

XXI TABLE RONDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE.LAUSANNE,15-16 XI 68.

- 1) - Programma e partecipanti.
- 2) - G.Colonna:La societè Europeenne.
- 3) -M.G.Golay:Le financement de la construction.
- 4) -M.C.Segre:Les marches europeens des capiteaux.
- 5) - S.Schweizer:Le marches europeen des capiteaux au service de la croissance
economique.
- 6) - M.J.Branger:Vers un modele europeen de banque.
- 7) - R.Dhom:Le marchè des eurodevises au service de l'expansion.

P R O G R A M M E

de la

XXIème "TABLE RONDE" DES PROBLEMES DE L'EUROPE

L A U S A N N E

Palais de Beaulieu
(Grande Salle des Congrès)

15 et 16 Novembre 1968

THEME : " LE MARCHÉ FINANCIER EUROPÉEN AU SERVICE DE L'EXPANSION "

VENDREDI 15 NOVEMBRE 1968

- 9 h.30 - Séance d'ouverture sous la Présidence du Marquis CITTADINI-CESI, Président de l'Association pour l'Etude des Problèmes de l'Europe.
- Allocution de bienvenue du Syndic de Lausanne, M. Georges-André CHEVALLAZ, Conseiller National.
- 10 h. - Allocution d'ouverture des travaux par M. Samuel SCHWEIZER, Président de la Société de Banque Suisse.
- 10 h.30 - Présentation du Rapport de Base sur le thème général, par M. Claudio SEGRE, Président de Lazard S.A. et Associé-Gérant de Lazard Frères & Cie.
- Ouverture des débats.
- 12 h.30 - Clôture de la séance.
- Déjeuner libre (Possibilité de le prendre sur place au Grill Room du Palais de Beaulieu).
- 15 h. - Présentation du Rapport : " La Société Européenne ", par Son Exc. l'Ambassadeur Don Guido COLONNA DI PALIANO, Membre de la Commission des Communautés Européennes.
- Ouverture des débats.

...

- 16 h.30 - Présentation du Rapport : "Le Marché des Eurodevises" , par le Dr. Robert DHGM, Membre du Conseil d'Administration de la "Commerzbank AG., Francfort" et par une personnalité britannique (dont le nom sera communiqué ultérieurement).
- Ouverture des débats.
- 18 h.20 - Clôture de la séance.
- 18 h.30 - Réception-buffet offerte par le Conseil d'Etat du Canton de Vaud et la Municipalité de Lausanne aux participants à la "Table Ronde", dans le Foyer du Théâtre du Palais de Beaulieu.

SAMEDI 16 NOVEMBRE 1968

- 9 h.30 - Brève allocution de M. Nello CELIO, Conseiller Fédéral, Chef du Département des Finances de la Confédération Suisse.
- 9 h.45 - Présentation du Rapport : "Vers un modèle européen de Banque ?" par M. Jacques BRANGER, Président de l'Association Européenne de Développement, Administrateur du Groupement Financier International.
- Ouverture des débats.
- 11 h.15 - Présentation du Rapport : "Le Financement de la Construction" par M. Jean GOLAY, Professeur à l'Université de Lausanne, Membre de la Commission Suisse des Banques.
- 12 h.30 - Clôture de la séance.
- Déjeuner libre (Grill Room du Palais de Beaulieu ouvert)
- 15 h. - Reprise des débats.
- 16 h.30 - Conclusions de M. Pierre URI.
- 17 h.30 - Clôture de la XXIème "Table Ronde" par le Président CITTADINI-CESI.
- Choix du thème, de la date et du lieu de la XXIIème "Table Ronde".

ASSOCIATION POUR L'ÉTUDE
DES
PROBLÈMES DE L'EUROPE

Le Président

Paris, le 2 Novembre 1968

Cher Monsieur,

Je vous remercie très sincèrement d'avoir bien voulu accepter de participer à notre XXIème "Table Ronde des Problèmes de l'Europe" et vous confirme qu'elle se tiendra à Lausanne, au Palais de Beaulieu, les 15 et 16 Novembre.

Ci-joint, vous voudrez bien trouver :

- 1.- Le programme de notre réunion.
 - 2.- Le Rapport de base de M. Claudio SEGRE sur le thème général de la "Table Ronde" : "Le Marché financier européen au service de l'expansion".
- Les autres Rapports vous seront remis à l'entrée de la Salle des débats.
- 3.- Votre laissez-passer nominatif qui, comme vous le voyez, est composé de deux parties. La partie supérieure vous sera exigée à l'entrée de la Salle des débats et en échange il vous sera remis un dossier contenant divers documents; quant à la partie inférieure, elle vous servira de laissez-passer pendant la durée de la "Table-Ronde".
 - 4.- Un badge à votre nom.

Dans l'attente du plaisir de vous accueillir à Lausanne, je vous prie d'agréer, Cher Monsieur, l'expression de mes sentiments les plus distingués.



Cittadini Cesi
Ministre Plénipotentiaire

M. le Prof. DEL VISCOVO,

ROMA

ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE

Association Etrangère déclarée et autorisée
par arrêté du Ministre de l'Intérieur
en date du 26.9.1958

38 bis, Av. George V - PARIS 8ème .

225 14.69

DEMANDE D'ADMISSION OU DE RENOUELEMENT DE COTISATION

Je soussigné :
Nationalité :
Profession ou qualité :
Adresse :

demande à être admis dans l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE
comme (1) :

	(1. Personne Physique	F.	1 000,00
- MEMBRE BIENFAITEUR	(2. Personne Morale	F.	5 000,00
ou			
	(1. Personne Physique	F.	300,00
- MEMBRE CORRESPONDANT	(2. Personne Morale	F.	1 500,00
ou			
	(1. Personne Physique	F.	200,00
- MEMBRE ACTIF	(2. Personne Morale	F.	1 000,00
ou			
- MEMBRE ADHERENT	a) moins de 30 ans	F.	50,00
	b) étudiants	F.	10,00

Date

(Signature)

(1) Rayer la mention inutile

N.B. L'inscription à l'Association vous donne le droit de participer à ses
"Tables Rondes" et d'être abonné gracieusement à notre Revue Trimestrielle
"Les Problèmes de l'Europe" qui publie in extenso le compte-rendu de ces
Tables Rondes.

Compte bancaire : N° 1121 - 06125 - Banco di Roma (France)

15, rue de Choiseul - Paris 2ème

C.C.P. Paris 17 371 42

ASSOCIATION POUR L'ÉTUDE DES PROBLÈMES DE L'EUROPE

L'Association pour l'Etude des Problèmes de l'Europe (AEPE), 38 bis Av. George V, Paris 8^e (Tél. 225.14.69) a été fondée par le journaliste italien G.V. SAMPIERI en 1958. Elle fut d'abord présidée par M. Edgar FAURE (France), ancien Président du Conseil des Ministres, ensuite par M. Fernand DEHOUSSE (Belgique) Sénateur, ancien Président de l'Assemblée Consultative du Conseil de l'Europe, par M. Hans-Joachim von MERKATZ (République Fédérale d'Allemagne), membre du Bundestag et ancien membre du Gouvernement, M. Johan W. BEYEN (Pays-Bas), ancien ministre des Affaires Etrangères. Son Président actuel est le Marquis CITTADINI-CESI (Italie), Ministre Plénipotentiaire, Ancien Secrétaire Général Adjoint de l'O.E.C.E.

L'Association organise deux fois par an des "Tables Rondes" afin de discuter les problèmes économiques et politiques européens et internationaux avec le concours des personnalités les plus marquantes de la Politique et de l'Administration, de l'Economie, de la Finance, du Patronat et des Syndicats, du Monde Agricole.

Les rapporteurs des 20 Tables Rondes déjà tenues ont été, dans l'ordre chronologique : M. Guido CARLI, ancien Ministre italien, Gouverneur de la Banque d'Italie ; M. Rudolf MEIMBERG, Directeur de la Deutsche Bank, Professeur à l'Université de Mainz ; M. Pierre URI, Directeur des Etudes à l'Institut Atlantique ; M. Louis ARMAND, Membre de l'Académie Française ; M. J. van den HEUVEL, Chef de la Division de l'Energie à l'O.C.D.E., M. Jean REY, ancien Ministre, Président de la Commission de la C.E.E. ; M. André ARMENGAUD, Sénateur français ; M. Walter SCHEEL, Membre du Bundestag, Ministre Fédéral de la Coopération Economique ; M. Pierre NAVILLE, Maître de Recherches au Conseil National de Recherche Scientifique ; M. Roger REYNAUD, Membre de la Haute Autorité de la C.E.C.A. ; M. Walter SCHEEL, Membre du Bundestag, Ministre Fédéral de la Coopération Economique ; M. Hans von der GROEBEN, Membre de la Commission de la C.E.E. ; M. Gérard F. BAUER, Ministre Plénipotentiaire, Président du Comité de l'Industrie de l'O.C.D.E. ; M. Robert TRIFFEN, Conseiller de la Commission de la C.E.E. pour les questions monétaires ; M. Paul KREBS, Membre de la Direction de la Deutsche Bank, Membre de la Société pour la Protection des Investissements à l'étranger ; M. Henry BURNIER, Président Directeur Général de la Banque Française et Italienne pour l'Amérique du Sud ; M. Philippe LE HODEY, Député Belge, Président du Groupe Démocrate-Christien de l'Assemblée Consultative du Conseil de l'Europe ; M. Arved DERINGER, Membre du Bundestag, Membre de la Commission Marché Intérieur du Parlement Européen ; M. Roger REYNAUD, Membre de la Haute Autorité de la C.E.C.A. ; M. Gaston THORN, Membre du Parlement Européen ; M. Tom SOPER, Directeur des Etudes de l'Overseas Development Institute de Londres ; M. Raymond BERTRAND, Directeur des Paiements à l'O.C.D.E. ; M. Louis ARMAND, Membre de l'Académie Française ; M. Peter KIRK, Membre de la Chambre des Communes ; M. Gustav A. SONNENHOL, Directeur Général du Ministère de la Coopération Economique de la R.F.A. ; M. Louis CAMU, Président de la Banque de Bruxelles ; M. Mariano RUBIO JIMENEZ, Sous-Directeur du Service des Etudes de la Banque d'Espagne ; M. Stanley HENIG, Membre de la Chambre des Communes ; M. Christian de LA MALENE, ancien Ministre, Membre de l'Assemblée Nationale Française ; M. Mario PEDINI, Membre du Parlement Italien ; M. Wolfgang SCHÜTZ, Président du Comité "Uniteilbares Deutschland" ; M. Nestore Bemardo CACCIAPUOTI, Directeur de l'Institut de Physique et Doyen de la Faculté des Sciences de Pise ; M. Antonio CARRELLI, Vice-Président de la Commission de l'EURATOM ; M. Alcon COPISAROW, Vice-Président de Mc Kinsey & Co. Inc.

Les Organisations internationales, notamment les Communautés Européennes, l'O.C.D.E. et le Conseil de l'Europe ont prêté leur concours à l'Association pour l'Etude des Problèmes de l'Europe à l'occasion de ses Tables Rondes. Parlant au nom de la C.E.E. et de l'EURATOM, le 6 mai 1960, à Bruxelles, à l'issue de la Table Ronde de Liège, M. HIRSCH a exprimé "la

très profonde reconnaissance des deux Communautés pour le travail accompli par l'Association et pour la contribution extrêmement importante que les Tables Rondes apportent à la construction de l'Europe". A la Table Ronde de Bâle, M. Jean REY, actuel Président de la Commission Exécutive de la C.E.E., a également exprimé sa satisfaction pour les échanges de vues libres et les confrontations d'opinions que permettent les Tables Rondes des Problèmes de l'Europe.

L'Association pour l'Etude des Problèmes de l'Europe n'a de liens avec aucun groupement politique, économique ou financier d'aucun pays ; elle est une "Association étrangère" régie par la loi française du 10 juillet 1901 et reconnue telle par le Gouvernement français le 26 septembre 1958. N'ayant pas de but lucratif, elle est financée par les cotisations annuelles de ses Membres Bienfaiteurs (1.000 F.) correspondants (300 F.) Actifs (200 F.) et Adhérents (1. Moins de 30 ans : 50 F. ; 2. Etudiants : 10 F.).

"LES PROBLEMES DE L'EUROPE"

1958 - 1968

Les comptes-rendus sténographiques des Tables Rondes sont publiés dans la Revue "Les Problèmes de l'Europe", organe officiel de l'"A.E.P.E.". On y remarque la compétence des participants, qui donne aux travaux de l'Association une grande valeur et assure le succès des Tables Rondes.

Fondée en 1958, la Revue est éditée à Rome - Via Antonio Serra, 82 - en langues française et anglaise. Elle paraît quatre fois par an.

Deux fois par an, la Revue publie aussi, à titre documentaire, une "Documentation Européenne", consacrée à l'examen approfondi des problèmes économiques et politiques d'actualité internationale.

La Revue compte parmi ses collaborateurs des personnalités illustres et des experts très qualifiés, d'Europe et d'Amérique, en matière politique et économique. Chaque numéro de la Revue publie en outre des rubriques portant sur les activités des divers organismes politiques, parlementaires et économiques européens, ainsi qu'une "bibliographie européenne" et des analyses périodiques sur l'évolution conjoncturelle des communautés et sur celle des Bourses du Marché commun.

LIEU, DATE ET THEME DES TABLES RONDE

1. Paris - 23 et 24 avril 1958 : Les problèmes monétaires de l'Europe
Palais Bourbon
2. Venise - 29 et 30 septembre 1958 : Les investissements étrangers dans le
Ile Saint Georges : Marché Commun
L'Association des territoires d'outre-mer
au Marché Commun
3. Berlin - 13, 14 et 15 mai 1959 : La coordination des politiques commerciales
Kongresshalle extérieures des pays de la Communauté Eco-
nomique Européenne

4. Londres - 3 et 4 novembre 1959
Overseas Development Institute : Les problèmes énergétiques de l'Europe
5. Liège - 3, 4 et 5 mai 1960
Palais des Congrès : La politique commerciale, et spécialement la politique tarifaire, de la C.E.E.
6. Paris - 27, 28 et 29 octobre 1960
Château de la Muette : Techniques et modalités de la coopération avec les pays en voie de développement
7. Turin - 16, 17 et 18 mai 1961
Association des Industriels : Les implications économiques et sociales de l'automation
8. Paris - 9 et 10 novembre 1961
Château de la Muette : Ouest, Est et Tiers-Monde face aux matières premières
9. Strasbourg - 12 et 13 mai 1962
Maison de l'Europe : Bilan de quatre années de Marché Commun
10. Bâle - 8, 9 et 10 novembre 1962
Foire de Bâle : Problèmes posés par l'association des Etats neutres à la C.E.E.
Problèmes monétaires posés par l'éventuel élargissement de la C.E.E.
11. Berlin - 29, 30 et 31 mai 1963
Kongresshalle : Les investissements privés dans les pays en voie de développement
12. Milan - 28, 29 et 30 novembre 1963
Centre International des Etudes sur les Communautés Européennes : La Communauté Economique Européenne : milieux officiels et professionnels face aux problèmes de l'intégration
13. Luxembourg - 28 et 29 avril 1964
Cercle Municipal : L'avenir des industries de base et des institutions de la Communauté européenne
14. Paris - 29 et 30 octobre 1964
Château de la Muette : Perspectives de développement du commerce mondial après la Conférence de Genève
15. Bruxelles - 8 et 9 juin 1965
Château de Val Duchesse : Les Mouvements de capitaux et la Stabilité Monétaire Internationale
16. Londres - 16 et 17 novembre 1965
Chambre des Communes : La crise du Marché Commun et la Grande-Bretagne : implications et perspectives de la construction européenne
17. Madrid - 10 et 11 juin 1966
Université d'Alcalà de Henares : Financement de la croissance économique en Europe. Conditions préalables d'un marché financier européen

18. Hambourg - 28, 29 et 30 octobre 1966 : La position de l'Allemagne dans l'Europe
Handelskammer d'aujourd'hui
19. Turin - 26 et 27 mai 1967 : La recherche scientifique et technologique
Palazzo Madama problème européen
20. Chicago - 11, 12 et 13 janvier 1968 : Une nouvelle base pour la coopération
Kellogg Center of the University of Europe - Etats Unis
Chicago
21. Lausanne - 15 et 16 novembre 1968 : Le marché financier européen au service
Palais de Beaulieu de l'expansion

CONSEIL D'ADMINISTRATION

(Juillet 1968)

Président : Marquis CITTADINI-CESI (Italie), Envoyé extraordinaire et Ministre Plénipotentiaire, Ancien Secrétaire Général Adjoint de l'O.C.D.E.

Vice-Présidents : Amiral Franco MAUGERI (Italie), Ancien Chef d'Etat Major Général de la Marine ; Hans-Joachim von MERKATZ (République Fédérale d'Allemagne), Membre du Bundestag, Ancien Ministre ; Alain POHER (France), Sénateur, Président du Parlement Européen.

Membres : Richard BAILEY (Royaume-Uni), Directeur de l'Industrial and Process Engineering Consultant ; Henri BRUGMANS (Pays-Bas) Recteur du Collège d'Europe ; Herbert BURCHARDT (République Fédérale d'Allemagne), Vice-Président de la Deutsch-Indonesischen Gesellschaft ; Louis CAMU (Belgique), Président de la Banque de Bruxelles ; Jean CLOUET (France), Délégué Général de la Fédération nationale des travaux publics ; Arthur CONTE (France), Député, Ancien Ministre, Ancien Président de l'Assemblée de l'U.E.O. ; Emmanuel COPPIETERS (Belgique), Directeur Général de l'Institut Royal des Relations internationales ; Pierre ESCOFFIER (France), Administrateur de sociétés ; Louise MOREAU (France), Membre du Mouvement Fédéraliste Européen ; C.C. von PFUEL (République Fédérale d'Allemagne), Représentant pour la R.F.A. de la Direction de l'information du Conseil de l'Europe ; Roland PRE (France), Président du centre européen pour le développement industriel et la mise en valeur de l'outre-mer ; Gerhard RIEDBERG (République Fédérale d'Allemagne), Délégué de la B.D.I. (Fédération des industries allemandes) ; Piero SAMPIERI (Italie), Rédacteur en chef de la Revue "Les Problèmes de l'Europe" ; Eugène SCHAUS (Luxembourg), Député, Ancien Ministre ; Albert de SMAELE (Belgique), Ancien Ministre, Président du Conseil Central de l'Economie ; Pierre URI (France), Conseiller aux Etudes à l'Institut Atlantique ; Giorgio VOGLINO (Italie), industriel.

MM. G. BERARD-QUELIN Président Directeur Général de la SOCIETE GENERALE DE PRESSE - Directeur Général de l'AGENCE EUROPEENNE DE PRESSE et de la CORRESPONDANCE EUROPEENNE - PARIS -

Raymond BERTRAND Directeur pour les Affaires Financières à l'O.C.D.E. PARIS -

Berin BEYADGL Membre du Comité de Direction de la BANQUE CENTRALE DE LA REPUBLIQUE DE TURQUIE - Fondateur du Comité National de Turquie de la LIGUE EUROPEENNE DE COOPERATION ECONOMIQUE (L.E.C.E.) - ANKARA -

Alain BIENAYME Conseiller technique au Cabinet du Ministre de l'EDUCATION NATIONALE - PARIS -

Patrice A. BLANK Administrateur de Sociétés - PARIS -

Franco BOBBA Ministre Plénipotentiaire - Directeur Général de l'ISTITUTO FINANZIARIO INDUSTRIALE (I.F.I.) - TURIN -

Mlle Marie-T. BOCKSTAEL Secrétaire de Rédaction de la Chronique de Politique Etrangère de l'INSTITUT ROYAL DES RELATIONS INTERNATIONALES - BRUXELLES -

MM. Carlo BOMBIERI Administrateur-Délégué de la BANCA COMMERCIALE ITALIANA - MILAN -

Charles-Henri BONFILS Gouverneur du Fonds de Réétablissement du CONSEIL DE L'EUROPE - PARIS -

Claude BOURILLON Conseiller Economique du CREDIT DU NORD - PARIS -

Robert BOVARD Vice-Chancelier du Canton de Vaud - LAUSANNE -

Bernard BOWER Conseiller pour les Questions Marché Commun à la Société de Gestion SHELL - PARIS -

Michael BRANDON Secrétaire Exécutif de l'ASSOCIATION INTERNATIONALE POUR LA PROMOTION ET LA PROTECTION DES INVESTISSEMENTS PRIVÉS EN TERRITOIRES ETRANGERS - GENEVE -

Jacques BRANGER Président de l'ASSOCIATION EUROPEENNE DE DEVELOPEMENT - Administrateur du GROUPEMENT FINANCIER INTERNATIONAL - NEUILLY S. SEINE -

P.W.L. BRIJNEN Conseiller pour les Problèmes de l'Intégration de l'Europe auprès de la BATAAFSE INTERNATIONALE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ - LA HAYE -

Gian Antonio BRIOSCHI Directeur des Affaires Financières "Ing. C. OLIVETTI & C. S.p.A." - IVREA -

E.H. BRUNNER Vice-Président de l'ASSOCIATION DES BANQUIERS PRIVÉS DE SUISSE - BERNE -

Max BRUNNER Directeur de la SANDOZ S.A. - BALE -

MM. J. BRUSSELMANS Administrateur et Membre du Comité de Direction
de la KREDIETBANK, S.A. - BRUXELLES -

Herbert BURCHARDT Generalbevollmächtiger der COMMERZBANK AG. -
Vice-Président de DEUTSCH-INDONESISCHEN GES. e.v.-
DUSSELDORF -

Pierre CABUY Conseiller Economique Communal - BRUXELLES -

Gian Franco CALABRESI Directeur de l'ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA -
ROME -

Alain CAMU Attaché à la Direction du Département Etranger de
la BANQUE DE BRUXELLES - BRUXELLES -

José CAPMANY-ARBAT Secrétaire des Conseils d'Administration des
Sociétés du GROUPE INDUSTRIEL RIVIERE S.A.-
BARCELONA.- VALENCE -

Marquis Benedetto CAPOMAZZA DI CAMPOLATTARO Ambassadeur d'Italie -
ROME -

Hubert CARNIAUX Délégation FIAT pour les Communautés Européennes.-
PARIS -

Ernesto CAUVIN Administrateur de Sociétés - GENES -

Nello CELIO Conseiller Fédéral - Chef du Département des
Finances et des Douanes de la CONFEDERATION SUISSE
- BERNE -

A.L. CHADEAU Chef du Service de la Documentation et des Etudes
du CREDIT NATIONAL - PARIS -

Jean-Paul CHAPUIS Fondé de Pouvoirs de l'ASSOCIATION SUISSE DES
BANQUIERS - BALE -

Paul CHAUMONT Attaché à la Direction de la SOCIETE GENERALE DE
BELGIQUE - BRUXELLES -

Georges-André CHEVALLAZ Conseiller National - Syndic de LAUSANNE -

Ernesto CICARDI Trésorier ESSO STANDARD ITALIANA (Représentant
M. V. CAZZANIGA, Président) - ROME -

Marquis CITTADINI-CESI Ministre Plénipotentiaire - Ancien Secrétaire
Général Adjoint de l'O.E.C.E. - Président de
l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES PROBLEMES DE
L'EUROPE - PARIS -

Jean-M. CLERC Directeur de l'UNION DE BANQUES SUISSES - LAUSANNE-

Jean CLOUET Délégué Général de la FEDERATION NATIONALE DES
TRAVAUX PUBLICS - Conseiller de la CHAMBRE SYNDI-
CALE DES CONSTRUCTEURS D'AUTOMOBILES - Représentant
le Président du C.N.P.F. - PARIS -

Jean-Paul COEYTAUX Société HILL & KNOWLTON INTERNATIONAL S.A. - GENEVE-

MM. Louis COIGNARD Directeur des Finances et Trésorier d'ESSO
STANDARD S.A.F. - COURBEVOIE -

André COLOMBIER Rapporteur des Affaires Européennes au C.N.P.F. -
PARIS -

Don Guido COLONNA DI PALIANO Membre de la Commission des Communautés
Européennes - BRUXELLES -

Alcon C. COPI SAROW Directeur et Vice-Président de Mc KINSEY & Co,
Inc. - LONDRES -

Emmanuel COPPIETERS Directeur Général de l'INSTITUT ROYAL DES RELA-
TIONS INTERNATIONALES (I.R.R.I.) - Professeur au
CENTRE UNIVERSITAIRE DE L'ETAT A ANVERS - Membre
de l'ACADEMIE ROYALE DES SCIENCES D'OUTRE MER -
BRUXELLES -

Bernard CORNUT-GENTILLE Ancien Ministre - CANNES -

J.P. COTTIER COMPAGNIE FINANCIERE ET DE CREDIT, S.A. - LAUSANNE -

Luigi CRAICI Bureau Etudes Economiques de la MONTECATINI-EDISON
- MILAN -

A. DAUSSIN Directeur Général chargé de l'Administration et des
Finances du CONSEIL DE L'EUROPE - STRASBOURG -

Osmont DE ANILLY Directeur Adjoint de la Banque WORMS - PARIS -

Jean-Pierre DE BANDT European Counsel, Law Office, FRANK BOAS -
BRUXELLES -

Vittorio DE BIASI Vice-Président de la Société MONTECATINI-EDISON -
MILAN -

Oscar DE BUNNE Directeur Adjoint des Affaires Economiques de
l'OTAN - Représentant le Secrétaire Général de
l'OTAN, M. Manlio BROSIO - BRUXELLES -

J.L. DE COULON Administrateur Délégué de la S.A. DES CABLERIES ET
TREFILERIES DE COSSONAY - COSSONAY -

Charles DE DORLODOT Professeur aux Facultés Universitaires de Namur -
FLOREFFE -

Jacques DE GROOTE Conseiller Financier de la Délégation Belge au-
près de l'O.C.D.E. - PARIS -

Jacques T.L. DELACAVE Administrateur Délégué de la FIRST NATIONAL
CITY BANK SERVICES, S.A. - GENEVE -

Charles DELAMARE Directeur Général Adjoint de la BANQUE DE LA CONS-
TRUCTION ET DES TRAVAUX PUBLICS - PARIS -

Alain DE LAUBIER Economiste - Chargé de la Conjoncture de la Revue
"ECONOMIE ET HUMANISME" - VERSAILLES -

Robert DE LESSEPS Directeur des Opérations Financières en Europe de
INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVE-
LOPMENT - PARIS -

Piero DE PEVERELLI Directeur de la SNAM PROGETTI (France) - PARIS -

MM. J. DELRUELLE Administrateur-Délégué de la SOCIETE DE PRAYON, -
BRUXELLES -

Mario DEL VISCOVO Membre du Comité Exécutif de l'ISTITUTO AFFARI
INTERNAZIONALI (I.A.I.) - Professeur d'Economie
Politique à l'Université de Bari - ROME -

H. Fransen Van DE PUTTE Département Financier UNILEVER N.V.-ROTTERDAM-

Eric DE QUINCY Attaché à la Section Financière et Fiscale de la
CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS -

Jean-Christophe DEVAUX Centre de Promotion de l'Information Euro-
péenne - PARIS -

R. DEVRIENT Président des Conseils d'Administration de la
Société "LA SUISSE" - Président de la CHAMBRE
VAUDOISE DE COMMERCE ET DE L'INDUSTRIE - LAUSANNE-

Henri DEWEVRE Directeur Général Adjoint de la CAISSE GENERALE
D'EPARGNE ET DE RETRAITE - BRUXELLES -

Robert DHOM Membre du Conseil d'Administration de la COMMERZ-
BANK AG., Francfort - FRANCFORT -

M. A. DIVORNE Directeur de la Division Finance et Comptabilité
de la Société des PRODUITS NESTLE, S.A. - VEVEY -

H. Peter DREYER European News Editor N.Y. Journal of Commerce -
BRUXELLES -

Emanuele DUBINI Administrateur-Délégué de la Sté PIRELLI - Vice-
Président de la CONFEDERATION GENERALE DE L'INDUS-
TRIE ITALIENNE - MILAN -

Gabriel DU CHASTAIN Président du CERCLE DE L'OPINION EN 24 HEURES -
PARIS -

Ernest A. DUPRAZ Directeur du CREDIT FONCIER VAUDOIS - LAUSANNE -

Philippe DUVIEUSART Directeur Adjoint de la KREDIETBANK, S.A. Luxem-
bourgeoise - LUXEMBOURG -

Baudoin DU VIVIER Responsable de la Division de l'Industrie et de
l'Organisation à l'O.C.D.E. - PARIS -

Luc ERNOULT BANQUE PRIVEE, S.A. - GENEVE -

Pierre P. ESCOFFIER Conseiller Economique Londres / Paris - LONDRES -

Melvin M. FAGEN Conseiller et Représentant de M. J. STANOVNIK,
Secrétaire Exécutif de la Commission Economique
pour l'Europe, des Nations Unies - GENEVE -

Giuseppé FANELLI Membre de la Commission Permanente pour la Produc-
tion Industrielle et le Commerce du CONSIGLIO
NAZIONALE DELL'ECONOMIA E DEL LAVORO (C.N.E.L.)
- ROME -

Per FEDERSPIEL Président de LIBERALEN WELTUNION - Ancien
Ministre - COPENHAGUE -

Heinz FORSTENEICHNER Vice-Président de DEUTSCH-FRANZÖSISCHER KREIS
E.V. - NIEDERPLEIS -

MM. Pierre FREYMOND Conseiller National et Membre du Parti Radical
Démocratique Suisse - Représentant de l'INTERNA-
TIONALE LIBERALE - LAUSANNE -

Alfred FRISCH Directeur de la Revue "LES PROBLEMES DE L'EUROPE"-
Rédacteur en Chef de la Revue "DOKUMENTE" (Cologne)-
Correspondant à Paris de Journaux Allemands -
PARIS -

A. FÜRER Directeur de NESTLE ALIMENTANA S.A. - VEVEY -

D. FÜRSTENBERGER Secrétaire de la Fédération Suisse des Importa-
teurs et du Commerce de Gros U.S.I.G. - BALE -

Giorgio GAGLIARDO Avocat - MILAN -

François GARELLI Représentant pour l'Europe Continentale de la
MARTINS BANK Ltd. , Head Office : Liverpool -
PARIS -

Guy GELLEE Chargé des questions Financières Extérieures
C.N.P.F. - PARIS -

Eric GIORGIS Administrateur-Délégué du COMPTOIR SUISSE - Mem-
bre du Comité de Direction de l'ASSOCIATION DES
INDUSTRIES VAUDOISES - CHAMBRE VAUDOISE DU COM-
MERCE ET DE L'INDUSTRIE - LAUSANNE -

André GIRAUD Rédacteur en Chef, OPERA MUNDI EUROPE - PARIS -

Marcel GIROUD Directeur de PARECHOC, S.A. - LE SENTIER -

A. GISLING Directeur Général de la BANQUE CANTONALE VAUDOISE-
Membre du Comité de Direction de l'ASSOCIATION
DES INDUSTRIES VAUDOISES - CHAMBRE VAUDOISE DU
COMMERCE ET DE L'INDUSTRIE - LAUSANNE -

Roger GIVEL Directeur de l'UNION VAUDOISE DU CREDIT - LAUSANNE-

Georges GODFROID Service Europe du Ministère des AFFAIRES ETRANGE-
RES - BRUXELLES -

P. GOETSCHIN Professeur à l'INSTITUT POUR L'ETUDE DES METHODES
DE DIRECTION DE L'ENTREPRISE (I.M.E.D.E.) -
LAUSANNE-OUCHY -

Jean GOLAY Professeur à l'Université de Lausanne - Membre
de la COMMISSION SUISSE DES BANQUES - LAUSANNE -

Charles F. GONSETH Membre du Conseil d'Administration de la Société
Fiduciaire LEMAND - LAUSANNE -

Diethard GOTTSCHALK Président du CERCLE DE TRAVAIL FRANCO-ALLEMAND -
DUSSELDORF -

Roger GROMAND Préfet - EVRY-LES-CHATEAUX -

Giulio GUAZZUGLI MARINI Directeur Général du CENTRE COMMUN DE
RECHERCHES des Communautés Européennes - BRUXELLES-

Pierre A. GILLIERON Vice-Président et Représentant en Europe de la
PITTSBURGH NATIONAL BANK - PARIS -

MM. Georges GUERON Directeur Général de la SOCIETE INTERNATIONALE
DES CONSEILLERS DE SYNTHESE - PARIS -

Pierre GUICHENNE Administrateur de Sociétés - PARIS -

Horace B. HALPERIN Administrateur de la BANQUE SAMUEL MONTAGU & C^o
Ltd. - PARIS -

Ernst Etzel HANISCH Avocat - DUISBURG -

Hjalmar H. HARTIG Directeur du Département d'Etat pour les Finances
et les Questions Financières de la C.E.E.- BONN -

Raymond HEIMBERG Direction J. BOBST & FILS, S.A. - LAUSANNE -

Leopold HERMAN Pressereferent des Europarates für die Bundes-
republik Österreich - VIENNE -

C. HUMBERSET Directeur de la SOCIETE DE BANQUE SUISSE - LAUSANNE-

Joseph ILLERHAUS Président du Groupe Démocrate Chrétien du
PARLEMENT EUROPEEN - LUXEMBOURG -

J. ISELIN Chef du Bureau de l'Intégration du Département
Fédéral de l'Economie Publique et du Département
Fédéral Politique - BERNE -

Edmond ISRAEL Chef du Département "Titres" de la BANQUE INTER-
NATIONALE à LUXEMBOURG -

Paul-Henri JACCARD Directeur de l'ASSOCIATION DES INTERETS DE LAUSANNE
- LAUSANNE -

P. JACQUIER Directeur CHICOREE S.A. RENENS - RENENS/Vaud -

Mme Marguerite JADOT Ancien Sénateur - Président de la Section Belge
de l'INTERNATIONALE LIBERALE - BRUXELLES -

MM. R. JAHN Directeur de la SOCIETE SUISSE D'ELECTRICITE ET
DE TRACTION (SUISELECTRA) - BALE -

Vivian JONCKHEERE Sous-Directeur de la BANQUE LAMBERT - BRUXELLES -

R. JURI Directeur de l'UNION SUISSE DES PAYSANS - BROUGG -

Mme Michèle KLOTZ Société SOPEL, S.A. - PARIS -

MM. J.A. KOCH Délégué et Secrétaire de la SOCIETE CONTINENTALE
DE GESTION FINANCIERE, S.A. - LAUSANNE -

Norbert KOHLHASE Chef du Bureau de Presse et d'Information des
Communautés Européennes - GENEVE -

J.F. KOVER Correspondant particulier du Quotidien TAGES-
ANZEIGER Paris-Zurich - ZURICH -

Joseph W. KOWALSKI Président Administrateur Délégué de PROMOTEX, S.A.-
GENEVE -

MM. Hans Otto KRAMER Chimatiges - Mitglied des Vorstandes der Farbenfabriken BAYER - Bundesverband der DEUTSCHEN INDUSTRIE - COLOGNE -

Paul KREBS Membre de la Direction de la DEUTSCHE BANK AG.- Membre de la SOCIETE POUR LA PROTECTION DES INVESTISSEMENTS A L'ETRANGER - FRANKFURT -

Max LABENSKI Directeur du PALAIS DE BEAULIEU - LAUSANNE -

Jean-Michel LABESSOULHE Inspecteur au CREDIT NATIONAL - PARIS -

Jean-Pierre LACOSTE Directeur Général de la SOCIETE PRIVEE DE GESTION FINANCIERE - PARIS -

Michel LAGASSE DE LOCHT Administrateur de la TEXACO EUROPE Ltd. - BRUXELLES -

Giovanni LANDRISCINA Direttore Generale per l'attuazione del Programma del MINISTERO DEL BILANCIO - ROME -

Alfred LANGER Président de la FABRIQUE DES LACTAS LANGER, S.A.- Membre du Conseil d'Administration de l'ASSOCIATION DES INDUSTRIES VAUDOISES-CHAMBRE VAUDOISE DU COMMERCE ET DE L'INDUSTRIE - GLAND/Vaud -

Juan C. LANGLOIS Représentant Spécial adjoint en Europe de la BANQUE INTERAMERICAINE DE DEVELOPPEMENT - PARIS -

Jean-Pierre LARPIN Adjoint Administratif au Service des Intérêts Généraux de la Ville de Lausanne - LAUSANNE -

Karl R. LASSETER, Jr. Vice-Président and Representative CHASE MANHATTAN OVERSEAS BANKING CORPORATION - GENEVE -

Paul LEROY-BEAULIEU Inspecteur Général des Finances - Président de la S.A. DES MINES DE FER DE MAURITANIE (MIFERMA)- PARIS -

Lionello R. LEVI-SANDRI Vice-Président de la Commission des Communautés Européennes - BRUXELLES -

André I. LEVY Administrateur-Délégué de la COMPAGNIE FINANCIERE ET DE CREDIT, S.A. - LAUSANNE -

David LIBON Conseiller Economique - PARIS -

Stefano LIONETTI Ispettore Generale presso la Direzione Generale per le Valute, del MINISTERO DEL COMMERCIO CON L'ESTERO - ROME -

Pietro LORENZOTTI Représentant de l'INSTITUT POUR LA RECONSTRUCTION INDUSTRIELLE (I.R.I.) AUPRES DES COMMUNAUTES EUROPEENNES - Représentant du Prof. PETRILLI, Président de l'I.R.I. et Président du Conseil Italien du Mouvement Européen - BRUXELLES -

Robert H. LUTZ Membre de la Direction Générale du CREDIT SUISSE - ZURICH -

Addison LUCE Jr. Représentant pour l'Europe de la MANUFACTURERS HANNOVER TRUST CO - PARIS -

MM. Jean MAJORELLE Président du COMITE PROFESSIONNEL DU PETROLE -
Professeur à l'INSTITUT D'ECONOMIE POLITIQUE -
PARIS -

Jean-Pierre MASMEJAN Directeur de l'ASSOCIATION DES INDUSTRIES
VAUDOISES - CHAMBRE VAUDOISE DU COMMERCE ET DE
L'INDUSTRIE - LAUSANNE -

Pierre MASSON Président de la Société MASSON, S.A. - PARIS -

Amiral Franco MAUGERI Vice-Président de l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE
DES PROBLEMES DE L'EUROPE - Ancien Chef d'Etat-
Major Général de la Marine - PARIS -

H.W. MAYER du Département Monétaire et Economique de la
BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX - BALE -

Emmanuel MAYOLLE Ancien Vice-Président Trésorier du C.N.P.F. -
Président de l'UNION POUR LE FINANCEMENT ET
L'EXPANSION DU COMMERCE INTERNATIONAL (UNIFEX) -
PARIS -

Georges Paul MENAIS Directeur-Professeur du Cours des Marchés Finan-
ciers à l'INSTITUT TECHNIQUE DE BANQUE - Membre
de la CHAMBRE NATIONALE DES CONSEILLERS FINAN-
CIERS - LYON -

Hans-Joachim Von MERKATZ Membre du BUNDESTAG - Ancien Ministre -
Vice-Président de l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES
PROBLEMES DE L'EUROPE - BAD-GODESBERG -

Victor MESSA-ARNAU Conseiller de "CUBIERTAS Y TEJADOS, S.A."
(Compagnie Générale de Constructions) - BARCELONE-

Manuel MESSA-BUXAREUX Directeur de "CUBIERTAS Y TEJADOS, S.A."
(Compagnie Générale de Constructions) - BARCELONE-

Bengt METELIUS Conseiller Economique à la SVENSKA HANDELS-
BANKEN - STOCKHOLM -

Roger MICHAUX Agent de Change - LYON -

Philippe MOISAND Attaché à la Section Financière et Fiscale de la
CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS -

Giuliano MONTERASTELLI Directeur du Service "Etudes" de la
BANCA D'ITALIA - ROME -

Mme Louise MOREAU Administrateur de Sociétés - PARIS -

MM. Jean-Marie MOUCHOT Administrateur Principal au CONSEIL DE L'EUROPE -
STRASBOURG -

Nerio NESI Vice-Presidente della CASSA DI RISPARMIO DI TORINO-
TURIN -

E.C. NICOLA "LES BOIS CHAMBLARD" - BUCHILLON/Vaud -

Celestino NOLLA BENAGES Directeur Gérant Société ELECTRO MECANICA
NOLLA - HOSPITALET (BARCELONE) -

MM. Ludovico NUVOLONI Directeur Général du Trésor - MINISTERE DU
TRESOR - ROME -

Jacques OGER Advisor, ESSO-EUROPE Inc. - LONDRES -

Göran OHLIN Professeur à l'Ecole des Hautes Etudes Econo-
miques de Stockholm - Chef de la Section Politi-
que économique à la FEDERATION DES INDUSTRIES
SUEDOISES - STOCKHOLM -

Beniamino OLIVI Porte-Parole de la Commission des Communautés
Européennes - BRUXELLES -

Pierre PAILLERET Président du Congrès de l'Association Interna-
tionale des Etudiants en Sciences Economiques
et Commerciales (A.I.E.S.E.C.) - PARIS -

Silvano PALUMBO Inspecteur Général, Direction Générale du Trésor
de l'ISPETTORATO RAPPORTI FINANZIARI CON L'ES-
TERO (I.R.F.E.) - MINISTERE DU TRESOR - ROME -

Georges PASCHE Membre du Comité de la Fédération Suisse des
Importateurs et du Commerce de Gros - LAUSANNE -

Gianni PASQUARELLI Journaliste RADIOTELEVISIONE ITALIANA (R.A.I.)
- ROME -

François PAYOT Chancelier du Canton de Vaud - LAUSANNE -

Giuseppe PELLA Sénateur - Ancien Président du Conseil - ROME -

François PERSOONS Député - BRUXELLES -

C.C. Von PFUEL Représentant de l'Information au CONSEIL DE
L'EUROPE pour la République Fédérale Allemande -
BONN -

D. Pedro Rodriguez PONGA Presidente de la Bolsa de MADRID -

H. PORTMANN "NEUE ZURCHER ZEITUNG" - ZURICH -

Georges POTUT Ancien Député - Président de l'ECOLE DES HAUTES
ETUDES SOCIALES et de l'ECOLE SUPERIEURE DE
JOURNALISME - PARIS -

Gouverneur Roland PRÉ Président du Centre Européen pour le Déve-
loppement Industriel et la Mise en Valeur de
l'Outre-Mer (CEDIMOM) - Membre du Conseil Eco-
nomique et Social - PARIS -

Quinto QUINTIERI Délégué de la Présidence pour les Rapports avec
l'Etranger, de la CONFEDERATION GENERALE DE
L'INDUSTRIE ITALIENNE - ROME -

Rudolf REGUL Titulaire de la Chaire Robert Schuman d'Economie
Européenne au COLLEGE D'EUROPE - BRUGES -

H. Lee REMMERS Professeur de Finance à l'INSTITUT EUROPEEN
D'ADMINISTRATION DES AFFAIRES (INSEA) -
FONTAINEBLEAU -

MM. Francisco-Xavier RENAU Président et Conseiller Délégué de
"ACCION FINANCIERA, S.A." - Conseiller-Délégué
et Secrétaire Général de "EDIMAN, S.A." - BARCELONE -

Th. RENFER Directeur Général de la SOCIETE GENERALE DE
L'HORLOGERIE SUISSE - BIENNE -

Gerhard RIEDBERG Délégué de la B.D.I. (Fédération des Industries
d'Allemagne à Paris) - SASBACHWALDEN -

Gerhard RIEDEL Directeur du Département Economique BERLINER
HANDELS-GESELLSCHAFT - FRANKFURT am/MAIN -

Franco RIENZI Consul Général d'Italie - LAUSANNE -

Bodo RINCK Abt.-Direktor DRESDNER BANK - FRANKFURT -

Remigio RISPO Directeur de "IL GLOBQ" - ROME -

Norbert ROTEN Chancelier d'Etat du Canton du Valais - SION -

Jacques ROUGEMONT Directeur de la CAISSE D'EPARGNE DE LA REPUBLIQUE
et CANTON DE GENEVE - GENEVE -

Henri SACQUET Président Directeur Général de l'AGENCE QUOTI-
DIENNE D'INFORMATIONS ECONOMIQUES ET FINANCIERES -
Président de la FEDERATION INTERNATIONALE DES
REDACTEURS EN CHEF - PARIS -

Jean-Paul SALLÉ Directeur du Bureau Européen du FONDS MONETAIRE
INTERNATIONAL - PARIS -

Alberto SALVATORI Directeur du Service "Affari Commerciali e Doga-
nali" de la Société MONTECATINI-EDISON - MILAN -

Piero SAMPIERI Journaliste - Rédacteur en Chef de la Revue
"LES PROBLEMES DE L'EUROPE" - ROME -

P.J.F. Van der SANDEN Economics & Statistics Department UNILEVER
Ltd. - LONDRES -

François SCHALLER Professeur aux Universités de Lausanne et de
Berne - LAUSANNE-PULLY -

M. SCHAR Direction des Laboratoires GEIGY - BALE -

Ernest B. SCHMIDT Secrétaire Général de la CHAMBRE DE COMMERCE
de BALE -

Karl SCHMIDT-LÜDERS Directeur pour l'Industrie et l'Energie à l'O.C.D.E
PARIS -

Bruno SCHRODER Referent für Fragen des Geld - und Kapitalmarktes,
Abteilung Geld und Kredit im Bundesministerium
für Wirtschaft - BONN -

Pierre SCHUMACHER Conseiller d'Etat du Canton de Vaud - LAUSANNE -

Henri SCHWAMM Professeur à l'INSTITUT UNIVERSITAIRE D'ETUDES
EUROPEENNES A GENEVE - Administrateur de la
BANQUE DE CREDIT INTERNATIONAL - GENEVE -

MM. Samuel SCHWEIZER Président de la SOCIETE DE BANQUE SUISSE - BALE -
Mariano SEBASTIAN Secrétaire Général de la BANQUE D'ESPAGNE - MADRID-
Claudio SEGRÉ Associé-Gérant de LAZARD FRERES et Cie - Prési-
dent de LAZARD, S.A. - PARIS -
Jean SERVOT Directeur Adjoint au Conseil National du Patronat
Français (C.N.P.F.) - PARIS -
Dusan SIDJANSKI Professeur à la Faculté des Sciences Economiques
et Sociales, Université de Genève - GENEVE -
Stefano SIGLIENTI Président de l'ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA -
ROME -
Mme SIMONET Professeur à l'Université de Bruxelles - Chargée
de l'Etude des Problèmes d'Economie de l'Entre-
prise à l'INSTITUT DE SOCIOLOGIE - BRUXELLES -
MM. Georges SMOLARSKI Directeur du Secteur des Affaires Financières
Internationales du CREDIT LYONNAIS - PARIS -
Giorgio SMOQUINA Représentant Permanent de l'Italie auprès des
Nations Unies. - GENEVE -
Ger STEINA BANQUE DE NORVEGE - OSLO -
H.J. STOKVIS Directeur du "N.R.S. STOKVIS & Zn." - ROTTERDAM -
M. Von STÜLPNAGEL Département Politique du Ministère des AFFAIRES
ETRANGERES - BONN -
D. Enrique SUAREZ DE PUGA Secrétaire Général de l'INSTITUTO DE
CULTURA HISPANICA - MADRID -
Th. SUNNERS Attaché Financier, Mission U.S.A. auprès des
Communautés Européennes - BRUXELLES -
Fadil H. SUR Directeur des Affaires Economiques et Sociales
du CONSEIL DE L'EUROPE - STRASBOURG -
Georges SURI Président du Conseil d'Administration des
Investissements Collectifs, S.A. - LAUSANNE -
Alexandre SWOBODA Professeur à l'INSTITUT UNIVERSITAIRE DE HAUTES
ETUDES INTERNATIONALES - GENEVE -
Amos TARIFF Consul (Affaires Commerciales) - Représentant
l'Ambassade d'Israël en Suisse - ZURICH -
H.F. TECOZ Président de l'INVESTMENT BANK - Président du
Comité d'Expansion de la Côte - SAINT-PREX -
Mme J. THIEBAUT SOCIETE D'ASSISTANCE TECHNIQUE ET DE CREDIT SOCIAL
D'OUTRE-MER - PARIS -
M. Antonio TONELLO Administrateur Délégué de la BANCA D'AMERICA E
D'ITALIA - MILAN -

MM. Fahrettin ULAS Administrateur-Délégué et Directeur Général de la
YAPIVE BANKASI BEYOGLU - ISTANBUL -

UNION DES INDUSTRIES DE LA COMMUNAUTE EUROPEENNE - BRUXELLES -

Pierre URI Economiste - PARIS -

Jacques VERNANT Secrétaire Général du CENTRE D'ETUDES DE POLITI-
QUE ETRANGERE - Directeur d'Etudes à l'ECOLE PRA-
TIQUE DES HAUTES ETUDES - PARIS -

Martin VASEY Secrétaire de la Commission Economique de l'As-
semblée Consultative du CONSEIL DE L'EUROPE -
STRASBOURG -

J.F. VIDOUDEZ Sous-Directeur de l'ASSOCIATION DES BANQUIERS
PRIVES SUISSES - GENEVE -

Giorgio VOGLINO Industriel - MILAN -

Sven-Olof WARNSUND Economiste - STOCKHOLM -

Hans-Herbert WEBER Bundesverband des Privaten Bankgewerbes -
COLOGNE -

André WEIL Président de l'IMMOBILIERE-CONSTRUCTIONS de
PARIS -

Mme Yvonne de WERGIFOSSE Secrétaire Général de la LIGUE EUROPEENNE DE
COOPERATION ECONOMIQUE (L.E.C.E.) - BRUXELLES -

MM. Alwin WESTERHOF Bureau der Europabewegung Bundesministerium für Aus-
wartige Angelegenheiten - VIENNE -

Christian WEYER Second Vice-Président de la CHASE MANHATTAN
OVERSEAS BANKING CORPORATION - GENEVE -

A.J.T. WILLIAMS BANK OF ENGLAND - LONDRES -

Otto-Heinrich WISSKIRCHEN Geschäftsführung BANKHAUS WISSKIRCHEN
& C° - HANOVRE -

R. WURLOD Directeur du CREDIT SUISSE - LAUSANNE -

Anton WYSS Comité Directeur de la SOCIETE ANONYME FIDUCIAIRE
SUISSE - BALE -

Mario ZAGARI Député - Vice-Président du Groupe Parlementaire
PSI - PSDI Unifiés - ROME -

· Violenzio ZIANTONI Conseiller Provincial de ROME -

Guido Carlo ZUCCHINI-SOLIMEI SHELL ITALIANA S.p.A. - GENES -

* Liste close le 7.11.68.

Pour les adhésions postérieures à cette date, prière de vouloir
bien se reporter à la LISTE ADDITIVE.

XXIème TABLE RONDE

Liste additive

des personnalités ayant accepté de
participer à la XXIème Table ronde
de Lausanne

- BANCA PROVINCIALE LOMBARDA, Bergamo
- BANCO DE BILBAO, Département financier, Bilbao
- MM. Thierry BARBEY, Groupement des banquiers privés genevois, Genève
- Pierre BIACABE, Professeur d'économie politique - Faculté de droit et de sciences économiques d'Orléans
- Jean-Claude BLANC, Directeur, Ames & Co Ltd, Lausanne
- Pierre BORDRY, Chef de cabinet du Président du Sénat, Paris
- Maurizio CAPRA, Editeur de la revue "Les problèmes de l'Europe", Rome
- Angelo CONIGLIARO, "Corriere della Sera", Redazione Romana, Rome
- Jean COIGNY, Avocat, Directeur de l'Union Fiduciaire Fidès, Lausanne
- Gilbert COUTEAU, Economiste auprès de la Société pour le développement de l'économie suisse, Genève
- André CURCHOD, Administrateur, Genève
- Atef DANIAL, Banquier, Genève
- Miguel DE OCA FUSTER, Directeur commercial de la S.A. Irima, Barcelona
- Pierre DREYER, Conseiller d'Etat du canton de Fribourg, Fribourg
- Jacques FAVRE, Sous-directeur de l'Union Fiduciaire Fidès, Lausanne
- Alberto FERRARI, Vice-président de l'Associazione Bancari Italiana, Directeur général de la Banca Nazionale del Lavoro, Rome
- Gabriel FRANCOIS, Sous-directeur à la direction de l'Exploitation centrale de la Banque nationale de Paris, Paris
- René FUCHS, Directeur financier à la Société générale, Paris
- Pierre GENITEAU, Directeur adjoint de la Banque nationale de Paris, Paris
- Marcel GLUTZ, Fondation du Centre de recherches européennes, Lausanne
- Charles IFFLAND, Professeur à l'Université de Lausanne, Lausanne
- Son Exc. Mateo MAGARINOS DI MELO, Ambassadeur d'Uruguay en Suisse, Berne
- Montague MARCH, Business International S.A., Genève
- Zouheir MARDAM, Banquier, Genève
- Jacques-François MERIE, Fondé de pouvoirs, Direction des Affaires financières internationales du Crédit lyonnais, Paris

Hans NEURURER, International Development Associates, Zurich

Marcello PACINI, Fondation Agnelli, Turin

Jean-Claude PIGUET, Vice-président de l'Union vaudoise des associations industrielles, commerciales et de métiers, Lausanne

Dr. PORZIO, Affari Internazionali della Stà Fiat, Torino

Dieter ROSENBAUM, Bankoberrat, Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main

Raphaël ROSSELLO, Centre de promotion de l'information européenne, Paris

Marc-Henri RAVUSSIN, Conseiller d'Etat du canton de Vaud, Lausanne

Wolf SCHLICHTING, Directeur des affaires financières au secrétariat du Conseil des Communautés européennes, Bruxelles

Willy SCHREYER, Directeur de la Banque nationale suisse, Lausanne

M. SERTOLI, Conseiller financier à la Banca commerciale italiana

Jean-Daniel VERMEIL, Groupement des banquiers privés de Genève, Genève

Mme B. VERSCHUEREN, Conseiller à l'Union des industries de la Communauté européenne, Bruxelles

Francis YAUX, ancien Directeur de la Banque cantonale vaudoise à Lausanne.

RELAZIONE SUL CONVEGNO DI LOSANNA DEL 14/11/1968 - XXI TAVOLA ROTONDA SUI
PROBLEMI DELL'EUROPA.

Il tema della conferenza era "Il mercato delle eurodivise al servizio dell'espansione". Le discussioni si sono svolte sulla base di tre relazioni: la prima di Claudio Segré, che ha parlato dei mercati europei dei capitali; la seconda di Robert Dhom, sul mercato delle eurodivise; e la terza dell'ambasciatore Colonna, sul tema della società europea.

Notevole per l'interesse è stata anche la prolusione del prof. Samuel Schweitzer, presidente della Société des Banques Suisses.

Il discorso si ricollega a quello più generale della politica monetaria internazionale, ed in particolare ai movimenti monetari a breve e a medio termine che sono attivati tra i paesi, seguendo tre differenti motivazioni:

- 1) una motivazione puramente speculativa a breve termine, legata alle oscillazioni nei rapporti di cambio derivanti dall'andamento della bilancia dei pagamenti;
- 2) una motivazione anch'essa speculativa ma di fondo più consistente e che deriva dalla differenza dei saggi d'interesse, ufficiali e di mercato, esistenti nei differenti paesi;
- 3) infine, una pressione che si esercita da parte del risparmio dei singoli paesi europei verso tipi di investimenti aventi caratteristiche internazionali e garantiti in una moneta di riserva.

Dal punto di vista tecnico il discorso sulla consistenza di queste tre componenti è abbastanza complesso, dato che esiste una continua osmosi dall'uno all'altro mercato e dato anche il carattere avventuroso di molta parte della speculazione.

Di fatto la situazione può essere definita nei seguenti termini.

Da poche centinaia di migliaia di dollari nel 1960 si è arrivati ad un totale di 3.000 milioni di dollari di capitale di risparmio che è stato sottoscritto in obbligazioni emesse da consorzi internazionali, in dollari, nei paesi europei, nel 1967. Di questi 3.000 milioni di dollari circa la metà (1.500

milioni) sarebbero affluiti negli Stati Uniti, o in conto di società americane, mentre il resto sarebbe stato investito in Europa.

Dal punto di vista tecnico, queste operazioni si presentano come obbligazioni - che nel 1968 raggiungeranno, secondo le informazioni di Losanna, i 4 miliardi di dollari, e al ritmo attuale raggiungeranno nel 1970 i 7 miliardi di dollari - collocate su mercati europei da consorzi bancari costituiti da un capofila, che si incarica del primo collocamento, e da una serie di banche di differenti paesi che collaborano alla emissione. I saggi dell'interesse superano tutti il 5% e gli interessi sono pagati, generalmente, in dollari. Molto spesso queste obbligazioni sono del tipo convertibile in azione con modalità che sarebbe inutile in questo momento descrivere.

I banchieri svizzeri si lamentano che le emissioni emesse in Svizzera sono state inferiori a quelle che essi si attendevano, e in realtà la quota svizzera non ha raggiunto nel 1967 i 500 milioni di dollari. Il grosso di queste emissioni è avvenuto in Italia, in Germania e nel Belgio, e la Svizzera è stata trascurata come mercato di emissione - a quel che si sa - per una questione di tassi d'interesse (v. "Economist" del 9 nov. pag. 86 -)

Dal punto di vista più generale e politico, il problema consiste nel sapere come sia possibile che le banche centrali e le tesorerie di paesi a strutture monetarie articolate, come sono la Germania, la Francia e l'Italia, abbiano consentito l'esportazione verso gli Stati Uniti di qualcosa come 1.500 milioni di dollari, nel 1967. Evidentemente, la situazione ~~della bilancia~~^e della bilancia dei pagamenti di questi tre paesi, dell'Italia e della Germania soprattutto, e della Francia fino al maggio scorso, è stata abbastanza favorevole da poter consentire una esportazione di questa ampiezza, mentre nel contempo le banche centrali stavano operando una larga conversione delle riserve in oro (v. mia introduzione al volume Hinshaw). Ma questa circostanza da sola non basta a spiegare il fenomeno. La sola spiegazione possibile è che lo sviluppo di questo mercato delle

eurodivise in Europa non sia ^{che} l'altro aspetto del deficit della bilancia dei pagamenti degli U.S.A., cioè non sia che lo sviluppo di un mercato alimentato essenzialmente, nei suoi aspetti monetari, dal deficit del dollaro. Questo tipo di spiegazione è stata data a Losanna da vari interlocutori, ma i rappresentanti ufficiali l'hanno rifiutata con molta energia, affermando che le sottoscrizioni in dollari ed il successo delle eurodivise dimostrano in fondo come il pubblico dell'Europa abbia fiducia nel dollaro.

Politicamente torno a dire che il problema più interessante è di constatare come le tesorerie e le banche centrali d'Italia e di Germania, e in parte, fino a maggio, anche della Francia, hanno consentito l'esportazione dall'Europa di circa 1.500 milioni di dollari, verso gli Stati Uniti, e abbiano lasciato sviluppare un mercato in dollari che, quale che sia l'aspetto tecnico, implica che alle sorti del dollaro e del tasso di cambio nei riguardi del marco, del franco, della sterlina e della lira, cominciano ad essere interessate larghe schiere di portatori di titoli obbligazionari. In altri termini lo sviluppo ~~delle dimensioni~~ del mercato delle eurodivise costituisce una grossa operazione con profonde implicazioni politiche, creando in Europa schiere, destinate a divenire sempre più numerose, di portatori di titoli di credito in dollari, le quali saranno interessate alla stabilità del rapporto di cambio e comunque alla stabilità del dollaro. Questo, indipendentemente dalle ragioni tecniche contingenti che possono aver consigliato alle tesorerie di consentire un certo soccorso alla bilancia dei pagamenti U.S.A.

Non sono mancate naturalmente a Losanna voci le quali hanno lamentato l'assenteismo della politica comune europea in una materia così delicata (rappresentante della Banca di Francia). Ma i discorsi più autorevoli hanno eluso l'approfondimento della questione, restando alle manifestazioni ufficiali (Krebbs - Banca di Germania) o a proposte compromissorie (Ferrari della Banca Nazionale del Lavoro).

Esistono, quindi, due grossi problemi: uno tecnico, l'altro politico.

del mercato

- 1) E' possibile immaginare uno sviluppo ^{del mercato} delle eurodivise ~~nelle~~ dimensioni su indicate, in presenza di un equilibrio o di un avanzo dei pagamenti USA?

ma bilancia ./.

Se la bilancia dei pagamenti USA viene riportata in pareggio o in surplus, come tecnicamente sarebbe possibile alimentare un mercato di emissioni obbligazionarie o azionarie in dollari?

Se, come è inevitabile che avvenga, l'amministrazione americana e le banche del Federal Reserve Bureau spingeranno verso un riequilibrio dei conti con l'estero, quale effetto si avrà sul piano del mercato del dollaro extra USA sia in termini di rapporto di cambio sia in termini di saggio d'interesse a breve e medio termine?

- 2) Sul terreno politico è chiaro che i portatori di obbligazioni in moneta estera, sia pure di una moneta di riserva, costituiscono una presenza di cui la vita politica ^{vi ha un ruolo} non potrà non risentirne. Questo a prescindere dal problema più generale della fuga dei capitali dall'Europa, che integra la fuga dei cervelli e altre fughe similari!

Il discorso sulla società europea, introdotto da Colonna, è stato molto meno preciso e definito. A quel che si è capito da una lunga esposizione la questione è tutt'altro che semplice perchè l'unificazione dei diritti pubblici, privati e commerciali dei sei paesi è un'operazione di dimensioni colossali. Anche qui vi è stato chiesto se per lo sviluppo della società europea valesse la pena di prendere questa strada così lunga. Levi-Sandri, da parte sua, ha riaffermato che i rappresentanti italiani, sotto la pressione sindacale, si sono soffermati soprattutto sul punto della co-gestione e della partecipazione dei lavoratori agli organi aziendali.

24.11.1968

H. J. V.

2

Exposé de M. l'Ambassadeur G. Colonna, Membre de la Commission
des Communautés Européennes, sur le thème: "La Société Européenne".

Lausanne, le 15 novembre 1968

Introduction.

Je suis heureux d'avoir été invité à présenter le rapport
sur la Société Européenne.

Il me semble nécessaire de souligner qu'il s'agit, au
stade actuel, seulement d'une idée, que des experts ont essayé de
traduire dans un projet de convention. L'établissement de ce projet
a été très utile: parce que des discussions qui ont eu lieu à son
égard se sont dégagées des orientations, et sont ressortis clairement
les problèmes qui se posent. Mais nous ne sommes pas encore au
stade où un texte a été retenu par les gouvernements de la Communauté
comme base d'une négociation.

Je vais commencer par situer cette idée, la création d'une
nouvelle forme de société, fondée sur des règles qui seraient identi-
ques dans l'ensemble de la Communauté, dans le contexte de la poli-
tique économique des six Pays.

Je vous dirai ensuite les raisons qui justifient une telle
action: action qui irait au delà des obligations inscrites dans le
Traité de Rome.

Je passerai enfin en revue les problèmes les plus impor-
tants parmi ceux qu'il faudrait résoudre pour atteindre cet objectif.

I. La Société Européenne et la Politique Economique de la Communauté.

1. La Communauté s'est donnée une politique économique à moyen terme en vertu de l'adoption par le Conseil des Ministres du premier programme, programme qui couvre la période 1966-70.

Un deuxième programme, qui en réalité est un complément du premier, devrait être adopté bientôt par le Conseil.

2. La Communauté poursuit une politique de croissance. Les programmes en effet proposent:

a) des hypothèses de croissance moyenne annuelle pour la période considérée.

b) les conditions à remplir pour la réalisation de ces hypothèses.

3. Si je devais résumer ces conditions en quelques mots je dirais que les Six Pays doivent s'efforcer d'atteindre l'utilisation optimale des ressources disponibles. Le respect d'une telle condition incombe aux entrepreneurs, mais aussi, et je dirais surtout, aux Pouvoirs Publics.

4. Il appartient en effet aux Autorités:

a) d'achever l'union douanière par la suppression des obstacles non tarifaires aux échanges intra-communautaires. A défaut, les avantages de la grande série seraient perdus, et des ressources gaspillées.

b) d'assurer la libre circulation des facteurs de production: capital, main d'oeuvre, entreprise, services. Seule la circulation de la main d'oeuvre est pleinement assurée.

5. Il appartient également aux gouvernements:

a) d'harmoniser leurs interventions à l'égard des problèmes sectoriaux et régionaux de façon telle que ces interventions ne faussent pas la concurrence, favorisant des solutions qui soient économiquement valables, et soient cohérentes avec les objectifs communs.

b) de créer finalement le cadre juridique et fiscal apte à rendre possibles les ajustements des structures productives, voire à inciter les entreprises à rechercher les conditions devant leur offrir la compétitivité optimale sur le marché commun et sur le marché mondial.

6. Le deuxième programme de politique à moyen terme dont j'ai parlé, met l'accent précisément sur l'urgence de résoudre le problème des ajustements structurels: qu'il s'agisse de rechercher des dimensions plus rentables, d'améliorer les méthodes de gestion ou de reconversion vers d'autres produits ou d'autres secteurs.

L'urgence du problème découle du retard qu'accusent en général les structures productives de la Communauté par rapport aux tâches qu'elle a à affronter d'ores et déjà, en vertu de:

a) la mise en oeuvre anticipée de l'union douanière;

b) la réduction progressive de la protection tarifaire extérieure résultant du Kennedy Round;

c) les mutations très rapides intervenant dans les conditions de production, en conséquence du rythme du progrès technique, et dans les conditions du marché mondial, caractérisé, pour certaines productions, par le retrécissement des débouchés et l'érosion des prix;

d) la concurrence que les entreprises des six pays subissent à l'intérieur du Marché Commun de la part des filiales d'entreprises de très grande puissance, établies ailleurs.

7. Et bien le projet de la Société Européenne se justifie aux yeux de ses promoteurs essentiellement parce que sa réalisation faciliterait considérablement les concentrations internationales. Le sujet de la Société Européenne se situe donc dans le contexte d'une politique commune de croissance, dont l'exécution postule l'utilisation optimale des ressources: utilisation optimale qui ne peut être assurée, entre autres, que par un effort généralisé de restructuration des entreprises: cet effort devant pouvoir être poursuivi dans l'ensemble de la Communauté, indépendamment des frontières.

D'ailleurs il est dit dans le deuxième programme de politique économique que la création d'une société européenne présenterait des avantages certains du point de vue de l'effort que doivent affronter les entreprises. Une telle forme juridique permettrait la naissance d'entreprises plus puissantes ou bien le regroupement dans une seule unité juridique et économique de facteurs de production dispersés dans des Pays membres différents. La naissance d'une telle forme de société rendrait plus facile l'accès par les entreprises au marché des capitaux. En ligne générale elle permettrait l'extension optimale des activités des entreprises dans le cadre communautaire.

Disons enfin que le problème de la Société Européenne est relié au thème central de cette Table Ronde. Je cite à cet égard M. Segré lorsqu'il écrit dans son excellent rapport que dans la situation actuelle de la CEE "on se trouve devant une sorte de cercle vicieux où les sociétés ne peuvent pas croître en raison de l'absence de ressources suffisantes sur leur marchés nationaux et où inversément les institutions financières ne peuvent pas développer leurs activités d'émetteurs et de "traders" en raison de la taille insuffisante des sociétés".

II. La Société Européenne et les règles du Traité.

1. Le Traité offre des moyens pour assurer d'une part l'extension des activités d'une entreprise à l'ensemble du territoire de la Communauté et pour faciliter d'autre part les fusions et les prises de participation entre entreprises soumises à la législation de Pays membres différents.

a) L'interdiction générale des discriminations fondées sur la nationalité des personnes, prévue par le Traité, s'articule en règles précises fixant les modalités de la mise en oeuvre du droit d'établissement. A noter que dans le double but d'éviter que la disparité excessive des droits nationaux des sociétés amène d'une part des personnes à courir des risques en devenant associés ou créateurs d'entreprises soumises à des dispositions qu'ils ne connaissent pas, et provoque d'autre part des détournements d'activité économique vers les Pays où la législation est moins sévère, le Traité exige que les garanties requises des sociétés pour la protection des associés et des tiers soient rendues équivalentes. Cela veut dire harmoniser la plus grande partie des droits nationaux des sociétés.

b) En outre le Traité stipule que les Pays membres négocient entre eux une série de conventions, dont certaines destinées précisément à surmonter les obstacles qui s'opposent aux concentrations transnationales.

2. Il est facile toutefois de constater:

a) l'étendue de cette action d'harmonisation, et la difficulté d'affronter certains problèmes afférents aux concentrations internationales en dehors d'un contexte d'ensemble.

b) Le fait que ces actions laisseraient subsister des différences entre législations des Etats, plus ou moins grandes selon ce que les Etats entendront par équivalence des garanties, ou selon la nature des compromis sur la base desquels ils parviendront à s'accorder pour les conventions.

3. Quoi qu'il en soit les promoteurs du projet de la Société Européenne estiment que:

a) les procédures prévues par le Traité comportent une lenteur excessive;

b) les réformes que les différents Etats membres ont entrepris de leur droit de société risquent, entretemps, d'aggraver encore davantage les disparités existantes;

c) Seule l'uniformisation de certaines règles essentielles peut offrir à ceux qui sont disposés à unir leurs efforts par dessus les frontières la sécurité requise pour le faire.

III. L'attitude des Gouvernements et des professionnels à l'égard de la Société Européenne.

1. L'initiative consistant à introduire officiellement l'idée de la Société Européenne dans le circuit communautaire revient au Gouvernement français qui proposa en mars 1965 au Conseil des Ministres de mettre cette idée à l'étude.

L'idée était déjà ancienne: on en discuta en 1949 au Conseil de l'Europe, mais sans succès. Elle fut reprise en 1959 par le Notariat français à son Congrès annuel de Tours. Presque au même moment un éminent juriste hollandais, le Prof. Sanders - qui devait ensuite être l'auteur du projet dont nous parlons ici - évoquait dans un discours à Rotterdam la nécessité pour la Communauté Ecônomique qui

venait de naître, de donner vie à une société par actions européenne.

Il n'est pas surprenant que précisément le Gouvernement français ait constaté le premier l'intérêt qui s'attache à la création d'un instrument juridique permettant de donner une dimension européenne à l'entreprise. En effet l'industrie française est relativement sous-dimensionnée par rapport à l'Allemagne et aux Pays-Bas. Or, en mars 1965 les décisions d'anticiper la date de la mise en oeuvre de l'union douanière et de donner une suite positive au Trade Expansion Act étaient, en principe tout au moins, déjà acquises. La France savait qu'elle devait faire face à un effort considérable de restructuration: elle voulait d'autre part éviter pour elle-même et pour les autres Pays membres dans les mêmes conditions qu'elle, que l'appel au capital extra-communautaire ne fût la seule voie de redimensionnement.

2. La Commission, dans un mémorandum du mois d'avril 1966, se félicita de l'initiative française, car elle devait constater également l'insuffisance des procédures prévues par le Traité. Toutefois alors que les français avaient proposé une société de "type européen" la Commission avançait la formule d'une société de "droit européen". Le statut à convenir par les Pays membres aurait dû inclure les dispositions même régissant la société européenne, au lieu de faire l'objet de six lois nationales uniformes, comme proposé par les français. Et voilà un premier problème, j'y reviendrai tout à l'heure.

3. Des autres Gouvernements l'on peut dire qu'ils se sont bornés jusqu'à présent à admettre que l'on poursuive un travail d'analyse de l'affaire et à indiquer leurs positions sur toute une série de points précis, positions, nous le verrons, plutôt divergentes. L'on peut toutefois considérer que la prise de position inscrite dans le projet de deuxième programme à moyen terme établi par le Comité de Politique à

Moyen Terme équivaut à une attitude de départ plutôt positive de la part de tous les Six à l'égard du projet.

4. Quant aux milieux professionnels, l'Union des Industries de la CEE s'est déclarée intéressée: elle a souligné toutefois que pour la réalisation de la Société Européenne soit réellement utile, il faudrait résoudre également toute une série de problèmes sociaux, financiers et fiscaux. D'après l'Union, la nouvelle forme de société devrait être accessible au plus grand nombre possible de sociétés existantes. Il faudrait d'autre part que l'uniformisation des règles destinées à former le statut de la nouvelle société soit poussée le plus loin possible afin de réduire au minimum les difficultés résultant du droit subsidiaire demeuré national. L'Union souligne également le danger d'interprétation et de jurisprudence divergente des règles communes. Finalement d'après les industriels il devrait appartenir exclusivement aux assemblées des actionnaires de décider la composition des organes de direction et de gestion de la société européenne, et de désigner les membres de ces organes.

L'intérêt est subordonné donc à une série de conditions que nous allons retrouver dans la section dédiée aux problèmes.

Ceci dit l'attitude de l'UNICE est encourageante parce qu'elle n'est pas négative, alors qu'en 1949 et en 1954 ce fut précisément l'opposition des milieux professionnels à enterrer pro tempore l'idée.

5. Ceci dit, les petites et moyennes entreprises manifestent par le truchement de leurs organismes professionnels quelques préoccupations. L'on peut penser que ces préoccupations s'adressent plutôt à la politique d'encouragement de la concentration en général qu'à la Société Européenne comme un instrument éventuel de cette politique. Or

si de telles préoccupations sont compréhensibles elles ne sont pas nécessairement fondées. La politique des structures ne peut dépasser les limites qu'impose le respect des règles de concurrence, et dans le cas d'espèce plus particulièrement celles qui concernent l'abus d'une position dominante. D'autre part l'expérience américaine montre qu'il est non seulement possible mais économiquement désirable qu'une multitude d'entreprises de taille moyenne et petite co-existe avec les géants.

6. Quand d'autre part on discute de ce problème avec les chefs des grandes entreprises de la Communauté, on a l'impression qu'ils ne sont pas très intéressés. Cela est assez naturel parce que ces grandes firmes disposant de services spécialisés, sont en mesure de résoudre en partie tout au moins les problèmes juridiques et politiques qu'elles rencontrent quand elles veulent étendre leur rayonnement au delà des frontières. Ayant déjà atteint des dimensions et une puissance économique importantes elles éprouvent moins la nécessité d'ajuster leur structure: et le cas échéant elles ont des moyens dont les autres ne disposent pas pour le faire. Ce qui intéresse nos grands à nous est bien davantage l'achèvement de l'union douanière, l'harmonisation des régimes fiscaux, la fin du cloisonnement des marchés des capitaux, la politique de concurrence. Il y a toutefois lieu de penser que pour les secteurs pour lesquels le relevant market est désormais le marché mondial, des dimensions et une puissance qui semblaient hier considérables à l'échelle communautaire ne soient pas - ou ne seront bientôt plus - suffisantes.

7. Le projet de convention présenté par le Prof. Sanders a été discuté depuis sa publication par les représentants des administrations nationales. Ces discussions ont fait ressortir les nombreux

problèmes qu'il faut affronter pour parvenir à un accord sur le contenu d'un statut de Société Européenne.

Je me bornerai à traiter ici seulement des problèmes qui posent aux Etats membres des choix politiques. Une fois les options prises à l'égard de ceux-ci les problèmes purement techniques ne devraient pas se révéler trop ardues.

8 a). Il y a d'abord la question de savoir si la Société Européenne doit être de "type" ou de "droit" européen. En suggérant que la Société fût de droit européen - ou communautaire - la Commission entendait dire que l'uniformité des règles devait être assortie de l'unité dans l'interprétation et la jurisprudence. Sans cela il n'y aurait pas de réelle sécurité juridique, et l'effet d'incitation à la concentration transnationale que l'on s'attend de la Société Européenne viendrait à manquer.

Il semble qu'une large mesure d'accord existe sur la nécessité d'assurer une certaine unité d'interprétation et de jurisprudence. Restent à être définis les moyens pour y parvenir.

A cet égard il est significatif que les Six, lors de la conclusion récemment d'une convention sur la reconnaissance mutuelle des sociétés - une des conventions que les Etats se sont engagés à négocier entre eux en vertu de l'art.220 du Traité de Rome - se sont déclarés en faveur d'une étude sur la possibilité d'attribuer à la Cour de Justice des Communautés des pouvoirs spéciaux devant permettre d'éviter des conflits d'interprétation. J'ajoute que dans la mesure où la Société Européenne ne serait pas identifiable avec une nationalité donnée, donc avec un Pays membre, on pourrait en retirer des effets psychologiques positifs. J'entends par là que le succès qu'aurait une entreprise sur

un marché déterminé ne serait plus considéré comme une invasion d'un marché national par des intérêts étrangers.

Il y a toutefois une autre face à la médaille. Une Société Européenne dénationalisée, soumise à un droit communautaire supranational postule un développement des institutions communautaires susceptibles d'assurer sur le plan de la Communauté le contrôle que les autorités nationales ne seraient plus en mesure d'exercer.

8 b) Un deuxième problème est celui des conditions requises pour avoir accès au statut de Société Européenne.

Ici deux thèses s'affrontent. Les allemands voudraient limiter l'accès aux sociétés qui ont une vocation européenne: en entendant par là les sociétés qui exercent une activité au delà des frontières du pays où elles sont constituées. Le statut serait réservé d'après cette thèse aux holdings de sociétés ayant la nationalité de différents pays membres, aux filiales communes de sociétés régies par des législations nationales différentes, aux sociétés dont les titres seraient cotés en Bourse dans plusieurs Pays membres, aux sociétés ayant comme objet, des recherches à poursuivre pour le compte d'entreprises de différents pays. D'après cette thèse l'on pourrait inclure aussi les sociétés ayant des succursales dans plusieurs Etats, ou des participations dans des entreprises de plusieurs Etats.

./.

Cette thèse se heurte à deux objections.

Il serait nécessaire d'établir un contrôle pour s'assurer que la vocation européenne existe et surtout qu'elle va persister après l'adoption du statut: et ce serait une complication de plus.

D'autre part - et c'est la thèse défendue par les Français - le statut devrait être rendu disponible aussi aux entreprises moyennes, car ce sont précisément ces entreprises à avoir davantage besoin d'un instrument juridique apte à faciliter la recherche de dimensions plus rentables.

Certains experts vont même plus loin: à l'occasion du Congrès de Deauville, il a été proposé par certains que le statut soit ouvert à tous, sans autre limitation que la répression d'abus éventuels.

Un compromis pourrait consister dans la substitution du critère limitatif qualitatif, préconisé par les Allemands, par le critère quantitatif du capital minimum qu'une société devrait posséder pour avoir accès au statut. Evidemment il resterait à fixer ce minimum: que les Allemands probablement voudraient établir à un niveau très élevé, alors que les Français penseraient à un niveau assez bas, et l'Italie à un niveau moyen.

Je note au passage que tous semblent être d'accord pour que le capital soit entièrement versé.

8 c) En ce qui concerne l'organisation de la Société Européenne il existe une tendance favorable à la répartition des pouvoirs de gestion entre un Directoire (Vorstand), et un Conseil de Surveillance (Aufsichtsrat). L'Assemblée générale gardant certains pouvoirs qui lui sont traditionnellement dévolus, mais avec un déplacement du centre de gravité de l'Assemblée

./.

aux organes de gestion. Entre parenthèse cela comporterait comme corollaire la nécessité d'une large publicité sur les résultats de l'entreprise, un système efficace de contrôle sur le respect des règles de publicité, et des règles assurant la tutelle des minorités.

Mais en matière d'organisation un problème bien autrement sérieux se pose: celui de la participation des travailleurs à la gestion de la Société Européenne.

Le problème est délicat, parce qu'il touche à l'équilibre politique et social de chaque Pays membre.

Il trouve origine dans le fait que l'Allemagne a introduit dans le droit régissant les sociétés par action un système de co-gestion. Un tiers des membres du Conseil de surveillance des sociétés par action allemandes employant plus de 500 travailleurs doit être désigné par les travailleurs. Ces conseillers ont voix consultative. Quand il s'agit de charbonnages et d'entreprises sidérurgiques, une moitié des conseillers doit être élue par les travailleurs et leur voix est délibératrice, le Président étant neutre: en outre un membre du Directoire doit être co-élu par les travailleurs.

Les syndicats allemands sont très attachés à ce système.

En France deux membres du Conseil d'Administration des sociétés anonymes sont désignés par le Comité d'entreprise. Ils ont voix consultative. Il semble toutefois que l'on s'oriente en France vers des formes de participation plus accentuées.

Dans les autres Pays membres il n'existe pas encore de formes de co-gestion. Le Grand Duché semble orienté vers une formule s'inspirant du système français actuel. Aux Pays-Bas il est envisagé de donner aux centrales syndicales la possibilité de saisir les tribunaux en vue d'une

enquête sur la gestion d'une entreprise, droit dont disposent déjà les assemblées.

L'Italie prévoit la participation des travailleurs à la gestion seulement au niveau de l'usine, sous forme de conseils de gestion, et commissions internes pour les problèmes du travail: rien n'est prévu en ce qui concerne les sociétés.

La difficulté résultant de cette disparité de situations est aggravée par le fait qu'en Italie les syndicats semblent opposés à la co-gestion comme forme de protection des intérêts des travailleurs.

Différentes solutions ont été envisagées pour résoudre ce problème: telle que définition d'une forme ad hoc de co-gestion pour les Sociétés Européennes: ou application des systèmes nationaux selon la territorialité du siège ou des établissements. Mais la première risque de se heurter soit à l'opposition des allemands, si la formule devrait être en retrait par rapport à leur système actuel, soit à celle des autres, si elle devait être suffisamment proche du système allemand. La deuxième solution risquerait de provoquer des déplacements artificiels.

8 d) Il existe une autre disparité de situations à laquelle il faut trouver une solution. L'Italie ne connaît que les actions nominatives, à l'exclusion des titres au porteur, alors que le projet de convention présenté par M. Sanders prévoit un régime de circulation des actions optionnel: nominatif et au porteur. Les autres cinq pays sont en faveur de la proposition Sanders, qui reflète leur situation actuelle. L'Italie s'y oppose. Les Autorités italiennes défendent la thèse que la nominativité des actions assure une meilleure transparence fiscale, et permet d'identifier la nationalité de ceux qui détiennent le capital d'une société. Ici l'opposition est très forte. La seule concession que les cinq sembleraient disposés à faire est d'admettre que la forme des titres

soit liée au siège: mais ceci comporterait le risque de voir les Sociétés Européennes éviter l'Italie.

8 e) Un problème particulièrement délicat est celui de l'accès au statut de la Société Européenne des sociétés ou personnes ressortissant de Pays non membres de la Communauté, désireuses de ce constituer en Société Européenne avec, bien entendu, siège dans la Communauté.

Ici également, au niveau des experts, deux thèses s'affrontent. D'après les uns il n'y a pas de raison d'interdire à des entrepreneurs tiers de créer une Société Européenne, avec siège et centre principal d'activité dans la Communauté. D'autres estiment que cette forme de société devrait être réservée aux personnes ayant la nationalité d'un des Pays membres et, s'agissant de sociétés, ayant leur siège dans la Communauté. D'autres encore pensent qu'il faudrait distinguer entre le cas de la création d'une société nouvelle, et celui d'une Société Européenne résultant d'une fusion: dans le premier cas l'accès devrait être ouvert à tous, dans le deuxième il devrait être réservé aux sociétés ayant déjà leurs racines dans la Communauté.

Mais il s'agit bel et bien d'un problème politique: celui de l'attitude qu'il convient à la Communauté d'adopter à l'égard des investissements effectués par des entreprises de Pays tiers.

S'il est vrai que la Communauté est handicapée vis-à-vis de certains de ses concurrents, et des filiales de ces concurrents établies sur son territoire en conséquence de l'insuffisance de ses structures industrielles; et s'il résulte vrai que le statut de Société Européenne offrirait un moyen juridique apte à faciliter, voire à rendre possible, cet effort de restructuration sur une base communautaire, l'on pourrait
./.

soutenir que ce moyen serait créé à l'intention des entreprises communautaires. Puisque ce statut devrait prendre naissance d'une convention entre les Etats membres qui serait négociée en dehors du cadre communautaire, les Etats ne seraient pas obligés à s'en tenir à la définition de société que donne le Traité de Rome.

L'on pourrait soutenir d'autre part qu'une telle attitude pourrait être interprétée comme étant discriminatoire, et comporterait des risques de rétorsion: argument qui tient à coeur aux entreprises communautaires qui ont déjà répandu leurs activités à l'extérieur de la Communauté.

Ce à quoi l'on pourrait répliquer qu'il ne s'agirait pas de discrimination dans le sens propre du terme, mais de règles de droit destinées à assurer un meilleur équilibre, l'objectif n'étant certainement pas de décourager les opérations d'investissements étrangers, mais de permettre à un nombre grandissant de sociétés communautaires d'investir si elles le désirent en dehors de la Communauté, et de coopérer, le cas échéant, d'égal à égal, avec les grandes firmes internationales existantes.

Le problème se complique du fait que lorsqu'il s'agit de certains secteurs à technologie avancée, la Communauté telle qu'elle existe, n'offre pas les possibilités optimales pour un effort de restructuration. Et cela nous ramène au problème, pour le moment dans l'impasse, de l'élargissement de la Communauté, et à la question de savoir si et à quelles conditions la Communauté peut avancer dans des domaines où la participation des Pays candidats serait souhaitable avant qu'il soit décidé de la suite à donner aux demandes d'adhésion.

8 f) Finalement, et ce sera le dernier des problèmes que je vais évoquer, il y a l'aspect fiscal des concentrations trans-nationales: s'il devait rester sans solution, la création de la Société Européenne à elle seule n'aboutirait pas à grand'chose. Le rapport Sanders ne s'occupe pas de ce problème, qui fait l'objet de travaux séparés dans l'enceinte communautaire. Les experts pour leur part se sont bornés à exprimer l'avis que la Société Européenne ne devrait en aucun cas bénéficier de régimes fiscaux plus favorables que ceux applicables aux sociétés de droit commun.

9. Vous ayant rendu compte brièvement mais fidèlement des obstacles nombreux et difficiles auxquels on se heurte pour réaliser l'idée d'une Société Européenne, vous pourriez me demander s'il est vraiment nécessaire de déployer tant d'efforts pour atteindre ce but.

Je répondrais alors que rien n'est facile dans la construction de l'Europe.

Dans le cas d'espèce, la nécessité de permettre une restructuration des entreprises industrielles est évidente. Mais le mouvement vers des dimensions permettant une plus grande compétitivité ne doit pas rester limité à l'échelon national.

Les regroupements nationaux, s'ils permettent éventuellement de réaliser certaines économies d'échelle, contribuent peu à la formation d'un véritable marché commun. Ils sont probablement la conséquence de l'accroissement de concurrence dû à la suppression des droits de douane, mais reflètent surtout une adaptation en fonction de marchés nationaux dont le cloisonnement n'a été que partiellement supprimé et sans qu'il n'en favorise la suppression totale. Il s'agit bien plus d'un

reflexe de défense contre le Marché Commun que d'un acte positif d'exploitation rationnelle des possibilités nouvelles offertes par la création d'une union économique.

Ajoutons qu'il est bien plus facile de trouver les conditions de complémentarité requises dans le cadre communautaire que dans un cadre national.

Disons encore que la constitution de grands groupes nationaux dont l'intensité d'effort commercial n'est pas toujours égale sur les marchés des autres Pays membres que sur leur marché national, limite partiellement le jeu de la concurrence.

Les regroupements à l'échelon purement national comportent encore un risque important car ils sont susceptibles d'aggraver ultérieurement les conséquences sociales du processus d'adaptation. En effet si le jeu de la concurrence provoque finalement la perte d'une grande entreprise fusionnée d'un Etat membre, ceci pourrait entraîner la disparition totale et brutale de l'ensemble d'un secteur industriel du pays en cause. Indépendamment des graves conséquences sociales, économiques et politiques qui en découleraient, un tel processus aboutirait par une série d'éliminations sectorielles dans différents Pays à transformer le Marché commun en un accord de spécialisation inter-pays. C'est d'ailleurs probable que ces conséquences étant politiquement intolérables, ce qui arriverait serait la remise en question pure et simple du Marché Commun.

Or, l'obstacle juridique à l'acquisition d'une dimension plurtinationale est réel: dans les cas où l'on a pu ou voulu l'acquérir jusqu'à présent, c'est soit par des constructions compliquées telles que celle adoptée par les Sociétés AGFA et GEVAERT, qui n'est pas à la portée de toutes les entreprises parce qu'elle exige un équipement juridique

considérable, soit sous la forme moins complète de la concentration économique, à savoir la prise de participation.

La création d'un marché européen d'une taille comparable à celle du marché des Etats-Unis exige, pour que l'on puisse en retirer les bénéfices escomptés, que les particularités nationales ne maintiennent pas les cloisonnements antérieurs.

C'est pourquoi la Commission, tout en continuant à promouvoir la mise en oeuvre des procédures prévues par le Traité, est déterminée à poursuivre ses efforts pour aboutir à une solution raisonnable également pour la Société Européenne.

Finalement c'est une question de volonté politique. Si cette volonté sera retrouvée, et je n'en doute pas, grâce à des efforts de bonne volonté de part et d'autre, que ce soit sur le problème de l'élargissement ou sur celui du développement intérieur de la Communauté, il n'y aura pas de problèmes si difficiles que l'on ne puisse pas avec patience et ténacité leur trouver une solution.

W

XXIème TALBE RONDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE
15 et 16 novembre 1968, Palais
de Beaulieu, Lausanne

Le financement de la construction

par M. Jean Golay, Professeur à l'Université de Lausanne,
membre de la Commission fédérale des banques.

Il est à peine nécessaire de relever l'importance de la construction dans le cadre de l'économie, que l'on considère les pays industrialisés de l'Europe ou les pays en voie de développement. Seuls diffèrent profondément les formes du financement. D'une part, l'existence d'un marché des capitaux solidement structuré et régulièrement alimenté par l'épargne interne est une des conditions essentielles pour assurer et garantir les fonds nécessaires à la construction, d'autre part, l'organisation d'un marché immobilier reposant sur un cadastre est le moyen qui offre le plus de sécurité au prêteur disposé à s'intéresser à ce marché.

Il y a lieu d'établir une distinction essentielle dans le vaste secteur de la construction. En effet, parallèlement à la construction privée qui relève de la volonté d'une personne physique ou d'une entreprise, le secteur des constructions publiques s'est particulièrement élargi depuis quelques décennies. Les pouvoirs publics voient leur rôle s'amplifier et s'étendre du fait qu'ils sont plus que jamais sollicités, voire obligés de prendre à leur charge des constructions d'intérêt général qui ne figuraient pas anciennement dans leur budget, mais qui aujourd'hui ont pris une ampleur exceptionnelle et que l'économie privée ne veut plus ou ne peut plus financer. En conséquence, des tâches nouvelles sont apparues et des impératifs économiques et politiques obligent les pouvoirs publics à prendre une place plus grande que par le passé dans la vie de la nation, dans son développement et dans la réalisation d'objectifs qui sont indispensables à l'existence des individus vivant en société organisée.

En Europe occidentale, le problème de la construction retient tout particulièrement l'attention des pouvoirs publics parce que, parallèlement à son aspect économique, il présente un aspect social et politique qui ne saurait échapper aux autorités responsables de la santé publique ainsi que des besoins minimums des familles et des individus en ce qui concerne l'habitat. Or, on sait le rôle essentiel que jouent les conditions de logement sur le comportement de l'individu, sur sa psychologie et sur celle des masses.

Une étude comparée des différentes manières dont le financement est assuré dans les pays de l'Europe occidentale et les U.S.A. serait des plus intéressantes. Mais les méthodes sont trop variées pour pouvoir être présentées et confrontées entre elles dans le temps très bref qui m'est imparti.

En conséquence, il me paraît plus judicieux de vous entretenir plus particulièrement de ce problème en Suisse. Vous pourrez vous-mêmes procéder à une analyse critique de nos techniques mises en regard de celles de vos pays; ma tâche s'en trouve simplifiée.

Pour saisir dans son ensemble le problème du financement de la construction en Suisse et ses divers aspects essentiels, il est opportun d'insister sur l'institution qu'est le cadastre et de rappeler certains faits qui ont été déterminants quant au fonctionnement du marché immobilier considéré dans son sens élargi, c'est-à-dire y compris toutes les opérations de crédit.

Le secteur immobilier a bénéficié de circonstances favorables et tout spécialement d'une heureuse et salutaire intervention de l'Etat, mais dans des limites raisonnables, laissant à l'individu une liberté d'action suffisamment grande pour donner libre cours à son esprit d'initiative, toutefois dans un cadre bien déterminé. Ce cadre c'est le registre foncier. Depuis la parution de l'ordonnance fédérale sur le registre foncier, du 22 février 1910, et l'introduction du Code civil en 1912, nous possédons un droit suisse unifié de registre foncier et de mensuration en train d'être introduit sur tout le territoire de la Confédération. Cette institution existait déjà au début du 19e siècle dans plusieurs cantons, sous la forme du cadastre. En perfectionnant ce dernier, les pouvoirs publics ont mis au point un instrument sur lequel repose tout le système hypothécaire de ce pays. C'est une base solide et sûre en faveur du propriétaire du bien-fonds tout d'abord et du créancier hypothécaire ensuite. Ce dernier peut faire pleine confiance aux inscriptions du registre foncier, ce qui lui permet de financer avec le minimum de risques toute opération commerciale garantie par

une hypothèque inscrite. Les biens-fonds sont immatriculés d'office au registre foncier de l'arrondissement dans lequel ils sont situés entièrement ou pour leur plus grande partie. Par bien-fonds, il faut aussi entendre les immeubles qui s'y trouvent. En outre, les droits distincts et permanents sur les immeubles, tel que le droit de superficie, le droit à une source sur fonds d'autrui peuvent être immatriculés comme immeubles au registre foncier. De même les servitudes et les charges foncières sont inscrites au feuillet du fonds servant et, le cas échéant, du fonds dominant lorsque le droit est établi en faveur du propriétaire d'un fonds déterminé.

Le cadastre reflète avec exactitude et constamment la situation du bien-fonds; il est devenu l'instrument indispensable du financement d'un immeuble par des tiers créanciers.

Une deuxième raison explique aussi l'importance de la construction en Suisse et fait apparaître une forme particulière de son financement.

Le Suisse a un penchant très marqué pour la propriété immobilière. On pourrait presque parler d'un instinct qui est aussi dominant dans les milieux modestes de la population que dans les classes riches. Ce désir de posséder une maison, entourée d'un petit jardin, est très répandu et la plupart des cités industrielles ont de véritables quartiers de maisons familiales de 2, 3 ou 4 pièces, situées à la périphérie de la localité.

Or, ces constructions familiales sont, dans de nombreux cas, encouragées par les entreprises qui voient dans cette forme de propriété un gage de fidélité de leurs employés et ouvriers, liés à la terre sur laquelle se trouvent leurs maisons et qui, en conséquence, hésiteront beaucoup à quitter leur employeur, plus peut-être par attachement à leur propre demeure qu'à leur entreprise. Ce phénomène n'est pas récent. Au début du siècle déjà, diverses industries facilitaient à leur personnel l'accession à la propriété foncière. Mais il était plus fréquent encore qu'elles fassent construire des maisons ouvrières quelles louaient à leur personnel. Depuis une vingtaine d'années, la situation s'est modifiée; les entreprises facilitent de plus en plus l'accès de leur personnel à la propriété en finançant partiellement le coût. En fait, elles se substituent aux banques. Cette évolution repose sur deux facteurs. D'une part les conditions matérielles de la classe ouvrière se sont améliorées, comme du reste celles de toutes les classes de personnes dépendantes qui ont une activité dans le secteur tertiaire. Ainsi les moyens financiers des ouvriers et des employés, entre autres,

se sont à ce point améliorés qu'ils peuvent devenir avec le temps propriétaires de leurs habitations. En outre, un nouvel élément est apparu depuis une dizaine d'années, qui a eu pour conséquence d'accélérer la construction de maisons locatives et le nombre de maisons familiales. La surchauffe, qui a marqué l'économie suisse depuis 1950, a complètement modifié les forces en présence sur le marché du travail. L'offre l'emporte sur la demande de travail, de sorte que les nouvelles et nombreuses offres d'emplois placent le salarié dans une position privilégiée par rapport à l'employeur. Au printemps 1968, Monsieur Rodolphe Stadler, président de la S. A. des Câbleries et Tréfileries de Cossonay, a consacré l'essentiel de son exposé, lors de l'assemblée générale des Câbleries, à ce problème. Face à la pénurie de la main-d'oeuvre, il considérait que leur effort doit tendre à la réduction des mutations et que, parallèlement au problème primordial de la rémunération et des institutions de prévoyance, il y a aussi celui du logement du personnel. Appartient-il ou non à l'employeur d'intervenir dans ce domaine? se demandait-il, et il ajoutait: "Personnellement, j'ai toujours répondu affirmativement. Tout d'abord par conviction, car ceux qui refusent à l'employeur le droit de se préoccuper de cette question sont en général les mêmes qui entendent réserver à l'Etat l'exclusivité en matière de création d'habitations sociales".

Cette entreprise, qui occupe 800 personnes à peu près, dispose actuellement de 146 appartements, tous occupés par des membres de son personnel; elle les loue à des conditions très favorables, se posant la question de savoir s'il faut poursuivre la pratique actuelle qui consiste à louer des appartements à des prix très avantageux ou si, au contraire, il serait préférable de faciliter l'accession des employés et ouvriers à la propriété foncière en leur permettant d'acquérir leur logement en versant des prestations périodiques adaptées à leurs possibilités; elle penche vers cette seconde solution qui présente un avantage psychologique et l'avantage aussi de ne plus bloquer indéfiniment les capitaux investis dans les immeubles et dont l'entreprise trouverait un usage direct pour sa propre extension.

Très nombreuses sont les entreprises en Suisse qui inclinent pour cette solution et qui avancent des fonds à des conditions très avantageuses. L'industrie, la banque, l'assurance, certaines grandes sociétés commerciales pratiquent cette politique.

Je n'ai pas la présomption de dire que le désir profondément enraciné dans la nature humaine de posséder un jour sa propre maison est spécifique à notre population ni l'outrecuidance de penser que seules les entreprises suisses se préoccupent de cette accession, mais il est certain que les conditions de sécurité qu'offre un cadastre constamment amélioré et sans lacune permettent aux entreprises d'être très ouvertes à cette politique de financement et généreuses dans l'octroi des prêts et leur durée.

Une troisième raison doit être évoquée; malheureusement, elle est assez rare dans une Europe où se sont trop souvent, et d'une manière particulièrement sanglante, entrechoquées les armées: nous avons eu l'insigne privilège de ne pas connaître de destructions dues à la guerre depuis plus d'un siècle, de sorte que la propriété immobilière n'a pas été sacrifiée, ni mutilée; ainsi la permanence de sa valeur n'a pas été remise en question, bien au contraire; du fait même de l'accroissement de la population, face à une surface d'utilisation quasiment invariable, la propriété foncière et la propriété immobilière ont considérablement augmenté de valeur, surtout depuis la deuxième guerre mondiale. Le sentiment que ce type de propriété offre des avantages indiscutables, par rapport aux autres formes courantes, en explique l'attrait: avantages de nature objective - le caractère de pérennité de la propriété foncière et immobilière n'étant pas même discuté - et de nature subjective, puisque la terre et ce qui s'y trouve fixé donnent beaucoup plus qu'un papier valeur le sentiment de la richesse.

Considérons maintenant le degré d'endettement hypothécaire en Suisse. Selon une estimation officieuse, mais reposant sur des données sérieuses, on admettait qu'à fin 1967 l'endettement s'élevait à 64 milliards de francs suisses, soit un montant de fr. 10'700.-- par tête de population. Cet endettement est considérable.

Comparé au revenu national brut qui était de 68,9 milliards l'année dernière, l'ensemble de la dette hypothécaire représentait 93 % de ce revenu. Quant aux constructions privées exécutées en 1967, elles se sont élevées à 7 $\frac{1}{2}$ milliards uniquement pour les logements. Ainsi 11 % du revenu national a été consacré à de nouvelles constructions et un peu plus de 6 % a été affecté au logement.

Les 64 milliards de dettes hypothécaires couvrent, il est vrai, non seulement les encours de crédit au logement, mais également celles qui portent sur des constructions commerciales et industrielles. Toutefois, les encours en faveur

du logement représentent la plus grande partie de ce montant. On peut les estimer aux trois quarts; soit à peu près 49 milliards.

Pour la seule année 1967, le total des constructions exécutées tant par le secteur privé que par le secteur public s'est élevé à 12 milliards de francs environ; dont le 62,3 % pour les travaux privés.

Sur la base de ces données officielles, il ressort que l'endettement foncier en Suisse est l'un des plus élevés du monde, sinon le plus élevé. Cela peut paraître paradoxal a priori, mais cette situation est la conséquence, entre autres choses, de la stabilité de l'économie qui n'a vécu qu'une dévaluation en 1936, qui n'a vraiment jamais traversé une crise monétaire qui aurait pu ébranler la confiance, qui n'a connu une diminution du pouvoir d'achat du franc que durant ces dernières années et sans qu'il y ait péril en la demeure.

Il y a encore un facteur essentiel, déterminant, qui explique ce très fort endettement immobilier, c'est la modicité extrême du taux hypothécaire. Si la moyenne de ce taux était encore de 5 % en 1929, il s'est abaissé très régulièrement depuis lors pour atteindre 3,5 %, pour les hypothèques de 1er rang, dès l'année 1948, taux le plus bas de toute l'Europe. Pendant 15 ans, ce taux évolua entre $3\frac{1}{2}$ et $3\frac{3}{4}$ %; ce n'est qu'à partir de 1964 que le marché accusa une tendance à la hausse; le taux atteignit 4 % pour les anciens prêts en 1er rang au profit des maisons non luxueuses et $4\frac{1}{2}$ % à l'industrie et à l'artisanat. Ce mouvement s'accrut dès l'année 1965 et en 1967, il a été de $4\frac{1}{2}$ % en moyenne pour les anciens prêts et de $4\frac{3}{4}$ % pour les autres. Aujourd'hui, les taux sont en moyenne de 4,60 %, respectivement 4,88 % pour les immeubles industriels. L'importance du taux hypothécaire est telle que son évolution a toujours retenu particulièrement l'attention des autorités fédérales qui se sont sans cesse efforcées de le maintenir à un niveau très bas, mais en 1964, il s'est avéré que le taux hypothécaire ne pouvait être soustrait à la tendance générale, car si l'intérêt des hypothèques avait été maintenu artificiellement bas, les capitaux auraient risqué de bouder le marché hypothécaire, au détriment surtout de la construction de logements.

Les pouvoirs publics se sont toujours efforcés d'assurer aux emprunteurs hypothécaires des conditions particulièrement favorables, mais cela n'a été possible que grâce à une balance des revenus présentant un excédent et aussi à l'afflux de capitaux étrangers qui n'ont cessé de chercher sur le marché suisse des capitaux un havre et une sécurité à la fois politique et sociale. Ainsi notre pays a pratiqué avec souplesse une politique conjoncturelle et est ainsi venu en aide à certains milieux - à l'agriculture en particulier - en abaissant les taux.

La Banque nationale a agi avec une remarquable maîtrise puisqu'elle a réussi, d'entente avec la Confédération, à assurer au marché des conditions de prêts réellement modiques, tout en maintenant la stabilité de la monnaie et le prestige de celle-ci sur le plan international. Elle a fait preuve d'habileté en tenant compte parallèlement des besoins internes et des exigences extérieures de notre pays. Parmi les mesures qu'elle a appliquées, il faut rappeler qu'elle avait abaissé son taux d'escompte officiel à $1 \frac{1}{2} \%$ dès le 26 novembre 1936 et jusqu'au 15 mai 1957, soit pendant presque 21 ans. Il est actuellement à 3 %.

Sans doute, l'afflux des capitaux étrangers a-t-il été et est-il encore la conséquence de la confiance générale qui repose sur les critères que je viens de rappeler. Toute notre économie en a largement profité et singulièrement la construction qui a pu pendant de nombreuses années bénéficier d'un taux très bas, sans cependant que les capitaux se soient détournés d'elle. Aujourd'hui encore, comparées aux conditions des pays qui nous entourent, les conditions sont favorables, avec des taux hypothécaires variant entre $4 \frac{3}{4}$ et $5 \frac{1}{4} \%$ suivant la qualité du débiteur et surtout le secteur économique auquel il appartient. La modicité de ces taux a sans aucun doute facilité la construction de logements puisque l'abondance des fonds sur le marché des capitaux a presque toujours dépassé la demande jusqu'en 1964. Il suffisait au maître de l'ouvrage d'avoir au départ le capital pour acquérir le terrain et couvrir le début de la construction pour être en mesure de recourir à la banque qui assurait le reste du financement jusqu'à son achèvement. Ajoutons qu'il est extrêmement rare qu'une construction privée, hormis celles de l'industrie, soit entièrement financée par des fonds propres.

Si les conditions du marché des capitaux ont été, d'une manière générale, favorables au crédit hypothécaire et par voie de conséquence à la construction, il est nécessaire d'ajouter que les besoins ont fortement augmenté depuis 1950, du fait de l'accroissement de la population, tant indigène qu'étrangère. On sait que la Suisse est le pays qui, proportionnellement à sa population, est celui qui fait le plus appel à la main-d'oeuvre d'autres pays, en particulier d'Italie, d'Espagne, de Grèce. En 1964, les travailleurs étrangers représentaient le 28 % de la population active, soit 820'000 sur un total de 2'970'000 personnes en activité.

De même, les exigences plus élevées de la population quant à la salubrité et au confort des habitations ont provoqué une demande de plus en plus grande de logements modernes; en outre, les profonds changements survenus dans la vie familiales agissant dans le même sens: les enfants, à peine après avoir atteint leur majorité, s'installent souvent à leur compte.

D'autre part, il faut relever que la longue période de plein emploi qui a caractérisé notre économie avait entraîné une surenchère des frais de construction qui a certainement ralenti le rythme de la construction, d'autant plus que les autorités fédérales s'étaient trouvées obligées d'arrêter des mesures pour lutter contre une surchauffe qui, si elle n'avait pas été enrayée à temps, aurait pu avoir des conséquences très graves sur le coût de la vie et sur notre commerce d'exportation.

Toutefois, depuis deux ans, le danger de la surchauffe s'est atténué et la demande de logements s'est légèrement réduite. En 1967, 48'779 logements ont été achevés dans l'ensemble des communes de plus de 1'000 habitants, soit à peu près 8,4 logements par 1'000 habitants, ce qui en regard de données internationales est une production élevée.

Il apparaît que les chiffres de 1968 accusent une régression de quelque 2'500 unités, comparativement à 1966, et 4'750 unités en regard de 1965, mais dans l'ensemble, l'évolution du rythme de la construction est satisfaisante.

Quant à son financement, il dépend d'une part du volume de la demande en crédits de construction et en hypothèques et d'autre part des moyens dont disposent les banques et les autres bailleurs de fonds qui sont les pourvoyeurs habituels de ce type de crédit.

Les moyens de financement

Examinons maintenant les différents canaux de financement de la construction. Il y a lieu de distinguer la part des fonds propres que le maître de l'ouvrage est disposé à investir dans sa construction et celle des fonds étrangers, mais quel que soit le rapport entre ces deux catégories de capitaux, c'est l'épargne nationale qui en assure seule les moyens, bien que la banque puisse aussi recourir à la création de monnaie scripturale et que l'afflux de capitaux étrangers peut être un complément appréciable à l'épargne indigène.

Il ressort de la comptabilité nationale que la formation brute du capital de la nation, qui était de l'ordre de 12,2 milliards en 1962, est passé à 18,9 milliards en 1967. Ce dernier montant, comparé au revenu national brut, représente un taux de 27,5 % que l'on peut qualifier d'élevé sur le plan européen. Si l'on ne retient du total de 18,9 milliards que l'épargne qui peut être destinée à des besoins privés, soit l'épargne des assurances sociales, celle des sociétés et celle des ménages, nous avons au total 14,75 milliards. Mais pratiquement, seule l'épargne des assurances sociales et l'épargne des ménages entrent en question, ce qui donne un montant de 7,16 milliards de francs. L'épargne des sociétés est importante; elle est passée de 1,62 milliard en 1960 à 2,59 milliards en 1967. Si elle ne participe pas directement au financement des logements, sinon de ceux qui relèvent de la politique sociale de l'entreprise privée, sa formation allège partiellement la demande sur le marché des capitaux et cette part est non négligeable. Sans aller jusqu'à prétendre qu'elle soulage dans sa totalité ledit marché, on peut cependant affirmer qu'elle est un facteur important d'équilibre et que la construction privée a tout intérêt à voir cette forme d'épargne s'accroître et se généraliser. Pour sa part, en 1967, l'industrie a recouru au marché des capitaux pour un montant de 99,5 millions seulement d'obligations et 178,2 millions d'actions.

Quelle que soit l'institution qui participe au financement étranger de la construction privée, elle ne s'engage généralement pas au delà de 70 à 75 % en moyenne de la valeur du logement, compte tenu du 2ème rang hypothécaire; toutefois certains établissements iront jusqu'à concurrence de 85 % avec une troisième hypothèque pour le complément.

Dans l'ordre d'importance, les créanciers hypothécaires sont tout d'abord les banques, puis les sociétés d'assurance ainsi que les caisses de pensions, des particuliers par l'intermédiaire d'un notaire le plus souvent, les fonds de placement et enfin, comme je l'ai déjà signalé, les entreprises qui construisent des maisons ouvrières ou qui participent au financement des maisons familiales de leur personnel.

A fin 1967, les banques suisses avaient investi en tout 36,8 milliards de francs en placements hypothécaires, contre 34,3 en 1966. Cette différence de 2 ½ milliards représente l'accroissement de cette rubrique en une seule année. Mais si l'on tient également compte des comptes courants débiteurs et des avances et prêts à terme fixe garantis par hypothèques, nous arrivons à un accroissement de 4,4 milliards de prêts garantis par des hypothèques.

Cette constatation appelle deux remarques. La première porte sur la structure des banques en Suisse. Elles pratiquent toutes les opérations hypothécaires, moyennant certaines nuances. Les banques cantonales et les banques de crédit foncier sont les établissements qui occupent le premier rang quant à l'importance en chiffres absolus de ce type d'opérations. Les placements hypothécaires représentent le 51 % du total des bilans des banques cantonales et le 68 % de ceux des banques de crédit foncier; ils sont proportionnellement dix fois moins élevés pour les grandes banques. Ces dernières pratiquent essentiellement - dans la mesure où le débiteur présente des risques - le crédit en compte courant avec garantie par hypothèques ou encore les avances et prêts à terme fixe avec la même garantie. Ce sont des crédits à court terme, le cas échéant à moyen terme; en revanche, elles ne font en fait pas le crédit hypothécaire qui est un placement à long terme. On peut en conclure que les trois plus grandes banques commerciales ne font pas de placements hypothécaires, puisque pour deux d'entre elles, le taux est à peu près de 1 % seulement du total de leurs bilans, tandis que pour la troisième, si ce taux atteint 4 %, cela n'est que momentanément et dû à l'absorption d'une banque hypothécaire régionale. En revanche, la Banque populaire suisse et la Banque Leu continuent, par tradition, à s'intéresser à de tels placements.

Les banques locales et régionales, les caisses d'épargne, les caisses de crédit mutuel sont toutes intéressées à ce type d'opérations et l'importance de celles-ci s'exprime par les taux suivants: 65 % pour les premières, 69 % pour les secondes et 60 % pour les dernières.

Ma deuxième remarque porte sur la distinction à établir entre les crédits de construction et leur consolidation. Nous touchons ici à la politique de crédits des banques et aux impératifs du principe de la concordance des échéances. Les crédits de construction sont en principe à court terme et surtout à moyen terme. Suivant l'origine des dépôts des banques, celles-ci sont liées à la durée de ceux-là et ne peuvent pas consolider tous les crédits de construction si elles ne disposent pas de dépôts à long terme. Or, tous les instituts financiers, à l'exception des grandes banques commerciales, consolident de tels crédits; il est vrai qu'elles le font sans contrevenir aux dispositions de la loi suisse sur les banques et les caisses d'épargne, qui admet qu'une partie importante de l'épargne soit considérée comme des fonds à long terme. L'expérience prouve du reste qu'une légère dérogation au principe de la concordance des échéances n'est pas dangereuse en soi.

Parallèlement, les sociétés d'assurance sur la vie surtout, ainsi que les caisses de pensions et de retraite se prêtent particulièrement bien à la consolidation de ces crédits. Il est malaisé d'avancer un chiffre exact, mais puisque la totalité des placements hypothécaires des banques s'élèvent à 37 milliards, on peut en déduire que 27 milliards sont couverts par les autres bailleurs de fonds. Parmi ceux-ci, il y a lieu de mentionner les fonds de placement. De création récente, puisque le premier fonds suisse date de 1954, ils se sont rapidement développés. A fin 1967, on en comptait 53 en valeurs entièrement suisses et 11 en valeurs immobilières suisses et étrangères, du reste d'importance négligeable. La fortune de ces fonds s'élevait à cette même date à 3 milliards de francs à peu près. Leur activité avait été très vive durant les années 1962 à 1965. Pour la seule année 1963, ils avaient émis 1'645'000 certificats pour une valeur de 670 millions de francs. Depuis 1964, leur activité s'est considérablement ralentie et leur fortune totale ne s'est accrue qu'à peine de 200 millions de francs. Ainsi que le relevait la Banque nationale suisse dans son rapport de 1965: "Les fonds immobiliers ont éprouvé beaucoup de difficultés à poursuivre le financement des bâtiments en construction. Quelques-uns d'entre eux ont même dû vendre des immeubles et des terrains à bâtir". Pourtant il faut reconnaître qu'ils ont rendu de précieux services au secteur immobilier, particulièrement à une époque où l'on manquait de logements. La crise qu'ils traversent actuellement n'est sans doute que passagère et l'on peut s'attendre à les voir repartir et se développer d'une manière réjouissante et dans l'intérêt bien compris de la construction.

Une des caractéristiques du marché immobilier suisse est la facilité avec laquelle le débiteur entre en relation avec son créancier. Il n'y a aucun intermédiaire entre eux. Le maître de l'ouvrage prend directement contact avec la banque pour le financement du crédit de construction et il est parfaitement libre de demander à celle-ci de le consolider ou au contraire de s'adresser à une autre source. Il arrive parfois que la banque prenne elle-même contact avec une société d'assurance ou une caisse de retraite privée pour mettre son débiteur en relation avec l'établissement qui consolidera le crédit.

Il faut remarquer que la tension du marché des capitaux au cours des années 1964 à 1967 a placé certaines banques en face de difficultés de trésorerie, du fait que le volume des crédits de construction avait dépassé de saines limites dans les années antérieures. En effet, vu l'abondance des capitaux accrus encore

par l'afflux de fonds étrangers, les banques avaient été en mesure de porter les crédits de construction de 3 milliards en 1959 à 7 milliards à fin 1963. La situation en était devenue anormale et inquiétante.

Origine des capitaux des bailleurs de fonds

L'analyse des sources des capitaux utilisés pour le financement nous conduit à examiner en premier lieu l'origine des fonds des banques. Ce sont les dépôts en caisses d'épargne qui sont les plus élevés puisqu'ils représentent pour tous les instituts financiers, à l'exception des grandes banques, le pourcentage le plus important des fonds étrangers qui viennent alimenter leurs besoins en argent. En revanche, les livrets de dépôts sont une source de capitaux non négligeables pour les grandes banques, soit 4,8 milliards en 1967 ou le 11 % du total de leur passif. Ces livrets offrent un taux d'intérêt supérieur à celui des carnets d'épargne, mais ne bénéficient d'aucun privilège de rang dans l'état de collocation en cas de faillite. C'est le pourcentage le plus élevé, suivi de très près par celui des banques moyennes et locales.

Ces dépôts d'épargne et ces livrets de dépôts, qui étaient de l'ordre de 33,6 milliards à fin 1967, alimentent les banques en fonds à court terme et à moyen terme. D'après la loi sur les banques, le 15 % de ce total rentre dans les engagements à court terme, de sorte que la plus grande partie est pratiquement investie dans des crédits hypothécaires ou d'autres opérations à long terme. C'est une source très importante de capitaux et il est inutile d'insister sur le fait que toutes les banques leur portent une attentive sollicitude. Il est vrai que nous n'avons pas d'autres systèmes d'épargne et que la Suisse ne connaît pas l'épargne postale.

Quant aux obligations et bons de caisse, dont l'échéance varie de un à cinq ans, ils ont plus que doublé en 10 ans, pour atteindre 15,4 milliards. Nous sommes en présence d'un instrument spécifiquement suisse puisque les banques les émettent au fur et à mesure des dépôts; ainsi chaque jour de tels titres, soit nominatifs, soit au porteur, sont délivrés au guichet des banques, mais ils ne sont pas cotés en bourse.

Pour leur part, les banques de crédit foncier et les banques cantonales émettent parallèlement des emprunts par obligations, avec une échéance de 10 à 15 ans. Ces emprunts représentaient 4,5 milliards de francs à fin 1967.

Enfin, on ne saurait ignorer les deux centrales de lettres de gage, l'une créée par les banques cantonales, l'autre par les établissements de crédit hypothécaire. Destinées à financer indirectement le crédit hypothécaire, elles émettent des emprunts à terme sur le marché des capitaux et accordent aux banques qui leur sont affiliées des prêts obligatoirement garantis par un nantissement spécial n'entraînant pas la tradition du gage. La lettre de gage elle-même émise par la Centrale est garantie par celle-ci, par les banques qui ont sollicité les prêts et par les créances remises en nantissement. Leurs emprunts sur le marché des capitaux s'élevaient à 5,2 milliards à fin 1967.

En conclusion, les banques recueillent les fonds du public par des voies très diverses, tenant compte d'une part de la psychologie très variable des déposants, suivant le milieu auquel ils appartiennent et répondant d'autre part d'une manière nuancée à l'insatiable besoin d'argent d'une très large clientèle.

En ce qui concerne les assurances sociales, leur développement est impressionnant. Pour l'année 1966, l'encaissement total des primes pour l'ensemble de toutes les assurances sociales en Suisse a été de 6,3 milliards; la comptabilité nationale considère que sur ce montant, 2,99 milliards rentrent dans la formation de l'épargne; pour l'année 1967, l'estimation est de 3,08 milliards. Quant à la part de l'épargne des assurances privées, la statistique officielle l'a incluse dans l'épargne des ménages privés. On peut l'évaluer à 700 à 800 millions pour l'année 1967, dont 500 ont été investis en nouveaux prêts hypothécaires.

Voyons maintenant la part prise par les pouvoirs publics en vue de promouvoir la construction de logements. Pendant la deuxième guerre mondiale déjà, la Confédération, les cantons et les communes participèrent à une action commune en accordant des subsides à fonds perdus aux collectivités, sociétés et diverses institutions qui se proposaient de construire des logements dans le cadre de certaines règles. Cette action prit fin en 1950.

En revanche, depuis lors, certains cantons ont légiféré en vue d'encourager de telles constructions. Leur intervention peut consister en une mise de fonds à disposition des constructeurs, par un cautionnement ou encore par une prise en charge d'intérêts. Dans le canton de Vaud, ne subsistent actuellement que le cautionnement et la prise en charge d'intérêts. Grâce à la caution de la commune,

la première hypothèque en 1er rang peut être portée jusqu'au 90 % du coût de construction, les fonds propres ne représentant que 10 %. Il s'agit dans le cas d'espèce du financement des H.L.M. (habitations à loyers modérés), dont l'initiative revient à des sociétés coopératives de construction qui s'adressent aux banques pour emprunter la presque totalité du coût.

Parallèlement à cette aide, la Confédération, le canton et la commune peuvent prendre en charge les intérêts du prêt hypothécaire sur la totalité du coût de construction, terrain compris. Cette prise en charge représente au total 2 % et vient en déduction du taux d'intérêt de 4 $\frac{3}{4}$ à 5 %. On estime que l'action combinée du cautionnement et de la prise en charge partielle des intérêts réduit le loyer d'un tiers, abstraction faite des variations dans le prix des terrains et de la construction.

Toutefois, dans l'ensemble, il ne faut pas exagérer la part prise par les pouvoirs publics dans le financement de la construction privée. La loi fédérale de 1965 fixe à 600 millions de francs en tout les prêts que la Confédération peut mettre à la disposition d'établissements de crédit, en cas de resserrement du marché des capitaux et que les Chambres peuvent porter ce montant jusqu'à 1 milliard.

De même, l'introduction très récente en Suisse de la propriété par étage n'a que peu contribué à promouvoir la construction de logements.

Par souci d'objectivité, j'ajouterai que l'administration des postes et celle des chemins de fer fédéraux, à l'instar de ce que fait l'économie privée, prêtent à leurs fonctionnaires des capitaux destinés à financer des maisons familiales, par prélèvement sur leur caisse de retraite respective.

Le financement des constructions publiques

Ce tour d'horizon serait très imparfait si l'aspect du secteur public de la construction n'était pas abordé ici. L'importance de celui-ci s'accroît d'année en année et l'on peut imaginer le jour où, pour l'ensemble des constructions, celles qui relèvent des pouvoirs publics représenteront plus de la moitié des dépenses totales de ce secteur.

Ainsi en 1960, les travaux publics - relevant du génie civil et des bâtiments - représentaient le 28,4 % du total des dépenses du secteur de la construction; en 1967, ce pourcentage est passé à 37,7 %, soit un accroissement d'un tiers en 8 ans; inversement, les travaux privés qui s'élevaient à 71,6 % ne forment plus que 62,3 % en 1967. Il n'y a pas de motifs de s'en étonner, tout au plus pourrait-on s'en alarmer parce que cela signifie une emprise de plus en plus grande de l'Etat dans le secteur de la construction. Il suffit de songer à l'aménagement de l'infrastructure qui est devenu l'un des impératifs les plus urgents de l'Etat pour comprendre les causes de cette évolution et pour en saisir toute l'importance. Aujourd'hui ces dépenses d'infrastructure représentent environ 53 % des dépenses totales de l'Etat, alors qu'elles n'étaient que de 37,9 % en 1955. Il n'est guère possible d'articuler des chiffres précis pour ces charges à venir, mais selon une estimation prudente, elles seront de l'ordre de 51 milliards pour les 18 années à venir pour la seule construction du réseau routier suisse, à quoi il y a lieu d'ajouter les dépenses pour les universités et les écoles, pour le secteur de l'hospitalisation, pour celui de l'épuration des eaux et de l'air, pour ne citer que les plus urgentes et les plus élevées. Cet ensemble de dépenses portera sur plusieurs dizaines de milliards de francs.

Or, ce financement n'est pas assuré par les mêmes canaux que celui des constructions privées. En effet, les ressources de l'Etat proviennent des impôts, des emprunts, des droits de douane et des taxes et, dans certains cas, des revenus des entreprises nationalisées. Mais quels que soient leurs canaux d'acheminement, toutes ces ressources ont bel et bien pour origine le produit national brut. Elles entrent ainsi en concurrence les unes contre les autres.

Il est admis que l'impôt et l'emprunt sont deux sources de revenus des pouvoirs publics à la charge de l'actuelle génération. Les dépenses qui ne sont pas couvertes par l'un sont alors à la charge de l'autre, à l'exception de celles qui sont réglées par les droits de douane. L'Etat est devenu plus que jamais un des solliciteurs les plus exigeants et les plus insatiables du marché des capitaux; il est un puissant concurrent parmi les quémandeurs de fonds et il offre de tels avantages au prêteur que celui-ci lui donne presque toujours la préférence, à des conditions financières égales, lors de l'émission d'un emprunt. Par conséquent, la banque qui anciennement était en fait le seul canal collecteur de l'épargne rencontre aujourd'hui de très sérieux concurrents dont l'un, en particulier, achemine les fonds vers le secteur public, au détriment du secteur privé, et singulièrement du secteur de la construction privée. Il est vrai qu'une

petite partie des capitaux accumulés par les caisses de retraite des fonctionnaires fédéraux, cantonaux et communaux est destinée à la construction de logements privés; ainsi, par voie indirecte et dans une très faible proportion, certaines dépenses de l'Etat, à titre de traitements, participent également au financement de la construction de logements privés et d'autres travaux. Quant aux entreprises privées d'assurance et aux caisses de pensions, elles destinent une importante partie de leurs fonds au secteur de la construction privée.

On ne saurait trop insister sur cet aspect du financement qui évolue dans deux directions et qui pourrait être à l'origine d'un réel déséquilibre entre le secteur privé et le secteur public.

CONCLUSION

Après avoir situé le problème du financement de la construction en Suisse, plus particulièrement dans le cadre du marché des capitaux et par voie de conséquence du produit national brut, il paraît opportun d'en examiner le prolongement dans l'optique du thème général de cette table ronde: le marché financier européen au service de l'expansion.

Depuis que l'économie de la Suisse a trouvé son équilibre qui se reflète entre autres choses dans sa balance des revenus le plus souvent excédentaire et que ce pays est devenu un refuge pour de nombreux capitaux à la recherche de la sécurité, son marché financier se caractérise par sa vocation internationale. Il suffit de suivre l'évolution des émissions publiques d'emprunts étrangers pour s'en convaincre. Consciente de ce rôle à la fois enviable et délicat, la Banque nationale n'a jamais cessé de lui vouer la plus grande attention en s'efforçant d'ouvrir très largement l'accès de ce marché aux Etats, aux institutions et aux entreprises étrangères. Pour les 9 premiers mois de l'année 1968, le montant de leurs emprunts s'élève déjà à 840 millions de francs; sans doute l'année est-elle plutôt exceptionnelle à ce point de vue. Dans d'autres circonstances, la Banque centrale, d'entente avec le gouvernement fédéral, avait dû limiter le nombre de ces emprunts, mais elle l'a toujours fait pour sauvegarder la position de sa monnaie aussi bien dans l'intérêt du marché intérieur que des déposants étrangers et pour éviter un renchérissement du loyer de l'argent.

En 1958, en particulier, elle avait donné son accord à un important emprunt d'une grande entreprise d'un pays voisin, en dépit de la vive opposition de certains milieux économiques qui reprochaient à la Banque nationale sa politique d'exportation des capitaux qui était préjudiciable, selon eux, au financement de la construction. Ces milieux auraient désiré qu'après le resserrement du marché des capitaux du printemps 1957, on réserve aux besoins intérieurs toutes les nouvelles disponibilités de ce marché, afin d'éviter tout spécialement une hausse des taux d'intérêt.

Faut-il en conclure que nos autorités financières avait sacrifié un des secteurs les plus importants et parmi les plus sensibles de l'économie à des intérêts étrangers? Elles avaient simplement placé l'intérêt général au-dessus de certains intérêts particuliers.

Une étroite solidarité des différents marchés européens ne peut être que propice à l'expansion économique de notre continent. Il y a toutefois certains obstacles à une ouverture de plus en plus large des marchés nationaux. Dans le secteur de la construction du logement par exemple, il arrive fréquemment que des demandes de prêts hypothécaires parviennent à telle ou telle institution financière suisse, banque ou assurance. Ces requêtes essuient le plus souvent un refus parce qu'elles n'offrent pas les garanties suffisantes qui permettraient au bailleur de fonds de devenir un partenaire.

Trois raisons principales, semble-t-il, s'opposent à une extension générale des opérations hypothécaires au delà de nos frontières. Tout d'abord l'éloignement du gage immobilier qui rend plus malaisé de juger de sa valeur réelle et la méconnaissance des conditions particulières et locales de son emplacement. Ensuite, l'absence d'un cadastre sans lacune, offrant pratiquement une complète sécurité au créancier hypothécaire quant à l'inscription de tous les caractères, charges et servitudes de toute nature se rapportant à l'immeuble et sauvegardant son rang. Enfin l'insécurité monétaire est aussi de nature à retenir le bailleur de fonds à investir à l'étranger non seulement dans le secteur particulier du logement, mais pour toute la construction. A ce dernier point de vue, des progrès ont été réalisés depuis décembre 1958 avec la généralisation du principe de la convertibilité des monnaies, encore que cette convertibilité ne soit pas appliquée sans limite. Mais certains événements récents ont prouvé à quel point une monnaie considérée à juste titre comme forte peut être rapidement ébranlée

dans ses fondements et entraîner des restrictions des mouvements de fonds qui sont contraires à l'idée d'une libéralisation des capitaux dans le cadre d'un marché européen.

Sans doute le spectacle du "marché des eurodevises", marché que M. le Dr Robert Dhom a si brillamment décrit dans sa structure, dans ses institutions et dans le déroulement de ses opérations, apparaît-il à certains comme une sorte de préfiguration de ce que pourrait être le marché financier européen. Toutefois, le marché des eurodevises n'est-il pas né à la suite de circonstances spéciales et ne risque-t-il pas de disparaître lorsque des conditions normales conditionneront de nouveau les marchés nationaux et rendront superflue l'existence de ce marché parallèle qui ne peut répondre qu'à des besoins bien précis mais qui, dans sa forme actuelle, ne saurait se substituer à un vaste marché financier européen qui est encore à créer, mais dont on souhaite la création, tant les services qu'il pourrait rendre seraient nombreux.

En attendant que "l'heure sonne au clocher du marché financier européen", pour reprendre une image à la mode, nous devons nous demander ce qui peut être fait et ce qui doit être amélioré au niveau des marchés nationaux et particulièrement des marchés immobiliers et du crédit hypothécaire qui leur est si étroitement lié. J'ai évoqué à plus d'une reprise, dans mon exposé, le problème de l'épargne. J'ai insisté sur une vérité: c'est que l'épargne individuelle et publique est le fondement d'un marché bien structuré et solide à sa base. Lorsque tous les marchés nationaux reposeront sur une épargne indigène suffisante à laquelle on offre une garantie de sécurité du point de vue de son pouvoir d'achat et dont on n'abuse pas sur le plan fiscal, les principaux obstacles à un élargissement des mouvements de capitaux se lèveront et une étape fondamentale aura été franchie vers la constitution d'un vaste marché financier européen au service de l'expansion.

4

XXI° TABLE RONDE de l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE

Lausanne, 15/16 Novembre 1968

R A P P O R T D E B A S E

de

M. Claudio S E G R E

Président de Lazard S.A.
Associé-Gérant de Lazard Frères & Cie

LES MARCHES EUROPEENS DES CAPITAUX

Introduction

Les vicissitudes des marchés européens des capitaux sont, depuis quelque temps, au centre de l'actualité. On a maintenant bien saisi leurs liens étroits avec des problèmes dont on parle beaucoup, tels que la réforme du système monétaire international, l'avenir des investissements américains en Europe et l'intégration économique de l'Europe.

Depuis 1962, quand Monsieur Douglas Dillon formula ses remarques désobligeantes et désormais célèbres sur les marchés européens des capitaux, ce sujet a fait couler beaucoup d'encre ; il a notamment fait l'objet de deux études importantes, l'une réalisée sous l'égide de la Commission de la Communauté Economique Européenne, l'autre sous l'égide de l'O.C.D.E. Si les débats, bien qu'animés, ont eu une certaine tendance à s'enliser, il convient d'en incriminer l'ambiguïté de la notion même de marchés européens des capitaux. Les uns entendaient par là les marchés nationaux des capitaux dans les pays européens pris individuellement, les autres les additionnaient de manière à obtenir un ensemble qu'ils appelaient "Le Marché Européen des Capitaux", d'autres, enfin, avaient à l'esprit le marché des Euro-obligations, c'est-à-dire le marché international qui s'est développé en Europe au cours de ces dernières années pour les émissions étrangères.

Lorsque l'on parle des divers marchés nationaux, on doit reconnaître que leur importance et leur développement sont demeurés modestes au cours des quelques dernières années. Si, par ailleurs, on cumule les statistiques d'émissions ou les statistiques d'épargne pour les divers pays européens, on obtient une image impressionnante qui, toutefois, donne seulement l'idée de ce que serait l'extraordinaire potentiel de ces marchés s'ils pouvaient être considérés comme un marché unique. Malheureusement, nous n'avons encore fait qu'une fraction du chemin vers l'intégration et les risques de change, les obstacles fiscaux et les pratiques administratives s'opposent encore à la mobilité des capitaux à travers les frontières européennes. Enfin, lorsqu'on parle du "Marché Européen des Capitaux" en entendant par là le marché des Euro-obligations, on ne rend pas justice au caractère très diversifié internationalement des participants à ce marché relativement jeune et particulièrement dynamique.

Par le souci d'éviter des confusions entre ces différentes notions, je subdiviserai mon exposé en trois parties qui traiteront successivement des marchés financiers nationaux, du problème de leur intégration au sein d'un marché européen des capitaux et du marché des Euro-obligations. Je ferai enfin la synthèse de ces trois aspects de manière à tracer les grandes lignes de l'évolution et des relations futures de ces marchés des capitaux en soulignant plus particulièrement leur rôle dans le domaine des relations financières internationales.

Les Marchés Nationaux

La plupart des pays de l'Europe continentale ont présenté dans les années 60 des surplus de leur balance des paiements courants et de leur balance des capitaux. Les récriminations américaines, souvent proclamées par le Trésor, provenaient de ce que l'incapacité des pays européens à exporter des capitaux à long terme les amenait à accumuler des créances liquides sur les Etats-Unis. Cette situation avait pour conséquence soit des pressions déflationnistes sur l'économie mondiale chaque fois que ces créances étaient converties en or, soit, au mieux, une détérioration de la liquidité américaine, puisque l'Europe accumulait des dépôts en dollars à New-York où ces dépôts à court terme étaient "transformés" en prêts à long terme à l'étranger. Il en découlait une situation regrettable, où les pays dont les institutions financières sont mieux adaptées à l'octroi de prêts à l'étranger - les Etats-Unis et le Royaume-Uni - en étaient empêchés par la situation de leurs balances des paiements, alors que les pays européens qui en avaient les moyens ne jouaient pas leur rôle en raison de leur excessive préférence pour la liquidité, de leurs politiques économiques inadéquates et de leurs marchés financiers inefficaces.

Si on la prend à la lettre, cette argumentation est certes "tirée par les cheveux" : même en 1962, à l'époque faste des emprunts internationaux à New-York, les émissions étrangères n'ont guère dépassé 550 millions de dollars, chiffre qui serait réduit à 340 millions de dollars, si l'on excluait le Canada et les institutions internationales. On doit aussi ajouter qu'un grand nombre de ces emprunts ont été en fait placés à l'étranger et n'ont pas eu d'influence sur la balance américaine des paiements. Il n'en reste pas moins qu'il y avait et qu'il y a encore du vrai dans la critique formulée par les Etats-Unis à l'égard des marchés Européens des capitaux. Bien que toute généralisation soit dangereuse, il est probablement vrai que ces marchés sont confrontés à des problèmes qui présentent plus de similitudes que de différences. Alors que les marchés du Continent sont dotés de structures institutionnelles anciennes et bien développées, capables de mobiliser un volume considérable de capitaux, on peut difficilement dire qu'ils jouent leur rôle dans le financement de la croissance économique avec autant d'efficacité qu'ils le devraient, et leur champ d'action demeure, par ailleurs, encore essentiellement national.

Sur le plan technique, ces marchés présentent des imperfections notables : non seulement les structures fiscales contrarient le financement par le marché, mais elles ont aussi souvent pour conséquence une double imposition des revenus de valeurs mobilières. Deuxièmement, les lacunes dans l'information du public et des marchés secondaires trop étroits, ou même manipulés, découragent les investisseurs sur les marchés des valeurs mobilières. Troisièmement, une fraction très importante de l'épargne du public est canalisée vers des institutions dont les possibilités de placement sont sévèrement limitées par des réglementations qui remontent souvent au siècle dernier. Enfin, le désir des autorités de diriger ou d'influencer par divers moyens les investissements, à l'aide de subventions ou d'allocations préférentielles de capitaux par des établissements publics de crédit, a provoqué des distorsions dans les flux des capitaux et modifié les mécanismes du marché à un point tel qu'on peut se demander si celui-ci joue encore un rôle autonome dans l'allocation des ressources.

Si la situation que j'ai décrite est loin d'être encourageante, je dois ajouter immédiatement qu'il y a eu de la part des gouvernements une prise de conscience croissante de la nécessité d'améliorer l'efficacité des marchés financiers et leur aptitude à mieux répondre aux besoins des économies européennes en financement à long terme. Des considérations internes ont joué dans cette prise de conscience un rôle beaucoup plus important que la fermeture du marché de New-York, lors de l'introduction de la taxe d'égalisation des intérêts (Interest equalization tax, I.E.T.) en 1963. Je soulignerai tout particulièrement dans ce souci de réforme du marché des capitaux la diminution des marges d'auto-financement qui ont considérablement accru les

besoins de l'industrie en financements externes et notamment en capitaux à risques. En même temps les investissements réalisés par les gouvernements et les administrations locales se sont accrus et leurs appels aux marchés financiers ont considérablement réduit la place dont pouvait disposer sur le marché le secteur privé. Cet accroissement général de la demande de capitaux doit être considéré à la lumière de la double exigence devant laquelle sont placés les pays européens : leur productivité doit être rapidement augmentée, de manière à pouvoir soutenir une concurrence étrangère croissante, alors que certaines mesures destinées à améliorer les équipements sociaux de la communauté ne peuvent être différées plus longtemps sans danger.

Le problème auquel nous sommes confrontés n'est pas celui d'une pénurie d'épargne : en fait, l'épargne n'a jamais été aussi abondante et elle continue de se situer par rapport au produit national brut à un niveau sensiblement plus élevé sur le Continent qu'au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis. Mais on se trouve en face d'une situation toute nouvelle : le poids beaucoup plus important que par le passé de l'épargne des ménages, ignorante des techniques du marché et soupçonneuse à l'égard de celui-ci du fait des malheureuses expériences du passé. Certes, le prolongement de la stabilité monétaire et l'application de politiques fiscales plus réalistes sont de nature à favoriser de nouveaux investissements directs en valeurs mobilières, mais il n'est pas moins douteux qu'il est urgent que les intermédiaires financiers prennent une part plus active sur le marché et que le champ d'action des investisseurs institutionnels soit élargi. Les plans d'épargne contractuels, les contrats d'assurances liés à des investissements en titres, les fonds de pension et les fonds communs de placement sont encore dans les pays européens relativement jeunes et ne contribuent pas encore aux financements des investissements productifs.

Il y a ainsi deux handicaps à surmonter : le premier est la préférence des épargnants pour la liquidité ou les avoirs à court terme et le second leur hésitation à se tourner ailleurs que vers les collecteurs d'épargne traditionnels, même lorsqu'ils acceptent de faire des placements non liquides.

Toutefois, sur cette sombre toile de fond, on peut noter dans presque chaque pays du Continent des signes très évidents d'amélioration qui pourront, le moment venu, contribuer à permettre aux marchés financiers de faire face aux besoins croissants des économies européennes. A titre d'exemples, voici quelques-unes de ces mesures qui préparent l'avenir.

La séparation souvent trop stricte entre les activités des banques de dépôts et des caisses d'épargne s'est peu à peu réduite. L'un des résultats probables de cette évolution est que la part disproportionnée prise par la construction dans l'allocation des ressources en capitaux à long terme sera réduite ; une part croissante de ces ressources à long terme sera ainsi canalisée vers l'investissement industriel. A l'intérieur du système bancaire, on aborde avec moins de timidité la transformation de dépôts à vue ou à court terme en prêts à long terme. Dans de nombreux pays, on encourage la consolidation de tels dépôts en proposant d'attrayants contrats d'épargne à long terme. Les banques, disposant ainsi d'un volume plus important de ressources stables, se sentent plus libres de s'engager sur le marché des obligations et sont en pratique encouragées à le faire par les pouvoirs publics.

Une révision prudente, mais qui n'en est pas moins importante, des vieilles réglementations s'appliquant aux investisseurs traditionnels est en cours de réalisation. On peut notamment s'attendre qu'à côté des investissements traditionnels en obligations et en titres hypothécaires, une place plus importante sera faite aux actions dans les portefeuilles de ces investisseurs. Les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement ont vu leur importance s'accroître, apportant ainsi une contribution appréciable au marché des valeurs mobilières.

Des progrès ont été réalisés dans la réduction des avantages fiscaux dont les émetteurs du secteur public ont bénéficié dans la plupart des pays sur le marché des obligations. En réduisant également l'imposition des revenus provenant de valeurs mobilières, on s'est efforcé d'inciter les sociétés à accroître leur financement par les fonds propres plutôt que par l'endettement et pour faire des valeurs mobilières une forme d'investissement plus attrayante pour les particuliers comme pour les institutions. Les taux d'intérêt s'adaptent plus librement au niveau du marché, depuis que les pouvoirs publics ont commencé à prendre conscience de l'interdépendance croissante de leur marché intérieur et des autres marchés, et qu'ils ont pris conscience de l'impossibilité de contrôler par des mesures purement nationales l'évolution des taux d'intérêt.

Frais à suivre ?

||

Finally, les sociétés apparaissent disposées à donner plus d'informations sur leurs activités, bien que les progrès en la matière ne soient pas aussi rapides qu'on pourrait le souhaiter. Dans plusieurs pays, des mesures législatives ont été prises pour rendre obligatoire la publication d'informations plus détaillées à des intervalles réguliers.

Quelle que soit la signification de chacune de ces mesures prises isolément, les progrès qui ont déjà été réalisés et les réformes actuellement en cours offrent une chance de s'orienter vers un véritable marché européen. A mon avis, un effort soutenu dans cette direction est la condition du succès des tentatives actuelles de réforme encore trop dispersées. Ceci nous conduit tout naturellement à aborder le deuxième aspect du problème : l'intégration des marchés européens des capitaux.

L'Intégration des Marchés des Capitaux en Europe

J'ai déjà laissé entendre que des considérations intérieures avaient constitué le plus grand stimulant pour la réforme du marché financier. L'interpénétration croissante des marchés a plus été un résultat accessoire qu'un but délibérément recherché par les pouvoirs publics qui ont souvent tendance à considérer les marchés des capitaux comme le dernier bastion de la souveraineté nationale. Il est vrai que dans un monde "dirigiste", tout pays qui aurait choisi de jouer le jeu du libéralisme en matière de marché financier aurait pris des risques considérables. Toutefois, même dans le cadre de la Communauté Economique Européenne, où il était possible de progresser vers une plus grande liberté des mouvements de capitaux en s'assurant d'une réelle réciprocité, les pouvoirs publics ont manifesté beaucoup moins de courage dans l'intégration financière qu'en matière d'ouverture des frontières à la compétition internationale dans le domaine industriel.

Il y a là, à mon avis, un problème sérieux parce que la mobilité des capitaux est appelée à jouer un rôle essentiel dans la restructuration de l'industrie européenne, telle que l'implique l'évolution de l'économie mondiale et ce rôle n'est pas rempli. On se trouve devant une sorte de cercle vicieux où les sociétés ne peuvent pas croître en raison de l'absence de ressources suffisantes sur leurs marchés nationaux et où, inversement, les institutions financières ne peuvent pas développer leurs activités d'émetteurs et de "traders", en raison de la taille insuffisante des sociétés. Le cas des sociétés internationales néerlandaises mérite d'être médité à cet égard. Une considération de portée plus générale est toutefois que le fonctionnement satisfaisant du système monétaire actuel, basé sur des taux de change fixes et sur la liberté des transactions courantes, implique que les flux financiers puissent jouer un rôle compensatoire dans le système. Si cette condition n'est pas remplie, des changements brusques dans la politique économique des états et/ou le retour au contrôle des changes peuvent s'imposer dans le cas de déséquilibres dans les balances des paiements.

Bien que le développement du marché européen des capitaux ait accumulé un retard dans le processus de constitution d'une union économique entre les nombreux pays du Continent, on ne saurait manquer de signaler les progrès réalisés dans la suppression des contrôles les plus gênants. On peut dire que la Communauté Economique Européenne est aujourd'hui une zone qui jouit d'une relative liberté en matière de contrôle des changes ; on ne peut guère en dire autant d'autres pays situés hors de la Communauté, même s'ils ont été traditionnellement des exportateurs de capitaux. Il est certain que le développement d'un marché européen des capitaux implique beaucoup plus qu'une simple libéralisation et appelle des mesures d'harmonisation portant sur la structure des marchés, les législations et les politiques. En tant que président du groupe d'experts qui avait été créé par la C.E.E. pour étudier en détail les différentes mesures qui devaient être prises pour réaliser cet objectif, j'ai eu l'occasion de prendre conscience des difficultés et des délais qu'implique une telle oeuvre.

Je crois toutefois que, à moins de bouleversements majeurs, la tendance vers la formation d'un marché européen de capitaux est désormais irréversible : le renforcement des relations financières internationales est une partie intégrale de la recherche d'une plus grande efficacité des marchés nationaux et est même souvent la seule voie possible.

Je suis toutefois loin de croire que ce développement aura un caractère parfaitement linéaire et rationnel. Cela n'a pas été le cas dans le passé. Il y a une certaine ironie dans la constatation que le refus des gouvernements de reconnaître le parallélisme étroit qui doit exister entre l'élimination du contrôle des changes et la modernisation des marchés intérieurs des capitaux a été en bonne partie responsable de la croissance extraordinaire de ce marché libre et non soumis à aucune autorité qu'est le marché des euro-émissions.

Le marché des euro-émissions.

On peut tenter de définir ce qu'est le marché des euro-émissions en se référant à certains de ses traits particuliers, mais aucun d'entre eux ne suffit à en exprimer toute la complexité. Les émissions réalisées sur ce marché sont le fait de consortiums bancaires internationaux, souvent réunissant des maisons américaines ainsi qu'européennes. Elles sont placées auprès d'un public international qui n'est aucunement limité à celui du pays de l'émetteur ou du pays où la transaction se déroule matériellement. Les valeurs émises sont inscrites à la cote d'une ou plusieurs bourses européennes et parfois

aussi à New-York. Finalement, les obligations sont exprimées en une des monnaies qui jouent un rôle majeur dans la finance internationale, mais qui est le plus souvent une monnaie étrangère pour les acheteurs, pour les marchés où les obligations sont cotées et même - à l'exception des émissions en dollars des sociétés américaines - étrangère aussi pour l'emprunteur. C'est précisément cette approche peu orthodoxe à tous les concepts traditionnels qui donne au marché des euro-émissions son goût très spécial et qui laisse les observateurs à la fois fascinés et perplexes.

Premièrement, compte tenu du fait que les participants au marché ne sont nullement limités à l'Europe, est-il justifié d'employer le nom de "euro-émissions" ? L'origine du terme se trouve certainement dans l'analogie avec le marché de l'euro-dollar - c'est-à-dire le marché monétaire où se traitent des dollars déposés auprès de banques européennes - mais la vraie justification peut être trouvée dans le fait que la plupart des transactions ont matériellement lieu en Europe, même si les fonds ont des origines très diverses.

D'autre part, les investisseurs américains sont exclus du marché par l'obstacle constitué par la I.E.T. On dit en fait souvent que les véritables fondateurs de ce marché se trouvent dans le département du trésor des Etats-Unis, qui a été à l'origine à la fois de la I.E.T. et de l'incitation donnée aux sociétés américaines de rechercher en Europe les moyens de financer leurs investissements à l'étranger. Celle-ci n'est toutefois qu'une partie de l'histoire, puisqu'un embryon de ce marché existait même avant 1963 et que d'autre part son développement continuera certainement même lorsque les actuelles restrictions auront été supprimées aux Etats-Unis. Il faut donc examiner maintenant de plus près l'importance et la structure de ce marché.

Considérons tout d'abord les montants en jeu. Le marché s'est développé à un rythme impressionnant, de quelques rares émissions entre 1957 et 1962 à un courant sans cesse croissant qui s'est chiffré à \$ 128 millions en 1963, \$ 1,1 milliard en 1966, \$ 1,9 milliard en 1967 et \$ 2,3 milliards au cours des huit premiers mois de 1968 (et l'on s'attend que le seuil des 3 milliards soit dépassé au cours de cette année). De plus, il faut rappeler que ces chiffres concernent seulement les émissions publiques d'obligations et ne tiennent pas compte du marché pour le placement privé, en expansion très rapide. Les émetteurs étrangers ont donc trouvé sur ce marché une source de fonds qui est sans commune mesure avec ceux que pouvait fournir le marché de New-York au sommet de son activité en 1962. En même temps, le rythme annuel des émissions d'Euro-obligations était

devenu en 1967 équivalent à 17 % des émissions nettes d'obligations dans les six pays du Marché Commun pris dans leur ensemble : cette proportion s'est évidemment accrue cette année.

Comment ce développement phénoménal peut-il s'expliquer ? Vu du côté des emprunteurs, et sans revenir au cas particulier des sociétés américaines, le marché des Euro-émissions est apparu comme le seul moyen d'échapper non seulement aux conséquences de la domination des marchés intérieurs par le secteur public mais aussi au traitement peu favorable réservé au secteur privé et aux emprunteurs étrangers en particulier. Dans la mesure où les banquiers chefs de file sont convaincus que la surface financière et le sérieux de l'émetteur le rend acceptable au public, il ne peut pas être question ici d'obstacles administratifs ou de "listes d'attente" : l'émetteur et son banquier seront libres de déterminer selon leur meilleur jugement les termes et le moment de l'opération.

En ce qui concerne le placement, on a beaucoup écrit sur le régime fiscal des Euro-émissions. On sait que celles-ci sont domiciliées sur des places où aucune retenue à la source n'est perçue à l'égard des non résidents. En outre, la plupart des émissions stipulent que les intérêts seront payables sans déduction d'aucun impôt présent ou futur qui pourrait être appliqué dans le pays de l'émetteur. Au cas où un tel impôt serait introduit, il y a d'habitude un engagement d'accroître les intérêts payés de façon que, après l'impôt, le porteur continue à recevoir le montant qui avait été prévu à l'origine.

Il serait tout à fait injuste et même techniquement faux d'en tirer la conclusion hâtive que ce marché est fondé sur la fraude fiscale. Le fait est que le paiement des intérêts en franchise d'impôt est le seul dénominateur commun possible entre tous les investisseurs internationaux qui participent au marché : il aurait été impensable que celui-ci se développe en comptant sur le fonctionnement beaucoup trop lent et incomplet des accords pour éviter la double imposition. Si les Euro-obligations peuvent en effet offrir des occasions de fraude fiscale, on pourrait citer des dizaines d'autres valeurs ayant la même caractéristique et considérées comme tout à fait respectables, par exemple, le War Loan, en Angleterre et la Rente Pinay en France. D'autre part, les Euro-émissions se placent de plus en plus dans des portefeuilles institutionnels qui sont parfaitement connus du Fisc.

Plutôt que de se faire hypnotiser par l'aspect fiscal, on devrait donc se tourner vers d'autres facteurs de succès et notamment vers l'adoption de méthodes de vente plus efficaces. Ces nouvelles

techniques ont réussi à attirer dans de tels investissements des fonds qui seraient autrement restés liquides ou se seraient dirigés vers des placements immobiliers ou vers l'or. En l'absence du marché des Euro-émissions, une partie de ces fonds aurait certes été investie à New-York et nous savons même que des fonds ont été retirés de New-York dans ce but, par exemple, lorsque des achats d'obligations convertibles émises par des sociétés américaines en Europe ont été financés par la liquidation d'actions. On peut soutenir toutefois que même dans de tels cas, il y a eu une meilleure allocation des ressources puisque le marché des Euro-émissions a fait preuve d'un esprit plus large que New-York dans l'acceptation d'émetteurs étrangers.

Je voudrais surtout insister, en me basant sur ma propre expérience de banquier, sur le fait que la "conquête" de nouvelles catégories d'investisseurs a été un facteur fondamental dans le développement du marché des Euro-émissions. Le désir du public de diversifier ses portefeuilles, à la fois du point de vue géographique et du point de vue des monnaies, avait été systématiquement ignoré par les autorités de plusieurs pays, qui préféreraient se cramponner à des marchés même limités mais qu'elles pouvaient contrôler entièrement. Il n'est donc pas surprenant que toute initiative consistant à offrir des nouvelles et plus attrayantes formes de placement ait été accueillie par un succès aussi extraordinaire.

Le caractère imaginatif et la souplesse du marché des Euro-obligations ont été mis en évidence par sa réaction rapide à la conjoncture internationale et aux nouveaux besoins des investisseurs et des émetteurs. Au début, c'était un marché limité aux obligations classiques émises par des institutions internationales et des organismes publics. Par la suite il a pu absorber une quantité considérable d'émissions de sociétés américaines, qui ont représenté de 30 à 40 % du marché de 1965 à 1967 et plus de 70 % cette année. Il a permis de répondre aux besoins de pays en voie de développement comme le Mexique et le Japon. Il a offert à l'investisseur européen un vaste choix d'obligations convertibles qui lui faisait manifestement défaut dans le passé. Il a su réagir aux périodes de taux d'intérêt élevés par l'introduction d'obligations à moyen terme. Il a encouragé les sociétés européennes à prendre contact avec le public des investisseurs internationaux. Il a accueilli des émetteurs de tous types et donné des satisfactions réelles aux investisseurs - et aussi, bien entendu, certaines déceptions liées à la hausse mondiale des taux d'intérêt, hausse dont le marché ne peut être considéré comme responsable.

Il est aussi intéressant de souligner la réaction rapide manifestée par les institutions financières européennes quand elles

se sont trouvées confrontées aux défis et aux nouvelles perspectives du marché des Euro-obligations. Elles ont fait face à la forte concurrence qui leur était faite par les banques d'investissements américains et elles ont su mettre rapidement au point des techniques d'underwriting international et de placement d'émissions qui pouvaient difficilement être considérées comme faisant partie des traditions européennes. Elles ont aussi réussi à déceler les sources de fonds les plus prometteuses suivant le moment : au début, des investisseurs internationaux agissant par l'intermédiaire de la Suisse ainsi que les Belges ont joué un rôle essentiel. Par la suite sont intervenus les Canadiens, plus récemment les Allemands et tout dernièrement les Italiens, qui souhaitaient diversifier leurs investissements et qui ont trouvé sur le marché des Euro-obligations des perspectives plus attrayantes que sur leur propre marché.

Tout ceci constitue une série de réalisations importantes, mais je ne voudrais pas vous donner l'impression que ce marché a déjà atteint sa maturité. Je dois donc attirer votre attention sur trois problèmes importants qui ne sont pas encore résolus. En premier lieu, je dois admettre que les techniques de distribution appliquées actuellement sur ce marché sont notablement inhibées par le fait que des règles restrictives de placement limitent la possibilité qu'auraient les investisseurs institutionnels de jouer un rôle actif. Comme il s'agit donc en grande partie d'un marché qui s'adresse aux individus et non aux institutions, il est souvent difficile pour les banques chefs de file des émissions d'estimer l'accueil que le marché réservera à un titre donné ou la qualité du placement que des douzaines d'intermédiaires vont réaliser.

Le premier handicap se prolonge directement par un deuxième : l'efficacité limitée du marché secondaire, après l'émission. Justement parce qu'il y a peut-être eu une demande excessive de la part des intermédiaires, ou au contraire parce qu'on a sous-estimé l'appétit du public pour un titre donné, le marché secondaire peut souvent prendre l'allure d'une voie à sens unique.

Ces deux difficultés peuvent sans doute être classées dans la catégorie des maladies de l'enfance et il est indubitable qu'elles seront résolues en temps utile. Malheureusement, il n'en sera probablement pas ainsi pour la troisième difficulté, qui est aussi la plus grave : la vulnérabilité du marché aux variations de la confiance régissant sur la scène monétaire internationale. Bien que le dollar demeure la devise-clef par excellence - 80 % des émissions d'Euro-obligations ont été libellées en dollars - à certaines époques, l'activité d'émission s'est trouvée pratiquement paralysée et le marché secondaire a subi des contre-coups brutaux à cause des incertitudes

pesant sur l'avenir du dollar, tandis que les émissions en Marks allemands et, pendant un bref laps de temps en Francs français, concurrençaient une certaine vogue. On peut aussi dire que le marché est plus sensible aux événements monétaires extra-européens qu'à ceux propres à l'Europe, comme on l'a constaté au moment des restrictions monétaires intervenues en Amérique au cours de l'été 1966. Il existe une inter-connexion évidente entre le marché des Euro-obligations et le marché - beaucoup plus vaste - des Euro-dollars, comme ce doit être le cas en ce qui concerne les aspects à court terme et les aspects à long terme d'un même marché pour des fonds internationaux. Cependant, si l'on veut éviter des frictions et des dommages possibles aux instruments délicats que nous avons mis sur pied, l'influence de la politique de la Federal Reserve sur ce marché doit être modérée par le moyen d'une coopération organisée avec les autorités monétaires européennes. Je reviendrai sur cette question.

En résumé, il est peu douteux que nous ayons bien avancé depuis l'époque des émissions étrangères traditionnelles qui étaient le privilège de quelques rares emprunteurs et qui devaient se développer dans des cadres strictement limités et suivant un schéma bien défini. On peut déjà percevoir sur les marchés nationaux des indices qui montrent l'influence exercée par les techniques et les habitudes de coopération propres au marché des Euro-obligations. Au niveau des institutions financières, l'expérience nécessaire est maintenant devenue réalité et le potentiel humain a pris forme ; on dispose donc aujourd'hui de tous les éléments nécessaires pour donner une existence réelle à l'expression "Marché financier européen". Il nous reste encore à voir comment les structures financières européennes vont évoluer pour s'adapter aux tendances nouvelles vers l'intégration économique et aux nouveaux courants d'investissements et d'échanges internationaux.

Perspectives

Dans toute l'Europe, le financement de la croissance économique doit s'appuyer de plus en plus sur l'intermédiation des marchés des capitaux. Je ne reviendrai pas sur mon analyse précédente des facteurs intervenant à la fois dans le domaine de l'offre et de la demande de fonds et qui provoquent cette mutation. Je soulignerai simplement le fait que ce que nous voyons pour l'avenir ne semble pas laisser prévoir une détente dans les pressions actuelles. Lorsque des systèmes économiques fonctionnent trop près de leur capacité maximale, l'épargne supplémentaire requise pour faire augmenter le taux de croissance résultera le plus souvent de l'entrée en action de mécanismes d'inflation qui ont pour conséquence évidente une réaction de défense au niveau des taux d'intérêt. Simultanément, les marchés doivent opé-

rer des transferts de ressources toujours plus importants ; ces ajustements impliquent que l'on surmonte une certaine inertie du marché et provoquent une augmentation du coût de l'argent.

Des facteurs équilibrants apparaîtront certainement. D'abord et surtout, le public se familiarise de plus en plus avec les nouvelles techniques d'investissement, et les institutions financières introduisent un nouveau climat de concurrence et font appel à des moyens plus perfectionnés pour orienter le crédit, à moyen et à long terme, ainsi que les capitaux à risque, à la fois dans le pays et à l'extérieur. Les fonds d'amortissement engendrant un flot constant de fonds vers le marché, l'année ou les deux années à venir verront aussi une activité croissante d'émission sur le marché des Euro-obligations. Ces facteurs sont favorables mais ils n'en demeurent pas moins insuffisants. Le problème est beaucoup plus profond et il est de nature essentiellement politique. Il s'agit du problème de l'indépendance des politiques monétaires nationales et de l'importance relative qui sera donnée respectivement aux considérations intérieures et aux considérations internationales.

Bien que les autorités monétaires aient toléré le développement du marché des Euro-dollars et de celui des Euro-obligations et que les gouvernements se soient souvent montrés désireux de mettre à profit les nouvelles possibilités qui leur étaient ainsi offertes, cette espèce de "conspiration tacite" n'a pas encore fait place à une coopération explicite conçue de façon à assurer un développement ordonné de ces marchés.

Ainsi, chaque fois que le marché des Euro-obligations a joué le rôle d'une influence modératrice à l'encontre de déséquilibres potentiels des marchés financiers nationaux, les autorités ont fait preuve d'un grand libéralisme. Elles ont alors réagi de façon beaucoup plus favorable que dans les cas où le marché des Euro-obligations transmettait au contraire des pressions provenant d'autres marchés, ce qui obligeait les autorités à intervenir en vue de stabiliser les taux d'intérêt. Jusqu'à une date relativement récente, le point débattu entre les Etats-Unis et l'Europe était de savoir s'il fallait faire disparaître ce qui semblait être une différence structurelle dans les taux d'intérêt en abaissant les taux européens ou bien en remontant les taux américains. Maintenant que l'alignement se produit au niveau le plus élevé, les autorités européennes se préoccupent des effets de la politique monétaire des Etats-Unis et de leur politique de balance des paiements dans une situation où les marchés sont liés à travers l'Atlantique par l'intermédiaire des mécanismes des Euro-émissions et des Euro-dollars.

Lorsque l'on songe au chiffre de 3 milliards de dollars qui a souvent été cité comme représentant le montant des programmes de financement à l'étranger des sociétés américaines en 1968 et dont la plus grande partie sera trouvée en Europe, on perçoit facilement les aspects quantitatifs qui inquiètent les autorités européennes. Mais il existe aussi des aspects qualitatifs qui vont être sans doute encore plus difficiles à manipuler. Pour le moment, les importants emprunts réalisés par les sociétés américaines sur le marché des Euro-obligations n'ont gêné que les seuls emprunteurs potentiels des petits pays qui ont traditionnellement fait appel au marché financier international. Mais aujourd'hui, on pense que si les sociétés américaines limitaient davantage leurs emprunts, les emprunteurs industriels des principaux pays européens pourraient trouver sur le marché des Euro-obligations les ressources qui leur font grand défaut pour développer leur compétitivité et financer leur expansion. Il existe une demande insatisfaite de fonds bien évidente : mais, sauf en ce qui concerne un très petit nombre d'emprunteurs européens, l'attrait des obligations convertibles des sociétés américaines n'a guère trouvé de concurrents. On a dit que dans quelques années, le deuxième géant industriel du monde serait la communauté des sociétés américaines établies en Europe : ceux qui n'aiment pas cette perspective invoquent aujourd'hui un autre argument - la préemption des marchés financiers européens - en faveur d'un contrôle sur les investisseurs américains.

La réputation de loyauté "nationale" que les sociétés américaines avaient acquise en Europe a été quelque peu ternie par les dispositions adoptées par le gouvernement américain en janvier dernier sur le rapatriement des bénéficiaires. Pour éviter que ces sociétés n'apparaissent que comme de simples enclaves économiques télécommandées par leur siège social, il est important d'améliorer leur "image" par d'autres moyens. J'ai déjà dans le passé suggéré qu'une des solutions possibles pourrait être d'offrir au public européen une participation directe accrue dans les filiales européennes des sociétés américaines ou, mieux encore, dans des holdings contrôlant la totalité des participations européennes d'une société américaine donnée. On pourrait songer à de nouvelles émissions ou à des "offres secondaires" d'actions faites au moyen des techniques de placement mises au point pour les Euro-obligations. Tout en élargissant le choix des investisseurs européens et en leur permettant de bénéficier directement des succès des sociétés américaines, celles-ci risqueraient moins d'entrer en conflit avec les exigences et les nécessités des sociétés locales.

Pour me résumer, je dirai qu'il existe aujourd'hui la possibilité de réaliser des progrès décisifs sur la voie d'un marché financier européen efficient. Mais je crois aussi que nous allons devoir faire preuve de beaucoup d'auto-discipline pour éviter que des excès

d'enthousiasme mettent les gouvernements sur la défensive et les amènent à remettre en vigueur des restrictions de change pour contrôler plus efficacement leur marché financier national. Je pense que nous percevons aussi maintenant la réponse à la question de savoir si le développement d'un marché financier à l'échelle européenne impliquera nécessairement la suprématie d'une des principales places financières, les autres marchés étant relégués au rang de satellites. Deux raisons font que ceci apparaît peu vraisemblable : d'une part, à une époque de communications de plus en plus aisées, la concentration des institutions dans un endroit déterminé ne revêt qu'une importance mineure ; d'autre part, certains mécanismes financiers intérieurs de chaque pays européen conserveront toute leur importance pendant longtemps encore. La structure qui a le plus de chances de voir le jour se composera d'un ensemble de centres financiers conservant chacun leur caractère national et tissant ensemble une toile de plus en plus serrée de liens financiers internationaux. Dans un avenir plus lointain, ce système pourrait bien englober tous les courants financiers et constituer en fait un marché européen sur lequel la plupart des institutions interviendront au-delà des limites étroites de leurs marchés nationaux.

Cette tendance s'affirme de plus en plus, en dépit des difficultés résultant de la mise en vigueur de certaines limitations nouvelles aux mouvements de capitaux. L'interdépendance entre le marché des Euro-obligations et les différents marchés nationaux augmente de telle sorte que la décision prise par n'importe quel pays dans le domaine monétaire - en particulier s'il s'agit d'un grand pays - ne peut être considérée comme secondaire par les autres. Le danger d'une escalade dans les controverses monétaires internationales doit être apparu bien clairement au cours des douze derniers mois ; il faut espérer que ceci nous mènera plus près d'un système acceptable de coordination internationale des décisions, si ce n'est à une mise en commun de ces pouvoirs de décision.

Le marché européen des capitaux au service
de la croissance économique

Allocution d'ouverture des travaux
prononcée par

Monsieur Samuel SCHWEIZER
Dr en droit, Dr h.c.
Président du Conseil d'Administration
de la Société de Banque Suisse

lors de la
XXIème "Table Ronde" des Problèmes de l'Europe
organisée à Lausanne
les 15 et 16 novembre 1968
par l'Association pour l'Etude des
Problèmes de l'Europe, Paris

Le marché européen des capitaux au service de la croissance économique

(Point de vue suisse)

Lors d'une conférence monétaire qui s'est tenue à Rome en 1962, le Secrétaire américain au Trésor, en charge à l'époque, faisant allusion au déficit de la balance des paiements de son pays, a exhorté les pays industrialisés du Vieux Continent à organiser leurs marchés des capitaux, tout en regrettant qu'il existe encore des restrictions freinant le mouvement de ces derniers. Ces deux facteurs auraient provoqué une mise à contribution excessive du marché financier américain. Par la suite, ce reproche a souvent été repris, sous une forme ou sous une autre, et on s'en est servi en particulier pour justifier l'introduction, en 1963, de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt aux Etats-Unis, mesure qui eut pour conséquence de limiter les possibilités de financement européen sur le marché des capitaux de New York.

Emprunts européens émis en Amérique entre 1946 et 1963

Cependant, en 1962 déjà, les milieux compétents éprouvaient certains doutes quant au bien-fondé de ce reproche. Des \$ 6,5 milliards d'emprunts étrangers émis publiquement à New York depuis la fin de la guerre jusqu'en 1963 inclus, la plus grande part, soit environ \$ 5 milliards, est revenue à la Banque Mondiale et au Canada. Or, les transactions canadiennes ont été, dans leur majeure partie, destinées à financer des filiales de sociétés américaines. Le reste des emprunts étrangers émis publiquement dans la période allant de 1946 à 1963 ne doit pas avoir grevé le marché américain des capitaux pour plus de \$ 1,5 milliard environ. La part de l'Europe à ce dernier montant n'a été que de quelque \$ 750 millions, les principaux débiteurs européens étant la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que la Belgique et la Norvège.

En plus de ce montant modeste, il faut encore tenir compte du fait que, justement à cause du manque de possibilités de placement en Europe, une partie importante des emprunts publics émis aux Etats-Unis pour le compte de sociétés émettrices européennes a été souscrite par des bailleurs de fonds du Vieux Continent. Les établissements américains d'émission ont en effet, dans de tels cas, confié d'emblée une partie importante des emprunts à un "European Selling Group" alors qu'en Amérique même, les avoirs européens en dollars qui s'y trouvaient déjà ont contribué d'une manière souvent décisive au succès des souscriptions locales. A ce sujet, quelques chiffres sont significatifs: C'est ainsi que plus d'un tiers de l'emprunt 1959 de la KLM, d'un montant de \$ 18,5 millions, a été placé à l'étranger. Pour l'emprunt Montecatini, émis la même année, les souscriptions étrangères ont absorbé plus du 40% du montant global de \$ 10 millions. Par ailleurs, des emprunts non européens émis en Amérique, par exemple des emprunts australiens, ont souvent été souscrits dans une large mesure par des bailleurs de fonds européens. On ne saurait, dans ces conditions, parler d'une mise à contribution excessive du marché américain des capitaux par les emprunts de sociétés européennes. En outre, il ne faudrait pas sous-estimer non plus les prestations des marchés financiers européens.

Emprunts étrangers émis en Suisse entre 1947 et 1963

En effet, durant la période d'après-guerre 1947-1963, les emprunts étrangers émis en Suisse ont représenté un montant global de fr. 5,6 milliards ou \$ 1,4 milliard environ. De ce montant, fr. 3,4 milliards, soit environ \$ 790 millions, ont été prélevés par quinze différents Etats européens, soit un montant déjà plus élevé que celui dont les débiteurs européens ont grevé le marché américain des capitaux durant la même période. Cependant, les sociétés émettrices ne se recrutaient pas seulement en Europe, mais également en Amérique du Nord et du Sud, en Afrique, en Asie et en Australie. C'est ainsi qu'il a été placé en Suisse, pour le compte de groupes industriels purement

américains, des emprunts pour un montant de fr. 485 millions. De plus, il ne faut pas davantage oublier les organisations internationales.

Ainsi que le démontre la grande diversité des emprunts, les instituts bancaires assumant la direction du syndicat d'émission dans notre pays se sont fait un devoir de veiller à une répartition appropriée des capitaux à long terme disponibles en Suisse entre les divers solliciteurs. Si, dans l'attribution de ce volume de fonds à long terme, les dirigeants du consortium d'émission s'étaient uniquement laissé guider par des considérations de rendement ou de risque, un grand nombre d'emprunteurs économiquement plus faibles, qu'il s'agisse d'Etats, d'organismes publics ou privés, et même d'institutions comme la Banque Mondiale, n'auraient pas eu la possibilité d'accéder dans une mesure aussi large au marché suisse des capitaux. De fait, la Banque Mondiale a pu emprunter à elle seule fr. 720 millions durant la période considérée, soit 13% du total; 2% sont allés à la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier et plus de 20% aux Etats et corporations de droit public.

L'épargne suisse a apporté une importante contribution à toutes ces transactions. Il s'est toutefois avéré que notre pays a maintes fois joué un simple rôle d'intermédiaire dans ce domaine, et notamment entre des capitaux d'origine européenne d'une part et des emprunteurs européens d'autre part. Du fait de sa bonne organisation, le marché suisse des capitaux a pu fonctionner en quelque sorte comme une institution européenne du point de vue qui nous occupe. La force d'attraction qu'il n'a cessé d'exercer jusqu'à tout récemment résulte du fait que la Suisse dispose d'une monnaie saine, de faibles taux d'intérêt, qu'elle pratique une politique extérieure de neutralité longuement éprouvée, qu'elle jouit d'un équilibre des forces politiques internes et, surtout, qu'elle dispose d'un système bancaire très développé.

Emprunts étrangers émis sur les autres marchés européens depuis la fin de la guerre et jusqu'en 1963

Aux emprunts étrangers émis en Suisse, il convient d'ajouter ceux qui l'ont été sur les autres marchés européens. Cependant, la plupart des pays, qui revêtaient autrefois une certaine importance sur le plan financier international, n'étaient guère en mesure, la guerre terminée, d'exporter des capitaux, l'épargne dont ils disposaient étant totalement absorbée par la reconstruction. En 1961 pourtant, la contribution des marchés européens - à l'exclusion de la Suisse - atteignit néanmoins le montant de fr. 777 millions; il fut de fr. 660 millions en 1962 et même de fr. 903 millions en 1963. Les autorités monétaires hollandaises furent les premières à autoriser des emprunts étrangers en 1954. En Allemagne, c'est en 1957 qu'on put songer de nouveau, grâce aux larges excédents de la balance des paiements, à autoriser de nouveau l'émission d'emprunts étrangers. Enfin, de 1960 à 1963, une certaine activité s'est manifestée également sur d'autres marchés européens et des émissions pour le compte de sociétés étrangères eurent lieu en Italie et au Luxembourg par exemple. Seul Londres, qui fut jadis la plus importante place financière internationale de l'Europe, ne retrouva, et de loin pas, son ancienne position, cela essentiellement en raison de l'insuffisance chronique de ses réserves monétaires. Jusque dans le courant des années soixante, seuls les pays du Commonwealth eurent, dans une certaine mesure, libre accès au marché britannique des capitaux qui ne retrouva une partie de son importance qu'à partir de 1964, année où le marché européen des capitaux sous forme d'émissions internationales prit son essor.

En plus des emprunts, il faut également tenir compte des capitaux qui, parallèlement, servent à l'acquisition directe, et cela dans les deux sens, de titres de tout genre déjà en circulation. Il n'est naturellement pas possible d'obtenir des chiffres rigoureusement exacts à ce sujet. Il ressort toutefois de statistiques américaines que, de 1958 à 1962, le montant des

achats européens de titres américains a dépassé de \$ 280 millions environ celui des achats américains de valeurs européennes. Le total des actions et obligations américaines en mains européennes a été estimé, à fin 1961, à \$ 10,15 milliards contre un montant de \$ 3,69 milliards représentant les titres européens détenus par des Américains. L'introduction de très nombreuses actions américaines aux bourses européennes a certainement contribué sensiblement à cet état de choses. En Suisse seulement, ce sont près de 40 actions américaines qui sont actuellement cotées en bourse.

En résumé, on peut dire que les besoins européens en capitaux à long terme ont pu être satisfaits, sinon toujours par la voie la plus directe, néanmoins en majeure partie en recourant à des capitaux européens.

Naissance du marché européen des capitaux.

Dès 1963, les conditions se sont radicalement modifiées, avant tout par suite des mesures prises en vue de l'assainissement de la balance américaine des paiements. La première fut l'introduction de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt qui renchérit, pour les pays industrialisés, l'émission d'obligations sur la place de New York et, par conséquent, les éloigna du marché américain. Cette mesure n'entra en vigueur qu'en septembre 1964 mais avec effet rétroactif au 19 juillet 1963. La seule annonce de cette taxe d'égalisation des taux d'intérêt eut déjà pour conséquence un déplacement vers l'Europe de l'émission des emprunts étrangers tombant sous le coup de cette disposition. Selon une étude publiée par la "Federal Reserve Bank" de New York, le montant des titres étrangers mis en souscription aux Etats-Unis a passé de \$ 1441 millions en 1963 à \$ 1148 millions en 1964; les émissions de titres touchés par la dite taxe ont diminué en passant de \$ 569 millions à \$ 26 millions, alors que parallèlement celles de titres non soumis à la taxe progressaient de \$ 872 millions à \$ 1122 millions. Pendant ce temps, sur le marché européen des capitaux, on constatait une

augmentation des émissions effectuées par les pays et organisations soumis à la taxe américaine d'égalisation des taux d'intérêt; ainsi, ces émissions se sont élevées de \$ 493 millions en 1963 à \$ 836 millions en 1964. Certes, les émissions mises en souscription en Europe par des pays et organisations non soumis à la taxe ont également considérablement augmenté, passant de \$ 76 millions à \$ 294 millions.

Néanmoins, la nouvelle taxe américaine n'a pas eu que des conséquences négatives pour l'Europe, comme on pourrait le déduire des chiffres précités; au contraire, elle a également contribué à la formation d'un marché financier d'envergure internationale et efficace en Europe, les sociétés et institutions en quête de fonds, pratiquement exclues du marché américain, se voyant contraintes de demander à l'Europe l'argent dont elles avaient besoin; or, l'expansion rapide du marché dit des euro-dollars leur offrait des conditions particulièrement favorables. Jusqu'en 1963, seuls les emprunts étrangers traditionnels comptaient pratiquement, c'est-à-dire ceux dont le consortium de banques, la monnaie d'émission et les bourses étaient de la même nationalité. Les emprunts internationaux, soit en d'autres termes les euro-obligations, organisés par des consortiums internationaux de banques et placés simultanément dans plusieurs pays à la fois, n'atteignaient en 1963, selon des indications de la Banque des Règlements Internationaux, que \$ 137 millions. En 1965, ils étaient déjà huit fois plus élevés et jusqu'en 1967 ils sont même devenus treize fois plus importants - totalisant \$ 1861 millions -, tandis que les emprunts étrangers traditionnels, durant le même laps de temps, n'augmentaient que modestement. La part des emprunts internationaux à l'ensemble des emprunts publics ou privés émis à l'étranger a passé ainsi de 7% à 44%. Au contraire des émissions étrangères sur les marchés intérieurs des capitaux, les emprunts internationaux ne sont soumis à aucune autorisation particulière dans les plus importants centres d'émission que sont Londres, Francfort et Luxembourg, et peuvent être libellés en une seule ou en plusieurs monnaies. Certains instituts américains font également partie des

consortiums internationaux d'émission, bien que, pour des raisons juridiques ou économiques - les taux d'intérêt pratiqués n'étant pas intéressants -, ils ne puissent acquérir de telles obligations pour leur propre compte ou pour leurs clients aux Etats-Unis; ainsi, ils ne font, la plupart du temps, que négocier le placement de ces emprunts à l'étranger.

Le marché international des émissions a attiré de nombreux investisseurs d'Europe, d'Amérique du Sud et du Proche-Orient, qui souscrivaient autrefois des emprunts étrangers émis à New York, et les a incités à échanger leurs titres américains contre des euro-obligations dont le rendement est supérieur. En revanche, il absorbe également une partie de l'épargne de différents Etats européens. La charge qui en résulte pour les marchés intérieurs de ces différents pays peut être considérée comme restant dans des limites supportables aussi longtemps qu'elle ne porte pas préjudice à l'approvisionnement en capitaux de leurs propres industries et de leurs pouvoirs publics.

En 1964, alors que le marché des emprunts internationaux gagnait peu à peu en importance, le 59% des nouvelles émissions revenait à l'Europe; en 1967, cette quote-part n'était plus que de 49% et elle devrait encore diminuer en 1968. Cette participation réduite de l'Europe va de pair avec une plus forte mise à contribution de ce marché par les Etats-Unis. D'ailleurs, pour l'industrie américaine qui, pour des raisons touchant à la politique de la balance des paiements, fut empêchée de financer directement ses investissements à l'étranger depuis 1965, ledit marché a vu le jour au bon moment. 1965 marque en effet l'instant où, pour la première fois après plus de cinquante ans, les emprunteurs américains recoururent à nouveau à l'étranger dans une mesure importante. Pourtant, contrairement à ce qui était le cas autrefois, les sociétés américaines n'ont pas investi cette fois dans leur propre pays la majeure partie des fonds qu'elles se sont procurés hors des Etats-Unis, mais elles les ont consacrés avant tout à consolider leur position à l'étranger. Et afin de pouvoir payer les intérêts sans déduction fiscale, de nombreuses entreprises ont même créé leur propre société

financière en Europe, au Luxembourg en particulier. Entre 1965 et 1967, les entreprises américaines ont émis en moyenne un tiers environ du montant total des emprunts internationaux placés en Europe.

L'annonce du nouveau programme d'assainissement de la balance américaine des paiements, au début de 1968; a engagé les sociétés américaines à se tourner encore davantage vers le marché européen des capitaux; celui-ci connut ainsi une nouvelle impulsion. Au cours du premier semestre déjà, le montant des émissions s'est élevé à \$ 1713 millions, soit presque autant que pour l'ensemble de l'année 1967 (\$1861 millions). La part des émetteurs américains s'est élevée à \$ 1291 millions ou 75 % du montant total émis. Dans ces conditions, il n'est guère étonnant que cette exceptionnelle mise à contribution du marché ait entraîné certaines difficultés de placement et une hausse des taux d'intérêt. Selon l'avis d'importants instituts d'émission londoniens, il semble, sur la base des expériences faites présentement, que le recours au marché européen des capitaux deviendrait plus sélectif et qu'en principe seules les grandes entreprises internationales - donc en majeure partie américaines - seraient à l'avenir en mesure de se procurer des euro-fonds à des conditions supportables. En considérant cette situation créée par les besoins financiers constants de l'industrie américaine, situation qui ne saurait à la longue demeurer sans effet sur les divers marchés nationaux européens, on pourrait être tenté de retourner à l'adresse des Etats-Unis les exhortations du Secrétaire américain au Trésor dont il était question au début de cet exposé.

L'accumulation d'emprunts américains sur le marché européen des capitaux au cours de cette année montre d'autre part à l'évidence - sauf, peut-être, à l'intérieur d'un système ou d'une entité économique tel que le marché commun - le caractère aléatoire d'une libéralisation intégrale des marchés financiers, telle que la préconisaient tout récemment d'éminents représentants de l'économie privée et d'institutions internationales lors d'une conférence organisée à Cannes par l'Institut Atlantique et l'OCDE au début de 1967.

Si nous prenons l'exemple de la Suisse, nous voyons que la Banque Nationale, en vertu des pouvoirs qui lui sont conférés par la loi, a toujours exercé un certain contrôle sur la mise à contribution en volume du marché suisse des capitaux par les emprunts étrangers tandis que le syndicat d'émission n'a jamais cessé de veiller à ce que les emprunteurs économiquement faibles aient également leur chance; ainsi, 17% seulement du total des emprunts étrangers émis dans notre pays entre 1963 et la fin du premier semestre de 1968 sont revenus à des entreprises américaines, alors que ces dernières ont absorbé le 39% des euro-obligations mises en souscription sur le marché international des capitaux. En raison du manque de coordination entre les maisons d'émission et les consortiums qu'elles dirigent, c'est la loi du plus fort qui règne actuellement sur le marché des emprunts internationaux, avec toutes les conséquences que cela implique: marché périodiquement surchargé, taux d'intérêt à la hausse et chute de cours des emprunts émis précédemment. Or, pour l'économie mondiale prise dans son ensemble, il n'est pas souhaitable que l'épargne disponible soit mobilisée sans qu'aucun principe ne préside à sa distribution.

Le handicap des banques suisses sur le marché des euro-émissions

La participation tardive et relativement modeste des banques suisses aux emprunts internationaux est due à des causes diverses. La participation en nom à de telles émissions est soumise aux mêmes conditions d'autorisation que celles qui s'appliquent aux emprunts étrangers émis en Suisse. Par suite de la politique restrictive pratiquée jusqu'en 1966 par la Banque Nationale dans le domaine de l'exportation de capitaux, les banques suisses se sont trouvées pratiquement exclues de toute participation "en nom", bien qu'elles devaient souvent acquérir en grand nombre les titres de telles émissions pour le compte de leurs clients étrangers, en particulier aussi longtemps que les avoirs de ces derniers ne pouvaient, selon l'arrêté fédéral en vigueur jusqu'en 1966, être placés en titres suisses et que les emprunts étrangers émis en francs suisses ne suffisaient pas à satisfaire la demande.

En 1966, la Banque Nationale relâcha quelque peu sa politique restrictive pour éviter que notre pays ne perde son importante position en tant que place financière internationale. Pourtant, en cas de participation en nom à des euro-émissions, les banques doivent, encore aujourd'hui, s'engager normalement à placer la moitié de leur quote-part auprès de leurs clients étrangers et renoncer à toute publicité en Suisse en faveur de tels emprunts.

En août 1966, un syndicat de banques suisses se constitua dans le but de participer en nom, en collaboration avec des instituts étrangers, à des émissions internationales libellées en monnaies étrangères. Le syndicat entra en action pour la première fois lors de l'émission, en septembre 1966, de l'emprunt 6 3/4% de Philips International S.A., Luxembourg, d'un montant de \$ 25 millions. L'entrée en lice de ce syndicat n'a cependant pas exercé l'influence que l'on souhaitait sur le marché des émissions internationales. Le consortium suisse ne prit part, en 1967, qu'à sept émissions internationales, pour lesquelles il a participé à raison de fr. 299 millions, ce qui représente à peine 4% du prélèvement global opéré sur le marché européen des capitaux; cette part du consortium suisse est donc bien modeste.

Il y a diverses raisons à la faiblesse de cette participation. La pratique qui régit les affaires d'émissions internationales ne laisse en effet que très peu de temps pour constituer un syndicat d'émission, si bien que la demande d'autorisation nécessaire à la Banque Nationale Suisse entraînant une certaine perte de temps en soi, a rendu impossible, dans certains cas, la participation du groupe des banques suisses. Toutefois, cet inconvénient a pu être surmonté par la suite grâce à l'attitude compréhensive de la Direction de notre institut d'émission. Par contre, le volume très restreint d'émission accordé par ce dernier constitue un handicap certain. Dans son appréciation, la Banque Nationale se laisse influencer par les incidences qu'une participation plus active au marché des émissions internationales pourrait avoir sur le niveau interne des taux d'intérêt en Suisse.

Dans les milieux bancaires, on comprend parfaitement que la priorité soit accordée à une couverture suffisante des besoins internes de capitaux et qu'il faille en tenir raisonnablement compte lorsque l'on considère les émissions en faveur de débiteurs étrangers. Mais, d'autre part, il ne faut pas perdre de vue que le marché des emprunts émis par des débiteurs suisses ne peut compter que sur le cercle assez restreint d'acquéreurs proprement indigènes à cause de l'impôt anticipé de 30% prélevé à la source, impôt que les détenteurs étrangers ne peuvent se faire rembourser. Ainsi, ce marché n'entre guère en ligne de compte pour des bailleurs de fonds étrangers, même après la levée d'interdiction frappant le placement de capitaux étrangers dans notre pays. En revanche, les obligations libellées en francs suisses et émises pour compte de débiteurs étrangers ne sont pas, pour le porteur, soumises à l'impôt à la source et de tels titres sont alors souscrits principalement par des étrangers. Sans pour autant porter atteinte à l'impératif de satisfaire d'abord les besoins indigènes de capitaux, il devrait être possible, en augmentant l'émission d'emprunts étrangers en francs suisses, de contrôler à nouveau une partie de cette masse de capitaux qui sont aujourd'hui exportés sous la forme d'achat d'obligations en monnaies étrangères.

Un autre élément défavorable à l'activité suisse dans ce domaine est constitué par le droit de timbre fédéral sur titres qui doit être acquitté par les sociétés - émettant un emprunt avec participation en nom des banques suisses - sur tous les titres acquis par des souscripteurs domiciliés en Suisse ou au Liechtenstein. Les emprunts par obligations convertibles sont même frappés deux fois par le droit de timbre fédéral sur titres: soit d'abord de 1,2% lors de l'émission de l'emprunt, puis ensuite de 0,9% pour les actions qui, plus tard, pourront être acquises en échange des obligations convertibles; le tout, soit 2,1%, doit être réglé lors de l'émission, même si aucune conversion n'intervient par la suite. En conséquence, alors que durant les huit premiers mois de cette année 48 émissions internationales sur un total de 98 furent en obligations convertibles,

leur montant atteignant \$ 1559 millions, soit près de 65% du montant total des 98 émissions qui s'éleva à \$ 2349 millions, le syndicat suisse ne put participer qu'à deux emprunts et cela pour un montant partiel correspondant à fr. 95 millions. Les sociétés en quête de capitaux ont marqué leur préférence pour la forme de l'emprunt convertible parce qu'elle leur offre la possibilité d'éviter, dans une certaine mesure, la hausse des taux d'intérêt, et les souscripteurs lui donnent la préférence parce que leur confiance en la stabilité du système monétaire international est ébranlée. Les obligations convertibles en actions sont en effet considérées comme une sorte de garantie contre le risque d'éventuels changements de parités monétaires. De l'avis des banques londoniennes engagées sur ce marché, les emprunts convertibles en euro-obligations sont des placements si souples et si intéressants qu'ils vont probablement continuer pendant longtemps encore à jouir de la faveur du public. Or, dans les conditions présentes et pour les raisons énoncées plus haut, la Suisse n'a guère de chances, pour un certain temps encore, de jouer un rôle plus important sur le marché international des capitaux en Europe. Il est vrai que les emprunts internationaux auxquels un consortium suisse participe, jouissent de l'incontestable avantage d'être cotés dans notre pays et, ainsi d'être traités sur un marché bien organisé; cependant, ce seul avantage ne suffit pas à compenser les inconvénients qui rendent une participation des banques suisses à de telles émissions difficile actuellement.

Si cependant, à titre de conclusion, nous voulons faire abstraction de cas d'espèce et de questions particulières pour examiner le problème du financement de la croissance dans son ensemble, je crois que quelques considérations générales s'imposent que je vais tenter de résumer très brièvement comme suit :

- 1) Les possibilités de financement aussi bien du secteur public que de celui de l'économie privée sont conditionnées par le volume total d'épargne disponible, tout d'abord à l'intérieur

*E'infamato
suite la
politique
traditionnelle*

de chaque économie nationale et en plus dans l'ensemble des économies jouissant d'un régime de libre transfert des capitaux.

- 2) D'une façon générale, nous constatons que la cadence de formation de capitaux à l'intérieur de la plupart des économies nationales reste en retard sur l'augmentation des besoins.
 - 3) La répartition des capitaux disponibles entre le secteur public et le secteur privé, pose des problèmes d'autant plus difficiles à résoudre qu'une économie privée étranglée par des demandes excessives du secteur public finit par ne plus pouvoir fournir à ce dernier les recettes dont il a besoin.
 - 4) Le financement de l'infrastructure qui comprend, entre autre, les domaines des voies de communication, de l'éducation, de la recherche, de la santé et de la sécurité publiques, de l'épuration des eaux, de l'habitation, des assurances maladie, invalidité et vieillesse etc. exige des sommes toujours plus importantes parallèlement avec l'amélioration générale du niveau de vie.
 - 5) Les entreprises^{intéressées} de leur côté éprouvent des besoins d'investissements grandissants dans la mesure où le besoin de se moderniser et d'améliorer la productivité se fait sentir avec plus d'acuité, face notamment à des demandes de salaires toujours en augmentation.
 - 6) En même temps, nous sommes confrontés par les besoins de financement pressants des pays en voie de développement. Les possibilités d'y faire face sont cependant d'autant plus limitées que les aspirations diverses à l'intérieur des pays hautement développés font l'objet de pressions politiques souvent irrésistibles.
-

Il s'ensuit, à mon avis, que nos efforts devraient tendre à faire comprendre à la grande masse de nos concitoyens aussi bien qu'à nos politiciens que nous ne pouvons échapper à la nécessité d'établir et d'admettre certaines priorités tant au point de vue national où les ressources disponibles doivent être réparties équitablement entre l'Etat et l'économie privée qu'au point de vue international où nous ne pouvons éviter l'obligation de tenir compte des aspirations légitimes des peuples moins favorisés. On ne saurait méconnaître en effet que notre sort se trouve, à la longue, lié d'une façon indissoluble à celui de ces derniers.

XXIème "Table Ronde" de
l'ASSOCIATION POUR L'ETUDE DES PROBLEMES DE L'EUROPE

Lausanne, 15-16 Novembre 1968

Rapport de M. Jacques BRANGER

Président de l'Association Européenne de Développement
Administrateur du Groupement Financier International

VERS UN MODELE EUROPEEN DE BANQUE

Monsieur le Président, Mesdames, Messieurs,

Au moment où j'envisage de mettre un terme à ma carrière de professeur d'Economie et de Technique Bancaires, vous me faites la charité de me remettre sur le banc des candidats pour traiter un sujet en un nombre limité de jours et de pages. Je vous remercie d'avoir mis sur votre Table Ronde l'eau de la Fontaine de Jouvence, à la disposition de votre rapporteur.

Redevenu, grâce à vous, un élève appliqué, je ne puis pas ne pas suivre un conseil que j'ai toujours donné : "Avant de le traiter, lisez votre sujet et relisez-le". "Vers un modèle européen de banque" : tel est-il énoncé - je me suis laissé dire qu'il a déjà effrayé deux candidats illustres qui, dès qu'ils l'ont connu, ont sagement renoncé à composer.

Pour le bien saisir, je vais donc examiner chacun de ses termes, en commençant par le dernier :

Il s'agit de Banque : la France a donné, depuis vingt-trois ans, une définition légale de ce substantif, dont l'emploi, depuis Law, a une histoire mouvementée. Ne fut-il pas banni des bons usages pendant tout un siècle ? Et aujourd'hui, pour en éviter l'abus, la loi punit de peines sévères ceux qui l'utiliseraient en dehors de son acception légale. Mais l'Europe n'a pas suivi la France, qui distingue les banques et les établissements financiers. Aussi bien retiendrai-je le sens large du mot et traite-

rai-je tout ensemble des organismes qui font professionnellement des opérations bancaires et financières.

Europe : tel est l'avant-dernier mot du sujet. A quelle Europe sera destiné le modèle que l'on m'invite à esquisser ? A une Europe des Six ? Des Dix ? Des Quinze ? Sans y comprendre, bien sûr, la Suisse, vais-je y mettre l'Angleterre ?

La réponse qui sera donnée à cette simple question est pourtant de nature à influencer sur l'évolution probable de l'économie bancaire européenne, qui retrouve actuellement des limites à l'Est, où un battardeau de fer empêche, pour un temps, les eaux de l'Oural de venir se mêler à celles de l'Atlantique.

Il me faut demeurer également dans l'incertitude quant au choix à faire entre l'Europe des Patries, l'Europe des Etats, l'Europe des Nations. Les yeux fermés aux difficultés, je retiendrai, si vous le voulez bien, la conception à la mode de l'Europe des Régions, qui a, au reste, mes préférences.

Le troisième terme de mon sujet est-il, au moins, sans ambiguïté ? Qu'est-ce qu'un modèle de banque ? Comme de nos jours, depuis un certain mois de mai, les livres sont permis dans les salles d'examen, j'ai apporté mon Littré. De modèle de banque, il n'est point question, et je ne puis noter que cette phrase de Diderot : "Je connais un jeune homme plein de goût qui, avant de jeter le moindre trait sur la toile, se mettait à genoux et disait : "Mon Dieu, délivrez-moi du modèle !" Que ne puis-je l'imiter !

Il me reste donc les deux premiers mots du sujet : Vers un ... Mais pourquoi un ? Une firme automobile européenne n'a-t-elle pas un modèle "sport", un modèle "grand tourisme", un modèle "ville" ? Une même marque se présente de nos jours sous plusieurs modèles, correspondant à divers usages.

Il n'y a donc dans le titre qu'un seul mot qui n'appelle pas la contestation : c'est le mot vers. Je me sens avec lui sur un terrain solide : celui du futur. Mon propos sera donc consacré à la prospective bancaire, et je suis aussitôt tenté d'ouvrir mon second livre de chevet : celui d'Herman Kahn, Directeur de l'Hudson Institute, et d'Anthony Wiener, Président du Research Management Council, intitulé "L'an 2.000 ou un Canevas des spéculations pour les 32 prochaines années". J'y recourrai tout-à-l'heure quand je parlerai des besoins créés par les innovations futures. Mais je tiens dès maintenant à vous rassurer : Il y a quelques mois, dans un colloque très sérieux, j'ai entendu un rapporteur parler des banques de demain : elles étaient devenues extra-terrestres. Toutes les banques de la terre étaient concentrées en un satellite qui enregistrait tous les comptes, effectuait entre eux tous les virements de la terre et donnait à chacun de ses habitants, sur un simple appel,

sa situation active et passive. Ainsi revenions-nous aux techniques ancestrales qui permettaient de lire sa fortune dans les astres. Je n'irai pas jusqu'à satelliser les banques et je vous parlerai simplement, d'abord d'architecture financière, puis d'ingénierie bancaire, nouveaux métiers que je m'efforce de pratiquer humblement.

*
* . *

L'angle d'attaque du sujet étant défini, je voudrais l'aborder en partant d'une profession de foi personnelle sur le rôle des banques dans l'avenir. Le rôle éminent que doit s'assigner la Banque dans la Cité est de mettre l'Argent au service du Progrès. Si elle n'y réussit pas, le capitalisme aura sans doute perdu sa raison d'être et avec lui s'effondrera une certaine forme de société et de civilisation.

C'est pourquoi je crois que le sujet que vous m'avez confié est sérieux et je mesure ma faiblesse pour parvenir à des conclusions, après avoir jeté un regard rapide sur quelques points de vue, seulement, pour ne pas lasser votre bienveillante attention.

L'Europe sera donc formée, par hypothèse, d'importantes régions. Au reste, les tenants d'une politique de développement régional sont conscients que c'est la meilleure voie pour conduire à la constitution de l'Europe. Il faut des régions vastes et fortes, pour atténuer le vieil antagonisme entre les nations qui les groupent aujourd'hui.

Les régions nouvelles doivent être tracées en tenant compte qu'elles sont appelées à devenir demain des régions de l'Europe. L'examen de projets de carte d'une Europe des régions permet d'entrevoir un découpage satisfaisant, où s'insèrent harmonieusement les petits pays. M. Patrick Graham a écrit, dans une étude sur la Banque américaine en Europe : "Il y a quelques années, la Chase Manhattan Bank publiait une carte d'Europe où les différents pouvoirs d'achat de chacune des régions économiques étaient représentés par des coloris plus ou moins foncés. Il était alors étonnant de constater que les frontières nationales n'étaient même pas reproduites sur la carte. Au contraire, on percevait les frontières économiques existant entre le Nord et le Sud de l'Italie, ainsi que les groupes et régions à revenu élevé, sans qu'un lecteur non averti puisse penser qu'il existât un autre découpage, politique et administratif".

Les personnalités régionales devront équilibrer la personnalité européenne et alors le Marché Commun pourra apparaître, ainsi que d'aucuns le souhaitent, comme la Chambre de Commerce des régions d'Europe.

Mais la région ne sera une entité vigoureuse que si la décentralisation financière accompagne la décentralisation administrative, que si, en dehors des structures nouvelles de finances publiques, se constituent des structures nouvelles pour la finance privée, que si se créent des banques régionales ayant un certain chauvinisme, que si ces banques ont pour unique champ d'action celui de la région, donc une compétence territoriale limitée. Ainsi, s'intéresseront-elles aux entreprises ou particuliers de leur région et pourront-elles satisfaire leurs besoins, qu'il s'agisse notamment de leurs règlements ou de la mobilisation de leurs créances.

Elles devront servir plus particulièrement les petites et moyennes entreprises et faciliter les activités de sous-traitance.

Ce type de banque commerciale des régions de l'Europe pourra, bien entendu, avoir comme participants des groupes relevant des diverses souches européennes.

Des voix autorisées se sont élevées ou s'élèveront, dans cette salle qui compte tous les Charlemagnes de l'Europe financière, pour dire ce que seront les marchés de capitaux de l'Europe de demain.

Je ne me hasarderai pas sur ce terrain, même pour présenter le marché des euro-crédits, où je souhaitais que se négocient des effets revêtus de la signature d'euro-banques spécialisées.

Il faut à l'Europe des organismes spécialisés dans les investissements, traitant seulement d'émissions, de souscriptions et de diffusion d'actions et d'obligations. Il lui faut donc des banques d'investissements et des fonds de placement aux techniques unifiées. Le succès des opérations réalisées dans le domaine des euro-émissions montre la maîtrise des précurseurs et il n'y a aucune raison pour que les résultats obtenus hors d'Europe ne puissent être atteints en Europe.

En dernier lieu, je veux présenter un troisième modèle de banque qui me semble indispensable à l'Europe de demain : les banques spécialisées dans le financement de l'innovation. Dans ma pensée, elles doivent succéder aux banques d'affaires dans une partie de leur rôle.

Le progrès scientifique et ses applications techniques vont faire apparaître des besoins d'un type nouveau, en dehors de ceux d'une société post-industrielle. Sur ce point, je voudrai être concret et ne puis mieux faire que de prendre ce Rapport de la Commission de l'An 2.000, qui publie :

- les cent innovations qui apparaîtront d'ici la fin du siècle.
- les vingt-cinq autres qui ont une certaine chance.
- les dix autres, enfin, dont la naissance est encore incertaine.

Il faut des banques d'innovation pour promouvoir ces techniques nouvelles, attendues d'ici la fin du siècle, qu'il s'agisse de masers ou de lasers, de matériaux de pointe, de procédés automatiques de fabrication par calculateurs, d'utilisations d'explosifs nucléaires, d'usage courant de sources individuelles d'énergie, de lunes artificielles pour éclairer durant la nuit, de routes permettant la conduite automatique, de la création de plantes et d'animaux vivant artificiellement, sans parler de la modification du système solaire ou de la programmation des rêves : toutes ces techniques demandent des crédits dont il faut imaginer les modalités.

J'en veux pour exemple le seul développement de l'informatique dans la gestion et dans la production. Les investissements informatiques vont représenter d'ici la fin du siècle une part importante des investissements à financer et le hardware - central et périphériques : la quincaillerie - ne constituera plus qu'une faible dépense par rapport à celle du software.

De plus, l'utilisation des gros ordinateurs en temps partagé connaîtra un très grand développement, d'où la nécessité de formes nouvelles de crédits, adaptées à des besoins dont l'appréciation difficile exige des spécialistes. En ce domaine, il faut donc envisager, par exemple, à côté du leasing de périphériques, des crédits software et des crédits assortis de garanties mutuelles organisées par des groupements auxiliaires d'utilisateurs d'équipements informatiques.

*
* *

Jusqu'à présent, nous avons fait de l'architecture financière, en traitant des structures et des institutions futures du système bancaire européen. Je vous propose maintenant de faire un peu d'ingénierie bancaire.

Certaines créations empiriques sont devenues des institutions. Ainsi le marché des euro-dollars a gagné une existence indépendante dès déficits de la balance des Etats-Unis. Le recours aux émissions internationales d'obligations convertibles survivra aux conditions qui l'ont fait naître. De même l'utilisation des certificats de dépôts négociables.

Il s'agit là de techniques nouvelles auxquelles bien d'autres viendront s'ajouter, et qui conduiront peut-être au "crédit automatique en temps réel".

Mais, laissant la gestion de l'actif et ses spectaculaires innovations, je voudrais examiner quelques mutations profondes qui vont affecter la gestion du passif. L'usage des télex et des ordinateurs va se généraliser et il n'est pas difficile d'imaginer que les sociétés pourront avoir un jour des liaisons directes entre leurs computeurs et qu'ainsi elles pourront assurer entre elles leurs règlements. Qu'advient-il, dans ces conditions, des dépôts de sociétés dans les banques ?

Dans le cas où les entreprises renonceraient à assurer elles-mêmes leurs services bancaires, chercheraient-elles de simples sous-traitants à l'extérieur ? Et si, un jour, les sociétés industrielles venaient à accéder directement au marché monétaire, que resterait-il pour la banque ?

Surtout si, dans le même temps, ces mêmes sociétés assuraient, dans une mesure de plus en plus importante, leur autofinancement.

Le bon sens l'emportera, je l'espère, pour libérer les banques captives, mais il conviendra que, par réciprocité, soit pratiquée la Banque pure, qui doit assurer sa pérennité par l'utilité des services qu'elle rend et par son souci d'adaptation permanente du métier bancaire à l'évolution technologique.

Il y a dix ans, la technique a permis d'utiliser les chèques magnétiques. Les banques équipées pour le traitement de l'information ont pu, dès lors, rendre des services à leur clientèle en se chargeant de certains problèmes de paye du personnel et de comptabilité.

Très rapidement, va arriver le temps où on ne voudra plus faire circuler du papier, même magnétique, mais faire circuler l'information qu'il contient. D'aucuns entendent non seulement une "checkless society", mais une "cashless society", où nous n'aurons point d'argent en poche, mais une carte universelle, connectable par un périphérique à des computeurs qui reconnaîtront à votre simple appel votre "empreinte vocale" et qui, alors, réaliseront toutes les opérations bancaires que vous souhaiterez.

Et puis l'ordinateur participera à la gestion de la banque et déjà des auteurs décrivent les tâches qu'il accomplira dans une gestion intégrée ; lancement de marketings, simulation de stratégies, optimisation de portefeuilles, analyse de risques, hiérarchisation d'affectations de ressources.

Considérant qu'une telle évolution est inéluctable, le banquier aura l'intelligence de ne pas s'y opposer, mais d'apporter son concours à ses clients pour collaborer au meilleur rendement de sa trésorerie qui, dès lors, sera gérée comme ses stocks - avec contrôle des mouvements, accélération des rentrées, diminution des temps morts, prévision des besoins, placement des excédents. Il en résultera encore une diminution des dépôts à vue, mais la banque s'assurera des soldes techniques créditeurs et, en récompense de ses bons offices, obtiendra sans doute des dépôts volontaires.

De tout temps, le banquier qui, par définition, a la confiance de ses clients, est leur confident et leur conseil. Il verra son rôle de prestataire de services se développer avec l'évolution des sociétés vers de plus grandes dimensions et vers un plus haut degré d'internationalisation des affaires.

*
* *

Au moment où je vais vous rendre votre attention et craindre votre jugement, il me semble percevoir l'écho de votre critique :

"Le système bancaire que vous venez d'esquisser et les méthodes que vous venez de décrire rappellent étrangement l'appareil bancaire américain, avec ses banques commerciales, ses banques d'investissements, son "venture capital" et ses règles de management".

J'avoue que j'ai découvert après coup cette similitude, mais était-ce une raison pour détruire l'ouvrage ? Et je me suis pris à penser que l'avance de l'Amérique était peut-être due à la manière dont avait été financé son dynamisme et qu'en fin de compte, le plus court chemin pour rattraper un "gap" était peut-être de prendre un modèle qui a fait ses preuves.

Je vous avouerai sincèrement que je crois, en ce qui concerne mon pays, qu'il n'aurait, lui, rien à y perdre, si l'Europe avait tout à y gagner.

J'ai donc pris le risque de traiter le sujet de telle manière que je pourrais m'entendre dire en concluant :

"Il aurait été plus simple de répondre à la question qui vous a été posée par cette simple affirmation, qui nous aurait fait gagner du temps : le modèle européen de banque, c'est le modèle américain".

Peut-être auront-ils une certaine ressemblance, mais un oeil averti ne pourra jamais les confondre.

Si je vous le laissais croire, je prendrais un second risque : celui d'être démenti par un sursaut des traditions bancaires de l'Ancien Monde.

Jacques BRANGER

10 Octobre 1968

XXIe TABLE RONDE DES PROBLEMES
DE L' EUROPE
15/16 novembre 1968

Robert Dhom

Membre de la Direction Générale
de la Commerzbank Aktiengesellschaft

"Le Marché des Eurodevises au Service
de l' Expansion"

Mesdames et Messieurs,

C'est un honneur pour moi d'avoir été chargé de vous faire un rapport sur le marché des Eurodevises au service de l'expansion. Vu le fait que vous-mêmes, mes auditeurs, êtes des experts de la vie économique et financière internationale, je peux traiter de façon relativement brève l'origine et le schéma fonctionnel de ce marché et me servir du temps ainsi gagné pour vous donner une analyse de ce qui se passe actuellement sur le marché ainsi qu'une prévision sur l'évolution du marché à l'avenir.

En même temps nous aurons à vérifier en quelle mesure le marché des Eurodollars en tant que partie du marché financier européen a contribué à une expansion de nos économies nationales, sujet principal de notre présente réunion.

Permettez-moi tout d'abord une mise au point de terminologie. Selon les chiffres publiés par la Banque pour les règlements internationaux, sur lesquels je m'appuie dans une large mesure, environ 81% de la totalité des créances et engagements des 8 pays européens soumis à la statistique étaient, en 1967, libellés en US-dollars. Le deutschemark figurait en 2ème place avec une participation au marché de 8%, suivi à quelque distance du franc suisse et, en quatrième place, de la livre anglaise avec environ 4%. Les positions dans les autres monnaies de l'Europe Occidentale étaient de relativement faible importance. Sauf votre accord, je voudrais donc plutôt parler d'un marché des Eurodollars que d'un marché des Eurodevises, bien que la localisation "euro" ne soit pas exacte, l'utilisation de ces moyens de paiement ne se limitant pas à l'Europe.

L'heure de naissance de ce marché se situe vers 1955 et ne peut être fixée de façon précise. Il est toutefois incontestable que ce marché qui a été observé assez longtemps avec une certaine méfiance par les directions des banques d'émission et des banques commerciales ne doit

pas son origine à une planification. Il s'est plutôt formé quand, pour la première fois, le directeur d'une succursale de banque américaine en Europe décida de ne pas se contenter d'un faible taux d'intérêt pour ses dépôts en dollars à New York et quand, d'autre part, le cambiste d'une banque européenne proposa à son directeur de financer les transactions du client importeur de sa banque par un "prêt en US-dollars" limité à 90 jours à la place d'un crédit d'acceptation onéreux en dollars.

Cet exemple, Mesdames et Messieurs, indique quelques raisons essentielles de la naissance du marché des Eurodollars. Il y a tout d'abord la demande universelle du moyen de paiement et de transfert le plus important, demande qui résultait des besoins élevés d'importation de l'Europe occidentale dans l'après-guerre, la possibilité d'un ménagement des réserves ouest-européennes assez justes en devises et, finalement, du côté du prêteur, un intérêt conforme aux tendances du marché du moyen de paiement demandé.

Le nombre de causes auxquelles le marché des Eurodollars doit son origine n'est toujours pas épuisé. La forme de crédit choisie laissait intacte le contrôle des changes qui était dans une large mesure en vigueur en Europe occidentale vers le début des années 1950 et, ce qui est important, il n'y avait pas de problèmes de bonité pour le créancier, les participants à ce marché étant exclusivement des banques d'une bonité indubitable.

En comparant la structure du marché des débuts de l'Eurodollar à la structure du marché actuel, on distingue les différences essentielles suivantes:

1. Comme déjà mentionné, les participants au marché étaient, à l'époque, uniquement des banques commerciales de renommée internationale. De nos jours le cercle des participants s'est sensiblement élargi. A côté de banques moyennes et petites il y a aussi des entreprises industrielles et commerciales qui travaillent dans les affaires internationales.

Leur participation est actuellement estimée à presque 40-45%. En plus sont devenus partenaires de ce marché les banques d'émission des pays qui fournissent des rapports à la Banque pour les règlements internationaux. Leur participation au marché était de presque 20% fin 1967.

2. Les durées d'octroi ont fortement changé. Si au début du marché des Eurodollars un crédit de 90 jours était de règle, nous trouvons maintenant des crédits de durées très variables qui peuvent être groupés en trois catégories:

- a) le crédit Eurodollars à court terme (90 à 360 jours),
- b) le crédit Eurodollars à moyen terme (durée 1 à 5 ans),
et finalement
- c) le crédit Eurodollars à long terme (durée 5 à 15 ans).

Les rapports des banques européennes qui font régulièrement parvenir leurs statistiques à la Banque des règlements internationaux ne permettent malheureusement pas de ventilation précise des positions en dollars selon les durées. Il ressort toutefois d'une estimation prudente que si vous partez de l'équation " crédits à court et à moyen terme = 100", la part des crédits d'une durée de plus d'un an et jusqu'à 5 ans s'éleva déjà à environ 25% de tous les crédits en Eurodollars à la fin de l'année passée.

En ce qui concerne l'emploi à long terme de l'Eurodollar, nous pouvons le chiffrer assez précisément à environ 2,2 milliards de dollars = 10% des disponibilités totales sur le marché de l'Euro-dollar.

3. Finalement c'est la structure régionale du marché qui a changé. Au début du marché des Eurodollars, environ 90% de tous les fonds provenaient des avoirs en dollars des banques nord-américaines en Europe occidentale. Le reste se répartissait sur les avoirs en

dollars de banques européennes, y compris celles de l'Europe orientale, dont l'importance pour la mise sur pied du marché ne devrait pas être sous-estimée. Actuellement la part des fonds affluant directement des Etats-Unis est considérablement plus petite dans le marché total des Eurodollars. Ce n'étaient que 10 % des fonds engagés au marché des Eurodollars fin 1967 contre 60 % de l'Europe occidentale et à peine 7 % du Moyen Orient; le reste de 23 % se répartissait sur tous les autres pays du monde. Et l'emploi des fonds a autant changé que leur origine.

Si au début du marché des Eurodollars les emprunteurs étaient surtout originaires d'Europe occidentale, environ un tiers de tous les crédits octroyés sur le marché se répartissait sur des banques nord-américaines et des sociétés filiales américaines en Europe occidentale fin 1967, un autre tiers sur des banques européennes et autres entreprises de ce continent. Le tiers restant se répartissait sur les autres pays du monde, dont fin 1967 la moitié sur le Japon suivi à quelque écart de l'Europe orientale.

L'analyse comparative du marché actuel des Eurodollars avec l'état du marché à partir de la seconde moitié des années 1950 fait voir les tendances d'évolution à long terme. La tendance la plus évidente est sans doute celle d'un élargissement du marché. Ceci n'est pas seulement valable pour la structure régionale, mais en particulier pour la composition du marché. Sans doute la participation des banques centrales de l'Europe occidentale et du "Federal Reserve System" a été particulièrement importante. Avec une participation au marché, qui était de 20 à 25 % fin 1967 et fort variable au cours de l'année, les banques d'émission, après avoir vaincu leur méfiance initiale déjà mentionnée, se sont servies de plus en plus du marché des Eurodollars comme d'un instrument de compensation internationale de liquidités. Grâce à la politique de crédit et des opérations liées (Swap) des banques d'émission, les courants de paiement du marché des Eurodollars sont dirigés vers les pays et zones monétaires qui ont

besoin de liquidité internationale pour faire disparaître un déséquilibre temporaire de leur balance des paiements.

Cette politique tendant à une croissance économique constante et à l'évitement de phénomènes déflationnistes s'est confirmée aussi bien pendant la crise de la balance des paiements italienne en 1962/63 que lors des actions réitérées de soutien pour l'US-dollar et, enfin, pour le franc français au milieu de l'année courante. Il s'est toutefois avéré qu'il y a des limites pour cette politique des banques d'émission là où il s'agit de la suppression de déséquilibres fondamentaux de la balance des paiements. Je fais allusion aux actions de soutien pour la livre anglaise. Nous avons vu que les crédits octroyés par les banques d'émission sont, de même que la liquidité existant au marché des Eurodollars, en première ligne à court ou à moyen terme. L'utilisation de cette liquidité fait gagner du temps aux pays débiteurs jusqu'à ce que les mesures économiques nécessaires deviennent efficaces. Mais l'Eurodollar est aussi peu capable de remplacer de telles mesures qu'un crédit ne remplace le manque de rentabilité d'un débiteur.

A part l'élargissement du marché, je vois une autre tendance essentielle dans la disposition croissante des prêteurs de fonds de prêter leurs avoirs sur le marché des Eurodollars aussi à plus long terme. Le rendement d'année en année croissant de ce marché permet aux grandes banques internationales de faire des prêts en Eurodollars aussi au delà d'un an et jusqu'à 5 ans.

Avec des instituts créés spécialement à cet effet, les grandes banques contribuent à combler la lacune entre le crédit à court terme en Eurodollars et le marché des obligations à long terme. Parlé économiquement, le financement des créances sur marchandises et des stocks, donc des fonds de roulement, et en partie, même le financement d'investissements,

donc les valeurs immobilisées, a remplacé le financement des importations proprement dites. Le financement d'investissements ne se fait toutefois pas seulement selon la devise "rendre long ce qui était court"; le financement à long terme authentique gagne aussi plus d'importance bien que son volume au marché des Eurodollars, comparé au volume total du marché, ne représente avec 2,2 milliards de dollars qu'à peine 10 % de la totalité du marché.

La tendance d'évolution du marché des Euro-dollars est marquée par une croissance rapide. Déjà fin août dernier les obligations émises sur ce marché avaient dépassé la totalité du résultat pour l'année 1967. Pour mieux comprendre ce marché, il paraît nécessaire de le délimiter par rapport au marché à court et à moyen terme. Des Eurodollars et des Eurodevises résultent pratiquement de l'entretien d'avoires interbancaires et de dépôts de clients non-banquiers dans une tierce monnaie, c'est-à-dire une monnaie autre que celle du pays qui reçoit. Ces dépôts interbancaires sont la source principale des crédits en Euro-dollars à court et à moyen terme.

C'est tout à fait différent pour la mobilisation des fonds pour le marché des "Euro-bonds" ou du capital. Des consortiums internationaux de banques émettent des emprunts libellés en dollars ou l'une des monnaies d'Europe occidentale qui peuvent être vendus non seulement dans un pays déterminé, mais dans le monde entier, ceci malgré la réglementation sur les changes pour le mouvement national des capitaux qui est encore en vigueur en beaucoup de pays d'Europe occidentale. Le financement des emprunts ne se fait pas par des avoires interbancaires, mais par des avoires de clients non-banquiers, aussi bien publics que privés, qui, pour répartir les risques, préfèrent un débiteur étranger ou une monnaie étrangère ou encore les deux pour une partie de leurs placements. Il est caractéristique que les débuts de ce marché sont marqués par des mesures de réglementation des

changes et de contrôle du mouvement des capitaux aux Etats-Unis, par exemple la promulgation de la "Kennedy Tax" ou les mesures tendant à l'amélioration de la balance des paiements américaine. Le "composant dollars" qui était en 1967 cumulativement de 77 % est par conséquent d'abord proportionnellement grand. En 1967, le quota des sociétés nord-américaines figurant comme bénéficiaires de crédit était cumulativement de 27 % et s'accrut dans la première moitié de l'année 1968 à environ 75 % de tous les bénéficiaires de crédit. Malgré cela des sociétés d'Europe occidentale et d'autres firmes non-américaines figuraient parmi les bénéficiaires des crédits octroyés pour environ un autre tiers. Le reste se répartissait sur les émissions de gouvernements etc. et de débiteurs publics ainsi que d'organisations internationales de 20 pays différents. La tendance d'accroissement de ce marché est consolidée par une augmentation aussi rapide de l'intérêt et de l'amortissement annuels qui avaient déjà atteint environ 500 millions de dollars l'an à la fin de l'année 1967.

Mesdames et Messieurs, nous avons vu que le marché des Eurodollars a considérablement contribué à l'expansion des économies nationales d'Europe occidentale. Son importance pour le financement des flots croissants de marchandises et de crédits est plus grande que le font apparaître les seuls chiffres de 16 milliards de dollars et de 3,5 milliards de dollars dans les autres monnaies européennes, donc au total 19,5 milliards de dollars à fin 1967. Depuis la mise en vigueur vers la fin des années 1950 de la "convertibilité pour étrangers" qui permet aux non-résidents la libre disposition des monnaies étrangères apportées de l'étranger, le marché des Eurodollars a effectivement assumé la fonction d'un marché supranational des capitaux. Depuis plus de 40 ans, donc depuis la fin de l'automatisme de l'or, il s'est ainsi pour la première fois reformé un marché financier international qui est ouvert

au monde entier. Certes, ce marché n'est pas une institution indépendante des économies internationales et de leur évolution. Une diminution draconienne tout à fait possible du déficit en dollars dans la balance des paiements des Etats-Unis aurait certainement un effet contractif sur l'offre de dollars et, par conséquent, sur le marché des Eurodollars, mais nous avons vu que la dépendance, au moins de la source directe des dollars, n'est de loin plus aussi grande qu'il y a seulement 5 à 10 ans. Une demande plus importante de crédits, par exemple en Allemagne à la suite de l'essor conjoncturel escompté pour 1969, entraînerait sans doute un retrait d'avoirs en banque allemands du marché des Eurodollars et exercerait un effet contractif semblable à celui de la suppression du déficit dans la balance des paiements américaine. Mais l'existence du marché des Eurodollars serait-elle en danger pour cela? Je crois que non et voudrais citer deux raisons à l'appui de ma thèse:

1. Sur le marché des Eurodollars le dollar n'est pas la source, mais l'unité de compte et le moyen de transfert. Les autres monnaies européennes possèdent les mêmes droits et sont aussi importantes que lui en ce qui concerne la disponibilité de liquidité. Il en suit:
2. Le marché des Eurodollars est certes influencé par l'évolution de la conjoncture dans les pays industriels les plus importants d'Amérique du Nord et d'Europe occidentale, mais son existence ne dépend pas des faits économiques dans les différents pays. Il est exact que le marché reflète dans ses taux d'intérêt le degré de pénurie de l'offre et de la demande, mais il doit son existence plutôt à la discipline et à l'intégrité des participants au marché qui, même sans autorité de contrôle, mettront des moyens à sa disposition tant qu'ils pourront compter sur un prompt remboursement.

Si toutefois le marché des Eurodevises dépend de quelque chose, c'est en première ligne de la solvabilité de ses participants qui ont, jusqu'à présent, agi avec succès par l'élimination rapide de leurs membres faibles.

Finalement le marché dépend d'une discipline monétaire qui fonctionne et de la confiance en la monnaie de transfert. Dans cette mesure le système de Bretton Woods et le dollar, monnaie pilote et de réserve basée là-dessus, gardent leur importance aussi pour le marché des Eurodollars de demain. Si le marché peut compter sur cela, l'Euro-marché monétaire servira aussi en 1969 de réservoir collecteur pour les surplus de liquidité d'économies nationales.

La productivité croissante de cet Euro-marché monétaire se reflète au cours du premier semestre de 1968 pendant lequel les créances monétaires devraient, selon mon estimation, avoir augmenté d'environ 10 milliards de dollars et les dettes monétaires d'environ 8 milliards de dollars par rapport à la même époque de l'année précédente. L'augmentation des créances se répartissait à presque 100 % sur l'US-dollar, la croissance des dettes à un cinquième sur les monnaies européennes.

A côté de l'Euro-marché monétaire, l'Euro-marché des capitaux se distinguera par une productivité croissante. L'évolution sur ce marché ne dépend toutefois pas seulement des conditions susmentionnées pour la croissance de l'Euro-marché monétaire, mais aussi du résultat des efforts des gouvernements et des banques d'émission qui y participent, d'approcher la parité de leurs monnaies sans revalorisation ni dévalorisation du pouvoir d'achat nominal des différentes monnaies. Encore moins que l'Euro-marché monétaire, l'Euro-marché des capitaux ne supporte d'expériences monétaires. Ce qu'il faut à ce

marché où des créances à long terme sont négociées, c' est de la confiance en la continuité monétaire.

Mesdames et Messieurs, pendant ces dix dernières années le marché des Euro-devises qui est un élément compétitif authentique de l' économie a considérablement favorisé l' évolution de tous les pays participants. Nous avons vu que nous sommes autorisés à penser que ce marché y contribuera aussi à l' avenir. L' existence de ce marché est un fait aussi bien pour l' expert monétaire que pour l' expert économique. A mon avis, ce marché incarne pour nous tous un symbole et un enseignement. Il me semble être un symbole de ce que l' individu peut faire pour le bien de la collectivité quand il agit dans une liberté responsable sans réglementation ni contrainte. Je voudrais formuler comme suit l' enseignement qu' en particulier les experts monétaires, mais pas eux seuls, peuvent tirer de l' étude de l' Euro-marché monétaire: Il n' importe pas d' enrichir les possibilités monétaires actuelles par des rêves nés du désir d' un monde idéal de demain, mais d' utiliser les possibilités pratiques existantes pour créer le monde de demain.

Je vous remercie de votre patience.