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

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 22 (1964)

Heft: 4

Artikel: "L'unité de compte" et les marchés des capitaux européens

Autor: Jéquier, R.

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-135803

Nutzungsbedingungen

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

Conditions d'utilisation

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

Terms of use

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

Download PDF: 17.02.2026

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

Documents

« L'unité de compte » et les marchés des capitaux européens

R. Jéquier, Zurich

INTRODUCTION

Certains marchés des capitaux de pays européens ont enregistré, à partir de la seconde moitié de 1963, un renouveau d'activité dû en grande partie au déséquilibre de la balance américaine des paiements. Si l'on prend en considération les transactions régulières, le déficit de cette dernière s'est monté, pour l'année 1962, à 3605 millions de dollars et à 2499 millions pour le premier semestre 1963 (1180 millions pour le premier trimestre et 1319 millions pour le second) [1]. La forte progression de ce solde négatif a poussé les autorités monétaires américaines à prendre diverses mesures en juillet 1963: hausse du taux de l'escompte, institution d'une taxe de péréquation de l'intérêt frappant les titres étrangers, notamment les emprunts, ainsi que diverses mesures administratives (réductions de dépenses, accroissement des exportations). C'est surtout la taxe de péréquation de l'intérêt qui devrait avoir une influence sur le marché américain des capitaux et par conséquence sur la balance des paiements.

Dans son discours du 18 juillet 1963, le Président Kennedy avait annoncé que le taux de cette taxe représenterait 2,75 à 15 % du montant de la somme empruntée selon la durée du prêt, ce qui reviendrait à augmenter de 1 % en moyenne le coût des prêts à long terme accordés à des étrangers [2]. Cette mesure, dont les détails ont été modifiés à plusieurs reprises par l'administration, [3] a suscité de nombreux commentaires aux Etats-Unis et à l'étranger. Plusieurs pays ont notamment demandé que leurs emprunts demeurent hors du champ d'application de cette disposition. C'est seulement le 6 mars 1964 que la Chambre des Représentants a accepté la taxe. Lorsque le Sénat aura donné son accord, elle aura effet à partir du 19 juillet 1963 [4]. La rétroactivité de cette mesure avait du reste été annoncée très tôt pour que cette dernière ait tout de suite l'effet désiré.

M. Robert Roosa, sous-secrétaire au Trésor, a déclaré à la fin d'avril 1964 que les achats de titres étrangers par des Américains avaient passé de 2 milliards à 700 millions de dollars (en moyenne annuelle) entre le premier et le second semestre de 1963, ceci en grande partie grâce à cette taxe spéciale. Ils n'ont atteint que 90 millions de dollars de janvier à mars 1964. Le déficit de la balance des paiements américaine a du reste été de 784 millions de dollars durant les six derniers mois de 1963 et seulement de 181 millions pendant le premier trimestre de 1964, soit le résultat le plus favorable depuis longtemps.

Puisque le marché des capitaux américain leur était pour ainsi dire fermé, les emprunteurs étrangers se sont tournés vers l'Europe et notamment vers Londres. Des émissions

---

[1] *Survey of Current Business,* US Department of Commerce, juin 1964, p. 10

[2] « President Kennedy's Message to Congress on United States Balance of Payments », *The New York Times,* International Edition, July 19, 1963.

[3] *Interest Equalization Tax Act. Hearings before the Committee on Ways and Means.* House of Representatives. Washington 1963.

[4] Le président Johnson a signé le projet de loi le 3 septembre 1964, après que les Chambres se furent mises définitivement d'accord sur cette disposition.

étrangères libellées en dollars ont été lancées sur ce marché en provenance d'Autriche, de Belgique, du Danemark, d'Italie, d'Israël, du Japon, de Norvège et de Nouvelle-Zélande entre autres pays.

Si le marché de Londres a joué un rôle plus important à partir de 1963 en matière d'emprunts étrangers, il ne faut l'imputer ni aux résidents, puisqu'il existe une prime d'environ 11,5 % sur les « investment dollars », ni à la livre sterling qui n'a pas été choisie jusqu'à maintenant pour lancer ces émissions [1], mais plutôt aux services que peut rendre un marché de l'importance de celui de Londres.

Afin de pouvoir mieux répondre aux besoins de gros emprunteurs, des milieux financiers européens ont élaboré des techniques nouvelles permettant à plusieurs marchés nationaux d'offrir leurs services dans une seule affaire. L'*unité de compte*, que nous étudierons plus loin, représente un moyen de ce genre.

En plus de ces deux possibilités (emprunts libellés en dollars ou en unités de compte), il existe encore d'autres méthodes pour obtenir des fonds sans recourir à un marché particulier. La ville de Copenhague a lancé une émission en *francs suisses* sur le marché de Londres (voir plus loin). M. Hermann J. Abs, directeur général de la Deutsche Bank, préconise, pour suppléer le marché américain, la solution des *emprunts parallèles européens*. Il s'agit de l'émission simultanée de plusieurs emprunts par un seul émetteur, chaque pays participant effectuant un prêt dans sa propre monnaie. Les conditions d'émission sont aussi uniformes que possible, ne différant les unes des autres que dans la mesure absolument nécessaire. Les marchés européens des capitaux rendraient ainsi les mêmes services qu'un seul marché, comme celui des Etats-Unis. D'après son auteur, la technique de l'emprunt parallèle européen pourrait constituer une étape importante vers la formation d'un marché européen unique des capitaux [2]. Les emprunts libellés en plusieurs monnaies ou dotés de clause de garantie de change représentent également un moyen utilisable.

Par ces procédés, les milieux financiers européens s'efforcent de créer des conditions propres à concurrencer Wall Street, car la dimension de cette dernière place et le prix avantageux de ses services en font un marché financier unique au monde.

L'UNITÉ DE COMPTE

Définition

L'unité de compte (u/c) constitue un étalon conventionnel permettant de fixer la valeur des engagements souscrits. Elle tend à stabiliser autant que possible la valeur intrinsèque des dettes et des créances. Elle n'est pas une monnaie au sens propre du terme, car elle n'est ni un moyen de paiement, ni un instrument d'échange [3].

Historique

C'est déjà à la fin du Moyen Age et au début de la Renaissance que l'unité de compte fut utilisée. Pour parer aux dangers qui pouvaient arriver en utilisant les nombreuses monnaies qui avaient cours à cette époque, on se fondait, lors de transactions internationales,

---

[1] *The Banker :* « Mobilizing Europe's Capital », janvier 1964, p. 13.
[2] *Agefi,* 15-16 mars 1964 et « Europe's Capital Market under Study », *Times,* 18 novembre 1963.
[3] *Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank,* n° 8, du 28 février 1963, p. 65.

uniquement sur le poids et la pureté du métal fin. Plus tard, les banquiers, conscients des inconvénients nombreux qui résultaient des diverses monnaies, auraient désiré pour leurs transactions bilatérales une monnaie dont le cours ne serait pas influencé par la différence de poids et de titre des pièces de monnaie existantes. Ce désir n'est pas seulement demeuré un rêve. La Banque d'Amsterdam créa en 1609 le florin banco, monnaie représentant un poids invariable de métal [1]. Banco était le nom donné à la monnaie de banque, représentant un poids convenu d'or ou d'argent et soustraite aux mutations des espèces métalliques. De même, la Banque de Hambourg introduisait au XVIIIe siècle un mark banco qui joua un rôle pendant un certain temps, même hors d'Allemagne. La contribution de guerre payée par la France à l'Allemagne en 1871 comprenait un montant de 165 millions de francs-or sous la forme de marks banco hambourgeois [2].

Cependant, les unités de compte, qui ont peu à peu disparu à la fin du XIXe siècle, ont été de nouveau utilisées au XXe siècle. La Convention concernant la Banque des règlements internationaux (BRI), soit les Statuts de cet établissement, précise que le capital autorisé de la Banque est fixé à cinq cents millions de francs suisses or, équivalant à 145 161 290,32 grammes d'or fin [3]. Ainsi l'unité de compte utilisée par la BRI dans ses comptes et son bilan est le franc-or tel qu'il était défini par la loi fédérale sur la monnaie du 3 juin 1931 [4]. Bien que la nouvelle loi fédérale sur la monnaie du 17 décembre 1952 ait fixé une nouvelle parité pour tenir compte de la dévaluation du 27 septembre 1936, la BRI a conservé l'unité de compte qu'elle avait primitivement choisie.

Une autre unité de compte est celle que l'Union européenne de paiements a utilisée de 1950 à 1958 et que l'on a appelée parfois « Epunit ». L'« Accord sur l'établissement d'une Union européenne de paiements » du 19 septembre 1950 prévoyait que: « Les comptes de l'Union étaient tenus, les calculs relatifs aux opérations étaient effectués et les prêts consentis étaient exprimés dans une unité de compte fixée à 0,888 670 88 gramme d'or fin » [5], ce qui représentait l'équivalent d'un dollar des Etats-Unis au prix de l'or pratiqué par le Trésor américain [6]. Chaque pays membre fixait la parité entre sa monnaie nationale et l'unité de compte, car on devait pouvoir effectuer les opérations de l'Union même si une monnaie nationale n'avait pas de parité officielle avec le dollar ou l'or.

L'Accord monétaire européen (AME) du 5 août 1955, qui a succédé le 27 décembre 1958 à l'UEP, a la même unité de compte que cette dernière [7]. Toutes les obligations du Fonds européen (qui a repris la contribution initiale des Etats-Unis au capital de l'UEP) ou envers celui-ci sont libellées en unités de compte définies par rapport à l'or. Une unité de compte correspond à 1 dollar américain au cours de 35 dollars des Etats-Unis l'once d'or fin [8].

La quatrième unité de compte importante utilisée en Europe est celle de la Communauté économique européenne; elle est également employée par la CECA. Le Traité de Rome et le protocole sur les Statuts de la Banque européenne d'investissement du 25 mars 1957 [9] créaient une unité de compte d'une valeur égale à 0,888 670 88 gramme d'or fin, identique à celle de l'UEP.

---

[1] RENÉ SÉDILLOT: *Toutes les Monnaies du Monde,* 1955, p. 189.

[2] F. COLLIN: « Neue Formen von Internationalen Anleihen », *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* (ZfdgK), 15 décembre 1963, p. 1127.

[3] Art. 5, premier al.

[4] Art. 1, première phrase. L'unité monétaire est le franc équivalant à 9/31 de gramme (soit à 0,29032258065 gramme) d'or fin.

[5] Art. 26, lettre a.

[6] *Union européenne de paiements.* Document approuvé par le Conseil de l'OECE le 7 juillet 1950.

[7] Art. 24.

[8] *Accord monétaire européen,* premier rapport annuel 1959, p. 54.

[9] Art. 207 et art. 4.

Dans son cinquième rapport annuel, le Comité monétaire de la CEE s'est notamment occupé du problème de l'unité de compte. En février 1960, une première consultation lui a été demandée en cette matière. Il s'agissait de la définition d'une unité de compte pour les opérations financières de la CEE et de la CECA et le Comité s'est prononcé en faveur d'une unité de compte uniforme telle qu'elle est précisée ci-dessus. En 1962, il a été appelé à donner son avis sur la définition d'une unité de compte pour les opérations d'assistance financière et de coopération technique entre les Etats membres et les Etats africains. Il a également été consulté durant la même année au sujet d'un projet de règlement relatif aux taux de change et à l'unité de compte à appliquer dans le cadre de la politique agricole commune [1].

Technique de l'unité de compte

Ces applications d'une unité de compte par des autorités ont suscité l'intérêt des milieux bancaires qui se sont demandé s'ils ne pourraient pas recourir à un tel procédé pour émettre des emprunts internationaux [2]. L'unité de compte a en effet la propriété de garantir dans une certaine mesure la valeur souscrite par les emprunteurs. A partir des premières émissions de ce genre lancées en 1961, l'u/c de l'ancienne UEP a été adoptée. « L'unité en question s'appuie sur l'or; les dix-sept monnaies nationales auxquelles elle est rattachée (appelées monnaies de référence) ont, elles aussi, directement ou indirectement, une valeur-or. On obtient donc un rapport fixe entre chacune des monnaies et l'unité de compte. »

Dans les contrats d'émission, les parités de base des monnaies de référence s'établissent en général comme suit depuis la revalorisation du mark et du florin en mars 1961:

1 u/c = 26,000 schillings (Autriche)
1 u/c = 50,000 francs (Belgique)
1 u/c = 6,907 couronnes (Danemark)
1 u/c = 4,937 francs (France)
1 u/c = 4,000 marks (République fédérale allemande)
1 u/c = 0,357 livre sterling (Royaume-Uni)
1 u/c = 30,000 drachmes (Grèce)
1 u/c = 43,000 couronnes (Islande)
1 u/c = 0,357 livre (Irlande)
1 u/c = 625,001 lires (Italie)
1 u/c = 50,000 francs (Luxembourg)
1 u/c = 3,620 florins (Pays-Bas)
1 u/c = 7,143 couronnes (Norvège)
1 u/c = 28,749 escudos (Portugal)
1 u/c = 5,173 couronnes (Suède)
1 u/c = 4,373 francs (Suisse)
1 u/c = 9,000 livres (Turquie)

« La valeur-or de l'unité de compte précitée reste inchangée tant qu'il n'est pas apporté de modifications à toutes les parités de base, c'est-à-dire au rapport existant au moment de l'opération entre l'unité de compte et chacune des dix-sept monnaies nationales [3]. » Si une

---

[1] *Fünfter Jahresbericht über die Tätigkeit des Währungsausschusses,* Bruxelles, 5 avril 1963, p. 13, 14 et 15.

[2] F. Collin: *L'utilisation d'une monnaie de compte dans les emprunts internationaux,* Institut international d'études bancaires, Rotterdam, 1958.

[3] *Kredietbank,* op. cit., p. 66.

seule monnaie parmi les 17 ne subit aucun changement, la valeur de l'unité de compte n'est pas modifiée. Ainsi l'u/c n'offre pas de garantie si toutes les monnaies de référence sont dévaluées dans la même proportion.

Si, par contre, tous les pays dévaluent (ou réévaluent) leur monnaie dans des proportions différentes, la valeur-or de l'u/c est modifiée, mais seulement du même ordre de grandeur que la monnaie qui s'est le moins éloignée de sa parité de base. Lorsque par exemple la France a dévalué sa monnaie de 15 % le 29 décembre 1958, un détenteur français de titres libellés en unités de compte aurait touché à l'échéance 493,71 francs français dévalués, bien qu'il n'ait versé primitivement que 420 francs français. Un souscripteur étranger qui aurait opté pour le franc français recevrait, contre les 493,71 francs français qu'il a obtenus, le même montant dans sa monnaie nationale que s'il n'y avait pas eu de dévaluation, car le cours de change des deux monnaies s'est modifié.

Il peut encore se produire une troisième possibilité lorsque certaines monnaies sont revalorisées et d'autres dévaluées. Les prospectus d'émission parlent dans ce cas de modifications des monnaies dans des sens différents. La valeur-or de l'u/c est alors corrigée dans le même sens et dans la même proportion que la monnaie de référence la moins modifiée par rapport à sa parité de base. « Au cas où le taux d'adaptation de la monnaie la moins dévaluée correspondrait à celui de la monnaie la moins revalorisée, la valeur-or de l'unité de compte resterait inchangée. »[1] Une quatrième variante est apparue plus récemment dans quelques prospectus d'emprunts. Lorsque toutes les monnaies diffèrent, mais dans des sens opposés, il faut que des changements dans le même sens aient lieu pour les deux tiers ou plus des monnaies pour que la valeur de l'u/c soit modifiée. Cette dernière disposition apparaît seule dans certains prospectus (Cassa per il Mezzogiorno, Banco de Fomento Nacional), sous la rubrique: Variation de la valeur de l'u/c. Dans ce cas, la valeur de l'u/c différera de sa valeur de base dans le même sens que les deux tiers des monnaies considérées et dans la même proportion que la valeur-or de la monnaie de référence la moins modifiée dans ce groupe par rapport à sa valeur de base. Ainsi, on peut en déduire que si les deux tiers des monnaies de référence ne varient pas dans le même sens, la valeur de l'u/c reste inchangée.

Pour le débiteur, tant que sa propre monnaie reste stable, ses obligations ne changent pas, car le coût du service de l'emprunt libellé en u/c n'est pas modifié. Si, pour faire face aux désirs des détenteurs de titres, le débiteur achète d'autres monnaies qui ont subi des dévaluations ou des revalorisations, il devra toujours se procurer des fonds pour une valeur égale à la quantité de sa monnaie comprise dans les u/c qu'il doit.

Quant au créancier, il est en principe protégé contre la dévaluation de sa propre monnaie, comme nous l'avons mentionné (bien que, souvent, dans un pays qui réajuste sa monnaie de cette façon, la hausse des prix intérieurs réduise peu à peu le bénéfice ainsi réalisé). Lors d'une réévaluation de sa monnaie, le créancier obtiendra un montant inférieur à celui qu'il a versé, car l'augmentation de la valeur-or de l'unité monétaire diminue sa contre-valeur en u/c. Le détenteur de titres ne subira de perte que s'il peut utiliser le montant qui lui revient dans une monnaie étrangère (pour rembourser une dette ou importer des marchandises, par exemple).

Ainsi les unités de compte offrent une certaine assurance face aux manipulations monétaires unilatérales. Cependant, elles ne protègent pas le créancier contre la réévaluation de sa propre monnaie et le débiteur contre la dévaluation de sa propre monnaie.

Il existe encore, dans certains cas, un autre avantage pour le souscripteur lorsqu'il peut choisir diverses monnaies pour libérer les titres souscrits. Il serait par exemple intéressant de

[1] *Kredietbank,* op. cit., p. 66.

s'acquitter de cette dette en utilisant des francs suisses si le cours du jour du dollar américain est de 4,315 alors qu'une unité de compte vaut 4,373 francs suisses. Cependant, comme de telles transactions causent des pertes aux emprunteurs, ces derniers ont été amenés à limiter le nombre des monnaies admises pour la libération et à en fixer le cours. Ce fut notamment le cas pour l'emprunt émis par la Cassa per il Mezzogiorno. Les souscriptions étaient payables en DM sur la base de 4 DM par u/c. Cependant, elles pouvaient également être versées en florins ou en livres sterling sur la base du cours moyen du DM [1].

Si l'on ajoutait le dollar américain aux 17 monnaies de référence, la sécurité offerte par la technique des u/c serait encore accrue. Les investisseurs américains seraient protégés contre les conséquences d'une dévaluation de leur monnaie ou des monnaies européennes. Cependant, M. Roosa, sous-secrétaire du Trésor américain, a précisé, dans une déclaration faite à la presse au début de novembre 1963 à Paris, que les autorités monétaires n'avaient pas d'objection à formuler contre les emprunts libellés en unités de compte pour autant que le dollar ne soit pas considéré comme une des monnaies de référence.

En effet, par un tel procédé, on susciterait un intérêt supplémentaire dans les milieux financiers américains pour des placements en Europe, ce que les Etats-Unis voulaient justement éviter en prenant les mesures de juillet 1963.

Le système européen d'émissions internationales libellées en unités de compte a également suscité en octobre 1963 des réserves dans les milieux financiers de New York. Les banquiers et les investisseurs préféreraient une solution directe obtenue grâce à un assouplissement des restrictions imposées en Europe sur les émissions de capitaux. Ils estimaient qu'il existe quelques carences manifestes dans ce genre de transactions. La méthode permettant de définir la valeur de remboursement leur paraissait très compliquée tandis que l'inclusion, parmi les 17 monnaies de référence, de devises relativement secondaires leur semble être une difficulté supplémentaire [2].

De tels emprunts n'offrent donc pas des garanties dans toutes les situations; ils peuvent présenter certains risques pour les débiteurs, car il est par exemple impossible de prévoir une dévaluation et les prestations supplémentaires qui en découleraient. Un pays peut aussi prendre des mesures restrictives dans le domaine des changes qui peuvent causer des difficultés aux créanciers également.

Unité de compte, clause-or et clause d'option de change

Comme la clause-or, qui fixe définitivement la valeur-or de la monnaie dans laquelle l'engagement est libellé, est illégale dans certains pays (USA, France, Allemagne, Norvège), on a parfois prétendu que l'u/c était une clause-or déguisée. Les partisans de ce genre d'emprunt soutiennent que l'u/c est définie par rapport à 17 monnaies qui sont directement ou indirectement rattachées à l'or. Ainsi un tel lien ne peut pas être considéré comme une clause-or bien que les monnaies aient une parité-or. De plus, le poids-or de l'u/c peut augmenter ou diminuer si toutes les monnaies de référence fluctuent (dévaluation et revalorisation). Néanmoins, la différence entre une clause-or et le procédé de l'unité de compte peut être très faible. Les prospectus de certains emprunts (Cassa per il Mezzogiorno et Banco de Fomento Nacional notamment) ont prévu que la valeur de l'u/c ne sera modifiée que lorsque

---

[1] *NZZ*, 21 novembre 1962, 2/798: « *Ausländische Anleihen in Rechnungseinheiten* ».
[2] *Agefi*, 28 octobre 1963.

les 17 monnaies auraient subi des changements et que les deux tiers des monnaies de référence auraient évolué dans le même sens. Un tribunal qui devrait se pencher sur cette question pourrait peut-être décider qu'il s'agit ici d'une certaine forme de clause-or. C'est également l'opinion de certains milieux financiers de New York dont nous avons parlé. On a estimé que les emprunts libellés en unités de compte étaient pratiquement émis en Euro-dollars dotés d'une garantie de change sur une base or puisque le dollar américain a le même poids d'or fin que l'u/c [1].

On a aussi dit que la formule de l'u/c ne devrait pas être considérée comme une variante de la clause d'option de change (multiple currency clause ou Währungsoptionklausel). L'une des formules les plus courantes de l'option de change autorise le créancier à réclamer le paiement non seulement dans la monnaie de l'emprunt, mais également dans d'autres monnaies préalablement désignées et sur la base d'une parité immuable fixée aussi initialement. Il en résulte que la revalorisation d'une des monnaies en question augmente les charges du débiteur (car le créancier peut demander à être payé dans cette monnaie), mais que ses charges ne se trouvent nullement allégées par une réévaluation de sa propre monnaie (car il doit rembourser la même somme). D'autre part, une dévaluation de sa monnaie propre lui impose des charges supplémentaires (si le créancier exige le paiement dans une autre monnaie), sans qu'il soit en mesure de retirer quelque avantage de la dévaluation des autres monnaies (car alors le débiteur devra rembourser dans sa propre monnaie). Ainsi une dette en u/c est beaucoup plus stable puisque sa valeur ne change que s'il est procédé à un aménagement de la parité de 17 monnaies de base. De plus, tant que la monnaie du débiteur ne subit pas de modification, le coût en monnaie nationale du service financier de l'emprunt demeure inchangé. Cependant, si certains Etats déclarent leur monnaie inconvertible ou adoptent un système de changes flexibles, il se posera nécessairement des problèmes parfois délicats à résoudre, que l'emprunt soit libellé en u/c ou muni d'une clause d'option de change. M. E. Reinhardt, président de la Direction générale du Crédit Suisse, a rappelé que dans le passé, lors de difficultés, des clauses monétaires compliquées n'ont souvent pas offert aux créanciers les garanties qu'ils pouvaient espérer [2].

Quelques exemples

Le premier emprunt libellé en unités de compte était celui de la « Sociedade Anónima Concessionária da Refinação de Petróles em Portugal » (Sacor) émis à 99 % en janvier 1961 pour un montant de 5 millions d'u/c, au taux de 5 ¾ % et pour une durée de 17 ans. La Sacor a également émis un second emprunt du même montant et aux mêmes conditions en mai 1962. En janvier 1963, la « Norges Kommunalbank » a procédé à l'émission d'un emprunt de 12 millions de u/c au taux de 5 ½ % simultanément en Grande-Bretagne, en Belgique, aux Pays-Bas, au Luxembourg, en Italie et en Allemagne fédérale [3]. La « Cassa per il Mezzogiorno » a lancé, en octobre 1963, le plus important emprunt émis en unités de compte jusqu'à ce jour. A cette émission de 16 millions d'u/c au taux de 5 ½ %, remboursable en dix annuités égales entre 1969 et 1979, s'ajoutaient des « Serial Notes » à deux, trois, quatre et cinq ans d'échéance pour une somme de 2 millions d'u/c. Deux autres emprunts ont encore retenu l'attention. Il s'agissait de celui de l'« Imatran Voima Osakeyhtio » à Helsinki d'un

---

[1] *Finanz und Wirtschaft*, 30 octobre 1963. « Neue internationale Wege der Kapitalbeschaffung ».
[2] A propos des clauses monétaires, *Agefi*, 21 janvier 1964.
[3] *Banque*, 1963, p. 92: « L'emprunt de la Norges Kommunalbank » et le prospectus d'émission.

montant de 5 millions d'u/c, émis à 97 % au taux de 6 % et d'une durée de 15 ans, et de celui de la « Banco de Fomento Nacional » à Lisbonne pour une somme de 13 millions d'u/c, soit 3 millions de Serial notes au taux de 5 ¼ % et à des échéances de trois, quatre et cinq ans, et 10 millions à 5 ½ % et à 15 ans de terme. Ces quatre derniers emprunts ont été lancés avec la garantie de leur Etat respectif. C'est pourquoi on peut se demander si une telle technique ne sera pas utilisée à l'avenir par des sociétés parastatales ou des corporations de droit public.

Les contrats de ces émissions contiennent certaines différences. La plus importante réside dans les modalités diverses concernant le choix de la monnaie utilisée pour le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Alors que d'habitude, le créancier a un libre droit d'option, le débiteur de l'emprunt de la «Cassa per il Mezzogiorno » s'est réservé le droit de déterminer lui-même la monnaie qu'il emploierait pour remplir ses obligations [1], d'un commun accord avec la Banque européenne du Luxembourg représentant les souscripteurs (appelée banque centralisatrice). A chaque échéance, elle sera choisie parmi les grandes monnaies internationales dont la valeur d'échange en or effective se situe au-dessus ou près de la parité officielle par rapport à l'or. Cette valeur d'échange en or des monnaies de référence entrant en considération sera déterminée à l'aide de leur cours de change en une monnaie librement convertible en or (le dollar américain probablement), ceci 14 jours avant l'échéance envisagée, à une bourse également choisie par l'emprunteur et la banque centralisatrice. Une telle procédure exclut actuellement le franc suisse car son cours de change dépasse sa parité-or dans une plus forte mesure que celui des autres monnaies. Le montant à payer, exprimé en u/c, sera converti dans la monnaie de référence ainsi fixée et réglé dans cette monnaie [2], à moins que, comme nous le verrons par la suite, la monnaie choisie pour une échéance déterminée soit soumise à des restrictions susceptibles d'en limiter l'utilisation comme monnaie de paiement internationale.

De plus, comme nous l'avons déjà mentionné, il était prévu que la valeur de l'u/c ne changerait que si celle des 17 monnaies de référence était modifiée et seulement si les deux tiers de ces modifications avaient lieu dans la même direction [3]. C'est pourquoi, certains ont depuis lors parlé de deux types distincts d'u/c. Si moins des deux tiers des monnaies sont modifiées, il n'est pas précisé si la banque centralisatrice pourra utiliser également les monnaies qui ont changé de parité pour le service de l'emprunt.

Au début d'avril 1964, un consortium de banques européennes a placé un emprunt de 10 millions d'u/c au taux de 5 5/8 % pour les 7 municipalités qui forment le Grand Copenhague. Les titres qui ont été offerts au prix de 98 % ont une durée de 20 ans. Une banque d'affaires américaine et ses associés ont annoncé qu'ils participeraient à la garantie et à l'émission de cet emprunt. C'est la seconde fois qu'un établissement américain participait à ce genre d'affaires car une banque de ce pays avait garanti le paiement de l'emprunt Banco de Fomento Nacional. Comme les souscripteurs américains devraient payer la taxe de péréquation de l'intérêt, les obligations offertes aux Etats-Unis ont dû être acquises en majorité par des étrangers qui ont transféré des devises à New York ou qui détiennent des capitaux dans ce pays.

---

[1] *NZZ :* art. cit.

[2] Dr. W. ARENDT: « Anleihen in Rechnungseinheiten », *ZfdgK,* 1er février 1964, p. 102, et le prospectus d'émission.

[3] *The Economist,* 19 octobre, 1963, p. 281, et le prospectus d'émission.

Influence sur le marché des capitaux

Dans les milieux bancaires qui ont déjà utilisé ce procédé, on estime que la technique de l'u/c permet la formation de grands cartels internationaux, ce qui renforce la collaboration entre les divers marchés des capitaux européens. Le baron Lambert, de Bruxelles, président du Conseil de gérance de la Banque Lambert, s'est exprimé dans ce sens: « Il n'existe pas de monnaie universelle reconnue en Europe comme véhicule satisfaisant de l'épargne qui est prête à franchir les frontières (.....); peut-être l'unité de compte, lorsqu'elle sera mieux connue, constituera-t-elle le médium satisfaisant par lequel les investiteurs européens, de Lisbonne à Stockholm et de Londres à Rome, pourraient apporter leur épargne aux grandes émissions internationales .» [1]

Le professeur F. Collin, président du Conseil d'administration de la Kredietbank, a également soutenu ce point de vue [2]. De plus, il notait que les obligations libellées en u/c franchiront les frontières et que, par des opérations d'arbitrage, elles se dirigeront vers le pays qui a le taux le plus bas sur son marché des capitaux malgré les droits de timbre de certains Etats. La Kredietbank relevait dans son bulletin que la répartition sur plusieurs pays des opérations en unités de compte contribue d'une part à la mise sur pied d'un marché financier ouest-européen et d'autre part au nivellement des taux d'intérêt [3].

A l'exception de l'établissement Julius Bär & Co. de Zurich qui a participé au premier emprunt de la Sacor en 1961, aucune banque suisse n'a prêté son concours à ce genre d'émission. Cela est principalement dû à la position de la Banque nationale suisse qui, pour des raisons de politique monétaire, s'est prononcée contre les emprunts libellés en u/c si le franc suisse est effectivement utilisé lors de la libération et pendant le service de l'emprunt. Cependant, on a suivi attentivement en Suisse l'activité de ces syndicats d'émissions internationaux, car leur importance (pas moins de 32 banques ont participé à l'émission de la Cassa per il Mezzogiorno) pourrait avoir certaines conséquences sur le marché suisse. Certaines banques suisses ne s'opposeraient pas à adhérer à de tels consortiums; il est naturellement plus avantageux de pouvoir offrir des titres à la clientèle au moment de la souscription que par des achats ultérieurs en bourse.

On peut réellement se demander si les emprunts libellés en u/c sont propres à créer un marché européen des capitaux. De telles émissions sont relativement compliquées pour le profane ou le petit souscripteur et les clauses de ces contrats sont sujettes à des interprétations diverses. De plus, les emprunts dotés de telles dispositions pourraient rendre toujours plus difficile l'émission d'obligations libellées dans une seule monnaie car, au moment où le public se sera habitué à ces formules, il n'achètera qu'avec réticence des titres qui n'en seront pas munis. En tout cas, ces clauses tendent à ternir le renom de la monnaie du pays d'émission, de sorte que cette monnaie ne pourra finalement exister qu'en corrélation avec les autres. En tentant d'accélérer la mise sur pied d'un marché européen des capitaux par le lancement de tels emprunts, on risque de saper l'autonomie des monnaies et des marchés nationaux [4]. En outre, ils ne représentent qu'un des aspects du marché européen des capitaux, car il existe d'autres systèmes d'emprunts internationaux[5]. De plus, les mesures de libération des mouve-

---

[1] « *Le Marché des capitaux européens et l'Unité de compte*» , *Agefi* n° 199, 15 octobre 1963.

[2] « Die Verwendung der Rechnungseinheit erweitert die Kapitalmärkte. Diese sind nicht mehr — wie in der Vergangenheit — an einen bestimmten Währungsraum gebunden. » *Neue Formen von internationalen Anleihen II, ZfdgK,* 15 février 1964, p. 68.

[3] *Kredietbank,* op. cit., p. 67.

[4] E. Reinhardt: art. cité.

[5] H.J. Abs: « Parallel Loans to Mobilize continental Funds », *Times,* 11 mars 1964.

ments de capitaux prises par les divers pays, dans le domaine des changes notamment, la collaboration qui existe sur le plan économique et monétaire au sein de diverses organisations internationales ainsi qu'une situation politique stable dans chaque Etat contribuent à créer des liens plus étroits entre les divers marchés financiers européens.

Les conséquences monétaires des emprunts libellés en u/c dépendent des relations existant entre les différentes monnaies au moment de la libération, du paiement des intérêts et du remboursement des titres. S'il est très avantageux pour les souscripteurs d'acquérir leurs titres au moyen d'une seule monnaie déterminée et si le montant de l'emprunt est important, la forte demande consécutive peut causer des perturbations sur les marchés des devises. En effet, la hausse du cours de la monnaie recherchée n'est pas sans inconvénient pour le pays intéressé. Elle peut éventuellement conduire à des fluctuations du montant des réserves monétaires pour le cas où les autorités monétaires seraient obligées d'intervenir. De plus, dans notre hypothèse, on peut se demander si la technique de l'u/c n'est pas alors un moyen pratique d'émettre en réalité un emprunt libellé en une monnaie déterminée [1]. Parmi les 17 monnaies de référence, quelques-unes seulement jouent un rôle sur le plan international. Il n'est pas exclu que les transactions se limitent à une ou deux monnaies parmi lesquelles pourrait se trouver le franc suisse. Lorsque l'emprunteur désire utiliser les fonds obtenus sous la forme d'une seule monnaie, une nouvelle possibilité apparaît alors de troubler le marché des changes par de nouvelles opérations qui se déroulent peu de temps après la libération des titres souscrits.

Pour éviter de semblables conséquences, les banques qui émettent de tels emprunts devraient, non seulement informer de leurs intentions les autorités monétaires des pays intéressés suffisamment à l'avance, mais également demander leur avis. Les syndicats qui s'occupent de ce genre d'affaires devraient renoncer à utiliser une monnaie si la banque centrale du dit pays présente des objections à une émission libellée en u/c, car il n'est pas normal que des opérations importantes soient réalisées dans une monnaie à l'insu ou hors du rayon d'action de la banque centrale et du pays intéressés.

Surtout lors du remboursement de l'emprunt mais encore lors du versement des intérêts, il peut se produire des situations analogues à celles que nous venons de décrire. Si une monnaie offre des conditions très intéressantes, tous les détenteurs de titres voudront que le débiteur éteigne sa dette par ce moyen. Des conséquences identiques apparaissent si l'emprunteur a le choix de la monnaie de remboursement d'entente avec la banque centralisatrice comme c'était le cas de l'emprunt 1963 de la « Cassa per il Mezzogiorno ». C'est pourquoi, lors d'une émission libellée en u/c lancée au mois de novembre 1963, la Banque nationale suisse qui était déjà intervenue au sujet d'émissions antérieures a entrepris de nouvelles démarches afin que le franc suisse ne soit pas considéré comme l'une des 17 monnaies de paiement. Comme le franc suisse fait souvent prime sur le dollar, il n'est pas exclu qu'il joue un rôle important dans les opérations de l'emprunt avec toutes les conséquences qui en découleraient si ce genre d'émissions se multipliait. Les dispositions suivantes ont pu être ajoutées aux modalités de l'emprunt:

a) Les souscripteurs libèrent leurs titres en marks allemands, en florins ou en livres sterling « external account ».

b) Si une des monnaies de référence choisies est soumise à des restrictions qui limitent son usage pour des paiements internationaux, l'emprunteur et la banque représentant les souscripteurs peuvent, sans invoquer de motifs, fixer d'un commun accord une autre monnaie pour effectuer le service de l'emprunt.

---

[1] « Europe's Capital Market under Study », *Times* du 18 novembre 1963.

Ainsi la Banque nationale a réussi, par son intervention, a exclure pratiquement l'emploi effectif du franc suisse dans cette transaction. Cependant, si les conditions sont favorables, les parties à l'emprunt peuvent néanmoins choisir le franc suisse comme monnaie de référence pour convertir les montants libellés en u/c à payer, afin de bénéficier de la position avantageuse de cette monnaie par rapport à l'or et aux autres devises. Par contre, une autre monnaie de référence servira à effectuer les versements aux porteurs de titres sur la base d'un cours de change moyen entre cette devise et le franc suisse.

Conclusion

En conclusion, les emprunts libellés en unités de compte peuvent avoir certains avantages pour les deux parties au contrat d'émission, mais ils ne sont pas nécessairement un moyen de rapprocher les divers marchés des capitaux européens et surtout, du point de vue de la politique monétaire, ils peuvent être à la source de mouvements indésirables sur les marchés des changes des divers pays dont la monnaie a une relation avec l'unité de compte. Par conséquent, il est hautement souhaitable que les banques commerciales qui sont spécialisées dans ce genre d'affaires collaborent avec les instituts d'émissions si elles veulent qu'un marché européen des capitaux digne de ce nom se forme peu à peu.

L'EMPRUNT DE LA VILLE DE COPENHAGUE ET LA SUISSE

L'introduction envisagée de la taxe de péréquation de l'intérêt aux Etats-Unis n'est pas restée sans effet sur le marché suisse des capitaux. Si la Banque nationale n'avait pas usé de retenue dans l'attribution d'autorisations pour des emprunts étrangers, il est certain que la demande, en provenance de l'étranger, aurait été plus forte. De plus, une conséquence surprenante s'est produite à la fin du mois d'octobre 1963. La ville de Copenhague, qui n'avait pas pu lancer un emprunt d'une quinzaine de millions de dollars sur le marché américain des capitaux pour la raison que nous venons de mentionner, a procédé à une émission de 60 millions de francs suisses au taux de 5 % sur les places de Londres, Amsterdam, Paris et Bruxelles. Les titres ont une valeur nominale de 1000 francs suisses, les intértês étant payables le 15 mai et le 15 novembre de chaque année en francs suisses. Quant au remboursement, le prospectus a prévu qu'il se ferait en quinze annuités de 4 millions de francs le 15 novembre de chaque année entre 1969 et 1983. La ville de Copenhague a également la possibilité de rembourser les titres lors du paiement des intérêts entre le 15 mai 1974 et le 15 novembre 1978 au taux de 101,5 % et plus tard au taux de 101 % [1].

Cette émission a eu un grand retentissement aussi bien en Suisse qu'à l'étranger. A notre connaissance, il s'agissait du premier emprunt libellé en francs suisses et émis à l'étranger sans que la Suisse y participe. Pour Londres, c'était la première opération de ce genre réalisée dans une monnaie du continent depuis la guerre. Par cette transaction, les Anglais ont certainement vu une possibilité de redonner à leur principale place financière un rôle prépondérant en Europe. Comme l'emprunteur n'est pas membre du Commonwealth et que la livre sterling n'est pas encore complètement convertible, on s'est rabattu sur le franc suisse qui

[1] Prospectus d'émission. *Times* et *Financial Times*, 28 octobre 1963.

jouit d'une très grande confiance et dont le taux d'intérêt est avantageux[1]. La Banque nationale suisse, qui discerna tout de suite les conséquences que pourrait avoir cet emprunt pour notre monnaie, a fait de nombreuses démarches pour que les intéressés reviennent sur leur décision; les rumeurs faisant état de la préparation d'un emprunt similaire par une autre capitale nordique rendaient une telle action encore plus impérative. En effet, des émissions de ce genre sont propres à faire du franc suisse une monnaie internationale et peut-être, par la suite, une monnaie de réserve semblable au dollar et à la livre sterling. Cependant, comme le potentiel économique de la Suisse est trop petit pour garantir la capacité de résistance de sa monnaie si elle s'internationalise, il faut s'opposer à ce genre de transactions étrangères à l'économie helvétique. Le franc suisse ne peut pas jouer le rôle dévolu au dollar américain ou à la livre sterling. Si la Banque nationale suisse était obligée de fournir des francs suisses contre de l'or et des devises convertibles sans restriction et de changer inversement des francs suisses en or ou en devises sans limitation également, ce serait en contradiction manifeste avec la prescription légale qui l'oblige à conduire sa politique monétaire dans l'intérêt du pays [2]. La situation du marché suisse des capitaux entre également en considération. Le placement d'emprunts en francs suisses à l'étranger, à des taux plus élevés que chez nous, provoquerait nécessairement un renchérissement des émissions étrangères placées sur le marché suisse, ce qui pourrait engendrer des effets défavorables sur le niveau des taux des emprunts indigènes. L'emprunt de Copenhague a été émis au taux de 5 % alors qu'un taux de 4 ½ % était appliqué aux émissions étrangères lancées en Suisse à cette époque.

De plus, une émission pareille n'est pas contrôlable du point de vue de l'exportation de capitaux. Ainsi, les dispositions de la loi fédérale sur les banques qui permettent à la Banque nationale suisse d'exercer un contrôle dans ce domaine deviendraient peu à peu inopérantes si de telles pratiques se généralisaient.

Finalement, la création de francs qui se produit à la libération, au paiement des intérêts et au remboursement de l'emprunt peut avoir pour la situation monétaire suisse des conséquences dommageables. Il n'est pas exclu que le marché de l'Euro-franc se développe encore de cette manière. Pour libérer sa part, une des banques du cartel achèterait des francs suisses à court terme, puis elle les rembourserait rapidement en plaçant des titres auprès de sa clientèle. C'est notamment de cette façon que l'établissement anglais qui participait au syndicat a dû procéder. Comme nous l'avons mentionné plus haut, en étudiant les emprunts libellés en unités de compte, de tels mouvements de fonds sont indésirables, car ces besoins supplémentaires de francs ne peuvent être satisfaits que par la vente de devises. Un tel afflux de monnaies étrangères aboutit en fin de compte à la Banque nationale [3]. Une telle opération contribue ainsi encore à accroître l'afflux de capitaux étrangers, notamment de dollars, qui se produit en Suisse depuis plusieurs années. Lorsque ces fonds sont convertis en francs suisses, ils augmentent les tensions inflationnistes qui se manifestent dans l'économie nationale. Si les autorités monétaires suisses n'avaient pas recours à des transactions swap, ou à des achats à terme pour le compte de la « Federal Reserve Bank » de New York afin de freiner l'augmentation des devises dans le montant des réserves monétaires, elles seraient obligées de convertir en or les dollars qui affluent vers elles. On épargne ainsi des sorties d'or aux Etats-Unis. Ces interventions sur le marché sont donc dans l'intérêt des deux pays.

---

[1] *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 31 octobre 1963 « Geborgte Konvertibilität ».

[2] J. ITTENSOHN: «Der Schweizer Franken als Weltwährung?» *ZfdgK*, Heft 14, 15 juillet 1963, p. 638. L'art. 2 de la foi fédérale sur la Banque nationale précise notamment qu'elle doit pratiquer une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays.

[3] *NZZ*, 28 novembre 1963, n° 4373. « Dänische Schweizer-Franken-Anleihe im Ausland ».

De plus, la ville de Copenhague n'avait pas besoin de francs suisses, mais de couronnes danoises. Son choix s'est porté sur le franc suisse parce qu'il jouit d'une très solide confiance et que les conditions d'intérêt pour l'obtenir sont favorables. Si, durant la seconde semaine de novembre 1963, la banque centrale du Danemark n'avait pas été disposée à convertir en dollars auprès de la Banque nationale suisse les francs qu'elle avait obtenus en vendant des couronnes, la ville de Copenhague aurait disposé d'une masse de francs suisses, librement convertibles, qu'elle aurait pu changer contre d'autres monnaies, des couronnes danoises notamment, et augmenter ainsi la masse des francs suisses en circulation.

Lors du paiement des intérêts ou du remboursement, l'émetteur, en se procurant les francs suisses nécessaires, accroîtra la demande de cette monnaie, ce qui peut arriver à des moments inopportuns.

Il est très regrettable que, durant une période où les banques centrales collaborent étroitement sur le plan monétaire, une émission de ce genre ait été lancée. On peut se demander pourquoi ni le syndicat d'émission, ni l'émetteur, ni le pays qui offrait ses services et son expérience, n'ont jugé utile de prendre contact avec les autorités monétaires suisses pour les informer de leurs projets, car il s'agissait d'utiliser la pleine convertibilité de la monnaie d'un Etat pour suppléer aux limitations existant à l'emploi d'une monnaie internationale pour des placements de capitaux. Un des directeurs d'une banque ayant participé à cette transaction a précisé que les quatre établissements qui ont souscrit à l'emprunt ont soigneusement, chacun dans leur pays, informé leur institut d'émission; quant à lui, il était sûr que les banques centrales se consultaient entre elles [1]. Il est néanmoins curieux que les principaux intéressés à cette opération n'aient pas demandé l'avis de la Banque nationale suisse qui a participé ces dernières années activement et à plusieurs reprises au soutien de monnaies en difficultés.

Cette dernière a voulu éviter à tout prix qu'une émission identique se répète. Elle a demandé aux banques suisses de soutenir ses efforts en les priant de l'informer si elles apprenaient de banques étrangères qu'il était envisagé d'émettre à l'étranger des emprunts en francs suisses ou d'employer la monnaie helvétique pour la constitution du capital de sociétés. Une telle attitude est également dans l'intérêt des banques qui pourraient craindre que le marché suisse des capitaux ne perde son attrait pour les emprunteurs étrangers.

C'est également sur le plan international qu'une action a été entreprise pour éviter la répétition d'un emprunt pareil. La Banque nationale s'est adressée aux principales banques centrales étrangères pour les informer de son point de vue. Ce dernier a également été présenté à des réunions d'organisations internationales.

En conclusion, il est de toute importance que le franc suisse ne devienne pas une monnaie de réserve comme le dollar américain ou la livre sterling, car à ce moment là, les autorités monétaires perdraient en partie le contrôle qu'elles exercent, dans l'intérêt de l'économie nationale, sur le franc qui pourrait alors subir plus fortement les effets dus aux tensions politiques internationales et aux fluctuations des deux monnaies-clefs. Un marché de l'Euro-franc plus développé contribuerait encore à accroître les difficultés que cause l'afflux de capitaux étrangers, c'est pourquoi des opérations financières comme celle de la ville de Copenhague ne doivent pas se reproduire. Il est également vivement souhaitable que, grâce à la coopération existant entre les banques centrales, les établissements bancaires qui s'apprêtent à lancer des émissions libellées en u/c ou dotées d'options de change soient informés par leur institut d'émission de l'attitude des pays dont ils désirent utiliser la monnaie.

---

[1] « Banker Answers Criticisms of Copenhagen Loan Plan », *Financial Times,* 1er novembre 1963.

CONCLUSION

Les pages qui précèdent ont montré comment certains milieux financiers essaient de suppléer à l'absence d'un marché financier européen. Cependant, malgré la restauration de la convertibilité des monnaies en décembre 1958, il demeure encore des obstacles à la libre circulation des capitaux à l'intérieur de l'Europe, alors que les transactions commerciales rencontrent de moins en moins de barrières. De plus le poids d'un passé fait de traditions et d'habitudes, les réglementations administratives et fiscales, une épargne qui demeure thésaurisée sous forme de liquidités maintiennent à un niveau relativement élevé et différencié le coût des capitaux [1].

Cependant, de récentes études, comme celles qui ont été préparées par le Trésor américain pour une commission du Congrès [2], représentent une contribution importante à l'étude et à la solution de ce problème. Les efforts entrepris dans le cadre de l'OCDE (Accord monétaire européen, Comité des transactions invisibles) du Marché commun, (la troisième directive pour assurer la libre circulation des capitaux dans la CEE vient d'être transmise au Conseil des ministres) et de réunions privées (au mois de mai, à Vienne, M. Dillon a incité les pays européens à abaisser leurs taux d'intérêt et à accroître l'efficacité de leurs marchés financiers — il y a peu de temps — on a suggéré la création d'un livret d'épargne européen valable dans l'AELE et la CEE) permettront de surmonter graduellement certains obstacles existants.

---

[1] J. Plassard, « Vers un marché financier européen », *Banque*, novembre 1963, p. 7389.
[2] *Description and Analysis of Certain European Capital Markets*, Washington, 1964, 280 p.