

La globalisation des marchés de capitaux

Jean-Yves HABERER

Président d'honneur-Banque Paribas

14

Magique, parce que venu d'Amérique, « global » est un mot parfaitement approprié aux nouvelles réalités financières, parce qu'il n'y a pas de mot capable de surenchérir au-delà. Global, c'est plus qu'international, c'est plus qu'intersectoriel, intermarché, multi-devises, multi-crédits, multi-termes, polyvalent, etc., car c'est tout cela à la fois. La globalisation du marché des capitaux signifie que toutes les formes de capacité de financement viennent à la rencontre, sur l'ensemble des marchés, de toutes les formes de besoin de financement. La globalisation du marché confère aux grands emprunteurs une liberté sans précédent pour optimiser la nature et le coût de leurs ressources. Elle apporte, en même temps, aux investisseurs une liberté extraordinaire pour diversifier et optimiser leurs placements.

Aucune autorité centrale, aucune tutelle

L'apparition d'un marché global des capitaux est une évolution impressionnante, amorcée dans la décennie 1970, épanouie dans la décennie 1980. Elle n'est pas le résultat de décisions gouvernementales conscientes, concertées et progressives. Elle a été imposée par le pragmatisme le plus anonyme, par la poussée irrésistible des besoins, par la loi de l'optimisation du profit et par la concurrence. Le concept du marché global est né, sans aucun doute, dans les grandes multinationales, que le flottement généralisé des monnaies, acquis dès 1971, légalisé en 1976 par l'abandon des règles de Bretton Woods, a conduit à gérer leur trésorerie d'une manière globale, en exploitant habilement les fluctuations de taux de change, la diversité des taux d'intérêt et, dès qu'elles apparaissaient, les innovations financières et les déréglementations. C'est la gestion « globale » des trésoreries multinationales à l'intérieur des groupes industriels, des banques et des grands investisseurs institutionnels qui a créé le marché « global » des capitaux, et non l'inverse. La principale caractéristique du marché global des capitaux est en effet qu'il ne relève d'aucune autorité centrale exerçant une tutelle quelconque. La meilleure image pour en donner une idée pourrait être météorologique, les zones variables de haute ou de basse pression correspondant aux centres financiers internationaux et aux marchés nationaux, et déclenchant des mouvements de capitaux commandés par de subtiles différences ou d'évidentes anticipations.

LES FACTEURS DU MARCHÉ GLOBAL

Il n'y a pas d'explication globale du marché global, mais une convergence, par simultanéité, d'évolutions profondes que les financiers des grandes multinationales ont su exploiter avec autant d'immédiateté et d'astuce que les banquiers. Survolons rapidement ces évolutions sur lesquelles livres, études et articles ont pullulé en quelques années.

L'ACCÉLÉRATION TECHNOLOGIQUE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION

Les activités financières ont connu, d'une manière intense, le choc de la révolution technologique apportée par l'informatique et les télécommunications. Aujourd'hui, tout autour du monde, avec une rotation des fuseaux horaires qui met tour à tour les grandes places financières au centre du marché, des opérateurs placés devant des écrans, agglutinés dans de vastes salles spécialisées, obtiennent en pianotant sur un clavier l'apparition instantanée de toutes les informations de taux et de cours sur toutes les catégories d'actifs financiers, à acheter ou à vendre, au comptant ou à terme. Cette intervention des personnes est même déjà démultipliée par des ordinateurs, par exemple pour certains arbitrages. Et les chercheurs du *software* préparent, dans une intense concurrence, le logiciel nécessaire à d'autres conquêtes maîtrisant la complexité des données par l'instantanéité de la réaction.

Pour la première fois, il y a unification spatiale et temporelle de tous les marchés de capitaux qui fonctionnent désormais 24 heures sur 24, confrontant l'offre et la demande de titres en temps réel. La manutention des fonds se fait avec une rapidité extraordinaire qui donne une volatilité sans précédent aux mouvements de capitaux. Citons quelques ordres de grandeur qui convergent plus ou moins. Le seul volume des monnaies achetées et vendues est passé, de 1979 à 1986, de six à vingt fois le chiffre d'affaires du commerce mondial. La compensation informatisée des paiements internationaux en dollars, assurée par les grandes banques new-yorkaises, atteint 300 milliards de dollars par jour, et le découvert limité à quelques heures qui y est pratiqué représente trois à quatre fois les fonds propres des banques concernées.

Selon une enquête de la Banque d'Angleterre pour 1986, une journée de transaction sur le marché des changes représente un volume moyen de 50 milliards de dollars à New York, 48 milliards à Tokyo et 90 milliards à Londres. La même enquête rappelle qu'une journée de chiffre d'affaires du commerce mondial ne dépasse pas 15 milliards de dollars. Une grande *investment bank* américaine indique que l'ensemble de son bilan tourne en moyenne tous les deux jours. Non seulement le *trading* des marchés secondaires, mais les émissions de titres nouveaux, se font sur une base mondiale, sans aucune organisation du calendrier. Le mouvement journalier sur le marché international des obligations (10 milliards de dollars) porte simultanément sur les émissions primaires et le marché secondaire.

La rapidité avec laquelle les fonds sont dégagés ou réemployés permet en principe d'obtenir pour eux, dans le marché global, le meilleur rendement global (cours du capital + taux de change + taux d'intérêt), ce qui modifie en permanence l'allocation des ressources, et stimule extraordinairement la concurrence des institutions financières.

LES INNOVATIONS FINANCIÈRES

Après une longue période de relatif immobilisme, les produits financiers ont connu une fébrile créativité au service des besoins du marché global, qui ne serait d'ailleurs

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

pas global sans ce climat général d'adaptation des transactions, dans une concurrence d'autant plus vive que, contrairement à l'invention industrielle, l'invention financière ne bénéficie pas de brevets et de licences. À travers une terminologie professionnelle qui rebute les non-initiés, on peut tenter d'identifier les principales catégories d'innovations :

■ Celles qui contournent des réglementations ou minimisent le frottement fiscal, comme par exemple les différentes formules de coupon zéro.

■ Celles qui favorisent les transactions directes entre agents économiques non bancaires, comme sur l'euro-marché les effets intermédiaires entre l'obligation et l'euro-crédit ou les billets de trésorerie.

■ Moins circonstancielle, plus novatrice, est une troisième catégorie d'instruments couvrant contre les risques de taux. Les obligations à taux variable, dont le taux est indexé sur le Libor, permettent à l'emprunteur de profiter des éventuelles baisses de taux, et au prêteur de se protéger contre les hausses. La sophistication a conduit aux obligations à *warrant* portant sur la nature et le niveau des taux, la durée de l'obligation, la monnaie de remboursement. De même ont été émis des bons dont la détention permet l'acquisition de valeurs (or, actions) traitées sur un autre marché.

■ Une autre famille d'innovations a consisté non plus à incorporer le risque dans le titre de créance/dette, mais au contraire à l'en détacher, de manière à pouvoir parier sur lui. Née des marchés de matières premières où elle avait connu de vraies dérives, la technique des contrats à terme a cherché dans les marchés de capitaux des enjeux en relation plus étroite avec les évolutions macro-économiques. Elle consiste à s'engager à livrer des actifs financiers à une date et à un taux fixés à l'avance. L'opérateur se couvre en prenant des positions opposées au comptant et à terme, avec l'espoir d'un solde positif entre les gains et les pertes de ces deux sortes de position. Le marché des *Futures* à Chicago a ouvert la voie, mais Londres et Paris (Matif) jouent déjà un rôle actif.

■ Enfin, une dernière famille de transactions consiste à faire circuler le risque par des échanges et des options. Les contrats de *swap* permettent d'échanger des risques de taux ou des risques de change entre eux et ils portent aujourd'hui sur plusieurs centaines de milliards de dollars chaque année. Les contrats de garantie de taux permettent de fixer un taux d'intérêt futur sans qu'il y ait effectivement prêt ou emprunt, ce qui en fait un pari déconnecté de la recherche des liquidités. Enfin, les options offrent la possibilité d'acheter ou de vendre des actifs ou des devises à terme sans pour autant imposer de réaliser finalement l'opération, l'opérateur pouvant, quitte à endosser le coût de l'option, ne pas exercer son droit d'acheter ou de vendre.

La dynamique propre du marché global a probablement déjà conduit l'innovation au bout d'elle-même. Mais il ne faut pas perdre de vue que, tandis que pour les instruments traditionnels une longue observation actuarielle a permis de mesurer les degrés de risque à faire payer, beaucoup des nouveaux instruments financiers proposés ne bénéficient pas encore d'une expérience éprouvée sur une durée suffisante pour écarter toute surprise, soit aux dépens de l'apporteur de fonds, soit aux dépens de l'emprunteur, dont les intérêts sont rigoureusement contraires.

LA DÉRÉGLEMENTATION

On a tendance à oublier que la réglementation des activités financières est née avec pragmatisme de la leçon des faits : laissés à eux-mêmes, les intermédiaires financiers (banques et marchés) n'assurent pas une protection suffisante contre les abus de la position de confiance qu'ils exercent à l'égard de leurs clients et déposants. À l'origine des réglementations édictées on trouve toujours une crise financière ou un scandale du passé.

En outre, il convient, dans un souci d'ordre public, de protéger les institutions financières contre elles-mêmes : tous les systèmes monétaires reposent sur la confiance. C'est pourquoi, par exemple, les réglementations ont, dans beaucoup de pays, longtemps compartimenté les institutions financières, avec une discipline propre à chaque spécialité : les instruments financiers, les clientèles.

Pourtant, depuis une décennie, la déréglementation a beaucoup contribué à la globalisation des marchés de capitaux, tant ont joué dans ce sens des poussées nouvelles plus ou moins irréversibles :

- L'idéologie néo-libérale au pouvoir dans les plus grands États industriels, car l'optimisation du profit par la concurrence fait paraître anachroniques toutes les règles qui freinent, cloisonnent, aiguillent, entravent la circulation des fonds.

- La globalisation du marché international, car elle a créé un groupe socio-professionnel d'opérateurs dynamiques, sensibles au contraste de plus en plus insoutenable entre l'immédiateté rendue possible par la technologie et les empêchements dus aux disciplines réglementaires, qu'une culture internationale permet de comparer et donc de relativiser avec un certain dédain.

- Dans les activités financières, la recherche de la profitabilité, conduisant à équilibrer les pertes enregistrées dans un secteur (par exemple les crédits à l'Amérique latine) par des gains obtenus dans d'autres (par exemple le *trading* de valeurs mobilières).

- La forte pression des États-Unis pour déréglementer les marchés de capitaux chez les autres, en particulier au Japon pour favoriser un recyclage des excédents japonais vers le déficit américain.

- Une permissivité nouvelle des pouvoirs publics, enclins de plus en plus à considérer, à l'américaine, que c'est aux professionnels de définir leur propre déontologie, et, en cas de dérapage, de faire face aux procédures judiciaires déclenchées contre eux par les *lawyers* des clients.

Mais, en sens inverse, on peut observer que les risques de la dette latino-américaine ont produit une certaine reréglementation des fonds propres des banques, tandis que les abus constatés sur le marché des *futures* ou en matière d'OPA provoquent une réflexion générale sur les déontologies à sauvegarder.

L'INTERMÉDIATION DES MARCHÉS OU « TITRISATION »

C'est par opposition à l'intermédiation bancaire (grâce à laquelle les ressources, placées en dépôts bancaires, financent les emplois sous forme de crédits bancaires) que se caractérise l'intermédiation des marchés (titrisation), court-circuit par lequel la ressource va directement à l'emploi, les agents économiques offreurs de liquidités concluant leurs transactions avec les emprunteurs de liquidités, face à face sur le marché, sous la forme de créances/dettes de tous ordres, allant du certificat de trésorerie aux obligations. Les banques peuvent faciliter ces transactions moyennant une commission. L'évolution récente a multiplié ces nouvelles formes d'intermédiation, notamment dans les financements à court terme, car :

- Les taux d'intérêt élevés des années 1980 ont fait explorer les circuits courts moins coûteux, apparemment, que l'offre de crédits bancaires.

- La déréglementation a permis aux entreprises non financières d'accéder à certains marchés dont elles étaient exclues.

- La création de nouveaux produits financiers a permis de satisfaire sur mesure les différents intervenants sur le marché, tandis que la concurrence a érodé les situations acquises trop confortables des banques. Il faut désormais compter avec le ludisme des services financiers des grandes entreprises, qui ont pris goût aux marchés et y trouvent une valorisation professionnelle sans précédent.

En tout cas, désormais, l'intermédiation des marchés est guidée par le taux

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

de rendement global (taux d'intérêt + taux de change + valeur du capital), plus complexe, plus conjoncturel que les intérêts et agios encaissés par les banques sur leurs crédits. Les opérateurs des marchés recherchent volontiers les plus-values à court terme provoquées par les mouvements des marchés sans trop se préoccuper de la valeur intrinsèque des actifs financiers qui transitent quelques jours ou quelques heures dans leurs livres. La distinction entre le revenu d'un actif et le gain en capital disparaît d'autant plus que les actifs ne sont achetés que pour être revendus.

Quant aux banques, elles ont dû s'adapter. L'intermédiation par les marchés, si elle a porté atteinte au chiffre d'affaires des banques commerciales trop spécialisées dans l'offre de crédits aux entreprises grandes et moyennes capables de s'adresser au marché, a naturellement été profitable aux banques spécialistes du marché et aux grandes banques à métiers multiples. L'évolution n'est pas sans conséquence, en tout cas, sur l'équilibre de l'exploitation des banques, sur la liquidité de leurs actifs, sur le développement de leurs engagements hors bilan.

LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ GLOBAL

Faut-il rappeler que l'espace financier et monétaire international n'a rien de commun avec les mappemondes et qu'il relève d'une géographie dématérialisée très spéciale, dans laquelle les États-Unis sont la moitié du monde, l'Europe la moitié du reste, le Japon surtout et quelques autres pays d'Extrême-Orient en voie de décollage économique formant le dernier quart? Seules les monnaies convertibles, cotées librement sur les marchés, dessinent le périmètre du marché global des capitaux qui achève de prendre place : les pays en développement et les pays de l'Est n'y comptent que par leur solde, qui est un besoin de financement, et par leur *rating* international, qui évalue le risque à leur prêter.

A l'avant-garde du marché global a été l'euro-marché et il continue de l'être. Né il y a une trentaine d'années comme marché extra-territorial du dollar pour contourner certaines réglementations américaines, l'euro-marché a pris une ampleur considérable grâce à la flexibilité que lui assure, par rapport aux marchés nationaux, sa parfaite liberté due à sa délocalisation à l'égard de toute autorité. Il a commencé par les euro-obligations, il a poursuivi par les euro-crédits, il a continué par les euro-obligations à nouveau et il entreprend depuis trois ans, plus difficilement, de développer l'*euro-equity*. Diversifié quant aux devises traitées, reflétant en cela la météorologie comparée des monnaies à usage international, il remplit aux yeux des opérateurs les fonctions du marché international intégré que les gouvernements des États de l'OCDE n'ont jamais réussi à promouvoir par des négociations, et il est d'ores et déjà en avance sur tout projet de marché communautaire des capitaux à faire apparaître dans la CEE pour l'horizon de 1992.

Les contours du marché global

En rassemblant des ordres de grandeur valables pour 1987, selon les statistiques disponibles, on peut esquisser les contours du marché global :

- Le marché des changes est au comptant pour 73 % des transactions à Londres et 63 % à New York, mais la part des contrats à terme et des *swaps* augmente ;
- A New York, l'opération moyenne de change est de 3,4 millions de dollars pour les transactions des banques et 4,6 pour les transactions non bancaires ;
- Les dépôts bancaires internationaux des opérateurs non bancaires sont d'environ 700 milliards de dollars, dont le dixième seulement correspond aux dépôts en devises de résidents ;

- Les dépôts bancaires internationaux dont disposent les banques les unes auprès des autres sont d'environ 2100 milliards de dollars ;
- L'encours des obligations internationales est supérieur à 600 milliards de dollars, dont 10 milliards tournent chaque jour ;
- Le marché des euro-actions est en train de naître, malgré les disparités de fiscalité et de réglementation. Les sociétés privées cotées sur au moins trois bourses internationales sont environ 330. À Londres, au moment du krach de 1987, 685 sociétés non britanniques étaient cotées, et les transactions quotidiennes étaient en moyenne proches du milliard de dollars.

La globalisation du marché des capitaux a été développée plus par les opérations au service des clients des banques que par les transactions interbancaires, même si celles-ci ont une plus grande importance dans les bilans. Cependant elle a entraîné une adaptation de la stratégie des banques, dont les plus importantes ont choisi d'être présentes sur tous les marchés et toutes les opérations, tandis que d'autres ont joué le choix des créneaux spécialisés. La grande liquidité des récentes années a naturellement favorisé l'évolution car, pour les pays industrialisés, la distinction entre liquidités nationales et internationales tend à s'estomper de plus en plus. Dès lors qu'un opérateur financier ou non financier (par exemple un groupe multinational) dispose d'une signature internationalement reconnue, il peut se procurer de l'argent dans la devise qu'il veut, quand il veut et où il veut. Autrefois, les groupes multinationaux tenaient à avoir un pied au États-Unis pour assurer leurs fonds futurs en dollars. Ceci n'est plus nécessaire aujourd'hui, étant donné l'abondance des euro-dollars. Les barrières encore érigées par quelques pays industriels ont tout au plus pour effet de renchérir le coût des fonds.

Des zones franches pour toutes les opérations extra-territoriales

19

Dans les plus récentes années, la concurrence entre les centres financiers s'est accrue, les praticiens du marché établissant des comparaisons directes entre les commissions et les impôts perçus sur le marché des capitaux des différents pays ; le flux des affaires va vers les centres offrant les coûts de transaction les plus faibles et la plus grande liquidité. Cette concurrence pousse les gouvernements à alléger les charges fiscales et les contraintes réglementaires, d'autant plus que le secteur des services financiers semble offrir un potentiel important de création d'emplois. La tendance des centres financiers est nécessairement d'opérer comme des zones franches pour toutes les opérations extra-territoriales qu'il convient d'attirer.

Cette globalisation des marchés de capitaux n'a pas été le fait des autorités gouvernementales, sauf dans la mesure où deux soucis internationaux se sont faits jour : donner aux banques et aux entreprises d'un pays les mêmes chances d'accès à ce marché global que leurs concurrentes et favoriser la localisation sur le sol national des transactions du marché global, lesquelles créent des emplois dans les services.

LES ACTEURS DU MARCHÉ GLOBAL

Sur l'espace financier et monétaire international, l'intégration des circuits financiers s'est faite beaucoup plus vite que l'interpénétration des économies. Elle signifie que les liquidités à la recherche d'un emploi rémunérateur s'investissent, à très court terme ou à long terme, après avoir procédé à un examen comparé de toutes les opportunités qui s'offrent dans cet espace international. La globalisation se manifeste sous de nombreuses formes qui se prêtent à la mesure statistique : la part croissante

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

des actifs et passifs en devises étrangères dans les bilans des banques, des groupes financiers, des groupes industriels ; l'expansion rapide des opérations de toute nature impliquant des transactions de change ; le financement hors des frontières de nombreux besoins domestiques publics ou privés. Ou encore la part croissante des actionnariats hors des frontières, à la fois pour le placement ou pour le contrôle, dans les institutions financières et dans les entreprises industrielles et commerciales.

Les vrais participants

Les vrais participants du marché global, c'est-à-dire ceux qui y ont recours continuellement, ne sont pas très nombreux, mais sont d'une grande taille. On peut y ranger :

■ Les banques internationales. Ne méritent vraiment cette appellation que la centaine de banques qui ont atteint la dimension internationale. Autant que par les salles de change, d'arbitrage et de *trading* qui ne sont que l'expression fonctionnelle d'une stratégie commerciale, elles se caractérisent par la possession d'un réseau d'implantation et donc d'information suffisant pour leur garantir compétitivité, sécurité et rentabilité.

■ Les grands investisseurs institutionnels (environ deux centaines). L'encours des investissements hors des pays d'origine serait passé de 6 milliards de dollars en 1975 à 85 milliards en 1985 et on le prévoit autour de 300 milliards en 1990. Si beaucoup d'investissements institutionnels de la CEE ont entrepris la construction de portefeuilles internationaux (ainsi, notamment, les fonds de pension britanniques gèrent près de 40 milliards de dollars d'actifs étrangers, soit près de 20 % de leurs avoirs), très peu ont la taille acquise par leurs concurrents américains ou japonais.

■ Les sociétés industrielles et commerciales multinationales (environ trois centaines). Leur département financier, souvent constitué en filiale, gère d'importantes liquidités et fonctionne comme un centre de profit, utilisant comme une banque toutes les technologies nouvelles et toutes les possibilités des marchés.

■ Les grandes signatures publiques de quelques dizaines d'États dont le *rating* est bon et d'organisations internationales comme la Banque mondiale. Par la globalisation du marché international, le financement d'un déficit budgétaire national n'est plus un choix de charge à répartir entre le contribuable national et l'épargnant national. L'emprunt va chercher l'épargne sur toute la planète. C'est l'épargnant japonais qui se substitue au contribuable américain pour financer le déficit américain. On peut à ce sujet regretter qu'avec ses deux signatures incontestées (CEE et Banque européenne d'investissement) la Communauté européenne tire si peu de parti du recours possible au marché global.

À ces grands participants, qui ont en commun de pratiquer des opérations quotidiennes sur l'ensemble des actifs financiers traités sur le marché global, il faut naturellement ajouter quelques milliers d'autres intervenants plus occasionnels, dont le nombre ne cesse d'augmenter.

SIX THÈMES DE RÉFLEXION

Si l'apparition, le développement et le fonctionnement du marché global des capitaux ont été parfaitement assimilés par les opérateurs depuis quelques années, il n'en va pas encore de même pour les conséquences, qui sont énormes tant pour l'équilibre de la communauté internationale que pour la conduite des politiques économiques nationales. On peut, comme thèmes de réflexion, en énumérer quelques-unes :

■ Il y a un manque de réalisme croissant à imaginer qu'on peut réformer le système monétaire international en s'écartant des réalités imposées par le marché global. L'heure des idées cultivées par tel ou tel gouvernement est passée. En particulier, le libre flottement des taux de change, et notamment celui du dollar, est inhérent au marché global.

■ Les pays industriels, qui peuvent trouver sur le marché global un financement inconditionnel de leur déficit budgétaire ou de leur déficit de balance des paiements, sont désormais hors FMI. Ne sont dans le périmètre effectif du FMI que les pays non admis au marché global. Autrement dit, le FMI est aujourd'hui l'agence internationale de financement des pays en développement : a-t-on regardé cette évolution en face ?

■ Le total des réserves de change des banques centrales est devenu spectaculairement marginal : l'équivalent d'une journée du marché international des changes. Dans la mesure où quelques États leur demandent encore d'influencer les taux de change, elles sont obligées de ruser avec la psychologie des marchés (accords secrets vantés plus qu'appliqués, interventions faibles mais opportunément rendues publiques, petites phrases médiatisées et autres pratiques qui, employées par une entreprise américaine cotée, lui vaudraient les poursuites du SEC¹), mais leur crédibilité auprès des opérateurs diminue sans cesse.

■ Un marché global connaît des crises également globales. Le krach d'octobre 1987 en a donné une parfaite démonstration. La construction d'une autorité mondiale régissant le marché global étant hors de portée, il faut au moins encourager la coordination des déontologies ou des réglementations appliquées aux acteurs du marché.

■ La globalisation n'a pas entraîné une meilleure convergence des politiques économiques, mais, en synchronisant les mêmes contraintes de taux de change, de taux d'intérêt et d'évaluation du capital à risque, en les sanctionnant par un incessant arbitrage entre les valeurs qui en découlent, elle a considérablement renforcé la solidarité des météorologies conjoncturelles, l'interdépendance des marchés de capitaux et des places financières, et le rôle de ce groupe socio-professionnel de quelques dizaines de milliers de financiers vivant dans le marché global. Les opinions de ce groupe, reflétées et façonnées par la presse financière anglo-saxonne, procèdent en général par des anticipations convergentes, ce qui introduit un facteur nouveau pour la prise de décision des États et des grandes multinationales.

■ Les modèles économétriques nationaux orthodoxes ont perdu une partie de leur fiabilité du fait de l'existence d'un marché global. Ainsi, le Trésor américain trouve pour financer son déficit, un financement sans relation avec l'épargne américaine. Ainsi, la relation entre l'économie réelle et la sphère financière est profondément perturbée par la fascination qu'exercent les transactions du marché global. Il faut désormais savoir préparer des réponses de politique économique incorporant les réalités du marché global. Même dans les plus grands pays industriels, cette nécessité est-elle toujours bien perçue ? □

21

1 - Stock exchange committee.