Mouvements institutionnels de capitaux : pour une nouvelle étape vers la libéralisation des paiements par l'organisation de mouvements institutionnels de capitaux européens

Autor(en): **Rossy, Paul**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **14 (1956)**

Heft 4

PDF erstellt am: **25.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-134707

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Mouvements institutionnels de capitaux

Pour une nouvelle étape vers la libéralisation des paiements par l'organisation de mouvements institutionnels de capitaux européens[1]

par M. Paul Rossy,

ancien vice-président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse

I

L'homme est ainsi fait qu'il a la double nostalgie de l'Eden perdu et de l'Eden à retrouver. Sur le plan des échanges et des paiements, l'Eden perdu, c'était le régime du « gold standard », qui a pris fin en 1914. Il permettait des échanges libres et des paiements libres. A part quelques spécialistes bancaires, personne ne s'occupait du problème des transferts de fonds. Le régime n'était pourtant pas sans défauts ; c'est ainsi :

1. qu'il s'appuyait sur une structure sociale trop étroite ;
2. que son mécanisme rigide ralentissait l'évolution de cette structure ;
3. que, pour résorber les déséquilibres entre les balances des paiements des différents pays, il fonctionnait avec un automatisme trop brutal.

L'Eden à retrouver, c'est la réintroduction du libéralisme dans les échanges et dans les paiements. Les esprits simplistes rêvent de voir refleurir le « gold standard » d'avant 1914. Or, l'histoire ne se répète pas. Elle évolue en vertu du principe qui régit l'univers tout entier et ce principe universel, c'est la spirale qui part des données primitives d'anciens systèmes pour les raffiner. Le retour au libéralisme des échanges et des paiements ne sera possible qu'en vertu d'une technique moins rudimentaire que celle qui régissait le « gold standard » classique, mais d'une technique

[1] Conférence faite le 13 juillet 1956 sous les auspices du Syndicat des maisons suisses du commerce mondial et du commerce de transit.

qui, tout en demeurant en dernier ressort fondée sur l'or, assure un commerce et des paiements aussi libres que le faisait l'étalon or. On passe ainsi d'un mécanisme naturel (étalon or primitif avec son automatisme) à un *mécanisme institutionnel*, dans lequel un organisme, la banque centrale, agit minutieusement sur le marché intérieur, non plus seulement par de simples entrées et sorties d'or ou par des variations du taux d'escompte, mais encore par une « open market policy » et par des « gentlemen agreements » avec les banques, en vue d'une administration consciente et saine du crédit.

* * *

Tentons de faire le point de l'évolution récente en nous demandant : D'où venons-nous ? Où en sommes-nous ? Où allons-nous ? ou mieux : Où conviendrait-il que nous allions ?

On vient d'un bilatéralisme étroit qui a caractérisé les échanges et les paiements de 1930 à la fin de la guerre. On vient ainsi de l'ère des clearings générateurs d'équilibres bilatéraux. Le régime de clearings bilatéraux présentait des inconvénients graves :

a) il assurait, certes, l'équilibre bilatéral des balances des paiements admis entre les deux pays partenaires, mais il assurait cet équilibre au niveau le plus bas. Le régime faisait stagner les courants d'échanges, il était incapable de promouvoir la prospérité de l'économie européenne ;

b) il tendait à fausser les courants commerciaux normaux, les marges de crédit doublées de délais d'attente facilitaient les achats et l'endettement par les pays où régnait le moins d'ordre monétaire ;

c) il favorisait la hausse des prix chez celui des pays partenaires dont la balance commerciale tendait à être active, car ce pays devait s'approvisionner non pas sur les marchés pratiquant les prix les plus justes, mais bien sur le marché intérieur trop cher du pays vers lequel on avait exporté : c'était le seul moyen de récupérer la contre-valeur des propres exportations, de rentrer dans son argent à de mauvaises conditions.

On se trouve maintenant dans un régime monétaire à compartiments plus ou moins étanches.

Le compartiment central est constitué par l'Union Européenne de Paiements qui est l'organisme de support d'échanges et de

paiements sur une base multilatérale entre tous les pays adhérents. L'organisme repose sur un fonds central fourni au début par les U.S.A., ce fonds sert avant tout de fonds de roulement, mais le fondement même de l'U.E.P. repose sur les crédits que les divers Etats membres ont consenti de s'accorder mutuellement dans le cadre des opérations définies par l'accord de Paris. Cet organisme fonctionne par l'octroi de crédits automatiques — donc de crédits conventionnels entre Etats membres. C'est cette automaticité de la mise en œuvre des crédits qui assure le paiement inconditionnel de toutes les opérations effectuées entre privés de tous les pays adhérents. L'octroi mutuel de crédits par les Etats membres pour des montants considérables a eu pour effet de rendre égales entre elles, au sein de l'U.E.P., les diverses monnaies des pays adhérents. Cette égalité est une fiction, mais une fiction bienfaisante à plus d'un titre puisqu'elle assure un régime de paiements à l'échéance convenue et à des cours fixes et que, de plus, elle encourage tous les Etats membres à appliquer une politique économique et monétaire qui devrait à la longue rendre effectivement égales les monnaies en présence. La fiction de l'égalité des monnaies devient petit à petit une réalité. Les crédits d'Etats qu'il a fallu engager ont un revers : ils ont, de par la nature des choses, entraîné une réglementation assez étroite qui permet de délimiter les opérations admises dans le régime des paiements. Sous cette réserve qui, il est vrai, est importante, on peut dire que l'U.E.P. a instauré dans l'aire géographique qu'elle couvre la libération des échanges et des paiements pour les catégories essentielles de biens. C'est vers une libération plus étendue encore que doit tendre le monde occidental s'il entend se maintenir sur les sommets de la prospérité. Cette libération totale ne pourra se réaliser que lorsque son élément de soutien, de régularisation et d'*animation* sera constitué par des mouvements libres de capitaux privés entre les divers marchés et, de surcroît, pour les « pointes » irréductibles, par les courants de devises et d'or entre les banques centrales. Actuellement, l'élément de soutien et d'animation de l'U.E.P. est constitué par des crédits d'Etats. L'ampleur même des crédits mis en œuvre nous apprend quatre choses :

1. que, sans eux, le système n'aurait pas fonctionné ;
2. que le montant de ces crédits est resté minime par rapport au chiffre d'affaires dont ils ont été le support ;

3. que les situations de débiteurs et de créanciers dans lesquelles se sont trouvés les divers pays ont connu des alternances ;
4. que la modicité relative des crédits d'Etat mis en œuvre permet d'envisager de les remplacer successivement par des mouvements de capitaux privés.

Le compartiment n° 2 couvre l'aire géographique dans laquelle le dollar sert librement d'instrument de paiement. C'est, en principe, un compartiment de libéralisme commercial et monétaire régi par le jeu des lois économiques classiques.

Le compartiment n° 3 couvre une aire géographique assez vaste. Il est régi par le bilatéralisme (système d'accords de paiements) ou par l'arbitraire de cours de change différentiels. C'est là un régime unilatéral en ce sens que le pays monétairement le plus faible règle le volume et la structure de ses importations en manipulant à sa fantaisie le cours de change auquel s'effectue le paiement de ses achats à l'étranger. Certains membres de ce compartiment font des efforts louables pour passer à une forme de compensations multilatérales. L'organisation et le fonctionnement de ce multilatéralisme rencontre des obstacles. En effet, au lieu que le système soit animé par des crédits — comme l'est l'U.E.P. — il est freiné par l'amortissement d'anciens engagements.

* * *

Le grand commerce travaille avec les trois compartiments. Il joue un rôle éminemment efficace en utilisant les déséquilibres de prix entre les trois zones monétaires et à l'intérieur de ces trois zones. Sans doute est-il avant tout préoccupé de faire des affaires et des bénéfices. Mais de par son activité, il atténue les déséquilibres et exerce ainsi la fonction trop méconnue et insuffisamment appréciée de régulateur entre les diverses zones monétaires. Constatons avec satisfaction que la zone bilatérale se réduit et que nos autorités déploient tous leurs efforts pour harmoniser nos relations commerciales avec les trois zones. Elles s'emploient à cette tâche avec une certaine prudence doublée d'une très grande clairvoyance. Je crois que peu de pays au monde ont le privilège d'avoir une division du commerce aussi allante, aussi progressiste et aussi éclairée que la Suisse.

En résumé, la situation se présente grosso modo comme suit :

Avec l'aire du dollar, nous sommes prêts à avoir atteint le régime idéal de l'avenir puisque la question des paiements ne se pose ni dans un sens, ni dans l'autre.

Avec l'aire U.E.P., nous ne sommes pas encore au Paradis. Est-ce trop prétendre de dire que nous sommes dans la cour qui précède ce Paradis ? Entre les pays de la zone U.E.P. et les pays de la zone du dollar, la libération du commerce fait de mois en mois des progrès sensibles. Les divers pays membres de l'U.E.P. permettent des échanges de plus en plus larges et réguliers avec la zone du dollar et assurent le paiement de ces échanges. En d'autres termes, on peut dire que *le retour à la convertibilité a fait de très grands progrès sur le plan commercial; en revanche, on piétine sur le plan financier*. C'est donc sur ce dernier plan qu'il devient nécessaire de porter dorénavant les efforts. Sans doute le mécanisme de l'U.E.P. ne fonctionne-t-il encore qu'à l'aide de crédits automatiques, donc de crédits forcés, mais reconnaissons que la part de ces crédits s'est considérablement réduite. On peut dire que le monde occidental est en état de préconvertibilité monétaire.

* * *

Dans ce monde bigarré, la situation de la Suisse est unique. Nous avons une monnaie convertible en n'importe quelle autre monnaie dure et notamment à l'égard du dollar et nous avons délibérément rendu notre franc inconvertible à l'égard de toutes les monnaies qui ne sont pas convertibles en dollar. Il a fallu recourir à cette division du franc, car autrement la loi de Gresham aurait joué et l'encaisse or de la Banque Nationale serait remplacée aujourd'hui par des avoirs en monnaies inconvertibles. La distinction entre le régime des paiements avec la zone du dollar et le régime avec les monnaies non convertibles a contraint les autorités à édicter toute une réglementation compliquée. L'activité du grand commerce est souvent étouffée entre ces deux francs, le convertible et l'inconvertible. Au vu de cet état, on peut adopter deux attitudes, on peut déclarer que l'activité marginale exercée par le commerce de transit, sans être inutile, est à peu près négligeable. J'ai souligné que le rôle tant commercial que financier joué par ce commerce est utile puisque son activité tend à réduire

des déséquilibres de prix entre marchés et que cette activité sert de régulateur. Le monde moderne a besoin de ce régulateur. On peut aller plus loin et penser que les arbitrages opérés par le grand commerce sont indispensables à la marche d'une économie mondiale qui ne peut progresser qu'en réduisant petit à petit les graves déséquilibres qui la caractérisent encore. Cette activité contribue à rééquilibrer les marchés et à promouvoir une saine division du travail sur le plan international. Cette activité n'est pas brimée par des hommes, elle est à proprement parler limée entre les meules des deux mécanismes de la convertibilité et de la non-convertibilité.

La dualité du franc suisse a obligé la division du commerce et la Banque Nationale à développer une technique savante qui est en constante évolution. Au début, on avait maintenu, tout comme sous le régime des clearings, le système des paiements centralisés, c'est-à-dire des paiements obligatoires par le seul canal de la Banque Nationale. Il y a quelques années, on a introduit dans le secteur contrôlé (secteur non convertible) la décentralisation des paiements pour permettre aux banques de s'insérer dans le circuit. En apparence, c'était là une simple mesure d'organisation, en réalité cela est devenu beaucoup plus. En effet, les banques ont su faire de la décentralisation des paiements l'instrument d'une certaine libération. Selon l'expression très juste de MM. les ministres Schaffner et Stopper, les banques ont fait du régime décentralisé des paiements une véritable charnière entre le secteur convertible et le secteur inconvertible. Le régime des paiements décentralisés a ainsi créé une multilatéralisation des paiements en marge de l'U.E.P. Cette décentralisation a eu une portée infiniment plus grande qu'on ne l'avait prévu, elle a permis de faire sauter le cadre rigide du trafic réglementé des paiements en créant autour de lui un circuit de paiements très important. Alors que, sous le régime centralisé, la Banque Nationale, comme c'était son rôle, refusait simplement d'exécuter les ordres non conformes aux exigences réglementaires — le cercle de ses opérations ne lui permettait d'ailleurs pas de faire autrement — les banques, dans le système décentralisé, ont cherché à compenser les versements qu'elles reçoivent licitement en dehors du régime réglementé avec des paiements qu'elles ont à faire et qui ne sont pas admis dans le régime réglementé. Les versements s'accumulaient et pesaient sur les cours des changes et les paiements

demeuraient inexécutés. Dans le régime décentralisé, ils trouvent à se compenser dans une large mesure. Ce qui distingue le circuit non réglementé, c'est un disagio sur le change. Le détenteur suisse d'une créance non admise dans le circuit réglementé doit consentir un disagio pour être payé en francs suisses, mais, en fin de compte, il est payé et c'est là l'essentiel. L'étranger peut faire passer des paiements par la Suisse, paiements afférents à des marchandises dollars et à d'autres transactions et cela grâce au régime décentralisé des paiements. C'est là tout un marché monétaire multilatéral qui s'est créé en marge du marché officiel. La création de ce marché a été un bienfait.

Le disagio qui caractérise le marché décentralisé par rapport au marché réglementé atteste le déséquilibre qui règne entre les monnaies des différents pays. L'objectif des autorités doit tendre à rapprocher les deux marchés en vue de leur fusion. Il importe de préparer l'absorption du circuit avec disagio par le circuit à change fixe.

* * *

La méthode pour réaliser la fusion des deux marchés consiste de la part de nos partenaires dans la restauration de la convertibilité de leur monnaie. Mais la convertibilité ne se décrète pas. Elle doit être préparée minutieusement pour fonctionner un beau jour sans que l'on s'en aperçoive. Il convient d'accélérer la préparation du retour à la convertibilité et de recourir pour cela à toutes les mesures propres à atteindre l'objectif, soit en élargissant le champ d'application du marché réglementé, soit surtout en favorisant les opérations qui tendent à réduire le disagio des cours sur le marché décentralisé en encourageant la demande des avoirs étrangers qui encombrent ce marché. Pour cela, il importe de créer de nouvelles possibilités sur le marché financier.

La convertibilité présuppose en effet un état d'équilibre relatif entre les monnaies en présence, ces monnaies étant l'expression des divers marchés. Or, l'équilibre entre marchés ne peut se maintenir que par une grande liberté d'arbitrage de produits et que par l'introduction d'un mécanisme d'arbitrage financier qui vient suppléer au déséquilibre des échanges de marchandises. L'O.E.C.E a réussi à promouvoir une grande liberté sur le terrain des échanges commerciaux, elle n'a pas encore eu le même succès sur le plan

des marchés financiers. Or, le retour à la convertibilité doit être précédé d'une reprise des courants de capitaux comme élément stabilisateur.

II

Il convient d'amorcer avec prudence une reprise des mouvements de capitaux ; on ne peut le faire que par tâtonnements successifs. Nos banques ont fait des efforts considérables dans ce sens en plaçant de nombreux emprunts européens sur notre marché. Le moment paraît venu de tenter un nouveau pas pour donner plus de souplesse aux relations privées entre les économies groupées dans l'U.E.P. On comprend que les autorités monétaires soient très réticentes à ce sujet car les courants de « hot money » ont causé, dans la période comprise entre les deux guerres, trop de ravages pour qu'on puisse s'exposer sans autres précautions à des migrations de capitaux qui trop souvent accentuent des déséquilibres au lieu de les résorber. Mais ces expériences regrettables ne sauraient servir de prétexte pour enfermer les marchés financiers européens dans l'immobilisme. L'immobilisme est, à notre sens, l'attitude la plus coûteuse à la longue. Nous avons vu sous chiffre I que l'étalon or naturel fait place à un étalon or institutionnel (insertion d'une activité nuancée des banques centrales). En matière de mouvements de capitaux à l'intérieur d'une Europe encore insuffisamment consolidée dans le domaine monétaire, il conviendrait d'*inaugurer des arbitrages institutionnels de capitaux.* C'est ce problème des arbitrages institutionnels que nous allons examiner.

Pour amorcer ces mouvements de capitaux entre marchés européens (arbitrages financiers) on pourrait être tenté d'envisager de faire coter plusieurs actions d'entreprises des pays déficitaires de l'U.E.P. aux bourses des pays qui produisent des soldes excédentaires dans cette institution. Cette méthode présente plusieurs inconvénients ; nous en relevons trois :

1. Elle tend à ancrer dans les esprits la notion d'une division entre pays débiteurs et pays créanciers, alors que l'histoire de l'U.E.P. nous enseigne que nombre de pays ont été tour à tour débiteurs et créanciers ;

2. La méthode de la cotation d'actions à des bourses étrangères sans limitation de montant autre que le capital de l'entreprise dont l'action est cotée peut donner lieu à des mouvements trop considérables de capitaux s'il s'agit d'actions de grandes entreprises. D'autre part, l'entreprise dont les actions seraient cotées sur des places européennes n'aimerait pas s'exposer au risque de passer sous contrôle étranger.
3. Les actions étrangères déjà cotées sur certaines places ont un marché inactif, faute d'une instance qui s'en occupe et qui suit son développement. Cette inactivité du marché s'explique notamment par le fait qu'aucune instance ne s'occupe activement et avec soins de ces titres pour assurer les transferts rendus difficiles ou impossibles si le titre ne répond pas à certains critères. On est avec ces titres en présence d'un résidu du passé, d'un ancien mouvement de capital fait par les voies naturelles et qui se pétrifie.

Il nous paraît, dans ces conditions, qu'il conviendrait d'initier cette reprise de mouvements libres et journaliers de capitaux d'une façon à la fois plus efficace et plus prudente que par les méthodes de la cotation réciproque d'actions. Il faut trouver une technique qui présente pour les autorités monétaires des risques qu'elles peuvent encourir parce qu'elles peuvent d'avance en mesurer l'amplitude maximale. La pensée est ainsi conduite tout naturellement vers une forme institutionnelle pour faire démarrer de nouveaux courants et assurer leur vitalité. Cette forme institutionnelle consiste en la création de certificats d'actions dont le marché serait suivi par le trustee qui veillerait à faire passer les fonds par les canaux qu'impose la réglementation. *Une monnaie devenue institutionnelle par le rôle que jouent les banques centrales et que joue la réglementation des paiements appelle un marché institutionnel pour les titres de pays à monnaie non convertible.*

Pour remplir ces conditions, nous proposons de recourir à un système de cotation de tranches définies de certificats représentatifs d'actions d'entreprises de plusieurs membres de l'U.E.P. à plusieurs bourses de ces pays. La tranche de certificats serait bien définie et les opérations d'arbitrage entre la place qui coterait les certificats et la place d'origine des actions seraient limitées au montant de la tranche des certificats. La même action d'une entreprise du pays X pourrait voir ses certificats cotés sur plusieurs

places A, B, C, D, mais il y aurait un intérêt à ce que les diverses places A, B, C, D cotent des certificats d'actions d'entreprises différentes. Même si plusieurs bourses étrangères cotaient des certificats de la même action du pays X, il conviendrait — au début — de limiter l'arbitrage à chacune de ces bourses avec la bourse dont l'action de base est originaire. C'est ainsi que si des certificats d'une action italienne X étaient cotés à Bruxelles et à Zurich, les porteurs de certificats en Belgique ne pourraient vendre les actions de base qu'à Milan et non à Zurich, de même que le porteur suisse ne pourrait traiter qu'avec Milan et non avec Bruxelles. Ces certificats eux-mêmes ne se traiteraient que sur la bourse qui les a introduits. Cette limitation constituerait un frein utile qui contrarierait les aller et retour journaliers ou les opérations à la petite semaine ; en revanche elle n'empêcherait pas les mouvements importants en période de disparité un peu prononcée et durable entre les marchés. Les arbitrages entre la place qui cote les certificats et la place d'où sont originaires les actions de base s'opéreraient pratiquement par la banque émettrice des certificats. On serait en présence d'un système d'émission au robinet avec un plafond fixé d'avance, plafond d'ailleurs extensible si on le juge opportun.

Ce régime d'arbitrage indirect serait la première étape pour préparer la voie au retour à un régime direct d'arbitrage des actions elles-mêmes. Les marchés financiers de l'Europe occidentale trouveraient entre eux des contacts indirects en attendant le moment où ils pourront reprendre activement des contacts directs.

La Suisse, avec sa monnaie très dure, ne ferait pas coter de certificats d'actions suisses sur les places étrangères, mais coterait des certificats d'actions de plusieurs entreprises étrangères des pays membres de l'U.E.P. On créerait ainsi un certain débouché et un débouché libre pour le trop-plein de nos capitaux. Si l'on cotait par exemple des certificats d'actions de quatre entreprises de six pays membres de l'U.E.P., avec une limite de 15 millions de francs par action, on ouvrirait un canal à des mouvements de capitaux pouvant atteindre 360 millions de francs. L'application du système décrit se heurte dans certains pays au mythe de la nominativité des titres, mais ces pays (Afrique du Sud, Italie, etc.) ont fait des concessions sur ce point et sont prêts à en faire d'autres.

La Suisse, avec ses excédents de capitaux, serait bien placée pour inaugurer le système. D'ailleurs l'U.E.P. étudie le problème, qui a été mis à l'ordre du jour par notre délégation.

* * *

Malheureusement, l'initiative du marché suisse est bridée par une législation fiscale archaïque et prohibitive : la loi sur le droit de timbre et celle de l'impôt sur les coupons. Cette législation a été conçue au lendemain de la guerre 1914/18, à une époque où le marché suisse ne parvenait pas à couvrir les besoins de la trésorerie fédérale, à une époque où la Confédération devait emprunter à New York au taux de 5 ½ et même de 6 % et où la ville de Zurich lançait elle aussi à New York un emprunt au taux de 8 %.

La structure financière de l'économie suisse, à l'époque où fut conçue la législation sur le droit de timbre et celle de l'impôt sur les coupons, justifiait une fiscalité ayant pour effet de décourager l'étranger à recourir à notre marché. Les nombreuses modifications apportées à notre appareil fiscal au cours des ans, loin de tenir compte de ce changement de structure, ont, au contraire, rendu plus difficiles encore toute une gamme d'opérations qui seraient susceptibles de dégager notre marché d'une partie au moins de ses liquidités pléthoriques. On recourt périodiquement, avec plus ou moins de succès, à l'arsenal des mesures aptes à gêner l'entrée de capitaux étrangers et l'on a raison de le faire ; on recourt à la stérilisation en grand de fonds importants et l'on a encore une fois raison, mais ces mesures artificielles ne peuvent avoir qu'une portée limitée et qu'un caractère temporaire. Dans une Europe qui a besoin de capitaux, il devient urgent, pour notre pays, de pratiquer des ouvertures appropriées dans le véritable barrage que constitue notre législation sur le droit de timbre et les coupons. Cette législation, ce barrage a pour effet de retenir des liquidités sur notre marché. Au lieu de faciliter la sortie de ces liquidités, on s'efforce à les rendre simplement stagnantes, alors qu'elles pourraient créer des richesses ailleurs. Le moyen le plus naturel de lutter contre l'accumulation de liquidités qui menace de noyer notre marché consisterait à ouvrir les écluses par lesquelles ces liquidités pourraient passer pour alimenter les bassins étrangers à court de fonds.

Certes, le marché suisse a absorbé ces dernières années de nombreux emprunts étrangers. La liste des emprunts émis est impressionnante. Mais la liste des emprunteurs en puissance qui ont délibérément renoncé à recourir à notre marché, si on pouvait la dresser, serait peut-être plus impressionnante encore.

Avec la charge fiscale qui oscille entre 1 et 2 ¼ % qui vient s'ajouter au service d'intérêts, notre marché n'est abordable que par des chercheurs de fonds de pays où l'on pratique des taux d'intérêt supérieurs à 6 %. Cela explique pourquoi ce sont tour à tour les emprunteurs d'un pays se trouvant serré qui recourent à nous et qu'au lieu d'avoir chaque année une floraison d'emprunts faits par des débiteurs de plusieurs pays, notre marché tend à offrir chaque année l'image monotone du recours unilatéral d'un seul pays. Lorsqu'une certaine normalisation des taux d'intérêt se sera produite chez nos voisins, nos marchés risquent ainsi de se trouver en dehors du circuit.

Si cette législation n'a pas empêché de nombreux emprunts étrangers de se placer en Suisse, allégeant nos marchés du poids dangereux de capitaux trop lourds, elle a, en revanche, empêché d'autres formes d'opérations : la reprise d'un marché d'actions d'entreprises européennes, rendu difficile également par la réglementation des paiements. Cette réglementation conduit à envisager une forme institutionnelle des mouvements de capitaux.

Cette législation et cette réglementation n'ont permis un certain développement que des rapports financiers les plus rigides, ceux du créancier à l'égard du débiteur. Ces rapports n'apportent qu'un soulagement momentané, car à chaque échéance de coupons et d'amortissements, les fonds remontent à leur source, encombrant par leur passage les canaux déjà étroits du service réglementé des paiements. Il conviendrait d'ouvrir une écluse par laquelle passeraient des liquidités plus vivifiantes que celles qui s'immobilisent en emprunts. Il faudrait ouvrir à nos marchés la possibilité de reprendre contact avec les marchés européens des actions. La loi actuelle provoque un phénomène de vieillissement sur notre marché des capitaux en ne rendant possibles que des opérations rigides d'emprunts ; or, la rigidité est le signe le plus évident du vieillissement. Il importerait, à une époque où l'on ne parle que d'intégration européenne et que de la création, plus ou moins arbitraire, de marchés communs, de ne pas empêcher notre écono-

mie financière de pratiquer une collaboration libre, sur le plan privé, avec l'économie d'autres marchés, par la cotation d'actions des grandes entreprises européennes. Notre marché des capitaux se trouverait allégé et notre technique des paiements pourrait être à la fois élargie et simplifiée.

On discute beaucoup sur le plan européen de l'aide à apporter aux pays sous-développés. Sans doute cette aide devra-t-elle être fournie et on ne saurait négliger ce problème. Mais pour aider, il faut être fort. Or, l'Europe occidentale s'est bien consolidée depuis 1950 ; toutefois, le but de ces efforts, la convertibilité, n'est pas encore atteint. On paraît même vouloir entrer dans une ère de stagnation des rapports européens, alors qu'un nouvel effort serait nécessaire pour faire un pas de plus vers le retour à la liberté monétaire. Cette dernière ne pourra être rétablie que lorsque les marchés européens, notamment ceux des placements à court terme et ceux des actions, auront repris l'habitude de contacts réguliers. C'est là un impératif et c'est au nom de cet impératif que nous souhaitons voir nos autorités monétaires reviser certaines conceptions fiscales pour frayer la voie à cette reprise de mouvements normaux de capitaux qui nous rapprochera d'un état normal des choses. Ce n'est qu'en renouant des relations financières plus étroites, qu'en facilitant les arbitrages financiers institutionnels qu'on redonnera à l'économie européenne la souplesse et la vigueur qui sont les deux éléments indispensables au retour à la convertibilité des monnaies, à la liberté des paiements et à l'équilibre européen.

En facilitant le libre champ des arbitrages européens à une échelle raisonnable, les autorités monétaires pourraient desserrer sans trop de risque la réglementation des paiements. L'afflux supplémentaire limité de fonds qui pourrait résulter de ce desserrement serait certainement compensé par la sortie de fonds pour des montants vraisemblablement plus considérables. D'ailleurs, un desserrement de la réglementation du trafic des paiements aurait probablement pour effet de réduire le disagio qui règne actuellement entre le marché officiel et le marché décentralisé. Mais nous reconnaissons qu'il serait indispensable en même temps de créer les canaux entre marchés financiers qui faciliteraient une régularisation de notre propre marché de l'argent. La solution du problème qui nous préoccupe est du domaine de la politique

monétaire et financière et l'on voit que ce domaine présente encore des possibilités de progrès et d'élargissement dont il est certes difficile de mesurer l'ampleur d'avance.

On vient de renouveler l'U.E.P. et l'on doit s'en féliciter sans réserve. Il y a pourtant une petite ombre qui pèse sur ce renouvellement. C'est qu'on renouvelle le pacte sans l'améliorer. On va donc vers une stagnation des choses. Or, ce qui stagne se désagrège. Il importe, si l'on veut assurer la prospérité de l'Europe, de mettre un élément dynamique dans la stagnation qui menace le régime des paiements. Il faut à cet effet ouvrir aux liquidités inégales des divers marchés des canaux dans lesquels ces liquidités pourront circuler tout en veillant à ce que les canaux ne soient pas trop larges et que les liquidités ne s'y précipitent pas trop impétueusement ni surtout à contre-sens. La solution est affaire de mesure et notre proposition de coter des tranches de certificats d'actions sur diverses bourses européennes introduit précisément cet élément de mesure.

Il y a quelques années, on s'épouvantait du total des crédits que la Suisse consentait à l'U.E.P. ; cette crainte était vaine. Aujourd'hui, il s'agit d'animer quelque peu, d'une façon mesurée, les marchés des capitaux en ouvrant certains canaux à leur circulation, *en ouvrant en Europe l'ère des mouvements institutionnels des capitaux.* Cette voie ne peut présenter aucun danger majeur et peut en revanche ouvrir pour plus tard la perspective d'arbitrages réguliers qui aident si puissamment au maintien de l'équilibre monétaire international. La Suisse, avec sa pléthore d'argent, n'a aujourd'hui comme partenaire monétaire régulier qu'un marché gigantesque qui est le marché américain. Nous avons un intérêt majeur à faciliter le relèvement d'autres marchés, de façon à ne plus avoir qu'un seul partenaire mais à en avoir plusieurs. C'est là une des conditions de l'équilibre de notre marché et c'est là une des conditions du retour à une liberté plus grande dans le domaine des paiements. Or, la liberté dans le domaine des paiements est l'un des éléments de la liberté tout court et les efforts inlassables que déploie le grand commerce de transit dans ce domaine sont générateurs d'un retour à l'équilibre européen, condition du retour à la convertibilité des monnaies. Seule cette convertibilité pourra assurer le plein essor économique de ce continent et sauvegarder utilement l'équilibre de notre marché financier et monétaire.