

VII. Interactions entre secteur financier et économie réelle

Faits saillants

Avec le ralentissement de l'économie mondiale en 2001, la rentabilité de nombreux établissements financiers a diminué, car les prêts douteux se sont multipliés et les revenus liés aux transactions sur les marchés des capitaux ont baissé. À ce stade, pourtant, rares sont les signes de turbulences financières susceptibles, par leur ampleur, de freiner sensiblement la reprise. La résistance globale du secteur financier, malgré les excès de la fin de la décennie précédente, s'explique dans une large mesure par la nature assez superficielle du tassement de l'activité mais aussi par d'autres facteurs : l'absence d'emballement dans l'immobilier commercial à la fin des années 90, le fait que le financement du boom du secteur technologique ait été essentiellement assuré par les marchés et l'émergence d'instruments financiers permettant une large répartition du risque de crédit.

Jusqu'à ce jour, le système financier s'est avéré relativement solide, mais l'histoire montre que les turbulences peuvent apparaître très soudainement. L'endettement croissant des ménages, grâce à leurs importantes plus-values dans l'immobilier, augmente la probabilité d'ajustements financiers coûteux, surtout en cas d'expansion économique décevante ou de forte hausse des taux d'intérêt. Plus généralement, une période de croissance lente ferait sans doute surgir de nouveaux problèmes de qualité de crédit et pourrait inciter à prendre moins de risques sur les marchés des capitaux.

La plupart des systèmes bancaires ont enregistré de bons résultats, à l'exception notable du Japon, où les banques accumulent des pertes dues à l'accroissement des prêts douteux et aux moins-values sur actions. Malgré quelques signes d'amélioration, les faiblesses du système bancaire continuent à peser sur l'économie, dont l'atonie affecte alors à son tour le système. Pour que l'amélioration se confirme, des mesures crédibles d'assainissement des bilans doivent être prises tant dans le secteur financier qu'au niveau des entreprises. Il importe, en outre, que les politiques macroéconomiques restent accommodantes.

Pour les banques et les autorités chargées de la réglementation du secteur financier, les relations étroites entre la sphère réelle de l'économie et le système financier comportent un certain nombre d'enjeux. Pour l'un, il s'agit de déterminer dans quelle mesure le risque de crédit encouru par un établissement, et par l'ensemble du système, est lié à la situation économique et aux évolutions dans le secteur financier. Un autre consiste à s'assurer que les normes de fonds propres fondées sur le risque n'amplifient pas les effets du cycle économique, en autorisant une réduction excessive des fonds propres en période d'expansion et en nécessitant une

augmentation excessive en phase de ralentissement. Un troisième enjeu réside dans l'élaboration de règles comptables permettant une juste évaluation des prêts dans le bilan, par une prise en compte réaliste de la valeur des garanties et de l'incidence de la situation économique sur la solvabilité des emprunteurs.

Résultats des établissements financiers et économie

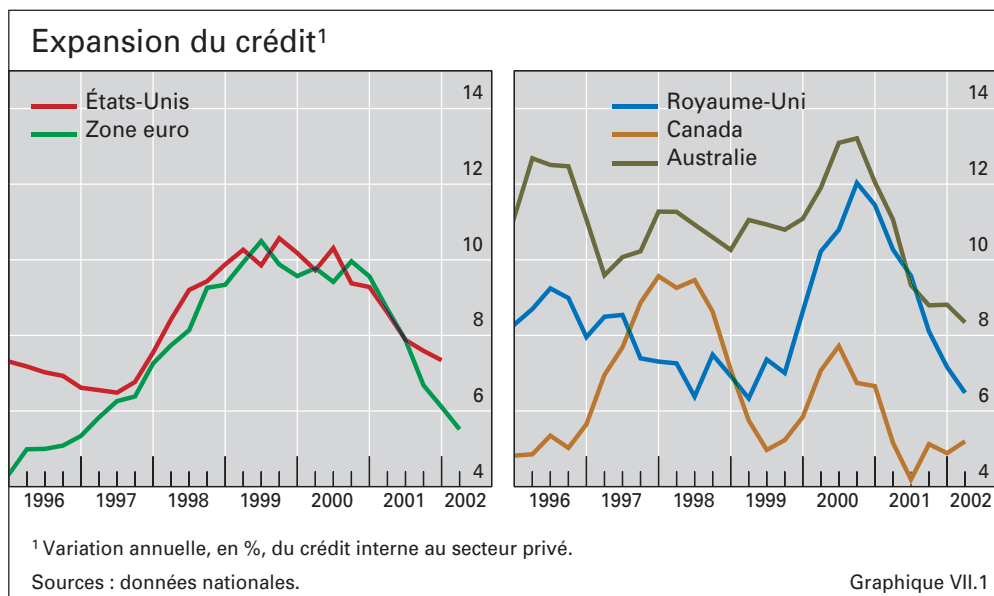
Les résultats du secteur financier et l'état de santé de l'économie sont étroitement liés. Généralement, une phase d'expansion économique se caractérise par un renchérissement des actifs, une faible proportion de prêts douteux et une intensification de l'activité sur les marchés des capitaux, autant d'éléments qui contribuent à accroître la rentabilité affichée des établissements financiers. En phase de ralentissement conjoncturel, au contraire, la rentabilité tend à diminuer avec la baisse des prix des actifs, l'augmentation des défaillances sur prêts et le tassement des transactions financières.

Le cycle économique influence la rentabilité des établissements financiers ...

Or, la relation causale joue dans les deux sens : les périodes d'expansion sont souvent étayées par une augmentation de la rentabilité des établissements financiers et leur désir accru de prendre des risques et de s'adjuger de nouveaux contrats. Ces forces expansionnistes reposent sur un sentiment d'optimisme qu'engendre inmanquablement une économie forte. Le phénomène inverse peut se produire dans les phases descendantes : avec la diminution de la rentabilité et de la confiance, les établissements deviennent réticents à prendre des risques et recherchent une meilleure rémunération pour ceux qu'ils sont prêts à encourir. Les effets sur l'économie peuvent être importants, en particulier si le ralentissement conjoncturel s'accompagne d'une détérioration significative des bilans.

... et inversement

Nombre de ces interactions générales entre économie et secteur financier ont été particulièrement évidentes dans le cycle conjoncturel actuel. Au cours de la seconde moitié des années 90, une certaine exubérance a régné dans



Grandes banques : rentabilité en 2000 et 2001									
	Nombre de banques	Bénéfice avant impôt		Dotations aux provisions		Marge d'intérêt nette		Charges d'exploitation	
		2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
		en % du total de l'actif moyen							
États-Unis	9	1,60	1,22	0,52	0,71	2,91	2,94	3,92	3,62
Japon	15	0,12	-0,89	0,83	1,58	1,11	1,18	0,88	0,87
Allemagne	4	0,55	0,14	0,18	0,24	0,82	0,90	1,74	1,62
France	4	0,85	0,74	0,17	0,22	0,95	0,94	1,95	1,87
Royaume-Uni	4	1,65	1,33	0,29	0,31	2,36	2,09	2,68	2,32
Canada	6	1,26	0,92	0,29	0,41	1,89	1,95	2,76	2,84
Espagne	4	1,33	1,20	0,35	0,44	2,65	2,86	2,63	2,60
Australie	4	1,60	1,39	0,20	0,27	2,12	2,12	2,09	2,06
Suède	4	1,10	0,82	0,07	0,07	1,42	1,40	1,67	1,47
Suisse	2	0,96	0,42	0,04	0,10	0,73	0,68	2,90	3,02

Source : Fitch. Tableau VII.1

plusieurs compartiments du système financier ; les critères de prêts ont été assouplis et les primes de risque réduites. L'expansion du crédit s'est accélérée, en outre, dans maints pays et certains systèmes bancaires ont enregistré leurs meilleurs ratios de rentabilité depuis des décennies. Ensuite, quand les signes d'un affaiblissement de l'économie sont apparus dans les grands pays, les normes d'octroi de crédits ont été durcies et les primes relevées, l'expansion du crédit s'est ralentie et la rentabilité de nombreux établissements a diminué (graphique VII.1 et tableau VII.1).

L'exubérance financière de la fin des années 90 a certainement permis une croissance vigoureuse, en particulier dans les secteurs de la technologie et des télécommunications, mais elle est aussi à l'origine de la montée des risques dans certains compartiments. Malgré tout, et contrairement à ce qui s'est passé au début de cette même décennie, peu de signes de tensions sont susceptibles à ce stade de provoquer, par leur ampleur, de sérieuses turbulences.

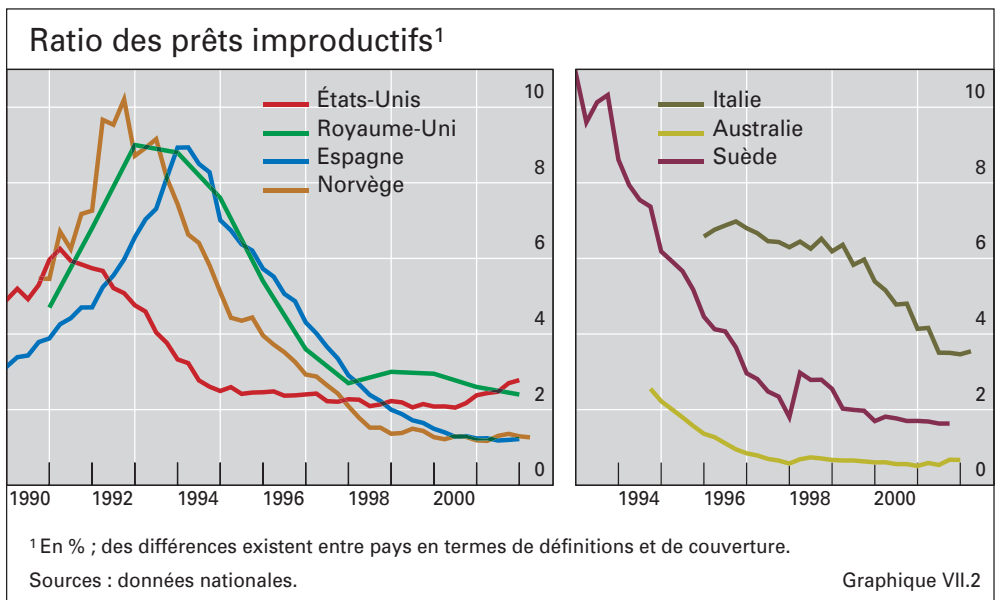
Tendances récentes

Les provisions pour pertes sur prêts ont augmenté ...

Depuis l'an dernier, la détérioration de la qualité des portefeuilles de prêts constitue, au sein du secteur bancaire, un sujet de préoccupation majeur : face au ralentissement de la croissance dans les grandes économies, les banques ont été nombreuses à augmenter notablement leurs provisions, surtout pour les crédits aux entreprises. Des signes montrent également une baisse sensible de la qualité de certains portefeuilles de prêts à la clientèle de détail de second rang. En 2001, beaucoup d'établissements ont relevé de plus de 50 % leurs provisions.

... mais les prêts douteux restent bien au-dessous de leurs niveaux du début des années 90

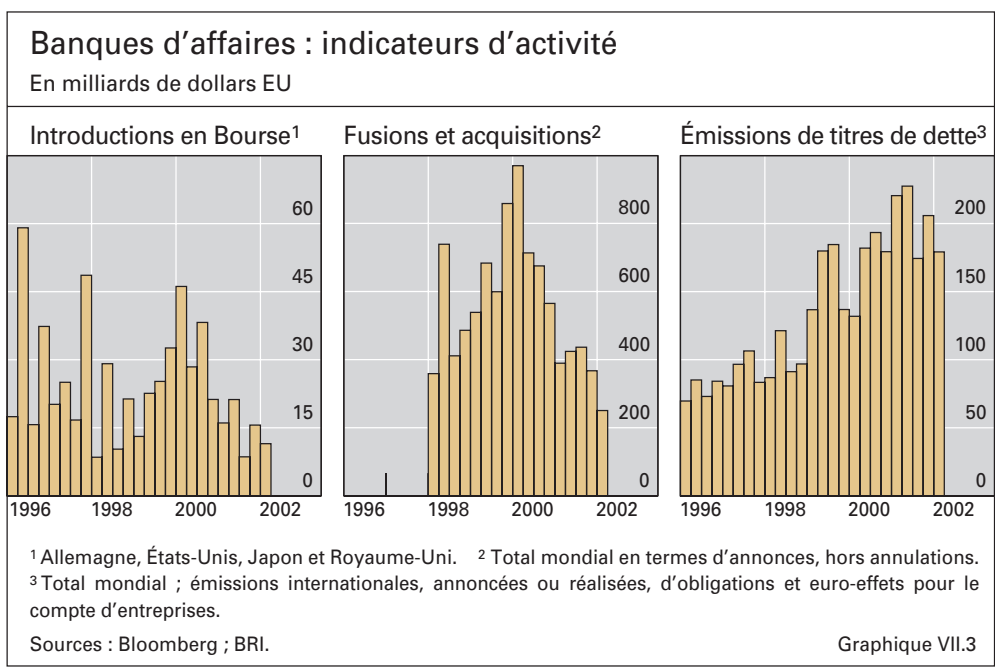
La qualité des portefeuilles de crédits reste néanmoins acceptable dans l'ensemble. Dans la plupart des pays industriels, la part des prêts improductifs est encore relativement modeste (graphique VII.2), mais une progression n'est pas à exclure dans certains cas, en raison de la faiblesse de l'activité depuis un peu plus d'un an. Une répétition du scénario du début des années 90 est peu probable, cependant, compte tenu surtout des perspectives de croissance



actuelles. Le Japon constitue l'exception marquante à cette tendance générale (voir ci-après).

L'an dernier, la rentabilité de nombreuses banques a aussi été affectée par la baisse générale des revenus provenant des transactions sur les marchés des capitaux. La chute des marchés boursiers et le ralentissement économique mondial ont nettement réduit les gains liés aux émissions d'actions, aux fusions et acquisitions et aux prêts consortiaux (graphique VII.3). Pour les services aux particuliers, les instruments de placement ont également généré des commissions moins importantes. Le seul fait positif a été le niveau record des émissions obligataires dans le monde, avec une progression significative en volume dans tous les grands compartiments (chapitre VI).

Les revenus tirés des marchés des capitaux ont diminué ...

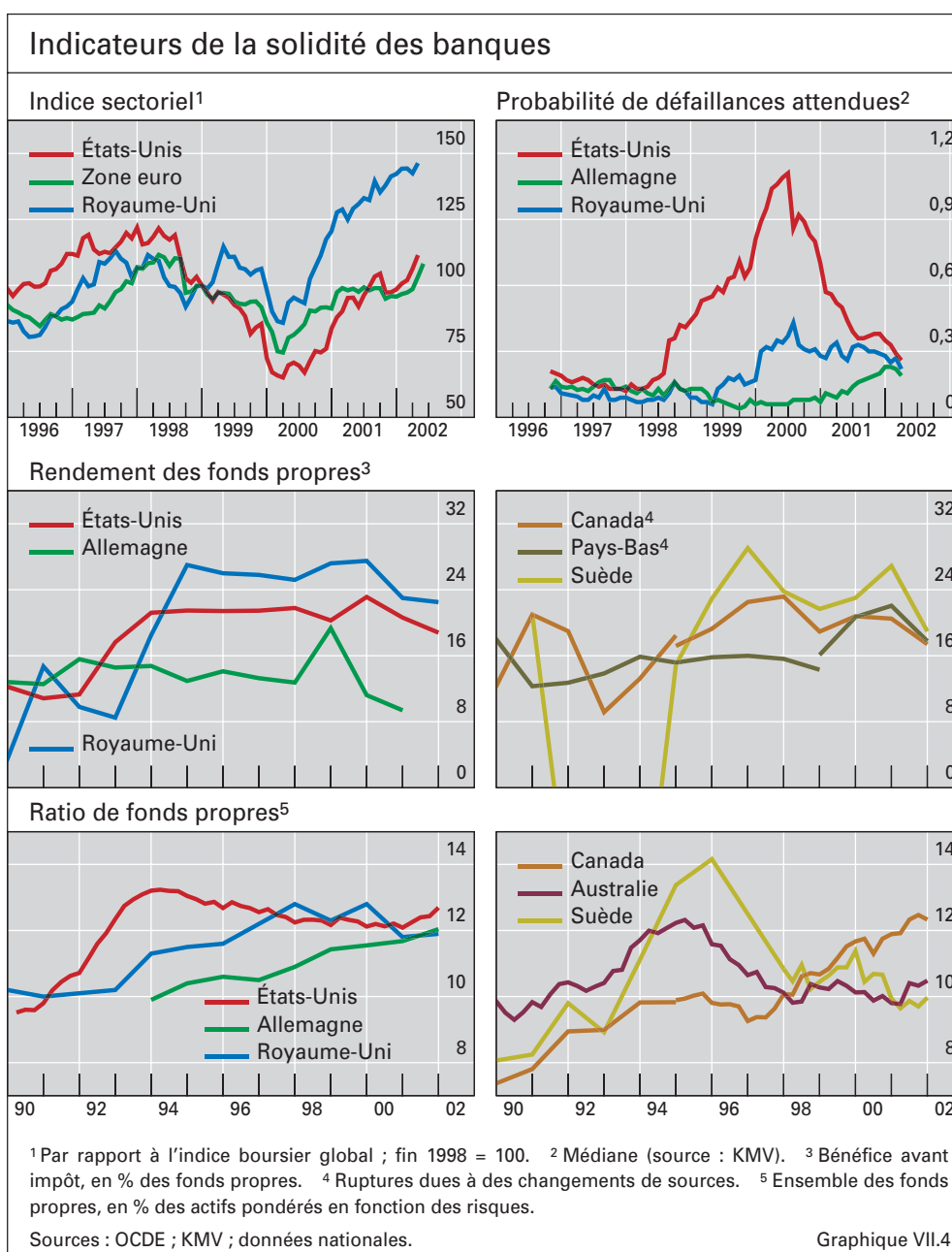


... contrairement
aux marges
d'intérêt

Pour beaucoup d'établissements, le tassement conjoncturel a eu pour avantage d'accroître les marges d'intérêt. Dans certains pays, où les taux directeurs ont baissé, les banques ont été plus rapides à modifier la rémunération des dépôts que le coût des prêts. De plus, celles qui enregistraient d'importantes asymétries d'échéances ont profité de l'accentuation de la courbe des rendements en 2001. La progression des marges a contribué à la bonne rentabilité de nombreuses opérations de détail ; par la suite, cependant, il ne sera sans doute pas possible de conserver de telles marges, en raison de la concurrence et d'une nouvelle configuration des taux d'intérêt.

Les banques
demeurent
rentables ...

Sous l'effet de l'augmentation des charges liées aux créances douteuses, la rentabilité de la plupart des grands systèmes bancaires s'est un peu réduite en 2001 (graphique VII.4). Dans certains pays comme les États-Unis, le



Royaume-Uni ou la Suède, les rendements sur fonds propres des banques commerciales ont été moins bons que durant la deuxième moitié des années 90, tout en restant soutenus par rapport aux décennies précédentes. Sur le continent européen, les résultats ont été plus contrastés. En France et en Italie, les taux de rentabilité ont légèrement fléchi, mais ils demeurent supérieurs à ceux du milieu des années 90. En Allemagne, en revanche, la rentabilité de nombreuses banques s'est ressentie, ces dernières années, des faibles marges d'intérêt et des coûts élevés ; la situation s'est d'ailleurs aggravée en 2001, car le ralentissement de l'activité y a été relativement marqué et les revenus de commissions et du négoce ont fortement diminué.

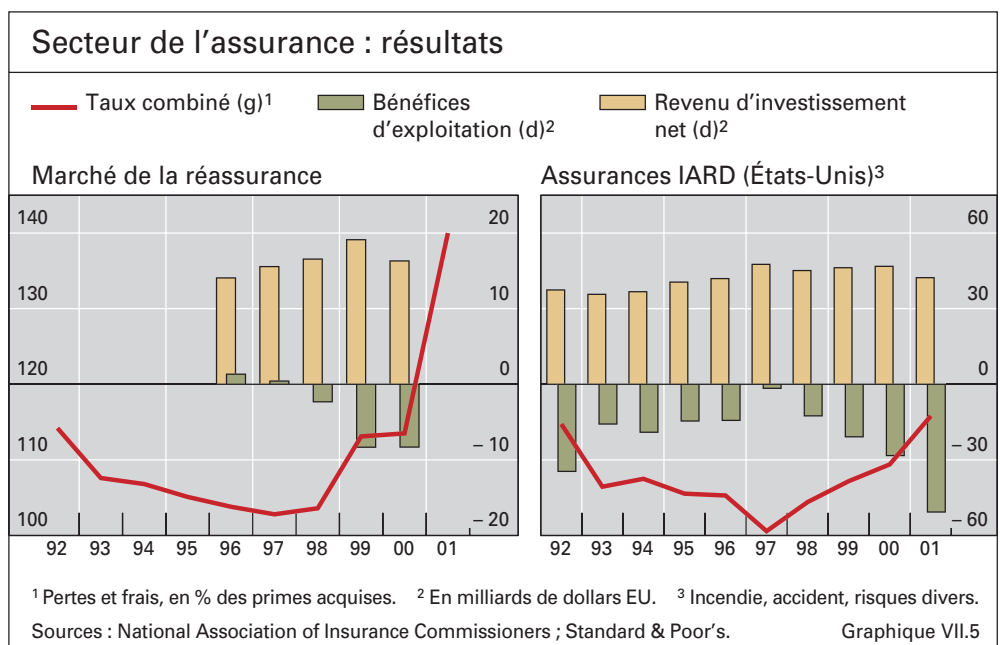
Dans les pays anglophones et en France, la progression des valeurs bancaires depuis début 2001 a dépassé celle de l'indice boursier général. Les indicateurs de marché qui mesurent la probabilité des faillites bancaires ont donc baissé dans la plupart de ces pays, après la hausse notable des années précédentes, en particulier aux États-Unis. Dans certains pays européens, en revanche, comme l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suisse, les cours des titres bancaires sont tombés depuis début 2001, mais dans des proportions plus ou moins comparables à celles des autres valeurs.

Au terme d'une période relativement longue de forte rentabilité, la majorité des systèmes bancaires sont aujourd'hui correctement capitalisés. Presque partout, les ratios de fonds propres ont nettement augmenté depuis le début des années 90. Ils ont toutefois baissé dans certains pays par rapport aux niveaux élevés atteints au milieu de la décennie à la suite des problèmes apparus quelque temps auparavant. Les positions de fonds propres étant globalement solides, la plupart des systèmes bancaires devraient pouvoir résister, le cas échéant, à une nouvelle détérioration du crédit.

... et relativement bien capitalisées

Au sein de la sphère financière, le secteur de l'assurance est généralement éprouvé depuis quelque temps. L'un des problèmes majeurs est lié à la diminution des revenus d'investissements, consécutive à la baisse

Le secteur de l'assurance a été éprouvé



des rendements obligataires et à la chute des cours des actions. Elle a particulièrement affecté, parmi les compagnies d'assurances générales, celles qui sont confrontées depuis quelques années à une forte sinistralité ainsi que les compagnies d'assurance vie, notamment japonaises et britanniques, qui ont offert à leurs souscripteurs des taux de rendement relativement élevés. Les nombreuses catastrophes naturelles de ces dernières années et les attentats du 11 septembre ont constitué une autre source de difficultés. Pour ces raisons, 2001 restera comme l'année noire de la réassurance (graphique VII.5).

En termes de capitalisation et de qualité de crédit, le secteur de l'assurance présente une image très diversifiée, avec plusieurs cas de faillites au cours des dernières années. Si les primes ont généralement augmenté l'an passé, un certain nombre de compagnies restent confrontées à un environnement difficile. L'un des dangers est que la faible rentabilité des actifs existants ne conduise quelques assureurs à encourir des risques supplémentaires sans avoir pris les mesures de contrôle et de garantie indispensables.

Modification de la nature du risque

Des établissements financiers plus résistants qu'au début des années 90

La capacité de réaction globale de la plupart des établissements financiers face au ralentissement économique contraste avec la situation du début des années 90. Cette différence est due notamment au fait que, cette fois, il n'a pas été aussi sévère, ni aussi étendu, qu'il y a dix ans. En plus, les marchés des actifs ont eu des comportements différents et la structure de l'intermédiation financière s'est modifiée. Il est possible que ces facteurs aient affecté non seulement la résistance des établissements financiers, mais également le caractère même de la contraction de l'activité ainsi que la nature des risques encourus par le système financier. Trois éléments sont particulièrement importants à cet égard : l'absence de boum de l'immobilier commercial à la fin des années 90 ; le recours accru aux marchés des capitaux pour financer les investissements présentant des risques relativement élevés ; l'évolution dans la gestion et la répartition des risques entre établissements financiers.

Évolution sur les marchés des actifs

Quasi-absence de cycle des prix de l'immobilier commercial ...

Les phases de ralentissement de la croissance économique au début des années 90 et en 2001 ont été précédées par une période de grande fermeté des marchés des actifs. Lors du premier épisode, les marchés de l'immobilier étaient particulièrement robustes, et les banques avaient essentiellement fourni l'effet de levier pour financer le boum. Dans le second cas, si certains secteurs de l'immobilier sont restés dynamiques, les principaux bénéficiaires de la phase ascendante du cycle ont été les marchés des actions. Ce sont, certes, les banques qui, par leurs financements, ont permis de tels gains, mais leur exposition directe aux fluctuations boursières a été nettement moindre qu'elle ne l'avait été une dizaine d'années plus tôt vis-à-vis du marché immobilier.

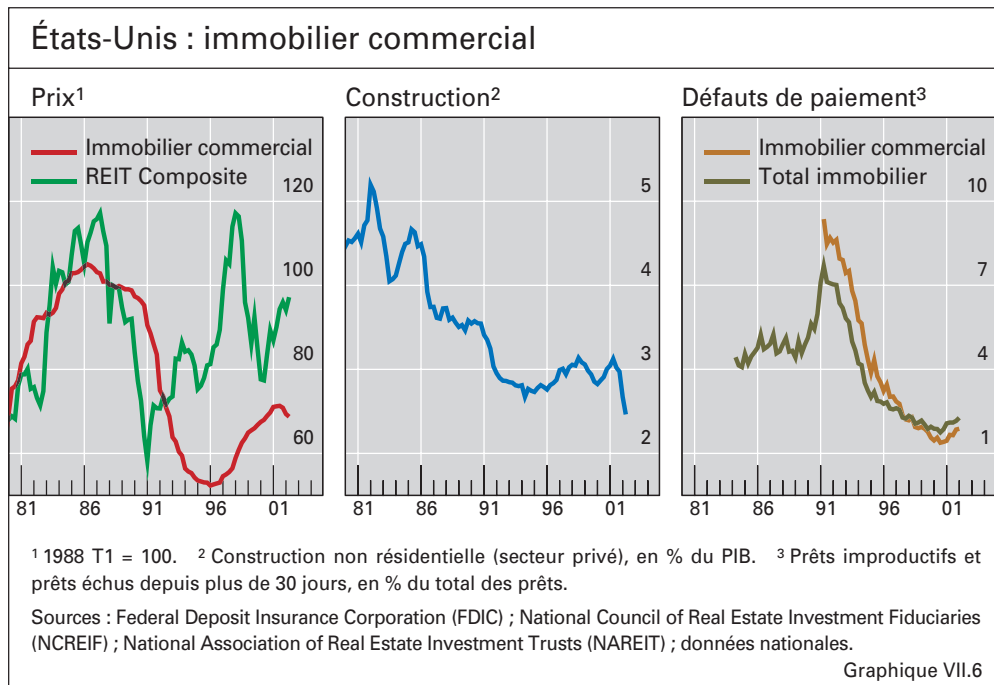
Lors de l'épisode du début des années 90, l'essor puis l'effondrement du secteur de l'immobilier commercial avaient contribué pour beaucoup à accroître le coût des créances douteuses pour de nombreuses banques. Plus récemment, en revanche, l'augmentation des prêts immobiliers improductifs a été tout au plus marginale pour la plupart d'entre elles, en l'absence d'un cycle marqué des prix de l'immobilier commercial (graphique VII.6). Dans plusieurs pays, à l'exception notable des Pays-Bas et de l'Irlande, ces prix n'ont pas atteint, même en termes nominaux, leurs niveaux de la décennie précédente.

Certains facteurs interdépendants aident à comprendre pourquoi les conséquences ont été relativement bénignes. Premièrement, la discipline de marché s'est renforcée, suite au développement du négoce des titres de propriété et de créances principalement garantis par de l'immobilier commercial, aux États-Unis surtout, mais aussi en Australie, au Royaume-Uni et en Suède. Comme l'immobilier commercial n'est pas liquide et qu'il est souvent difficile d'en observer les prix, ces instruments ont fait œuvre utile en incitant davantage d'investisseurs à suivre ce secteur avec attention et en servant d'indicateurs clairs en temps réel du sentiment des milieux d'investissement sur les perspectives du secteur. En 1998, par exemple, la chute des cours des fonds de placement immobilier aux États-Unis, liée en partie aux préoccupations suscitées par la progression des taux d'inoccupation, peut avoir contribué à freiner les nouvelles constructions et à contenir les prix de l'immobilier commercial dans une conjoncture de forte croissance.

... due notamment au renforcement de la discipline de marché ...

Deuxièmement, dans certains pays, il a fallu attendre que l'augmentation de la demande ait absorbé l'excédent d'offre de la fin des années 80. C'est en partie pour cette raison que, ces dernières années, l'immobilier non résidentiel représentait, dans la plupart des pays, une

... à l'excédent d'offre consécutif au boum de la fin des années 80 ...



plus petite part de la construction que durant la seconde moitié de la décennie 80.

... à une meilleure gestion des risques ...

Troisièmement, les enseignements du passé ont conduit de nombreuses banques à mieux gérer le risque lié à l'immobilier commercial et incité les autorités de contrôle à accentuer leur surveillance des positions dans ce secteur.

... et à la baisse des taux d'intérêt

Enfin, le recul des taux directeurs en 2001 a contribué à atténuer les pressions à la baisse que l'affaiblissement de l'économie aurait pu exercer sur les prix de l'immobilier commercial. Cette détente a également bénéficié à l'immobilier résidentiel, déjà solide ; en effet, les fortes hausses enregistrées récemment dans de nombreux pays ont amené les prix réels au-dessus des niveaux records du début des années 90 (tableau VII.2). Les principales exceptions à cet égard sont l'Allemagne (où l'indice de prix global fléchit depuis le boom qui a suivi la réunification), le Japon et la Suisse.

Augmentation des prix des logements et de l'endettement des ménages

Le renchérissement substantiel des logements s'est accompagné d'une augmentation notable de l'endettement des ménages qui, sans menacer directement la solidité de la plupart des systèmes bancaires, fragiliserait le

Prix de l'immobilier								
	Immobilier commercial ¹			Immobilier d'habitation			<i>Pour mémoire : dette des ménages²</i>	
	1995–2001	2001	2001	1995–2001	2001	2001	1995–2001	2001
	Variation ³		Niveau relatif ⁴	Variation ³		Niveau relatif ⁴	Variation ³	
	nominale		réel	nominale		réel	nominale	
États-Unis	3,8	-2,3	40	5,5	6,9	112	7,9	7,7
Japon	-8,4	-9,4	42	-2,6	-4,2	71	0,4	-0,2
Allemagne	5,9	5,5	74	-2,5	-1,2	72	5,2	2,3
France	4,9	-7,3	69	3,4	6,9	106	5,1	5,5
Royaume-Uni	2,6	0,6	54	8,3	4,6	108	7,3	10,9
Italie	10,8	28,8	80	2,5	7,9	87	8,5	6,0
Canada	3,4	4,0	54	1,5	5,7	88	5,5	5,3
Espagne	16,1	-6,8	64	7,9	15,0	114	13,3	11,7
Australie	3,8	3,2	50	6,5	15,5	123	12,4	13,2
Pays-Bas	10,8	8,5	136	11,5	7,0	213	16,0	10,0
Belgique	3,9	0,0	78	5,0	5,6	151	5,0	0,9
Suède	9,0	-35,1	53	6,5	4,8	106	5,8	8,5
Suisse	-0,3	2,0	62	-1,2	2,5	63	3,3	3,5
Danemark	7,1	6,2	83	8,2	3,3	108	7,5	8,5
Norvège	7,8	15,8	50	9,1	5,5	110	6,9	10,6
Finlande	3,9	-4,8	61	6,2	1,3	73	3,8	8,5
Irlande	15,4	3,2	180	13,4	0,6	199

¹ Grandes villes essentiellement ; Allemagne, Belgique, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas et Suède : immeubles de qualité. ² Concept de comptabilité générale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés. ³ Variation annuelle, en %. ⁴ Période du précédent maximum des prix réels = 100 ; absence de maximum clairement identifiable : troisième trimestre 1990 = 100.

Sources : Catella ; Frank Russell Canada Ltd ; Investment Property Databank Ltd ; Jones Lang LaSalle ; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement ; NCREIF ; Nomisma ; OPAK ; Ring Deutscher Makler ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau VII.2

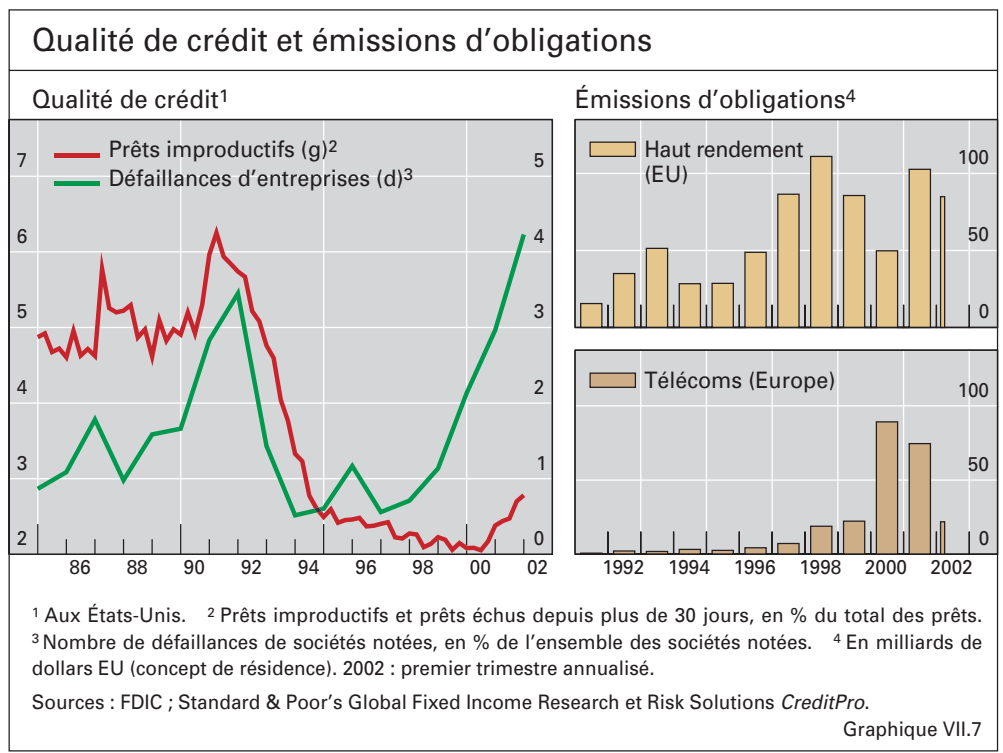
secteur des ménages en cas de ralentissement économique prolongé ou de hausse sensible des taux d'intérêt (chapitre II). Au surplus, tout accroissement de l'endettement résultant d'une nouvelle montée des prix des logements rendrait plus probables de futurs ajustements des situations financières qui, outre leur coût, auraient vraisemblablement des effets économiques négatifs et affecteraient ainsi la qualité globale des portefeuilles bancaires.

Financements par les marchés des capitaux

L'augmentation relativement modérée des prêts douteux des banques contraste fortement avec la progression considérable du taux des défaillances sur obligations d'entreprises et des taux de perte exceptionnels sur ces titres (graphique VII.7). Pour expliquer cette divergence, il convient de noter que, en Europe ainsi qu'aux États-Unis, un pourcentage important des financements les plus risqués, lors du boum de la fin des années 90, avait été obtenu hors du système bancaire. La meilleure illustration réside peut-être dans le fait que, pour répondre à leurs besoins financiers, les sociétés des secteurs de la technologie et des télécommunications avaient fait massivement appel à leurs fournisseurs, au capital-risque et aux marchés des actions et obligations. On peut citer comme autre exemple le retour, durant la seconde moitié des années 90, d'une rapide expansion des émissions d'obligations d'entreprises émanant de signatures de qualité inférieure, en particulier aux États-Unis.

Le financement du boum a été largement assuré par les marchés ...

À l'évidence, le secteur bancaire n'a pu échapper complètement aux problèmes de qualité de crédit dans les domaines de la technologie et des télécommunications. Là encore, il a accordé d'importants financements sous forme de prêts consortiaux ou de prêts directs à des emprunteurs de notation moyenne. Jusqu'ici, pourtant, les pertes de crédit sur ces expositions ont été absorbées sans trop de difficultés. Un certain nombre de banques se sont



trouvées confrontées à une question au moins aussi préoccupante que la détérioration du crédit : le tarissement des revenus tirés des opérations sur les marchés des capitaux par les établissements opérant dans ces deux domaines.

... ce qui a contribué à la résistance des systèmes bancaires ...

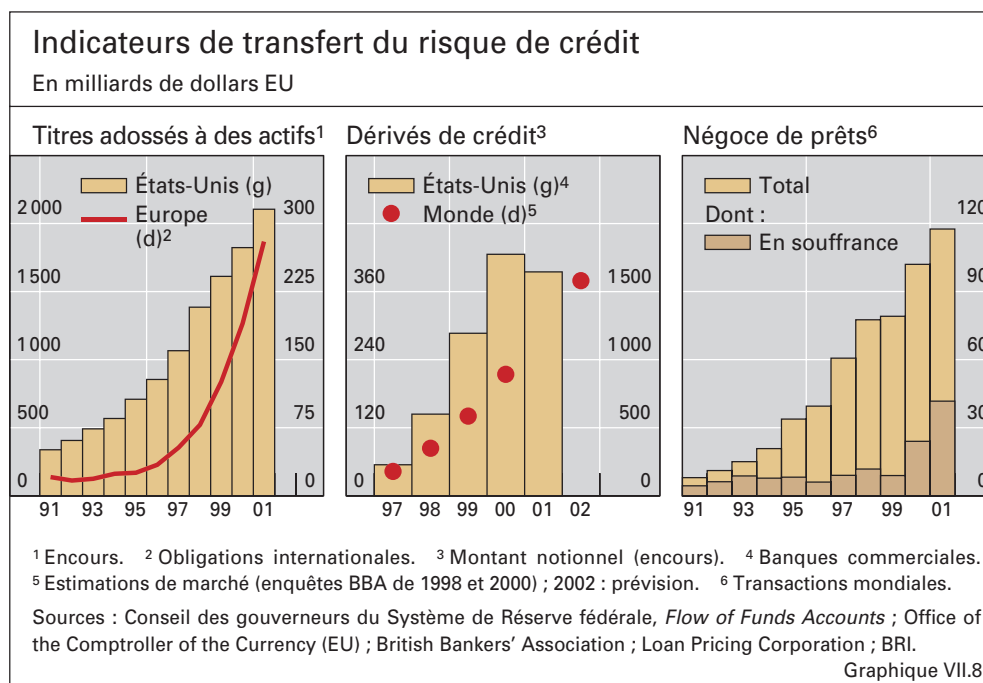
Sous l'angle de la stabilité financière, il vaut sans doute mieux que les investissements à haut risque soient financés par le biais des marchés que par l'intermédiaire d'établissements garantissant leurs engagements sur leurs fonds propres. L'éventualité d'une faillite de ces établissements se trouve ainsi réduite et le large accès aux marchés peut constituer une sorte d'assurance, les entreprises disposant d'une autre source de financement en cas de difficultés dans le système bancaire.

... mais les établissements demeurent exposés aux turbulences de marché

Un tel mode de financement modifie toutefois la nature des risques. Dans la mesure, en particulier, où l'accès élargi aux marchés des capitaux permet aux entreprises d'emprunter davantage, la vulnérabilité d'une économie à l'égard d'un éventuel ralentissement conjoncturel et d'une hausse des taux d'intérêt peut s'en trouver aggravée. De surcroît, de brusques revirements du sentiment des marchés peuvent créer des difficultés en termes de liquidité, qui, si elles ne sont pas résolues rapidement, vont devenir des problèmes de qualité de crédit pour les banques. Ils peuvent se matérialiser directement, si les établissements ont ouvert des lignes de crédit de soutien, comme cela s'est produit avec le marché du papier commercial, ou indirectement, si les questions de liquidité conduisent à un tassement généralisé de l'économie.

Transfert du risque de crédit

L'émergence et le développement de marchés permettant un transfert plus aisé du risque entre établissements financiers ont également contribué à la résistance observée récemment. Le plus important et le mieux implanté est le marché des titres adossés à des actifs. Ces dernières années ont aussi



été marquées, cependant, par un essor considérable des dérivés de crédit, notamment pour la titrisation synthétique, et du négoce des prêts (graphique VII.8).

Ces marchés ont contribué sous diverses formes à la résistance du système, en permettant surtout de transférer le risque hors des institutions possédant un avantage comparatif dans le montage de prêts vers les établissements spécialisés dans la prise et la gestion de risques. Il en résulte une meilleure diversification et, dans la mesure où le risque est finalement endossé par des établissements s'inscrivant dans une perspective à long terme, des modèles de financement plus stables. En outre, ces marchés améliorent la tarification et la transparence relatives à l'évaluation des risques. La cession des prêts en souffrance libère aussi la direction des banques de la gestion de ces prêts douteux, au profit de la composante performante de leurs portefeuilles de prêts. Au cours des quelque quinze derniers mois, malgré certains à-coups, ces marchés naissants ont démontré leur efficacité en répartissant au sein du secteur financier les pertes résultant d'une succession de faillites retentissantes.

De nouveaux instruments permettent une meilleure diversification ...

Bien que l'expérience soit globalement positive, les récentes évolutions suscitent quelques préoccupations. Premièrement, le développement des instruments de transfert du risque de crédit a été conditionné, dans une certaine mesure, par des arbitrages réglementaires, ce qui a pu entraîner une concentration du risque dans les établissements soumis à une réglementation relativement souple. Deuxièmement, comme les interdépendances au sein du système financier sont de plus en plus étroites, la gestion du risque de crédit dans un établissement dépend du goût du risque dans les autres. En outre, étant donné que certains marchés sont extrêmement concentrés, ils peuvent être plus vulnérables aux changements de comportement d'un petit nombre d'acteurs. Troisièmement, l'apparition d'instruments financiers complexes rend plus difficile l'évaluation du niveau de risque global et de sa répartition dans le système financier. Enfin, l'essor d'instruments permettant un transfert aisé du risque de crédit peut, de même que l'accès élargi aux marchés des capitaux, favoriser une accumulation d'endettement dans les entreprises.

... mais augmentent aussi les risques potentiels

Dans l'ensemble, si ces diverses évolutions ont contribué, sans nul doute, à la résistance des établissements financiers depuis plus d'un an, l'histoire montre que des établissements ou systèmes bancaires apparemment sains peuvent se trouver très vite en difficulté. Comme l'illustrent quelques récentes faillites spectaculaires, les problèmes surgissent rapidement quand la communication financière est médiocre et que les actifs sont surévalués ou les passifs sous-évalués. Plus généralement, une période prolongée de croissance lente pourrait révéler des problèmes de bilans, qui n'ont pas encore fait surface en raison du caractère modéré du ralentissement conjoncturel : l'endettement accumulé ces dernières années deviendrait alors plus préoccupant.

Persistance des problèmes au Japon

Alors que la plupart des systèmes financiers ont fait preuve de solidité, celui du Japon a été soumis à de vives tensions. La contraction du crédit au secteur

De nouvelles pertes
des banques
japonaises ...

privé s'est poursuivie et les banques, qui avaient renforcé leurs positions en obligations d'État japonaises les années précédentes, ont augmenté notablement leurs dépôts auprès de la banque centrale depuis mi-2001. De plus, la dégradation continue de la situation financière des entreprises a provoqué une recrudescence des prêts douteux, malgré d'importants transferts en créances irrécouvrables (graphique VII.9). En conséquence, l'exercice 2001 (clos en mars 2002) du système bancaire s'est inscrit en perte pour la cinquième fois en sept ans, portant à environ ¥15 000 milliards le total cumulé sur cette période, soit pratiquement 60 % du montant des capitaux propres à fin mars 1995.

... ont fait baisser
leurs ratios de
fonds propres

Avec les pertes de l'exercice 2001, le rapport des fonds propres aux actifs pondérés en fonction des risques a baissé par comparaison avec l'année précédente, son montant publié, pour les banques opérant à l'échelle internationale, se situant aux environs de 10½ % à fin mars 2002. Si ce chiffre n'est pas très éloigné des ratios de fonds propres dans un certain nombre de pays, la structure du capital des établissements japonais est cependant quelque peu différente. Fin mars 2002, en particulier, les capitaux publics constituaient plus de 20 % de l'ensemble des fonds propres réglementaires des grandes banques ; les remises d'impôts (qui ne peuvent être réalisées qu'en cas de bénéfices suffisants dans les cinq ans) représentaient une part analogue. Maints observateurs considèrent, en outre, que les chiffres officiels des prêts douteux sous-estiment l'ampleur réelle des difficultés. Ce qui est préoccupant, c'est qu'avec le niveau actuellement bas des taux d'intérêt, de nombreux emprunteurs en situation précaire parviennent à assurer le service de leur dette, alors qu'ils ne seront certainement pas en mesure de rembourser les prêts, voire de continuer à en payer les intérêts, si les taux reviennent à des niveaux plus habituels. Classer toutes ces créances comme douteuses nécessiterait de constituer des provisions plus importantes, ce qui mettrait en cause l'adéquation des fonds propres de certains établissements.

Parmi les
problèmes
actuels :
étroitesse
des marges ...

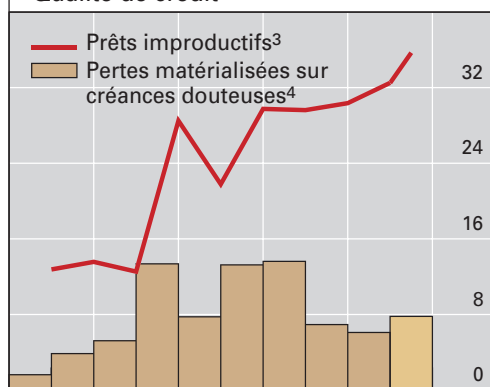
Si le problème le plus urgent réside dans la qualité médiocre du crédit, l'étroitesse des marges sur prêts constitue aussi un souci fondamental pour le système bancaire japonais. Bien souvent, elles n'assurent pas un rendement suffisant des capitaux propres, même dans une économie raisonnablement saine. Il faut y voir la conséquence, entre autres, de plusieurs facteurs : intense concurrence des établissements financiers paragouvernementaux, pressions exercées sur les banques pour qu'elles offrent aux petites entreprises des conditions relativement généreuses et réticence apparente de nombre d'entre elles à facturer à leurs clients fidèles des taux adaptés aux risques encourus.

... importance
des portefeuilles
d'actions ...

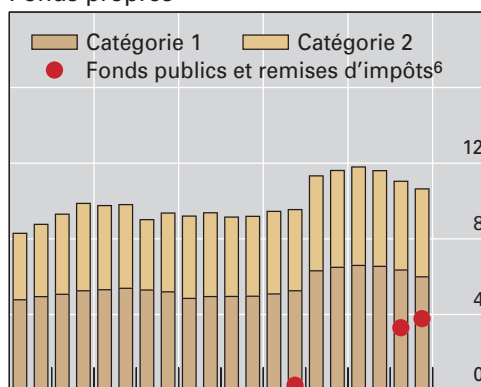
Une autre caractéristique notable de la situation au Japon réside dans le poids relativement important des portefeuilles d'actions constitués par les banques. Durant la majeure partie des années 90, la réalisation progressive des plus-values sur ces titres avait partiellement compensé la faiblesse des marges et certaines pertes pour créances douteuses. Mais la chute des cours en 2001 et le passage à une comptabilisation des actifs à la valeur de marché ont changé la donne : pour l'exercice 2001, les pertes sur actions ont

Japon : secteur bancaire

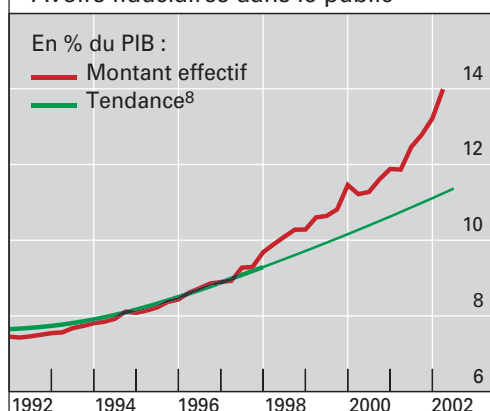
Qualité de crédit^{1, 2}



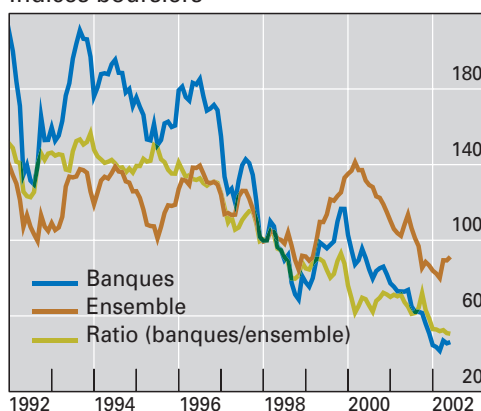
Fonds propres⁵



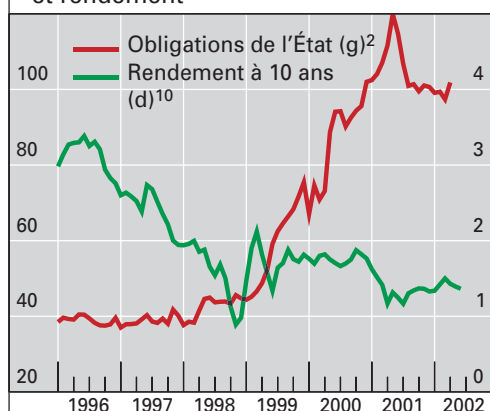
Avoirs fiduciaires dans le public⁷



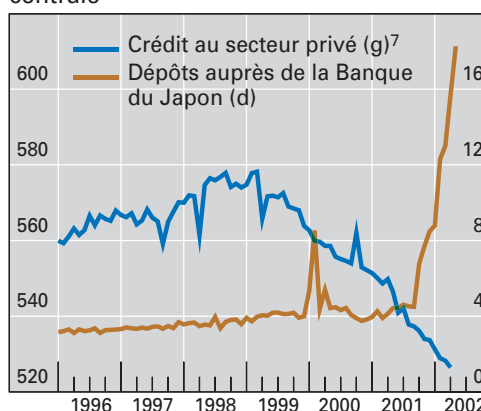
Indices boursiers⁹



Avoirs bancaires en titres et rendement



Crédit et dépôts auprès de la banque centrale²



¹ Données en termes d'exercices. ² En milliers de milliards de yens. ³ Dernier relevé : septembre 2001. ⁴ 2001 : 13 plus grosses banques uniquement. ⁵ En % des actifs pondérés en fonction des risques. ⁶ Compris dans les catégories 1 et 2. ⁷ Données cvs. ⁸ Filtre de Hodrick-Prescott pour la période 1970-97 et extrapolation ensuite. ⁹ TOPIX ; janvier 1998 = 100. ¹⁰ En %.

Sources : données nationales.

Graphique VII.9

représenté 7 % des fonds propres réglementaires des banques. Si les cours continuent à baisser, l'assise financière des établissements s'en trouvera davantage ébranlée, sachant que, pour de nombreuses banques, les portefeuilles d'actions sont supérieurs aux fonds propres de catégorie 1. La proportion élevée des titres d'État japonais constitue un autre point faible : dans la mesure où elles n'ont pas couvert le risque de taux d'intérêt

correspondant, elles s'exposent à des moins-values substantielles en cas de hausse des rendements à long terme.

... et participations
croisées

Ces problèmes non résolus sont aggravés par les multiples participations croisées entre grandes banques et compagnies d'assurances. Les premières détiennent d'importants portefeuilles de titres de dette subordonnée émis par les secondes qui, de leur côté, représentent au moins deux des cinq plus gros actionnaires de plusieurs banques. Ces interdépendances augmentent le risque systémique, d'autant que le secteur japonais de l'assurance se porte plutôt mal. De nombreux assureurs ont subi de lourdes pertes pour n'avoir pas couvert les asymétries d'échéance entre actifs et engagements, ce qui a occasionné diverses faillites ces dernières années. En affaiblissant, d'autre part, la gouvernance d'entreprise, ces participations ont également contribué à la lenteur des progrès.

Une confiance
fragile

Plusieurs indicateurs donnent à penser que l'existence de tels risques fragilise la confiance dans le système bancaire. Premièrement, la détention de monnaie fiduciaire au sein du public s'est sensiblement intensifiée ces dernières années, de même que les ventes d'or aux particuliers, et ces tendances se sont accélérées récemment. Deuxièmement, la suppression de la garantie sur les dépôts à terme a favorisé les reports sur les comptes courants, qui conservent la garantie jusqu'à fin mars 2003. Troisièmement, les dépôts ont afflué vers les grandes banques, réputées plus sûres ou davantage susceptibles de bénéficier d'une assistance officielle, au détriment des établissements régionaux ou de second rang. Quatrièmement, les cours des actions bancaires ont enregistré des contre-performances par rapport à un marché global pourtant très déprimé, avec un recul de près de 50 % entre début 2000 et fin mai 2002. Enfin, la notation de crédit moyenne des banques nippones a baissé, le mouvement étant néanmoins limité par la possibilité de soutien de l'État et par une note de départ plutôt modeste. Malgré tous ces indicateurs, la « prime japonaise » demeure assez basse, car les besoins de financement extérieur des banques ont diminué et le gouvernement s'est engagé à intervenir en cas de crise systémique.

Globalement, la situation du Japon souligne bien les importantes interactions entre économie réelle et secteur financier : la morosité économique nuit au système bancaire, dont la mauvaise santé freine la reprise de l'activité. Malgré les injections massives de liquidités opérées par la banque centrale, le crédit au secteur privé continue de se rétracter sous le poids du surendettement des entreprises et de la non-rentabilité des établissements financiers (chapitre IV). Plus la contraction économique durera, plus les problèmes de détérioration du crédit risquent de s'étendre à d'autres secteurs que l'immobilier et la construction, ce qui poserait la question de la survie de maintes banques en l'absence de recapitalisation par le secteur privé ou l'État.

La solution
aux difficultés
passe par
l'assainissement
des bilans

Compte tenu des interactions évoquées, la résolution de ces problèmes passe nécessairement par des mesures à la fois macroéconomiques et financières. Il importe, en particulier, de mettre en œuvre une stratégie reposant, d'une part, sur un cadre macroéconomique accommodant et, de l'autre, sur des actions crédibles destinées à améliorer la qualité des bilans

des établissements financiers. Le durcissement de la réglementation sur le classement des prêts et les inspections spéciales instaurées récemment constituent certainement des pas dans la bonne direction mais, de toute évidence, beaucoup reste à faire. Il faut, en outre, revoir l'allocation des ressources réelles et financières en les transférant des entreprises en difficulté vers celles qui sont les plus aptes à les gérer efficacement. Dans cette perspective, les marchés des actifs devraient être autorisés à pratiquer un équilibrage, afin que les fluctuations de prix attendues ne soient pas orientées à la baisse. Plus les réformes prendront du temps, plus les chances d'une reprise rapide et durable seront compromises. À moyen terme, le développement des marchés japonais des capitaux, le recours accru à une tarification en fonction des risques et l'amélioration de la gouvernance dans les établissements financiers sont autant de mesures nécessaires au renforcement de la résistance du système financier et de l'économie du pays.

Aspects fondamentaux

L'exemple du Japon et de divers autres pays montre que les développements au sein des systèmes financiers peuvent avoir d'importants effets sur l'économie, d'autant que la libéralisation des systèmes favorise ces répercussions. Dans le même temps, cette libéralisation s'est accompagnée d'une amélioration progressive de l'évaluation et de la gestion des risques, qui contribue à accroître la stabilité financière et celle de l'économie. Elle a peu à peu rappelé, en outre, à l'attention des autorités compétentes, notamment en matière de réglementation financière, deux questions majeures. La première concerne les moyens à mettre en œuvre pour que le système financier assure une croissance durable aussi élevée que possible. Pour la seconde, il s'agit de voir quelle est la meilleure solution pour prévenir toute amplification du cycle économique par le biais des développements financiers.

Les interactions entre système financier et activité économique soulèvent des questions délicates

Les réponses à ces deux questions sont semblables à plusieurs égards. Pour éviter une amplification inutile des cycles conjoncturels et favoriser la croissance à long terme, divers éléments sont indispensables : réglementation et surveillance financières de haute qualité, communication financière détaillée, gouvernance d'entreprise efficace et politiques macroéconomiques saines, ce qui ne va pas sans poser quelques dilemmes. Ainsi, les périodes d'excès financiers sont caractérisées, entre autres, par le financement d'investissements à haut risque ; si ces derniers sont bien souvent voués à l'échec, ceux qui aboutissent préparent quelquefois la voie à la croissance économique. En contenant de tels excès, les stratégies mises en œuvre pourraient éviter les coûts très lourds parfois associés à l'instabilité financière, au risque cependant de ralentir la croissance à long terme.

Même si certains estiment que ces préoccupations macroéconomiques ne relèvent pas des autorités de réglementation, les interactions entre réglementation financière et macroéconomie suscitent un intérêt croissant depuis quelques années. Du fait de la récurrence des cycles financiers, trois aspects interdépendants ont particulièrement retenu l'attention. Le premier

concerne la place à accorder à la dimension macroprudentielle ou systémique dans la réglementation. Le deuxième consiste à savoir si les normes de fonds propres fondées sur le risque amplifieront ou atténueront les cycles économiques. Le troisième, enfin, vise à déterminer dans quelle mesure la valorisation des prêts bancaires devrait être de nature prospective, en prenant en compte notamment les perspectives économiques globales.

Mesure du risque et réglementation macroprudentielle

La réglementation bancaire peut être vue dans une perspective micro ou macroprudentielle

La réglementation bancaire est souvent associée à l'idée de réduire les risques de faillite des banques *individuelles*, notamment pour protéger les intérêts des déposants qui ont du mal à évaluer la solidité financière des établissements auxquels ils confient leur épargne. Une autre conception de son rôle peut être de limiter la probabilité de répercussions néfastes, au niveau macroéconomique, des évolutions dans le système financier. Dans une telle perspective macroprudentielle, les faillites bancaires constituent une source de préoccupations.

Les orientations résultant de ces deux points de vue présentent parfois des différences assez subtiles mais qui peuvent avoir leur importance. Premièrement, une approche macroprudentielle mettra plutôt l'accent sur les établissements considérés comme importants sur le plan systémique. Deuxièmement, elle accordera vraisemblablement plus d'attention aux expositions communes parmi les établissements et à la possibilité qu'elles se détériorent sous l'effet de l'accentuation des déséquilibres dans l'économie réelle ou dans le système financier. Troisièmement, elle tiendra sans doute davantage compte des éventuelles réactions de l'économie aux modifications de la réglementation financière.

En dépit de ces différences, les deux approches ne sont pas nécessairement incompatibles. L'histoire montre clairement, en effet, que des développements macroéconomiques sont à l'origine de bien des faillites bancaires et que, inversement, nombre de faillites ont eu un impact macroéconomique. Autrement dit, un système de réglementation à vocation macroéconomique devrait, s'il est correctement mis en œuvre, renforcer également la solidité des établissements individuels. Parallèlement, les facteurs macroéconomiques devraient être partie intégrante du risque de crédit, que ce soit à l'échelle des diverses banques ou de l'ensemble du système.

Dans les deux approches, il importe de mesurer l'évolution du risque de crédit dans le temps

Aller dans cette direction n'est toutefois pas aussi simple. D'un côté, il est fait valoir parfois que la fiabilité des prévisions économiques est telle qu'il n'est guère utile de prévoir ni d'évaluer les déséquilibres globaux pour mesurer le risque de crédit, surtout au niveau de l'emprunteur. Ce constat conduit généralement à considérer le risque comme faible en période de haute conjoncture et élevé dans le cas contraire. D'un autre côté, il est avéré qu'une expansion du crédit soutenue et durable, accompagnée de vives hausses des prix immobiliers et/ou du stock de capital, constitue un précieux indicateur avancé de difficultés financières. Même si de tels développements ne se soldent pas obligatoirement par une augmentation des pertes de crédit, l'histoire a montré qu'ils peuvent fort bien réduire la visibilité des pertes

à venir, surtout si de coûteux ajustements des bilans et des prix des actifs sont possibles. En pareil cas, une mesure exacte du risque de crédit peut alors révéler un risque élevé, même en période de croissance économique vigoureuse.

Pour l'avenir, il incombera aux diverses banques, aux autorités de contrôle et aux instances garantes de la stabilité financière de trouver des solutions efficaces pour intégrer les éléments macroéconomiques dans les mesures du risque de crédit. Des progrès dans cette direction doivent être accomplis, afin de conférer à la politique réglementaire une orientation plus macroéconomique, ce qui rapprocherait du même coup les deux conceptions de la réglementation.

Exigences de fonds propres fondées sur le risque

La question de la mesure du risque a focalisé l'attention, avec la proposition du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire de lier les exigences minimales de fonds propres des banques au niveau du risque *mesuré* de leurs actifs. À la différence des dispositions actuellement en vigueur de l'accord de Bâle sur les fonds propres, les exigences pour un portefeuille donné varieront dans le temps en fonction du risque mesuré du portefeuille.

Avec Bâle II, les exigences minimales de fonds propres ...

Cet aspect des propositions a suscité un large débat. Les partisans d'une conception macroprudentielle souhaiteraient un renforcement des fonds propres en période d'expansion économique, quitte à en autoriser la diminution, jusqu'à une certaine limite cependant, lors des phases de ralentissement de l'activité. De fait, accroître les fonds propres quand la conjoncture est favorable est sans doute plus facile et moins onéreux que lorsque le système bancaire traverse des difficultés. Certains redoutent pourtant que les modifications proposées n'aillent dans le sens inverse : en effet, les méthodes actuelles d'évaluation de la qualité des portefeuilles de créances montrent généralement que le risque de crédit diminue en période d'expansion et qu'il augmente pendant une baisse conjoncturelle. On pourrait donc s'attendre à ce que les exigences de fonds propres, pour un portefeuille donné, soient moindres dans la phase montante du cycle et plus élevées dans la phase descendante.

... devraient être plus élevées en période de ralentissement économique

C'est en partie pour répondre aux préoccupations concernant les répercussions possibles de ces variations dans la sphère macroéconomique que le Comité de Bâle a proposé, fin 2001, de diminuer le rythme de progression des exigences minimales de fonds propres face à la détérioration de la qualité de crédit d'un emprunteur. Ainsi, étant donné que la qualité de crédit mesurée baisse en période de ralentissement économique, cette proposition réduit la hausse correspondante des exigences de fonds propres. Selon les simulations effectuées, les conséquences de ce changement seraient importantes, avec une atténuation de l'ordre d'un tiers des fluctuations du ratio dans le temps. Il est probable, en outre, que cette modification permettrait d'abaisser de manière significative l'exigence de fonds propres sur les prêts à de nombreuses petites entreprises.

Plus important peut-être est le fait que certains autres aspects du Nouvel accord pourraient aussi atténuer d'éventuels effets procycliques, résultant de

la majoration des exigences minimales de fonds propres dans les phases de ralentissement de l'activité.

Toutefois, des avancées dans la quantification du risque ...

Premièrement, l'importance accrue accordée à la quantification du risque contribue à modifier radicalement la mesure et la gestion du risque de crédit. Le diagnostic probablement plus précoce d'une détérioration de la qualité de crédit est l'un des avantages notables de la nouvelle méthode préconisée. Il devrait permettre d'intervenir plus rapidement que parfois dans le passé sous forme de mesures correctives. Les problèmes pourraient sans doute être ainsi enrayerés, avant qu'ils ne deviennent une menace pour la solidité d'une banque ou du système financier dans son ensemble.

... la communication financière ...

Deuxièmement, une communication financière détaillée, comportant notamment un descriptif des prêts bancaires classés en fonction de leur notation, peut limiter une tendance à la baisse des ratios de fonds propres en période d'expansion. Les contreparties pourraient s'inquiéter à juste titre si, durant un boum de l'activité, une banque s'endettait davantage, à la suite d'un abaissement de ses exigences minimales de fonds propres lié à une réévaluation positive de son portefeuille de prêts. Par conséquent, les marges de fonds propres au-delà des minimums réglementaires pourraient bien augmenter dans les phases de haute conjoncture et diminuer en temps de crise. L'efficacité d'une telle discipline de marché serait renforcée si les banques publiaient les résultats de leurs exercices de simulation de crise macroéconomique, en précisant, par exemple, l'évolution des fonds propres en cas de chute de l'activité. Il est probable qu'une meilleure communication financière permettrait également de prendre plus tôt des mesures correctives et de limiter la tolérance prudentielle.

... et la surveillance prudentielle ...

Troisièmement, les autorités de contrôle seront tenues de déterminer si une banque est correctement capitalisée, *même si* elle satisfait aux exigences minimales. À cet égard, la prise en compte du cycle économique pourrait s'avérer importante et les simulations de crise seront, là encore, particulièrement utiles.

... devraient limiter les effets procycliques

En fin de compte, suite aux propositions d'amendement de l'accord sur les fonds propres, la modification des comportements pourrait constituer la contribution majeure à la stabilité financière. Il n'en faudra pas moins surveiller attentivement les effets exercés par les fluctuations conjoncturelles sur les exigences minimales.

Préprovisionnement

La valorisation des prêts et la rentabilité publiée des banques ...

Le troisième aspect concerne les règles comptables qui régissent l'évaluation des portefeuilles de prêts des banques. Cette question, qui n'avait pas bénéficié jusque-là d'une attention suffisante, est particulièrement importante car une évaluation correcte est un préalable à des exigences de fonds propres significatives et à une communication financière appropriée.

... sont influencées par des règles de provisionnement souvent rétrospectives

En comptabilité au coût historique, la valeur des prêts est généralement obtenue en déduisant du montant exigible les éventuelles provisions en regard d'une détérioration de la qualité de crédit. La variation des provisions représente donc une dépense dans le compte de résultat des banques. Si les règles de provisionnement varient d'un pays à l'autre, elles limitent cependant

bien souvent la capacité des établissements de diminuer la valeur comptabilisée d'un prêt lorsque la qualité de crédit de l'emprunteur s'est dégradée, sans aller jusqu'au défaut de paiement probable. Elles peuvent donc être en partie responsables d'un provisionnement effectué trop tardivement dans le cycle conjoncturel. Une approche plus prospective conduirait à une présentation plus exacte des résultats financiers, tout en atténuant le caractère procyclique des bénéfices publiés. Cela pourrait avoir son importance, compte tenu de la tendance des banques à accroître leurs prêts quand leurs bénéfices publiés sont élevés et à les réduire dans le cas contraire.

Différentes idées ont été formulées et l'IASB (International Accounting Standards Board), par exemple, préconise la constitution d'une provision dès que la valeur actualisée des flux de trésorerie escomptés d'un portefeuille de prêts diffère de leur valeur comptable (généralement montants dus). Sur la base du taux de rendement interne initialement attendu pour calculer la valeur actualisée, les prêts seraient normalement déclarés au départ à leur valeur nominale, mais cette valeur évoluerait progressivement en fonction de la qualité de la signature. Un tel changement de méthode pourrait être considéré comme un pas vers une comptabilité à la juste valeur, qui éviterait cependant les modifications de valeur résultant des fluctuations de la courbe des rendements sans risque ainsi que de la liquidité de marché et des primes de risque. En l'occurrence, le principal écueil de cette approche est que la valorisation des prêts est fortement tributaire de l'appréciation faite par la direction des banques.

Une autre suggestion consisterait à imposer la constitution d'une provision dès que les pertes effectives sur une période comptable sont inférieures aux pertes attendues, puis de permettre un abaissement de cette provision quand les pertes effectives sont supérieures aux prévisions. Un système semblable a été instauré en Espagne. Il peut atténuer la nature procyclique des bénéfices bancaires et aiderait, en outre, à conserver les revenus d'intérêts dégagés les bonnes années plutôt que de les distribuer sous forme de dividendes. La critique formulée, cependant, à l'encontre de cette approche est qu'elle peut conduire à un provisionnement trop arithmétique ne s'appuyant pas suffisamment sur une évaluation complète des chances de remboursement.

Une troisième idée serait d'obliger les banques à détenir des provisions égales aux pertes attendues en raison de la défaillance d'emprunteurs sur une période donnée, par exemple sur l'exercice suivant. Le provisionnement interviendrait donc lors du montage du prêt et les pertes potentielles seraient comptabilisées à un stade précoce. Il en résulterait, cependant, que les prêts estimés à leur juste valeur seraient initialement sous-valorisés par rapport à leur valeur nominale. Bien que cette conception prudente puisse séduire certaines autorités de contrôle, d'autres considèrent qu'elle compliquerait, tant pour elles-mêmes que pour le marché, l'estimation de la vraie valeur des portefeuilles de prêts des banques.

Ces trois conceptions présentent manifestement des avantages et des inconvénients, mais elles ont en commun deux points essentiels.

Un système plus prospectif est souhaitable, mais les différentes solutions possibles ...

... posent toutes
des problèmes
de vérification

Premièrement, des tiers doivent pouvoir vérifier les valorisations obtenues par les différentes méthodes. Le préprovisionnement sous diverses formes, telles que la comptabilité à la juste valeur des instruments pour lesquels aucun marché organisé n'existe, se fonde sur l'évaluation par les banques de la solvabilité de leurs débiteurs. La question de la fiabilité et de la transparence d'une telle évaluation reste posée. Deuxièmement, il convient de déterminer dans quelle mesure les prévisions macroéconomiques devraient influencer le calcul des gains ou pertes prévisibles. Le défi pour les autorités de contrôle et instances de normalisation consistera à élaborer des méthodes d'évaluation prenant bien en compte la capacité des emprunteurs d'honorer leurs engagements à venir et pouvant être contrôlées et vérifiées par des tiers.

En conclusion, les répercussions exercées par la situation économique et les développements dans le secteur financier sur la mesure du risque de crédit, le niveau adéquat des fonds propres des banques et la valorisation des prêts soulèvent des questions complexes, intimement liées et fondamentalement difficiles à résoudre. Elles sont toutefois d'une importance capitale, compte tenu surtout des fluctuations macroéconomiques qui peuvent résulter de l'évolution dans le secteur financier. Pour l'avenir, les décideurs devront relever un défi majeur : veiller à ce que le système financier et l'économie se renforcent mutuellement de manière positive plutôt qu'ils n'aggravent, par leurs interactions, les retournements de l'activité et le risque d'instabilité financière.