

L 28. Mai 74 15

s.C.41.152.0. - ZW/hz

Berne, le 24 mai 1974.

s.C.41.121.0.

Décision de la Banque nationale suisse du 21 mai  
sur la suspension des émissions sur le marché suisse

I. Situation du marché suisse des capitaux

1. Le marché suisse des capitaux montre des signes d'essoufflement depuis plusieurs semaines. Il y a une demande énorme d'emprunts due au fait que les investisseurs s'approvisionnent en liquidités sur le marché des capitaux, le système bancaire ne pouvant plus les leur fournir en raison des restrictions qui le frappent. Le marché des capitaux est par conséquent surchargé malgré l'existence d'une Commission des émissions qui travaille dans un cadre de crédits fixé par la BNS.

Les taux d'intérêt suisses ont augmenté ces derniers temps. Ils demeurent néanmoins incontestablement bas. Tout d'abord par rapport au taux d'inflation. Les épargnants le réalisent d'ailleurs de plus en plus, preuve en est la baisse du niveau de l'épargne en Suisse. Les taux d'intérêt suisses sont d'autre part plus bas que les taux d'intérêt internationaux à court terme. De ce fait, nombre d'investisseurs placent leurs fonds sur les marchés étrangers en attendant la hausse des taux suisses. Ce mouvement a provoqué une raréfaction de capitaux sur le marché intérieur et stimulé la hausse des taux suisses. La Suisse a d'ailleurs un lourd handicap en .



- 2 -

matière de taux d'intérêt car elle a un endettement hypothécaire énorme, fruit d'une politique de plusieurs décennies. Si les autorités touchent au taux hypothécaire, la conséquence se manifesterait immédiatement sur l'indice du coût de la vie. A une hausse du taux hypothécaire de 1/4 % correspond une augmentation de 3,5 % des loyers. Les produits agricoles augmenteraient aussi à cause de la loi sur l'agriculture qui prévoit la comparabilité des revenus agricoles avec ceux des autres secteurs économiques.

Les autorités ont donc tenté de stabiliser le plus possible le taux hypothécaire mais cette politique devient incroyable si les taux d'épargne montent. En effet, les banques ne veulent pas emprunter cher et prêter bon marché. Il y a donc des limites aux hausses des taux d'intérêt. L'objectif est donc de trouver des solutions de compromis et de procéder par étapes progressives.

2. A la base de la décision de la BNS du 21 mai, se trouve l'échec de la souscription de la tranche de l'emprunt de la Confédération de Fr. 200 millions à 7 % sur 10 ans. La seconde tranche a été plus que souscrite. Rappelons qu'elle portait sur 250 millions à 7,5 % sur 7 ans. La BNS est donc intervenue en injectant des liquidités. Cette politique n'est pas souhaitable pour la lutte contre l'inflation qui dépend de la poursuite d'une politique monétaire restrictive. L'intervention de la BNS est destinée à calmer le marché des capitaux et à redonner confiance aux souscripteurs en les assurant qu'ils ne feront pas des pertes quelques jours déjà après avoir

- 3 -

souscrit des papiers valeurs à revenu fixe, comme cela s'est produit avec les derniers emprunts qui se sont traités peu après leur émission à 97 ou 98 %. En suspendant les émissions étrangères sur le marché suisse des capitaux, la BNS espère redonner la confiance qui manque à notre marché. Comme les emprunts intérieurs sont déjà limités du fait de la Commission des émissions, la mesure tente à établir un certain parallélisme avec les émissions étrangères. Relevons que celles-ci étaient préférées par les souscripteurs suisses, exemptés du paiement des impôts à la source.



II. Répercussions internationales de la décision de la BNS  
du 21 mai

Le soussigné se trouvait à Paris au moment où la décision de la BNS a été rendue publique. Elle a immédiatement été discutée au Comité des questions monétaires et de change. Il est intéressant de signaler quelques-unes des préoccupations que cette décision a fait apparaître.

Le représentant de la France a fait valoir que l'Allemagne fédérale s'était trouvée autrefois dans la même situation que la Suisse. Dans le cas allemand cependant un exutoire était ménagé en ce sens que les emprunts en DM sur le marché des euro-obligations étaient admis. La Suisse admettrait-elle que des emprunts en francs suisses soient émis sur le marché international ? Le représentant de la France s'est inquiété aussi de la mesure de la BNS car le marché suisse des capitaux bénéficie d'un apport important de capitaux étrangers. Or, au moment où le monde manque particulièrement de disponibilités, il est dangereux que la Suisse se réserve l'usage quasi exclusif de ce marché et le soustraie aux autres pays.

Le délégué de la France est conscient que les emprunts étrangers sont placés sur le marché suisse à des conditions meilleures que les emprunts suisses puisque les paiements ne sont pas soumis à la retenue de 33 %.

Le délégué de la France s'est encore enquis sur les exceptions que la BNS pourrait accorder à des organismes financiers tels que la BIRD ou la BEI.

Enchaînant, le délégué américain a aussi fait part de sa préoccupation car la restriction placée par la BNS sur les émissions étrangères frappe les flux de capitaux qui sont précisément libérés dans le Code de la libération des mouvements de capitaux.

Le délégué belge s'est rallié en disant que les hausses des prix pétroliers ne peuvent être neutralisées que par des emprunts et l'on a incité les pays en déficit à en lancer sur le marché international des capitaux. Or, si l'on empêche maintenant ce mécanisme par des restrictions du genre de celles de la Suisse, nous risquons fort d'aller à fin contraire. Ceci est d'autant plus vrai que la Suisse est une place financière internationale sur laquelle affluent des capitaux étrangers, arabes notamment. La décision de la BNS n'équivaut-elle pas à un blocage de l'intermédiation dont il est tant question pour le recyclage des capitaux arabes ?

Le Secrétariat, pour sa part, a indiqué l'intérêt d'examiner des mesures telles que celles de la BNS à la fois sur le plan intérieur et sur le plan international. Il suppose que la Confédération maintiendra le rôle d'intermédiation à cause de la position traditionnelle du marché financier suisse qui a toujours servi de plaque tournante. Au plan intérieur, le Secrétariat a pleine compréhension pour notre politique étant donné notre taux élevé d'inflation en 1972 et en 1973 et la politique monétaire restrictive qui a été engagée pour la combattre. Cette politique monétaire a été restrictive du point de vue quantitatif à cause des taux hypothécaires bas. Aujourd'hui il va y avoir un renforcement de l'inflation dans tous les pays. La question qui se



- 6 -

pose pour la Suisse est de savoir si elle peut continuer d'avoir des taux d'intérêt bas alors qu'ils sont élevés partout ailleurs.

Le Secrétariat a montré, par ailleurs, qu'il était plus facile d'établir des principes directeurs généraux en matière internationale que de les appliquer aux cas concrets des pays. Déjà, a-t-il relevé, dans le cas de l'Italie le problème s'est posé. Le Secrétariat ne pense pas que les mesures suisses sont entièrement incompatibles avec le type particulier d'inflation que nous connaissons en raison des hausses des prix du pétrole. Il n'est pas étonnant que les facteurs spéculatifs jouent un rôle très important, les taux d'intérêt à court terme étant partout négatifs. Nous devons donc réfléchir très sérieusement à la possibilité d'avoir dans le monde des taux d'intérêt non négatifs. Les mesures suisses posent aussi la question de l'intermédiation. Celle-ci a reçu une attention soutenue ces derniers jours puisqu'on craint que le marché ne suffise pas à recycler les pétrodollars. Dans ces circonstances toute mesure réduisant le rôle traditionnel du système financier suisse est inconsistant avec le système que nous essayons d'élaborer. Le Secrétariat nous a demandé de nous faire l'écho de cette préoccupation auprès de nos autorités politiques.

En conclusion, relevons que le Comité des questions monétaires et de change a le sentiment que notre monde a un besoin considérable d'épargne, qu'il est logique que les capitalistes recherchent pour placer leur épargne plutôt une monnaie dont les perspectives sont meilleurs que celles qui sont moins favorables. Il est donc essentiel que dans les organisations internationales l'on maintienne une pression

- 7 -

constante pour convaincre les autorités politiques de prendre égard en réglant leurs problèmes intérieurs à ceux qu'elles créent pour la communauté internationale.

Service économique et financier



J. Zwahlen