

## I. Introduction: problèmes anciens dans une ère nouvelle?

Une décennie tumultueuse sur le plan économique s'est terminée par une année pleine de surprises, heureuses pour la plupart. L'inflation est demeurée très faible dans la majorité des pays industriels et des marchés émergents, tandis que la croissance s'est poursuivie sur un rythme élevé aux États-Unis, s'est accélérée en Europe et a redémarré en cours d'année en Amérique latine. Le redressement intervenu dans plusieurs pays de l'Est asiatique touchés par la crise peut être qualifié de remarquable, cependant que la Chine et l'Inde ont continué d'enregistrer une expansion soutenue. Même au Japon, des signes laissent penser que le pire est peut-être passé. Sur les marchés financiers, les cours des actions ont atteint de nouveaux sommets, généralement sous l'impulsion des sociétés de haute technologie. Les émissions d'obligations d'entreprises ont également établi des records, à une cadence particulièrement rapide dans le compartiment nouvellement créé, sans heurts, de l'euro. La plupart des observateurs ont estimé que tous ces événements étaient de bon augure pour l'entrée dans l'an 2000, l'absence de problèmes informatiques sérieux au moment du changement de date étant considérée comme un autre présage favorable.

L'optimisme ambiant a encore été conforté par la constatation que la dernière décennie avait instauré un certain nombre de tendances souhaitables. Les avancées de la technologie ont été étonnantes et ont semblé se refléter de plus en plus dans les mesures de la productivité aux États-Unis. En outre, en tablant sur une flexibilité adéquate des marchés du travail, des capitaux et des produits, il n'y avait aucune raison majeure pour que les effets bénéfiques de ces technologies transférables ne se fassent pas sentir ailleurs. Il est possible, du reste, que ce raisonnement ait été à l'origine de l'engouement général pour les actions de l'«ère nouvelle». De surcroît, déréglementation et privatisation se sont poursuivies à belle allure, offrant non seulement des perspectives d'allocation plus efficiente des ressources mais aussi (à travers les marchés financiers) des moyens inédits pour discipliner les gouvernements imprudents. Quelles qu'en soient les motivations, l'engagement en faveur de politiques monétaires et budgétaires saines s'est généralisé dans les pays industriels comme dans les économies émergentes. Enfin, l'idée s'est accréditée que, pour garantir un fonctionnement efficace des marchés, ceux-ci doivent pouvoir s'appuyer sur une infrastructure complète au niveau de la législation, des institutions et de la gouvernance.

Paradoxalement, l'histoire nous a maintes fois montré que l'optimisme même le mieux fondé avait une insidieuse tendance à se muer en excès. Ce risque de dérive a semblé se confirmer au cours de la période sous revue. Le

fait d'avoir sous-estimé, de manière quasi unanime, la vigueur de l'expansion dans les pays anglophones (chapitre II) et de la reprise dans l'Est asiatique (chapitre III) fait penser que les causes fondamentales de ces bonnes performances étaient encore imparfaitement comprises. Toutefois, il était troublant de constater que les diverses forces économiques et financières à l'œuvre paraissaient présenter une corrélation inhabituelle. Aux États-Unis, par exemple, l'augmentation des cours des actions (en particulier dans le secteur de la haute technologie) a gonflé le patrimoine des ménages et facilité le financement des entreprises, ce qui a contribué à accroître respectivement les dépenses de consommation et l'investissement. La progression de la demande et le renforcement de l'intensité en capital se sont traduits concrètement par des gains de productivité, ce qui a conforté l'optimisme au sujet des bénéfices attendus, alimenté la hausse des cours des actions, et ainsi de suite. Il est évident que de tels processus cumulatifs peuvent accentuer les fluctuations sur les marchés financiers ainsi que dans l'économie réelle, surtout s'ils sont amplifiés par des modifications de change.

Une autre raison de tempérer l'optimisme tient au fait que nombre de déséquilibres et de carences structurelles, caractéristiques de l'économie mondiale pendant les quelques années antérieures, n'ont pas donné le moindre signe d'amélioration. En fait, à certains égards, la situation aurait même empiré. Au premier rang de ces déséquilibres figurait l'écart sans précédent entre le taux exceptionnellement élevé de l'épargne privée au Japon et son niveau exceptionnellement bas aux États-Unis. Si l'impact de ces situations extrêmes a pu être atténué par les modifications des positions budgétaires, au prix cependant d'une forte détérioration des finances publiques au Japon, les amples déséquilibres des paiements courants n'ont pas disparu et comportent des risques pour les cours de change. S'agissant de la réduction des obstacles structurels à une croissance soutenue, des progrès ont encore été accomplis à la fois au Japon et en Europe continentale, même si la rigidité des marchés des produits et du travail demeure une source de préoccupation. Dans toutes les régions, mais peut-être davantage dans l'Est asiatique, on redoutait de voir diminuer le soutien politique aux efforts de restructuration, en raison de la vigueur de la reprise économique. Là encore, mais d'une manière différente, l'optimisme à court terme a eu tendance à affaiblir les fondements nécessaires à l'optimisme à long terme.

Tout en reconnaissant la présence d'incertitudes, les opérateurs des marchés financiers et les autorités monétaires des pays industriels sont parvenus à la conclusion que les taux d'intérêt devaient être plus élevés. Les taux longs des titres d'État n'ont cessé d'augmenter en 1999, malgré un bref repli par la suite, et les taux directeurs ont été relevés, de nombreuses banques centrales ayant estimé qu'une action s'imposait pour éloigner le risque inflationniste. Néanmoins, au moment de la rédaction de ce Rapport, l'augmentation des taux n'a pas entraîné de ralentissement notable du rythme de la croissance ni de rupture significative sur les principaux marchés financiers. On s'est rendu compte, en particulier, que, en dépit d'une volatilité beaucoup plus forte des cours des actions et d'une baisse sensible des valeurs technologiques, les actions n'ont pas souffert d'un mouvement de contraction généralisé.

## Inflation, taux d'intérêt et niveaux d'endettement

Compte tenu des circonstances, il paraissait difficile d'imaginer que, seulement un an plus tôt, certains commentateurs s'inquiétaient de la perspective de récession et de déflation à l'échelle mondiale. Les signes non prévus d'une accélération quasi générale de la croissance ont alors recentré, à juste titre, l'attention des marchés et des décideurs sur les tensions inflationnistes. Le fait, cependant, qu'elles restaient relativement discrètes confirmait l'effet puissant, dans de nombreux pays, de forces désinflationnistes sous-jacentes telles que l'évolution technologique, la déréglementation, les capacités excédentaires et la rigueur budgétaire. En outre, la possibilité d'une interaction entre des taux d'intérêt plus élevés, des niveaux d'endettement accrus et des déséquilibres accentués a vivifié les préoccupations quant aux conséquences imprévisibles, voire déflationnistes, qui pourraient en résulter à un moment ou un autre.

Aux États-Unis, la remarquable croissance non inflationniste s'est poursuivie l'an dernier, soutenue à la fois par des composantes de l'offre et de la demande. Du côté de l'offre, la modération salariale inattendue et le renforcement de l'intensité en capital ont, en fait, abaissé les coûts unitaires de main-d'œuvre, alors que le taux de chômage tombait au-dessous de niveaux qui, par le passé, auraient attisé l'inflation. Du côté de la demande, la consommation des ménages s'est vivement accrue, sous l'effet de la montée des cours des actions, de l'augmentation des possibilités d'emploi et de l'essor de la confiance dans une «nouvelle économie» fondée sur la haute technologie. L'investissement s'est fortement développé, lui aussi, le secteur des technologies de pointe suscitant, là encore, un attrait particulier. En outre, beaucoup de ces caractéristiques ont été communes aux autres grands pays anglophones, à ceci près cependant que les gains de productivité y ont été en général moins perceptibles.

La décision de la Réserve fédérale américaine d'amorcer un relèvement prudent des taux directeurs à la mi-1999 (chapitre IV) montrait que les autorités craignaient de voir la demande rester supérieure à l'offre, même dans l'hypothèse de l'émergence d'une «nouvelle économie». L'accroissement des dépenses publiques, en réponse aux pressions préélectorales et aux projections d'excédents massifs, peut avoir constitué un motif supplémentaire de resserrement. La forte montée des prix pétroliers, après une longue période de repli, a également suscité des préoccupations, bien que le rôle du pétrole dans les pays industriels ait été nettement réduit. Au printemps de 1999, ces inquiétudes se trouvaient avivées par des signes plus tangibles de tensions sur les prix et le coût de l'emploi. La situation financière des ménages et les bilans des entreprises aux États-Unis suggéraient, en outre, la nécessité d'une modération dans le comportement du secteur privé. Le taux d'épargne des ménages a encore fléchi durant l'année et s'est accompagné d'une nouvelle augmentation de l'endettement. Les prêts sur nantissement destinés à des achats de titres se sont multipliés, même si leur niveau demeure modeste, et les emprunts des ménages sous d'autres formes ont poursuivi leur rapide progression. Il est fort possible que ces tendances aient été nourries par les cours florissants des actions, étant donné que plus de 50% des ménages américains en détiennent actuellement. L'endettement des entreprises s'est

alourdi, lui aussi, à vive allure, en raison de l'expansion soutenue de l'investissement et de la poursuite des rachats d'actions.

L'évolution a été tout autre au Japon, où l'épargne nette du secteur privé a atteint un niveau record. Comme la modération de la demande qui en est résultée n'a été qu'en partie compensée par l'augmentation de la désépargne publique, l'expansion globale de l'économie japonaise a été très modeste et la déflation évitée de justesse. La prudence manifestée à la fois par les entreprises et les ménages a joué un rôle important à cet égard. Accablées depuis les années 80 par des capacités excédentaires, les entreprises ont encore réduit leurs investissements, malgré des dépenses croissantes dans le secteur de la haute technologie. Comme les profits se sont améliorés à la suite des restructurations internes, elles ont préféré d'abord se désendetter.

En ce qui concerne le taux d'épargne des ménages japonais, la tendance haussière qui s'était amorcée en 1997 a repris, après un léger fléchissement au début de 1999. Divers éléments ont contribué à alimenter l'anxiété de ces agents économiques. Les restructurations d'entreprises ont suscité des inquiétudes pour l'emploi et ébranlé la confiance. Peut-être plus important à terme, l'alourdissement de la dette publique, associé au vieillissement rapide de la population, a conduit à s'interroger sur la charge fiscale à venir et sur la viabilité des engagements au titre des systèmes de pensions. La promesse de la Banque du Japon de conserver sa politique de taux d'intérêt zéro jusqu'à ce que la reprise ait acquis une dynamique propre a contribué à ranimer la confiance et à maintenir les rendements obligataires à de faibles niveaux. Cependant, les craintes d'une hausse des rendements avant l'apparition d'une croissance vigoureuse ont été avivées par plusieurs facteurs: menace de déclassement par Moody's, poursuite de la libéralisation dans le système financier offrant de nouvelles possibilités aux épargnants et persistance des déficits publics.

L'évolution diamétralement opposée de l'épargne aux États-Unis et au Japon s'est reflétée dans les soldes des transactions courantes, avec un déficit record dans le premier pays et la persistance d'un excédent substantiel dans le second. Le déficit américain a même atteint son plus haut niveau par rapport au PIB. La zone euro, au contraire, a conservé un faible excédent, en baisse cependant, correspondant à sa position intermédiaire dans le cycle conjoncturel. Pendant la majeure partie de la période, les principaux cours de change ont semblé davantage influencés par des facteurs cycliques que par ces considérations de comptes extérieurs. Ainsi, une dépréciation de l'euro et un dollar demeurant ferme pourraient continuer à réorienter les pressions de la demande vers les pays présentant des capacités excédentaires relativement plus importantes.

Dans le courant du second semestre de 1999 cependant, la faiblesse inattendue de l'euro (alors même que la croissance augmentait en Europe) et la vive appréciation du yen (alors même que le Japon entraînait techniquement en récession) ont montré que d'autres facteurs étaient également en jeu (chapitre V). Dans le premier cas, les analystes ont essentiellement mis en cause le rythme jugé trop lent des réformes structurelles en Europe et les commentaires prétendument contradictoires des décideurs. Dans le second, ils ont fait valoir que l'excédent extérieur commençait enfin à se faire sentir et que des réformes structurelles stimuleraient les bénéfiques. Il est en tout cas indéniable que

d'importantes sorties de capitaux à long terme ont été enregistrées de l'Europe vers les États-Unis et le Japon, en direction surtout des secteurs de la haute technologie, prometteurs de rendements alléchants. Dans un sens, l'euro, nouvellement créé, a peut-être été victime de son succès. La présence de marchés plus vastes et plus liquides, dans un contexte de taux d'intérêt relativement bas, a favorisé les émissions d'obligations en euros, dont les produits ont ensuite été convertis pour financer ailleurs des investissements.

Quelle qu'en soit la cause, la modification du cours de change yen/euro est loin d'avoir satisfait les autorités, tant au Japon que dans la zone euro. La Banque du Japon, consciente de la fragilité persistante de l'économie nippone et de l'impossibilité d'abaisser davantage les taux directeurs, est intervenue à plusieurs reprises pour freiner l'ascension de la monnaie. La Banque centrale européenne, dont l'objectif prioritaire est la stabilité des prix internes, s'est trouvée gênée par les effets inflationnistes de la dépréciation, à un moment où, précisément, les cours des produits de base augmentaient et où les revendications salariales paraissaient excessives dans certains pays membres. Devant cette situation, la BCE a relevé une première fois les taux directeurs à la fin de 1999 et maintenu par la suite cette orientation restrictive.

La tendance à une hausse des taux obligataires dans les pays industriels (chapitre VI) ne s'est pas fait sentir immédiatement dans la plupart des économies émergentes. Les entrées de capitaux se sont poursuivies à peu près aux mêmes rythmes qu'en 1998 (donc bien inférieurs à ceux d'avant la crise), principalement dans le cadre d'investissements directs étrangers, tandis que les prêts des banques ont encore diminué. Si la vigueur de la reprise dans de nombreux pays d'Asie n'a pas manqué de surprendre, le mouvement a obéi à une dynamique assez classique conduite par des politiques macroéconomiques expansionnistes, une augmentation des exportations et la reconstitution des stocks. À cet égard, la vive appréciation du yen a joué en faveur de ces pays, de même que la poursuite d'achats massifs d'équipement informatique par la clientèle du Japon et des États-Unis. Comme la plupart des pays d'Asie bénéficiaient d'une croissance rapide et continuaient d'enregistrer d'importants excédents des paiements courants, les monnaies de la région s'en sont trouvées confortées et les banques centrales ont pu maintenir les taux à de bas niveaux. Dans la majorité des cas, l'inflation est demeurée modérée, ce qui a constitué un élément positif supplémentaire.

Il est plus surprenant que la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels ait eu si peu d'impact en Amérique latine et en Europe orientale. Dans ces régions, de nombreuses économies présentaient des niveaux élevés d'endettement extérieur et de déficit courant, qui avaient perduré tout au long de la profonde récession précédente. Pourtant, les pressions s'exerçant sur la plupart des monnaies n'ont pas été fortes et n'ont pas suffi, en tout cas, pour contrarier la poursuite d'un redressement modeste de l'activité. Comme en Afrique et au Moyen-Orient, beaucoup de pays d'Amérique latine ont également tiré avantage de l'augmentation des cours des produits de base, à des degrés très variables, cependant, du fait d'évolutions diverses des prix du pétrole, des métaux et des autres produits. La confiance a paru trouver un soutien particulier dans le renforcement de la rigueur budgétaire, même en pleine récession. Les marchés y ont vu le signe d'un changement d'orientation, qui, associé aux privatisations et aux

autres réformes structurelles, constituerait une base saine à l'avènement d'une croissance durable. Seul le temps montrera si un tel optimisme est justifié.

## Structures et architecture: progrès accomplis

Les politiques macroéconomiques et les événements induits par la demande s'inscrivent dans un cadre qui comprend le côté offre de l'économie, sa structure financière ainsi qu'une multitude de conventions et accords internationaux composant l'«architecture financière internationale». Si les changements qui se produisent dans ces domaines sont généralement graduels et peu spectaculaires, c'est bien là cependant que se forment les fondements d'une prospérité durable.

Des actions significatives sur l'offre ont été menées un peu partout dans le monde, alors que l'accélération du rythme de croissance de la productivité aux États-Unis semblait se confirmer. Il en est résulté un grand nombre de pertes d'emplois non souhaitées, mais le taux de chômage n'en a pas moins poursuivi son repli. Instruits par l'expérience des États-Unis, beaucoup d'autres pays ont commencé à adopter les pratiques plus flexibles suivies sur les marchés américains du travail et des produits. S'agissant du premier, des progrès ont été accomplis en Europe pour conduire les négociations salariales au niveau de l'entreprise; des indications préliminaires donnent à penser que le taux de chômage naturel est également en train de diminuer. En France, la mise en œuvre de la semaine de 35 heures a été considérée, à juste titre, comme une évolution à contre-courant, mais des efforts encourageants ont ensuite été déployés pour s'en servir comme d'un catalyseur, afin de réformer des pratiques de travail surannées. Au Japon, le principe de l'emploi à vie dans les grandes entreprises commence à être remis en question, sous l'effet des licenciements affectant les employés plus âgés et des changements de culture chez les plus jeunes.

En ce qui concerne les avancées structurelles sur les marchés des produits, de nombreuses entreprises de services publics et de télécommunications ont été privatisées en Europe, ainsi que dans plusieurs économies émergentes, ce qui a souvent permis de faire baisser sensiblement les prix de ces services. En dépit de l'enthousiasme des marchés financiers, les progrès ont été moins tangibles au Japon, où la rationalisation graduelle du système de distribution s'est néanmoins poursuivie, exerçant, là aussi, des pressions sur les prix. En outre, il apparaît de plus en plus que les liens internes des *keiretsu* se distendent et que l'idée de rapprochements avec des entreprises étrangères est de mieux en mieux acceptée. En Corée, les restructurations d'entreprises semblent aller bon train, avec le soutien appuyé des autorités. Si une grande partie des *chaebol* privilégient désormais les bénéfices et non plus la taille, leur engagement à se séparer d'activités annexes ne s'est pas encore vraiment concrétisé. Enfin, l'utilisation de la technologie Internet par les entreprises, tant en Europe que sur de nombreux marchés émergents, a suscité un intérêt considérable. Comme de multiples pratiques anticoncurrentielles subsistent dans bien des pays, cela pourrait aboutir à des réductions de coûts encore plus grandes qu'aux États-Unis.

Les changements structurels se sont également intensifiés dans le secteur financier, où la prédominance des financements de marché s'est accentuée au détriment des prêts bancaires traditionnels. Les émissions internationales de

titres à moyen et long terme ont enregistré une forte progression, à l'instar des transactions transfrontières sur actions, alors même que le crédit bancaire international continuait à se contracter à la suite des crises récentes. L'intensification de la concurrence a été omniprésente, de même que la recherche de valeur pour l'actionnaire. Dans cet environnement plus âpre, deux tendances retiennent l'attention. La première est l'accroissement marqué des fusions et acquisitions entre établissements financiers dans toutes les régions du monde. Si ces opérations ont le plus souvent conservé une dimension nationale dans la plupart des pays industriels, la pénétration des établissements financiers du monde industriel sur les marchés émergents s'est sensiblement accrue. Deuxièmement, dans le contexte de la nouvelle augmentation des ressources contrôlées par les organismes de gestion d'actifs, il semble que les choix se soient portés vers les fonds qui s'étaient spécialisés avec succès dans des stratégies dynamiques.

Un changement structurel unique en son genre s'est produit au début de 1999 avec le lancement réussi de l'euro (chapitre VII). Presque aussitôt, les marchés monétaires et interbancaires de la zone euro ont commencé à fonctionner de manière totalement intégrée, et les émissions de titres d'entreprises libellés en euros se sont multipliées par rapport aux opérations correspondantes dans les monnaies constitutives. Cette évolution a été bénéfique, en particulier, aux crédits à notation inférieure ainsi qu'aux marchés des titres hypothécaires. En revanche, les marchés des actions et des titres d'État ne se sont pas unifiés. Si cela s'explique notamment par l'incapacité de mettre en place une infrastructure commune de négociation et de compensation, la diversité des habitudes nationales demeure une entrave importante à une unification totale. Dans cet environnement nouveau, les banques ont été confrontées à une intensification de la concurrence émanant des marchés, de leurs homologues ainsi que d'une foule de compétiteurs étrangers et de rivaux opérant sur Internet. Nombre d'entre elles ont donc révisé leurs stratégies de croissance, tout en élaborant des plans de rationalisation interne et de rapprochements externes.

Dans beaucoup de pays, les crises financières précédentes avaient fait ressentir la nécessité d'une restructuration bancaire plus poussée. À la suite de cela, dans une grande partie de l'Amérique latine, mais surtout au Brésil, le secteur bancaire est apparu nettement plus solide l'an dernier. Cependant, en dépit d'une augmentation notable de la pénétration étrangère, le Mexique se démarque de cette tendance, car des carences dans les procédures juridiques et judiciaires continuent d'empêcher les créanciers de faire valoir leurs droits à réaliser les sûretés. En Asie, des progrès sensibles ont été parfois accomplis, en particulier en Corée et Malaysia, alors que, dans d'autres cas, ils ont été plus lents. Cette lenteur s'explique en partie par la nécessité de mener de front une restructuration des entreprises et des banques, ce qui a rendu la tâche beaucoup plus complexe. En ce qui concerne la restructuration du secteur bancaire en Chine, il demeure difficile d'en évaluer les développements récents. Au Japon, la quasi-disparition de la prime bancaire japonaise semble témoigner de la confiance des opérateurs dans la solvabilité fondamentale du système, par suite des opérations de fusion et des apports de fonds publics. Aucune expansion du crédit ne s'est toutefois matérialisée.

Devant la succession des crises financières internationales depuis 1994, les pouvoirs publics des pays industriels ainsi que des économies émergentes ont consacré une attention accrue aux mesures de prévention, de gestion et de résolution des crises. Si des progrès significatifs ont été enregistrés dans certains domaines, nombre de parties prenantes à ce processus ont également noté la multiplication des groupes de travail et le manque de cohérence évident entre ces derniers. À en juger par les résultats de ses trois premières réunions, le tout nouveau Forum sur la stabilité financière paraît pouvoir jouer un rôle efficace pour remédier aux chevauchements et lacunes à cet égard ainsi que pour fournir des orientations utiles sur la manière de mettre en œuvre les recommandations formulées. Cette dernière tâche représente un enjeu de taille, d'une importance capitale pour la communauté internationale.

En matière de prévention des crises, des groupes d'experts nationaux ont continué de se réunir, souvent à la BRI, où ils se sont employés de plus en plus à élaborer ou à réviser des codes de bonnes pratiques dans les comportements financiers. Les travaux entrepris par tous les comités établis à Bâle sont décrits en détail dans le chapitre Activités de la Banque. Au-delà des déclarations d'intention, des progrès particuliers ont été accomplis dans la mise en application des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, grâce aux efforts coordonnés du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de son Groupe de liaison spécialisé sur ces questions. Le FMI et la Banque mondiale, qui se sont engagés dans un programme-pilote ambitieux visant à évaluer la stabilité financière dans le contexte des consultations au titre de l'Article IV, ont également fourni des contributions essentielles. S'agissant de la gestion des crises, le débat a principalement porté sur le compromis possible entre, d'une part, la fourniture de liquidité aux États en difficulté et, de l'autre, le problème de l'aléa moral. Les discussions sur la manière de concilier cadre réglementaire et jugement discrétionnaire, ainsi que sur les implications des modalités des prêts du FMI, ont permis de souligner les différences de vues qui subsistent sur le choix des procédures à suivre.

Des progrès mesurés ont également été enregistrés dans le domaine de la résolution des crises. À l'incitation du FMI, un certain nombre de pays de moindre dimension ont obtenu à la fois un rééchelonnement et un allègement de leur dette obligataire internationale, sans entraîner des répercussions visibles sur le coût de tels emprunts pour les autres économies émergentes. En outre, conscients que les détenteurs d'obligations sont devenus de plus en plus des créanciers importants, l'Allemagne, le Canada et le Royaume-Uni ont pris diverses initiatives visant à encourager l'insertion de clauses de procédure collective dans les nouveaux contrats d'émission. Enfin, d'autres petits pas ont été faits pour alléger la charge de la dette de quelques-uns des pays les plus pauvres, qui, pour certains, ont également été victimes de catastrophes naturelles. Toutefois, la question de l'aménagement de la dette met en jeu de puissants facteurs émotionnels, ce qui explique pourquoi l'obtention d'un consensus international à cet égard est aussi laborieuse. Dans ce domaine, comme dans d'autres, des progrès supplémentaires sont indispensables, dans le sens peut-être des directions suggérées dans la Conclusion de ce Rapport annuel.