

I. Introduction : une passe difficile

Pendant la période examinée, qui s'étend de début 2002 à avril 2003, l'activité s'est avérée décevante. L'interaction de facteurs géopolitiques, économiques et financiers a freiné la croissance et suscité de grandes incertitudes ; la reprise mondiale a semblé marquer le pas. De fait, les mauvaises nouvelles l'ont emporté, le plus souvent, sur les bonnes, ce qui a largement surpris, étant donné l'orientation fortement incitative des politiques économiques dans de nombreux pays. Cette répétition d'espairs déçus a caractérisé les deux dernières années au moins. Ce phénomène peut être aisément mis sur le compte d'événements inattendus tels que les scandales d'entreprises comme Enron, le choc du 11 septembre 2001 et, plus prévisible, la crise argentine. La période analysée n'a pas fait exception : ce qui apparaît comme une pause des investissements productifs a été principalement attribué aux incertitudes liées au conflit en Irak et même à la dissémination du virus SRAS.

La guerre en Irak est venue alourdir le climat. La question était, dans un premier temps, de savoir si le conflit aurait bien lieu et quelles pourraient en être les répercussions sur les prix du pétrole ; puis, quand il aurait lieu ; enfin, comment il se déroulerait et quelle pourrait en être l'issue. Ces interrogations ont reçu une réponse plus rapide que beaucoup ne le pensaient, mais des incertitudes politiques demeurent, qui pourraient s'avérer difficiles à dissiper. Avant même ces événements, plusieurs sources de tensions dans le monde hypothéquaient des avancées dans des domaines aussi cruciaux que les négociations commerciales de Doha et la réforme du système financier international. La dépréciation récente du dollar EU, pour sa part, n'a fait que souligner les incertitudes entourant le déséquilibre global de l'épargne et a conduit à s'interroger sur la meilleure contribution des différents pays à leur correction.

Cependant, comme les espoirs dans l'économie mondiale ont été régulièrement déçus, les causes ont été recherchées dans des forces plus fondamentales. Les États-Unis ont donné l'impulsion à la croissance mondiale à partir du début des années 90, en grande partie parce que ni le Japon ni l'Allemagne ne parvenaient à réaliser les ajustements structurels nécessaires pour remédier aux séquelles de la bulle des actifs, pour l'un, et de la réunification, pour l'autre. Rétrospectivement, toutefois, il apparaît que l'expansion américaine de la fin des années 90 a nourri ses propres excès, avec des prévisions de bénéfices trop optimistes, une augmentation rapide du crédit et des prix des actifs ainsi que des situations financières fragilisées. Les répercussions de ces déséquilibres, surtout dans le secteur des entreprises, ont largement pesé sur la reprise aux États-Unis l'an passé. De plus, en raison de l'interaction croissante des économies à travers les échanges et les marchés

financiers, sans parler des effets réciproques sur la confiance, d'autres pays semblent aussi avoir été durement touchés. Voyant leurs perspectives de bénéfiques s'éloigner encore, les multinationales européennes qui avaient massivement investi aux États-Unis se sont désengagées partout. Plus généralement, la croissance a également souffert des ajustements rendus nécessaires par la chute sans précédent des marchés boursiers, correspondant à quelque deux cinquièmes du PIB mondial actuel depuis leurs sommets de mars 2000. Les économies émergentes ont été frappées, elles aussi : en Asie, essentiellement par la réduction du commerce de biens de haute technologie ; en Amérique latine, par un assèchement temporaire des entrées de capitaux.

Si l'on peut déplorer que les anticipations de croissance les plus optimistes ne se soient pas concrétisées, on doit se réjouir que ce soit aussi le cas des perspectives les plus pessimistes. Contrairement à ce que certains avaient craint, la faiblesse de l'activité ne s'est pas conjuguée aux tensions découlant de la dernière bulle pour menacer sérieusement la solidité du système financier mondial. Malgré la série de chocs qui ont entamé le capital et la confiance, aucune faillite de gros établissement financier n'a été enregistrée. Il faut saluer également l'absence de dysfonctionnement majeur dans les principaux marchés financiers. Cela étant, les conditions de crédit se sont durcies çà et là, surtout dans le compartiment des obligations américaines à haut rendement. En outre, on redoutait de plus en plus que quelques compagnies d'assurances et fonds de pension déjà affaiblis soient moins attirés par les placements à risque. Ce sont probablement là deux exemples d'un retour à une plus grande prudence qui s'imposait depuis longtemps, mais dont les conséquences préjudiciables pour le crédit sont plutôt inopportunes dans le contexte actuel. Dans ce domaine comme dans bien d'autres – discipline budgétaire, provisions pour créances douteuses, modification des cours de change, réformes structurelles et orientation des politiques –, il est toujours coûteux à terme de ne pas effectuer au bon moment les réformes nécessaires.

L'assouplissement budgétaire et l'abaissement parfois énergique des taux directeurs dans de nombreux pays industriels ont, sans doute, permis au système financier de mieux résister jusqu'à présent. Ils ont également aidé à modérer la baisse des flux de capitaux vers des économies émergentes qui en sont encore tributaires pour financer leur déficit des paiements courants. Mais cette résistance peut aussi avoir été favorisée par les efforts notables entrepris depuis des années, tant pour améliorer l'infrastructure du système financier international que pour diversifier les sources de financement.

Modération de la croissance mondiale et influence des facteurs financiers

Début 2002, l'activité aux États-Unis avait bien redémarré après la phase de récession, ce qui n'était guère surprenant, étant donné l'orientation fortement incitative des politiques budgétaire et monétaire. Ce qui est plus inhabituel, c'est qu'elle ait, depuis lors, plutôt tendance à ralentir qu'à s'accélérer. En outre, par sa nature même, la reprise a été à tous égards aussi atypique

que la chute des bénéfices et de l'investissement qui l'a précédée. La consommation, dont la vigueur exceptionnelle avait contribué à faire de cette phase de contraction la récession la plus modérée de l'après-guerre, est demeurée dynamique en 2002, avant de montrer des signes d'essoufflement en fin d'année. Les investissements des entreprises, en revanche, sont restés faibles, bien que celles-ci soient parvenues, au moyen de compressions drastiques, à préserver des gains de productivité substantiels, à ramener la part des profits dans le PIB à des niveaux plus normaux et à réduire fortement leurs besoins de financement externe.

L'influence croissante des facteurs financiers dans les décisions de dépenses aux États-Unis est apparue plus nettement durant la période examinée, avec toutefois des différences notables entre entreprises et ménages. Pour les premières, il était primordial, face à des niveaux d'endettement historiquement élevés, de restructurer les bilans en diminuant autant que possible les investissements et l'endettement ; ce repli était également logique compte tenu des conditions encore très difficiles sur les marchés financiers. Avec la chute continue des cours des actions et le niveau très haut, quoique récemment en baisse, des primes sur obligations, seules les signatures de bonne qualité pouvaient bénéficier pleinement de la réduction antérieure du taux directeur. Le fait que le dollar EU ait fini par se déprécier en termes effectifs, par suite de la détente des taux d'intérêt et de la montée des préoccupations sur le déficit commercial américain, a revalorisé d'autant les revenus d'investissements à l'étranger. Mais c'était loin d'être suffisant pour dissiper le pessimisme fondamental des entrepreneurs, nourri par les problèmes de bilan et par les incertitudes suscitées par le contexte politique mondial.

Ce contexte financier difficile aurait pu également freiner les dépenses des ménages. En fait, alors même que les enquêtes les montraient moins confiants, ils ont continué à dépenser à un rythme soutenu aux États-Unis ; ils ont été particulièrement attirés par les biens de consommation durables et le logement, secteurs favorisés par la réduction du taux directeur et des incitations spécifiques. L'offre de financements à taux zéro par les producteurs de biens durables, au détriment de leurs bénéfices, a contribué à stimuler tout spécialement les ventes d'automobiles. Plus encore, la conjonction d'une baisse des taux hypothécaires, d'une hausse des prix du logement et d'une réduction des coûts de transaction a permis aux particuliers de se refinancer massivement. Si les fonds dégagés ont été affectés en partie au remboursement d'emprunts à taux plus élevés, ils ont aussi largement alimenté un surcroît de consommation ou servi à l'acquisition de biens immobiliers plus coûteux. Comme cette dernière tendance a renforcé le renchérissement du logement, il est possible que le processus ait acquis une dynamique propre. D'ailleurs, un phénomène identique, dû à une plus grande disponibilité du crédit, s'est produit ces dernières années au Royaume-Uni et en Australie ainsi que dans plusieurs pays d'Asie et d'Europe continentale. Si, aux États-Unis, la dette des ménages a continué de s'alourdir, les consommateurs ne semblent pas vraiment avoir adopté pour autant un comportement plus prudent. Le

coût du service de la dette est resté relativement bas, bien que le ratio dette/actifs se soit notablement accru, principalement sous l'effet du repli des actions.

Au Japon et, davantage encore, en Europe continentale, la croissance est également restée en deçà des prévisions, mais la déception a été d'autant plus grande que l'Europe n'avait pas connu les mêmes excès que les États-Unis durant la phase d'expansion et que le Japon avait déjà subi des années de stagnation caractérisée. Par comparaison avec ce qui s'est passé aux États-Unis, les entreprises se sont montrées tout aussi prudentes, et pour des raisons quasiment identiques tenant à la faiblesse de leurs bénéfices et à leur endettement élevé. La principale différence a concerné la consommation : en Europe et au Japon, les ménages ont suivi à peu près le même comportement que lors des cycles précédents. Si, dans de nombreux pays d'Europe continentale, les prix du logement ont augmenté encore plus rapidement qu'aux États-Unis en 2002, il semble que les ménages n'aient eu ni la volonté ni les moyens de mobiliser cet accroissement de patrimoine pour renforcer leur consommation.

L'apathie persistante de la croissance au Japon et dans les grands pays d'Europe continentale, en particulier en Allemagne, peut être difficilement imputée aux politiques macroéconomiques, qui ont été dans l'ensemble accommodantes mais sans excès. La responsabilité en reviendrait plutôt à des faiblesses structurelles sur les marchés du travail, des produits et même des capitaux. En Allemagne, par exemple, le chômage a encore augmenté l'an passé, la réduction antérieure du « coin fiscal » sur l'emploi ayant été en partie inversée. Simultanément, l'investissement a chuté à ses minimums de l'après-guerre, dans un contexte marqué par une nouvelle érosion de la part des profits. En outre, la déréglementation n'a pas avancé suffisamment vite au Japon et dans une bonne partie de l'Europe pour permettre de mieux répartir l'emploi face à la concurrence internationale. Les pressions chroniques sur les prix et les bénéfices dans les branches productrices de biens ne se sont que légèrement atténuées et pourraient bien s'intensifier, à la suite de l'adhésion de la Chine à l'OMC. Enfin, au Japon et en Allemagne, il apparaît que les établissements financiers ont durci leurs conditions de crédit, ce qui a surtout pesé sur les décisions d'investissement des petites et moyennes entreprises. Si cette évolution peut être saluée comme la réponse au problème persistant de sous-tarification du risque, le moins que l'on puisse dire est qu'elle n'est peut-être pas intervenue au meilleur moment.

Étant donné les difficultés rencontrées par les principaux pays industriels, il peut paraître surprenant que les économies émergentes et en transition aient connu une croissance aussi rapide. L'Amérique latine a souffert durant une bonne partie de la période d'une crise de confiance sur les marchés financiers mondiaux, mais également de facteurs internes qui ont freiné les entrées de capitaux. Elle a dû faire face simultanément à une dépréciation du change, à la récession et à l'inflation. Heureusement, le climat s'est éclairci peu à peu, grâce à l'engagement du nouveau président du Brésil de suivre des politiques macroéconomiques prudentes, à la fin d'une grève de grande ampleur au Venezuela et aux signes de redressement en Argentine.

Un regain de confiance dans l'efficacité des efforts d'ajustement, avec le soutien du FMI dans de nombreux cas, et la demande accrue des investisseurs pour la dette des économies émergentes ont permis de réduire les primes sur les emprunteurs souverains, qui sont néanmoins demeurées souvent très lourdes.

En Asie comme en Europe centrale et orientale, des facteurs externes et internes ont aidé à conserver une croissance généralement très soutenue. Les économies d'Asie ont bénéficié d'une forte expansion du commerce intrarégional, dans lequel la Chine tient une part de plus en plus grande, tandis que les pays d'Europe en transition ont réussi à diversifier leurs débouchés à l'exportation. Dans les deux régions, les apports de capitaux ont continué à un rythme suffisamment élevé pour poser des problèmes aux autorités, qu'elles n'ont qu'en partie résolus par des interventions sur les changes et un renforcement important des réserves en devises ; ce faisant, elles ont apporté une contribution notable au financement d'un déficit courant américain en constante augmentation. Heureusement, les deux régions se sont également efforcées de stimuler la demande intérieure pour corriger ce déséquilibre extérieur mais aussi soutenir l'activité. À la différence de celles d'Amérique latine, ces économies bénéficient souvent d'une crédibilité permettant aux responsables d'assouplir les politiques budgétaire et monétaire. Dans certains cas, en outre, des changements structurels ont favorisé une expansion notable des crédits aux particuliers, affectés à l'achat de biens de consommation durables et de logements. La Corée, qui était allée le plus loin dans cette voie, s'est toutefois trouvée aux prises avec des turbulences financières au printemps 2003. Pour les observateurs extérieurs tout au moins, cette alerte est venue opportunément rappeler les écueils de tout processus de restructuration, surtout lorsqu'il touche le système financier.

L'inflation mondiale est généralement demeurée stable à de bas niveaux, même si le renchérissement des produits de base, à commencer par le pétrole, a fait craindre un moment un réveil de l'inflation. Dans les pays industriels, la tendance était plutôt au repli, l'Europe présentant les augmentations les plus sensibles, le Japon se trouvant franchement en déflation et les États-Unis se situant quelque part entre les deux. Il apparaît, surtout dans les pays dont la monnaie s'est appréciée, que les prix des biens ont moins varié, à la hausse ou à la baisse, que ceux des services. L'accentuation de la concurrence internationale et des écarts de productivité a vraisemblablement joué un rôle majeur dans cette modification des prix relatifs et exercé sans doute un effet désinflationniste plus large. Fondamentalement, la persistance d'une faible inflation dans les pays industriels s'appuie sur un ancrage toujours plus solide des anticipations : après plusieurs années de sagesse des prix, les agents s'attendent à ce que ces conditions perdurent.

Les prix ont évolué de manière nettement plus différenciée dans les économies émergentes et en transition. L'Amérique latine a connu de loin les moins bons résultats. Bien souvent, l'inflation s'est fortement accélérée et a dépassé les objectifs explicites. Il convient toutefois de remarquer que, même après une dépréciation de change significative, l'hyperinflation n'est pas réapparue. Le mérite en revient au contexte mondial, mais aussi aux politiques

suivies par les autorités, qui ont réaffirmé leur détermination à cet égard. Fait encore plus encourageant, l'inflation s'est ralentie dans la plupart des pays hors d'Amérique latine, même en Inde, où le déficit public reste élevé.

Parallèlement, une nouvelle tendance est apparue dans plusieurs économies émergentes d'Asie, inopportune et, dans certains cas, surprenante. La déflation s'est accentuée à Hong-Kong RASS et a fait son retour à Singapour, conséquences probables de la bulle, respectivement dans l'immobilier et la haute technologie. Toutefois, la déflation est également revenue en Chine, où aucun boum ne s'était produit et ce, malgré une politique budgétaire très incitative et une vive augmentation du crédit. On pourrait y voir le résultat de gains de productivité considérables et donc d'une hausse massive des capacités d'offre résultant de l'investissement direct étranger. La réticence des autorités à fermer les entreprises d'État, par crainte de répercussions sociales et politiques, a pu aussi y contribuer dans de nombreux secteurs.

La déflation apparue dans ces économies, tout comme au Japon, a amené à se demander si elle ne pourrait pas s'étendre et, dans ce cas, s'il y avait lieu de s'en préoccuper. La pause constatée dans la croissance a relancé le débat, car les capacités excédentaires menacent d'augmenter, ce qui renforcerait les pressions sur un niveau d'inflation déjà très bas. Ces processus pourraient même se conjuguer aux fragilités du système financier pour amplifier les effets désinflationnistes. Toutes ces considérations sont développées dans les différents chapitres et dans la Conclusion.

Préservation de la stabilité financière et rôle des autorités

Compte tenu des difficultés macroéconomiques dans les pays industriels, il n'est guère surprenant que les défaillances et déclassements d'entreprises se soient fortement accrues l'an passé, atteignant des niveaux bien supérieurs à ceux de la dernière récession. Comme, en outre, les perspectives de profits se sont amenuisées pour les sociétés toujours en activité, les marchés boursiers ont chuté pour la troisième année consécutive. Pourtant, contrairement aux entreprises, mais aussi à son propre comportement lors des précédentes phases de ralentissement économique, le système financier est resté, du moins en surface, relativement solide. Certes, des signes évidents de tensions sont apparus, mais ils ont été circonscrits à certains secteurs et pays et jugés, pour l'essentiel, maîtrisables.

La principale source de satisfaction provient de la capacité de résistance du système bancaire dans la plupart des pays industriels. À l'exception notable du Japon, les pertes à l'égard de la clientèle d'entreprises et la baisse des recettes sur les activités de marché ont été en partie compensées par de confortables profits vis-à-vis des particuliers. Cela a surtout été le cas aux États-Unis, où les refinancements d'hypothèques et les prêts à la consommation ont procuré de substantiels revenus d'intérêts nets et de commissions. En Allemagne, en revanche, les défaillances d'entreprises se sont multipliées et la faiblesse chronique des marges d'intérêt a pesé sur les résultats ; néanmoins, les ratios de fonds propres se sont améliorés,

comme dans beaucoup d'autres pays d'ailleurs, et demeurent bien supérieurs aux exigences minimales réglementaires. En outre, tant en Amérique du Nord que dans plusieurs économies européennes, les banques ont poursuivi leurs efforts de réduction des coûts et de diversification. En Europe, cette restructuration exercera des effets positifs plus visibles sur les bénéficiaires, avec la disparition progressive des conditions non concurrentielles des établissements bénéficiant du soutien de l'État.

Ailleurs, les résultats du système financier n'ont pas toujours été aussi satisfaisants : certains problèmes sont demeurés sans solution et d'autres sont apparus. Parmi les premiers, les bilans des banques sont restés grevés par une forte proportion de prêts non productifs au Japon et dans plusieurs autres économies d'Asie, à l'exception notable de la Malaisie. De même, aucun progrès décisif n'a été réalisé, l'an passé, dans l'élaboration, et encore moins la mise en œuvre, d'une stratégie de traitement du surendettement dans les entreprises et le secteur bancaire. Des difficultés ont surgi pour les compagnies d'assurances et les fonds de pension ; ces établissements, surtout en Europe, ont pâti de la volatilité des actions qu'ils avaient massivement achetées, séduits par les promesses de l'« ère nouvelle » et poussés par une concurrence exacerbée, au lieu de se cantonner dans les obligations à long terme formant la contrepartie naturelle de leurs passifs contractuels. Maintes compagnies d'assurances européennes et japonaises ont souffert, en outre, de garanties de rendements relativement élevés sur leurs contrats. Face à cette situation, quelques gros assureurs d'Europe ont été amenés à se recapitaliser, à relever leurs primes et à se retirer progressivement d'activités non rentables. Les fonds de pension, pour leur part, se sont tournés vers les employeurs, presque partout, pour résoudre leurs problèmes de financement. Cela a malheureusement rejailli sur les anticipations de bénéficiaires et les notations, entraînant une baisse supplémentaire des actions et un accroissement du niveau de sous-financement.

Les amples fluctuations du sentiment et de la volatilité des marchés financiers ont constitué une autre source de préoccupation. Outre les perspectives de bénéficiaires médiocres, les marchés des actions ont été pénalisés en 2002 par le nombre record de « signatures déchues », qui ont vu leur notation autrefois flatteuse se dégrader progressivement, et parfois tomber en état de défaut de paiement. Faisant suite aux révélations d'irrégularités, d'ordre comptable notamment, ces incidents ont décontenancé les investisseurs et accru leur réticence à assumer des risques. Leur réaction s'est aussi manifestée par des marges de crédit fortement élargies pendant une bonne partie de la période, pour atteindre des records fin 2002 ; heureusement, les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté, revenant au printemps 2003 à des niveaux jamais vus depuis vingt ans ; en termes nets, le coût des emprunts n'a donc pas augmenté autant qu'on aurait pu le redouter. Un phénomène surprenant mais bienvenu s'est produit vers le changement d'année, lorsque les marges de crédit ont diminué, alors même que les autres indicateurs du sentiment du marché restaient résolument négatifs. Il pourrait s'agir en partie d'une correction de la surréaction antérieure, mais les opérateurs ont apparemment estimé que les

efforts des entreprises pour se restructurer et réduire leur vulnérabilité aux chocs potentiels commençaient à porter leurs fruits.

Le fait que le système financier, et surtout le secteur bancaire, ait si bien fonctionné peut s'expliquer par des facteurs conjoncturels et structurels. Du côté conjoncturel, le plus important peut-être dans beaucoup de pays tient à quelque chose qui ne s'est pas produit : le ralentissement économique n'a pas été précédé, cette fois, d'une hausse excessive du crédit à l'immobilier commercial. Au contraire, alors que leur clientèle d'entreprises et leurs activités de marché étaient peu rémunératrices, les établissements financiers ont souvent tiré leurs revenus du dynamisme relatif du marché du logement et des prêts à la consommation. On peut voir dans cette vigueur un effet indirect de l'assouplissement monétaire énergique dans de nombreuses économies, rendu possible par le bon comportement des prix.

Du côté structurel, plusieurs évolutions ont joué en faveur de la stabilité financière. Les établissements dans leur ensemble, et les banques en particulier, paraissent avoir pris davantage conscience des risques encourus et de la nécessité de les gérer de manière plus prudente. En témoigne la tendance à transférer le risque hors du système bancaire vers les marchés, puis sur les établissements financiers non bancaires. Cette tendance s'est appuyée sur l'essor des titres à haut rendement, surtout aux États-Unis, et sur le développement du marché obligataire européen depuis l'avènement de l'euro. Les banques utilisent de plus en plus des instruments tels que crédits consortiaux, titres adossés à des actifs, créances garanties par des titres de dette et contrats sur défaut pour reporter le risque de crédit sur des investisseurs institutionnels. La logique sous-jacente, vérifiée jusqu'à ce jour, est qu'une plus grande répartition du risque de crédit conforte la stabilité. De surcroît, la possibilité pour les emprunteurs de solliciter une gamme de bailleurs de fonds plus diversifiée contribue à éviter des problèmes de liquidité comme ceux qui, par le passé, ont souvent mené à des situations d'insolvabilité préjudiciables.

Au-delà de son rôle opportun dans l'ajustement des politiques macroéconomiques, le secteur officiel peut être en partie crédité de ces évolutions relativement positives. En association avec les institutions financières internationales et le Forum sur la stabilité financière, les autorités nationales mettent tout en œuvre depuis des années pour améliorer les normes prudentielles applicables au système financier. Pendant la période analysée, l'attention s'est portée plus particulièrement sur les fragilités affectant les fondements du marché, mises en évidence par les récents scandales d'entreprises. Même si de nombreuses initiatives ont été déclenchées très rapidement au lendemain des événements, elles n'en apparaissent pas moins mûrement réfléchies, en liaison avec les opérateurs de marché eux-mêmes. En outre, tout en étant essentiellement de caractère national par leur origine et leur champ d'application, elles incorporent souvent les grands principes qui ont fait l'objet d'accords internationaux à l'issue de vastes consultations. Comme ces principes intègrent les enseignements des expériences nationales récentes, ce processus interactif ne peut que conduire à une convergence vers les meilleures pratiques à l'échelle internationale.

À ce propos, la publication, par l'Organisation internationale des commissions de valeurs, d'un ensemble de principes concernant l'indépendance des auditeurs (pour éviter les conflits d'intérêts) et la surveillance prudentielle des sociétés d'audit revêt une importance particulière. Ces efforts cherchent à remédier à ce qui est de plus en plus perçu comme une carence majeure : l'absence d'initiative et de volonté dans cette profession pour se réformer et réviser les normes professionnelles en fonction des insuffisances constatées. Par ailleurs, des progrès ont été accomplis sur la voie d'accords internationaux pour l'établissement de principes dans le domaine de la comptabilité et de la communication financière. Le protocole conclu entre les autorités américaines et l'International Accounting Standards Board, en vue d'harmoniser les normes comptables, constitue une étape capitale. Il convient également de signaler l'initiative, lancée l'an dernier, pour la révision des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, dans le but de les renforcer et de formuler des recommandations plus détaillées sur leur interprétation, leur mise en œuvre et leur respect dans le monde entier. Enfin, il est de plus en plus admis que des normes internationales sont nécessaires pour aider à atténuer les conflits d'intérêts inhérents à la prestation de services financiers au sens large. L'attention s'est concentrée récemment sur l'interaction entre analyse et transactions financières, mais il est facile de recenser bien d'autres domaines tout aussi conflictuels.

À ce jour, le système financier mondial a démontré sa capacité de résistance à des tensions économiques de plus en plus manifestes. Il convient de s'en féliciter, comme il faut saluer les progrès réalisés pour en renforcer les fondements. Bien évidemment, ces motifs de satisfaction ne devraient pas faire oublier aux décideurs les insuffisances qui doivent être encore corrigées, ni leur dissimuler les défis à venir. Le système financier pourrait receler d'importantes tensions qui restent à découvrir. Quelle serait, par exemple, l'incidence d'une période prolongée de croissance lente dans le monde, si elle était aggravée de surcroît par des chocs dans le domaine politique ou commercial ? Ces interrogations, et les réponses envisageables, constituent le thème de la Conclusion de ce *Rapport annuel*.