du fonds aux allocations pour perte de gain).<sup>75</sup>

Ces attaques contre le fonds AVS portent leurs fruits: dès l'été 1949, la politique du DFFD se modifie. La Confédération conserve une trésorerie de plus en plus abondante, cesse de pratiquer une politique de pression sur les taux en convertissant ses emprunts à bon marché, mais soutient au contraire le marché des capitaux par une politique de stérilisation renouvelée. Certes, ce tournant ne provient pas seulement des attaques qui viennent d'être évoquées et ces origines restent à analyser dans une perspective plus large, incluant le processus de réforme des finances fédérales en cours durant cette période. Mais la réalité du revirement lui-même est évidente. Pour mieux en mesurer l'ampleur, il suffit d'exposer rapidement les grandes lignes de la politique de soutien des taux d'intérêt pratiquée depuis lors. A cette fin, il convient d'expliquer d'abord en quoi consiste la politique de stérilisation évoquée plus haut. Lorsque la Confédération dispose de liquidités, elle les conserve à son actif sans rembourser ses emprunts, diminuant en fait sa dette *nette*, par le biais des écritures comptables. Mais le problème reste entier: si la Confédération choisit de placer ses disponibilités sur le marché des obligations par exemple, elle contribue à faire pression sur le marché des capitaux. Un tel effet pourrait être évité si ces sommes étaient placées à l'étranger. Ceci est cependant impossible aux termes de la Loi sur les placements de la Confédération.<sup>76</sup> Le DFFD

peut donc choisir de «stériliser» ses disponibilités en reprenant à son compte des actifs stériles – principalement de l'or et des devises – déposés à la BNS.

Ces opérations, déjà pratiquées durant la guerre, sont justifiées par la volonté de lutter contre l'inflation. Mais leur efficacité de ce point de vue est discutable, comme les acteurs de l'époque le reconnaissent eux-mêmes: en octobre 1947, lorsqu'il demande à la BNS de pouvoir bénéficier des sommes stérilisées pour faire face à ses échéances, Reinhardt souligne que l'effet anti-inflationniste des stérilisations est faible, puisque la BNS accepte de réescompter les prescriptions émises en échange.<sup>77</sup> En mai 1949, c'est au tour d'Iklé de douter de l'efficacité anti-inflationniste des mesures de stérilisation: «Nun ist es jedoch umstritten, ob in der heutigen Konjunkturphase Sterilisierungsaktionen noch wirksam sind. Es ist zu berücksichtigen, dass bei der Nationalbank täglich fällige Gelder brachliegen, sodass die Sterilisierung von beispielsweise 100 Mio. Fr. nur einen Tropfen auf einen heißen Stein bedeuten würde. [...] Alle Zeichen deuten darauf hin, dass die Preise weiter zurückgehen werden. Eine Sterilisierungsaktion könnte somit lediglich als Massnahme zur Stützung des Zinsfusses verantwortet werden.»<sup>78</sup> En janvier 1950, Iklé prétend même que la stérilisation n'a que peu d'effets concrets du point de vue de la politique de soutien du taux d'intérêt. Il explique alors: «Wir müssen uns darüber klar sein, dass die Abschöpfung von 100 Millionen Franken, sei es nun in Form von Gold, oder in Form eines erhöhten Kontos, praktisch ohne Wirkung auf dem Kapitalmarkt ist. Der Vorteil liegt lediglich darin, dass man sich der Öffentlichkeit gegenüber ein Alibi verschafft, den Dingen nicht einfach freien Lauf gelassen zu haben.»<sup>79</sup>

En dépit de ces réserves, les stérilisations se poursuivent. Mais elles ont un coût: comme les placements en or ou en devises ne rapportent aucun intérêt, la Confédération perd les sommes que lui rapporterait le placement de ses disponibilités, tout en continuant de l'autre côté à payer un intérêt pour les sommes empruntées qu'elle s'abstient de rembourser. Selon Iklé, la stérilisation de sommes de l'ordre d'un milliard coûte entre 15 et 18 mio. de fr. par an entre 1954 et 1955, soit environ 7% du service de la dette.<sup>80</sup> Iklé ajoute: «Der Bund hält nunmehr seit 10 Jahren Gold und konnte deshalb seine Schulden nicht abbauen. Die bisherigen Kosten belaufen sich auf 30% des Kapitals.»<sup>81</sup>

En 1951, Iklé note que le DFFD stérilise des sommes de l'ordre de 900 mio. de fr.<sup>82</sup> En mars 1954, le taux d'intérêt sur le marché du capital atteint son minimum historique séculaire, soit 2,18%. Iklé annonce alors à Hans Streuli, qui a succédé à Nobs en début d'année, que la politique de soutien du taux d'intérêt justifie la conversion complète d'un emprunt de 320 mio. de fr. arrivant à échéance en juin. Ceci en dépit de la situation favorable de la trésorerie fédérale qui permettrait un remboursement aisément.<sup>83</sup> Autre exemple: en novembre 1954, le DFFD décide de ne pas rembourser avant terme l'emprunt 3% 1947. Coût de l'opération: 375'000 fr.

par an.<sup>84</sup> Les cas pourraient être multipliés. Pour prendre un dernier exemple, le 17 novembre 1954, Iklé estime à plus d'un milliard de francs suisses le montant total des sommes stérilisées par la Confédération.<sup>85</sup>

Cette politique de soutien des taux d'intérêt pratiquée aux frais du contribuable est approuvée comme telle par le Conseil fédéral. Les stérilisations ne sont d'ailleurs qu'un des éléments d'une politique plus vaste de soutien au marché des capitaux, qui se poursuit jusqu'à la deuxième moitié des années 1950.<sup>86</sup> Dès 1950, le Conseil fédéral prend ainsi des décisions permettant de creuser les déficits, notamment par la réalisation d'un important plan de réarmement. Celui-ci est mentionné lors d'une séance du Conseil fédéral de mars 1950 consacrée à la question du marché des capitaux. Durant celle-ci, Nobs cite les différentes mesures que la BNS conseille d'adopter pour remédier aux bas taux d'intérêt. La BNS propose de stériliser 500 mio. de fr. supplémentaires. Mais une autre solution proposée est l'émission d'emprunts fédéraux et Kobelt, chef du DMF, évoque alors un plan de réarmement. Celui-ci, entrepris une année plus tard, est ensuite présenté comme une nécessité imposée par la Guerre de Corée.<sup>87</sup>

Les autorités fédérales vont si loin dans leur appui aux milieux financiers au détriment des contribuables par le biais de cette politique de stérilisation et plus largement de soutien des taux d'intérêts qu'un Iklé n'hésite pas à lancer, en février 1955, devant les représentants de la Chambre du commerce et de l'industrie bernoise, un appel aux collectivités publiques pour qu'elles s'endettent: «Eine Mehrverschuldung, namentlich unserer Kantone und Städte, ist, wie wir es vorher gesehen haben, durchaus tragbar, ja nicht nur das, im Hinblick auf den Kapitalmarkt, sogar erwünscht.»<sup>88</sup>

## Conclusion

La politique financière pratiquée durant la première décennie de l'après-guerre a été déterminée de façon non négligeable par la liquidité élevée du marché des capitaux. Prêtant l'oreille aux injonctions de la BNS ou des institutions financières dont elle était débitrice, la Confédération a généralement soutenu ce marché, en s'abstenant d'amortir sa dette importante héritée des choix effectués durant la crise et la guerre. En revanche, les considérations relatives au niveau de l'emploi ou à la conjoncture économique semblent ne jouer qu'un rôle secondaire dans la détermination de la politique financière fédérale en matière d'amortissement. Bien loin d'un «tournant keynésien», les déterminants de cette politique sont donc, peut-être même davantage encore qu'avant-guerre, la stabilité du franc suisse, la vigueur de la place financière helvétique et les intérêts à long terme des détenteurs de capitaux. Loin du discours catastrophiste sur l'endettement tenu vers le public et en direction du mouvement

ouvrier, qui sert à légitimer la politique d'austérité fédérale, c'est-à-dire à limiter le développement de l'Etat social et à maintenir une fiscalité réduite pour les couches aisées, l'orientation suivie dans l'immédiat après-guerre vise à conserver une dette publique élevée, notamment parce que celle-ci constitue un moyen important de dégager du profit pour les milieux financiers.

*Notes*

- 1 Ritzmann-Blickenstorfer Heiner (éd.), *Statistique historique de la Suisse*, Zurich 1996, p. 952, 871 (Tab. Q4b).
- 2 Tanner Jakob, *Bundesaushalt, Währung und Kriegswirtschaft. Eine finanzsoziologische Analyse der Schweiz zwischen 1938 und 1950*, Zurich 1986, p. 50–58.
- 3 AFS, E 6100 (A) -/14/3, dossier 655 «Orientierende Vorberichte zum Finanzprogramm II», document du 3. 12. 1935 intitulé «Zweites Finanzprogramm und Staatsschuldentilgung», cité in: Müller Philipp, *Crise et sortie de crise en Suisse (1929–1939): la politique économique, monétaire et financière de la Confédération pendant la Grande Dépression*, thèse, Lausanne, version non publiée du 11. 5. 2006, p. 348.
- 4 Sur la politique financière des années de crise, voir: *ibid.*; Arlettaz Gérald, «Crise et déflation. Le primat des intérêts financiers en Suisse au début des années 1930», *Relations internationales* 30 (1982), p. 159–175; Müller Philipp, «La Bataille pour le franc», in: Müller Philipp, Paccaud Isabelle, Schaufelbuehl Janick Marina (éd.), *Franc Suisse finance et commerce*, Lausanne 2003, p. 79–83, 120–123.
- 5 AFS, E 6100 (A) -/23, vol. 3, «Verlängerung Finanzordnung 1946–1949, Allgemeines, Auszug aus einem Exposé von Herrn Doktor Kull am 1. 9. 1944 gehalten».
- 6 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, PV de la sous-commission d'experts chargés de la réforme des finances fédérales, 4. 3. 1946, p. 11.
- 7 Speich est, entre autres, Président de la Société de Banque Suisse (SBS), ancien vice-Président de l'Association Suisse des banquiers (ASB), la puissante faïtière de la branche, membre ou ancien membre de conseils d'administrations prestigieux (BBC, Nestlé, AIAG, Swissair, CFF, BNS). Perrenoud Marc et al., *La place financière suisse et les banques suisses à l'époque du national-socialisme*, Zurich 2002, p. 667.
- 8 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, PV de la sous-commission d'experts chargés de la réforme des finances fédérales, 22. 10. 1946, p. 7.
- 9 ASB, PVCA, 16. 6. 1947, ASB à Nobs. Prise de position de l'ASB sur le projet de la commission d'experts, p. 5, 35.
- 10 AfZ, IB Vorort, 71.1.9, «Gemeinsame Eingabe Vorort/ASB/USAM», 21. 4. 1947, p. 6.
- 11 AFS, E 6100 (A) -/25, vol. 1, 1er Département de la BNS à Reinhardt, 8. 11. 1946.
- 12 «Message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale concernant la réforme constitutionnelle des finances de la Confédération du 22 janvier 1948», *Feuille fédérale (FF)* I (1948), p. 370.
- 13 Voir par exemple: Administration fédérale des contributions (éd.), *Finances et impôts de la Confédération, des cantons et des villes, 1948/49*, Berne 1950, p. 71–73. Pour 1948, le montant de 10,8 mia. de fr. y figure à titre de dettes fédérales. Les chiffres publiés par la *Statistique historique de la Suisse* et utilisés dans cet article permettent une comparaison de longue durée, ce que les comptes fédéraux permettent plus difficilement, du fait de modifications successives des pratiques comptables. Les chiffres utilisés ici diffèrent de manière marginale (entre 0,3% et 2% selon les années) de ceux publiés en vue de comparaisons rétrospectives par le DFFD lui-même dans un rapport datant de 1956: DFFD (éd.), *L'amortissement: rapport présenté le 22 août 1956, au département fédéral des finances et des douanes par la commission d'études chargée d'examiner la question de l'amortissement*, Bâle 1956.

- 14 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, PV de la sous-commission d'experts chargés de la réforme des finances fédérales, 4–6. 3. 1946, p. 11.
- 15 SSA, Ar. 1.220.11, PSS à Nobs, 16. 6. 1947, p. 5.
- 16 USS, PV Bundeskomitee, 20. 6. 1947, p. 199.
- 17 AFS, J II 181, 1987/52, vol. 174, PV de la commission interne chargée de discuter de la réforme des finances fédérales, 7. 3. 1947, p. 5.
- 18 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, Rapport de la sous-commission d'experts, 10–11. 1. 1947, p. 44 ss. et Annexe VIII.
- 19 *Ibid.*, p. 13.
- 20 AfZ, IB Vorort, 1.5.3.13, 28. 5. 1947.
- 21 *Ibid.*, 29. 1. 1946.
- 22 *Ibid.*, 10. 2. 1947.
- 23 Sur ce concept, voir Guex Sébastien, «La politique des caisses vides – Etat, finances publiques et mondialisation», *Actes de la Recherche en Sciences Sociales* 146–147, 2002, p. 51–61.
- 24 ABNS, PV Bankausschuss 24. 4. 1947, p. 118.
- 25 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, Rapport de la sous-commission, 26. 11. 1946, p. 4 s.
- 26 Reinhardt Ernst, «Considérations sur les finances de la Confédération suisse», *Revue de science et de législation financière* 40/3 (1948), p. 153–164, ici 162.
- 27 AFS, E 6100 (B) -/1, vol. 27, Dossier «Bundesfinanzpolitik 1952–1960», Dr. V. Gr./Ag à E. Reinhardt. L'auteur de cette notice est probablement le Dr. en droit Albert Von Gross, haut fonctionnaire au DFFD.
- 28 ABNS, 5.7 / 5118, Rapport «betr. Erhebung einer Vermögensabgabe» du 2. 4. 1947.
- 29 *Ibid.*
- 30 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, Rapport de la commission, 13–16. 1. 1947, Locarno, p. 41.
- 31 *Ibid.*, p. 27, 32.
- 32 ASB, PVCA, 16. 6. 1947, Annexe, projet de prise de position, p. 7.
- 33 *Ibid.*, 14. 1. 1948, p. 11.
- 34 AfZ, IB Vorort, 1.5.3.13, 26. 4. 1948.
- 35 AFS, E 6300 (B) -/2, vol. 1, Rapport de la sous-commission, 26. 11. 1946, p. 4 s.
- 36 AfZ, NL Iklé, 4.7, Iklé à Nobs du 3. 3. 1949. Cette lettre expose ces causes de façon plus détaillée qu'il n'est possible de le faire ici.
- 37 *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich, Neuchâtel 1957, p. 55.
- 38 AFS, E 1004.1/1, 457, PVCF, «Aufnahme einer Anleihe», 18. 5. 1945; E 1004.1/1, 458, PVCF, «Nouvel emprunt fédéral», 15. 6. 1945.
- 39 AFS, E 1003 (R 3104), PVCF, 15. 3. 1946, «Nouveaux emprunts fédéraux», p. 2. Voir aussi AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 4, «Frühjahrs-Anleihe 1947».
- 40 AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 4, Dossier «BRN betr. Aufnahme von Anleihen 1948–1951», tab. «Feste Anleihen des Bundes», p. 2.
- 41 *Ibid.*, p. 3.
- 42 AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 3, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes, 1947». Voir en particulier la notice intitulée «Bemerkung zur Deckung des aus Fälligkeiten entstehenden Kapitalbedarfs von rund 900 Millionen Franken im Jahre 1947», daté de décembre 1946.
- 43 ABNS, PV Comité de banque 25. 9. 1947, p. 327–334. Voir aussi AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 3, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes 1947». Le PV du CF de cette séance n'a pas été conservé. Le décret annonçant le succès de l'emprunt était déjà rédigé!
- 44 AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 3, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes 1947». Aide-mémoire du 23. 9. 1947.
- 45 *Ibid.*, Notice Reinhardt suite à entretien avec Keller, de la BNS, 15. 10. 1947.
- 46 *Ibid.*, Lettres de Reinhardt des 18, 20 et 24. 10. 1947.
- 47 *Ibid.*, Lettres de Reinhardt des 24. 10. 1947 et 4. 11. 1947.
- 48 *Ibid.*, Lettre de Reinhardt du 14. 11. 1947.
- 49 ABNS, PV Bankausschuss, 22. 1. 1948, p. 23.
- 50 *Ibid.*, 26. 2. 1948, p. 82.

- 51 *Ibid.*, 24. 3. 1948, p. 121–128.
- 52 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes, 1948», notice de Iklé à Nobs du 5. 4. 1948.
- 53 *Ibid.*
- 54 AfZ, NL Iklé, II, 4.6.1, Notice de Iklé à Nobs du 9. 7. 1948.
- 55 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes, 1948», PV 29. 6. 1948 «betr. die Zahlungsbereitschaft des Bundes.».
- 56 AfZ, NL Iklé, II, 4.6.1, Notice de Iklé à Nobs du 9. 7. 1948.
- 57 *Ibid.*, 21. 7. 1948. Il n'a pas été possible de savoir de quelles banques il s'agissait.
- 58 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, «Aufnahme einer Anleihe Okt. 1948».
- 59 *Ibid.*, Contrôle fédéral des finances à Nobs, 9. 11. 1948 et réponse 12. 11. 1948.
- 60 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 1, «Interpellation Werner Schmidt betr. Kreditverknappung und Zinsfusssteigerung», 10. 6. 1948.
- 61 AfZ, NL Iklé, II, 4.6.2, Iklé à Nobs, lettres des 15. 12. 1948, 23. 12. 1948, 21. 1. 1949, 3. 3. 1949, 31. 3. 1949, 3. 5. 1949, 14. 6. 1949.
- 62 *Ibid.*, Iklé à Nobs, 31. 1. 1949, «Konversions- und Anleihenpolitik».
- 63 ABNS, PV Bankausschuss 31. 3. 1949, p. 116 ss. AFS, E 1003 (R 3104), PVCF 31. 5. 1949, p. 1.
- 64 AfZ, NL Iklé, II, 4.6.2, Iklé à Nobs, 23. 12. 1948.
- 65 *Ibid.*, Iklé à Nobs, 10. 3. 1949.
- 66 AFS, E 1003 (R 3104), PVCF, 25. 3. 1949, p. 2.
- 67 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes 1948», Iklé à Nobs, 31. 3. 1949.
- 68 ABNS, PV Bankausschuss, 31. 3. 1949, p. 109.
- 69 AfZ, NL Iklé, II, 4.7, Iklé à Nobs, 3. 5. 1949.
- 70 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes», Iklé à Nobs, 20. 4. 1949.
- 71 ABNS, PV Bankausschuss 30. 6. 1949, p. 226 ss.
- 72 AFS, E 6100 1967/122, vol. 5, Dossier «Fondsbildung». «Aktuelle Probleme der Kapitalanlage. Referat W.-A. Jöhr vor der Finanzdirektorenkonferenz, 27/28. 5. 1949».
- 73 ASB, PVCA 2. 9. 1949, p. 7.
- 74 Seiler Eduard, *Der Ausgleichsfonds der Altersversicherung*, Genève, 1950, p. 46.
- 75 A ce sujet, voir Leimgruber Matthieu, *Solidarity without the State? Business and the Shaping of the Swiss Welfare State, 1890–2000*, Cambridge 2007, chapitre 4.
- 76 «Loi sur les placements financiers de la Confédération», du 28. 6. 1928, art. 2, in *FF II* (1928), p. 289–292.
- 77 AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 3, Dossier «Kapitalbedarf des Bundes», Reinhardt à BNS, 20. 10. 1947. Voir aussi réponse de la BNS du 25. 10. 1947. La BNS refuse la libération des sommes bloquées au titre de stérilisation. Elle affirme n'accepter que de petits montants de prescriptions de stérilisation en réescompte.
- 78 AFS, E 6100 (A) -/27, vol. 4, Dossier: «Kapitalbedarf des Bundes», «Aktennotiz betr. die Tresorerielage des Bundes im Hinblick auf die Konversionsoperation per 1. Juli 1949», par Iklé, 23. 5. 1949.
- 79 AfZ, NL Iklé, 4.8, Iklé à Nobs, 24. 1. 1950.
- 80 AfZ, NL Iklé, 4.13, Iklé à Streuli, 29. 8. 1955. Cette somme est estimée à 20 mio. de fr. par an en 1947. AFS, E 6100 (A) -/26, vol. 4, «Notice: reprise d'or par la Confédération», 4. 2. 1947.
- 81 *Ibid.*
- 82 Iklé Max, «Probleme der Bundesfinanzpolitik», *Revue suisse d'économie politique et de statistique* (1951), p. 403.
- 83 AfZ, NL Iklé, 4.12, Iklé à Streuli, s. d., «Die Lage am Kapitalmarkt». Streuli informe ses collègues le 7 mai de cette décision. AFS, E 1003 (R 3106), PVCF, 7. 5. 1954, p. 1.
- 84 AfZ, NL Iklé, 4.12, Iklé à Streuli, 3. 11. 1954.
- 85 AfZ, NL Iklé, 4.4, «Referat von Dir. Iklé am 17. 11. 1954», 47 p.

- 86 AfZ, NL Iklé, 4.8, Iklé à Nobs, 2. 3. 1950, «Kapitalmarkt»; AfZ, NL Iklé, 4.12, Iklé à Streuli, s. d., «Die Lage am Kapitalmarkt».
- 87 AFS, E 1003 (R 3104), PVCF, 7. 3. 1950, p. 5–8. Voir aussi «Message du Conseil fédéral à l’Assemblée fédérale concernant le programme d’armement et son financement du 16.2. 1951», *FF I* (1951), p. 590.
- 88 AfZ, NL Iklé, 4.5, «Finanzpolitische Perspektiven – Vortrag gehalten vor dem stadtbernischen Handels- und Industrieverein am 10. 2. 1955».

