

Le secteur bancaire et la conjoncture

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

Séminaire «Banche e Congiuntura»

Centro di Studi Bancari Villa Negrone, Vezia

Mardi 6 mai 2003

L'économie suisse a derrière elle une dizaine d'années de turbulences. Depuis 2001, l'espoir qu'une reprise conjoncturelle solide la remette durablement sur son sentier de croissance de long terme ne s'est pas encore réalisé. Au boom de l'année 2000 a succédé une phase de récession et de stagnation qui s'est prolongée jusqu'à aujourd'hui, avec son lot de restructurations et une nouvelle montée du chômage.

A l'origine du refroidissement conjoncturel brutal se trouve la chute des marchés boursiers. Même si un nombre important d'indicateurs et de signes laissent clairement entendre que l'envol des cours intervenu au cours des années précédentes ne pouvait être durable, il était difficile d'estimer l'ampleur de la correction à venir et ses conséquences pour l'économie. Rétrospectivement, il s'avère que nous avons sous-estimé la mesure de l'ajustement, et par conséquent ses effets. L'éclatement de la bulle spéculative a engendré des difficultés pour de nombreux secteurs: pour les épargnants et les fonds de pension qui ont vu fondre une partie de leurs actifs; pour les jeunes entreprises qui n'ont plus été en mesure de se refinancer à des conditions aussi avantageuses que précédemment; pour le secteur financier qui a vu ses placements se dévaloriser et ses sources de revenu diminuer fortement. Je pense bien entendu aux assurances mais également, et c'est le sujet qui nous intéresse aujourd'hui, aux banques. Malgré ces chocs, la stabilité du système financier suisse n'a jamais été mise en danger. Néanmoins, le recul des bénéfices et du chiffre d'affaire des établissements bancaires, qui génèrent près de 10% de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie, a conduit forcément à une perte sensible de création de richesse. Le secteur financier – banques et assurances confondues – qui se caractérisait il y a peu par une création continue d'emplois, supprime aujourd'hui des postes de travail et se voit contraint d'entreprendre des mesures radicales d'assainissement.

Les banques n'ont pas seulement défrayé la chronique en raison des déboires qui leur sont propres; leur rôle de pourvoyeur de fonds se trouve également sous le feu de la critique. Certains leur reprochent de se préserver aux frais de leurs débiteurs en appliquant des conditions de crédit trop restrictives. D'autres leur font grief d'inhiber les effets stimulants d'une politique monétaire expansive. En d'autres termes, leur comportement serait peu adapté à la situation économique actuelle.

Les banques sont-elles devenues une charge pour notre conjoncture ? Pour répondre à cette question, j'aimerais mettre l'accent sur les deux aspects suivants: d'une part, sur l'évolution du secteur bancaire au cours du cycle économique actuel et, d'autre part, sur son rôle dans la transmission de la politique monétaire au travers du marché du crédit.

Pour ce faire, je puiserai dans des exemples récents et commencerai par une brève rétrospective du développement du secteur bancaire au cours des quatre dernières années.

1. Gloire et misère du secteur bancaire

En 1997, la Suisse a émergé d'une longue période de stagnation qui l'avait entraînée jusqu'aux dernières places des comparaisons internationales de croissance économique. Après un dernier creux consécutif à la crise asiatique de 1998, la croissance économique connut une accélération significative jusqu'en 2000, année durant laquelle les capacités de l'économie suisse tournaient de nouveau à plein régime et le marché du travail montrait déjà quelques signes de pénurie de main-d'œuvre. Ce prompt redressement, et surtout la robuste croissance des exportations de biens et services ont été accueillis avec soulagement et satisfaction. Elles démontraient que notre économie demeurait compétitive et que ses performances pouvaient s'aligner sur celles des pays de l'Union Européenne.

Durant cette phase, le secteur bancaire s'est montré particulièrement dynamique. Il faut rappeler qu'au début des années nonante, ce même secteur s'était vu contraint de procéder à des adaptations drastiques et de digérer des pertes de plus de 40 milliards de francs suite à la crise immobilière. De nombreuses banques ont disparu. La faillite de la Caisse d'Épargne et de Prêts de Thoune reste un souvenir douloureux. Cette période a également laissé des traces dans les statistiques bancaires que nous relevons à la Banque nationale. En 1995, on ne dénombrait plus que 382 établissements, alors qu'on en recensait 457 en 1990. Ce recul est presque entièrement imputable aux caisses d'épargne et aux banques régionales particulièrement touchées par la crise immobilière, leur nombre passant de 204 à 157. Beaucoup de banques en difficulté ont été reprises par d'autres institutions, d'autres ont fusionné. Même si le processus d'ajustement structurel s'effectua rapidement et dans une large mesure sans soutien étatique, cela engendra tout de même une charge importante pour l'économie, et ce pendant plusieurs années. La faiblesse de la croissance économique suisse dans les années nonante est, à n'en pas douter, partiellement attribuable à la crise immobilière ainsi qu'à ses conséquences sur le système bancaire.

En 1995, le secteur bancaire helvétique entama un mouvement de reprise impressionnant. Selon les estimations de l'institut bâlois d'analyse conjoncturelle BAK, la valeur ajoutée des banques a augmenté en moyenne de 5% par an durant les cinq années suivantes, ce qui correspond à une hausse deux fois plus importante que la croissance du produit

intérieur brut réel pendant la même période. Pour l'année 2000, la part des banques à la valeur ajoutée nationale s'établissait à près de 12%. Parallèlement à cette expansion domestique, les banques ont également développé leur présence à l'étranger dans le contexte de stratégies devenues globales. On le voit dans la forte progression des investissements directs du secteur bancaire à l'étranger. En 2000, le stock de capital accumulé à l'extérieur par les banques se montait à 54 milliards de francs, représentant ainsi 14% du montant total du capital accumulé à l'étranger.

L'expansion des activités bancaires bénéficia largement de la hausse des cours boursiers. Elle rappelle ainsi, à première vue, les développements observés à la fin des années 80 quand les banques, à la suite de la hausse des prix de l'immobilier, ont massivement étendu leurs activités de crédit. Il demeure cependant une nuance importante. A la différence du rôle tenu à l'époque par les valeurs immobilières, la montée des cours boursiers n'a pas constitué la base d'une politique de crédit excessive. Elle a avant tout conduit à une forte extension des activités liées à la gestion de fortune et à la banque d'affaires. Pour l'année 2000, près d'un tiers de la croissance économique totale est à mettre sur le compte du secteur bancaire. La reprise conjoncturelle de la fin de la dernière décennie était ainsi moins équilibrée qu'il n'y paraissait de prime abord.

Il n'est donc pas surprenant que l'effondrement des valeurs boursières amorcé en Suisse en septembre 2000 ait frappé le secteur bancaire de plein fouet et se soit fortement répercuté sur la croissance de notre économie. Les banques n'ont toutefois pas toutes été touchées de la même façon par le phénomène. Ce sont surtout les établissements fortement axés sur la gestion de fortune et les activités d'investissement qui ont été les plus affectés. Un grand nombre d'entre eux se retrouvent aujourd'hui avec des capacités excessives, tant en Suisse qu'à l'étranger, et se voient contraints de réduire leurs activités dans ces domaines.

A la différence des banques actives dans la gestion de fortune et la banque d'affaires, les établissements concentrés sur les activités traditionnelles liées aux crédits ont, pour la plupart, produit de bons résultats durant les deux dernières années. Néanmoins, ils ressentent les effets de la mauvaise conjoncture et font face à des risques de crédit plus élevés, ce qui donne lieu à une politique d'octroi de crédit tendanciellement plus sélective. Certaines branches comme le tourisme et l'hôtellerie qui comptent dans leur rang une part importante de petites et moyennes entreprises, sont particulièrement affectées par cette situation.

Entre 2001 et 2002, la valeur ajoutée générée par les banques a chuté de 6%. Mesuré en pourcentage du produit intérieur brut, cela correspond à une perte nationale de croissance de 0,5%. Pour cette année, le secteur bancaire devrait légèrement se reprendre. On ne peut cependant compter sur un rapide essor des activités de gestion de fortune et de banque d'affaires, ce qui signifie que la reprise conjoncturelle attendue pour la deuxième partie de l'année devra se faire sans le concours du secteur bancaire. Ce constat représente sans aucun doute un handicap supplémentaire pour la normalisation de l'activité économique dans notre pays.

Comme nous pouvons donc le constater maintenant, la croissance de l'économie suisse a largement profité de l'envol boursier de la fin des années 1990. La chute de la valeur ajoutée du secteur financier au cours des deux dernières années a fortement ralenti la croissance. Mais, contrairement à la situation que nous avons connue il y a une dizaine d'année, lors du dégonflement de la bulle immobilière, l'envol des cours n'a pas entraîné de dilatation malsaine des crédits bancaires. La situation financière des banques et des ménages – pourtant affectée par la baisse des cours des actions – ne s'est de loin pas autant détériorée qu'à l'époque. Néanmoins, les banques se trouvent une nouvelle fois au cœur de l'ajustement et il ne fait pas de doute que la chute des valeurs mobilières a pesé sur la conjoncture, non seulement parce qu'elle a conduit à des pertes de patrimoine mais aussi parce qu'elle a entravé la capacité du secteur bancaire à répondre aux besoins de financement de notre économie.

2. Les banques et le mécanisme de transmission de la politique monétaire

J'en viens donc à la seconde partie de mon exposé: le rôle des banques dans la phase actuelle de la conjoncture.

Comme vous le savez, les banques centrales des pays industrialisés ont rapidement réagi à la faiblesse conjoncturelle et ont assoupli leur politique monétaire dès le début de 2001. La Réserve fédérale américaine a abaissé son taux d'intérêt de référence à court terme de 4,75 points de pourcentage à 1,25% aujourd'hui, la Banque centrale européenne de 2,25 points à 2,5% et la Banque nationale suisse de 3,75 points à 0,25%. Actuellement, la politique monétaire de la plupart des banques centrales peut être qualifiée d'expansive. Cela est particulièrement vrai en ce qui concerne notre institut.

Malgré l'apport généreux en liquidité, la conjoncture suisse est restée atone. L'activité totale a stagné au cours de 2001 et, en dépit d'une timide hausse de la croissance durant la seconde moitié de 2002, l'évolution des derniers mois est marquée par un regain de faiblesse. Certains se demandent impatiemment pourquoi la politique monétaire n'agit pas plus rapidement, pour autant qu'elle agisse encore. Quelques autres pensent avoir identifié les responsables de la stagnation actuelle, en l'occurrence les banques qui poursuivent une politique de crédit très restrictive et maintiennent les taux d'intérêt commerciaux à des niveaux élevés. Avant de revenir sur ce point, j'aimerais brièvement rappeler les trois principaux canaux au travers desquels la politique monétaire agit sur la conjoncture.

Une politique monétaire expansive stimule la demande globale en premier lieu par la baisse du niveau des taux d'intérêt. Les banques centrales abaissent les conditions des crédits qu'elles accordent aux banques, mouvement qui se répercute sur le coût de refinancement des banques et l'ensemble de la structure des taux d'intérêt. La concurrence entre les banques engendre ensuite une baisse des taux appliqués aux crédits. Des projets d'investissement qui demeuraient auparavant non rentables deviennent alors profitables, de même que le financement de biens durables. La demande pour les crédits augmente et les banques étendent leurs prêts.

Dans une économie ouverte vient s'ajouter au canal du taux d'intérêt celui du taux de change. Et dans la mesure où le taux d'intérêt à l'étranger n'est pas simultanément réduit dans une même proportion, un recul du taux d'intérêt domestique entraîne une dépréciation du taux de change. Les biens et services indigènes deviennent, en comparaison avec les biens et services étrangers, meilleurs marchés et les entreprises gagnent en compétitivité, tant à l'étranger que sur le territoire national.

Finalement, il existe un troisième canal, qu'on appelle techniquement le canal du crédit, mais que je nommerai plutôt le canal des garanties collatérales des crédits. Durant ces dernières années, ce canal a représenté un sujet d'étude privilégié dans la littérature économique et revêt une importance centrale pour mon analyse d'aujourd'hui.

Chacun connaît le développement de la technique des crédits collatéralisés par des actifs au cours des dernières années. En fait, il s'agit de la forme moderne des crédits hypothécaires qui sont si familiers en Suisse. La présence des garanties collatérales vise à abaisser le coût des crédits alors que les créanciers, disposant d'une vue partielle de la situation de leurs clients et de leurs projets, veulent limiter leurs risques. En fin de compte, plus les débiteurs sont en mesure de fournir des garanties collatérales importantes et de

bonne qualité, plus leurs conditions de financement seront proches de celles dont bénéficient les meilleures adresses. Dans les années 1980, le collatéral le plus répandu en Suisse était l'actif immobilier qui servait de garantie non seulement au financement du logement mais aussi à des projets industriels. Bien souvent les bailleurs de fonds se préoccupaient peu de la viabilité industrielle des projets qu'ils finançaient car ils avaient en main le gage foncier qui devait couvrir leurs risques. La crise des années 1990 a conduit les banques à réviser leur mode d'attribution des crédits et à adopter une attitude plus sélective. Depuis lors, elles analysent plus précisément les chances de succès des projets d'investissement qui leur sont soumis et exigent souvent des garanties supplémentaires, lorsque cela est possible, sous forme de collatéraux financiers.

Quels liens existe-t-il entre la politique monétaire et le fonctionnement des crédits garantis par des actifs collatéralisés ? On voit bien que si des taux d'intérêt plus bas conduisent à une hausse des prix des actions, des obligations ou des biens immobiliers, ils engendrent une amélioration du bilan des entreprises et des portefeuilles des particuliers. Les prêteurs sont alors davantage disposés à leur fournir des fonds à des conditions favorables. En d'autres termes, un assouplissement de la politique monétaire peut conduire, par l'entremise de la plus-value des garanties et de la valeur actualisée nette du cash-flow, à une baisse tendancielle des spreads et à une dilatation de l'offre de crédit.

Cet effet stimulant pour la conjoncture peut encore être amplifié si l'on considère que, au-delà de ses effets sur la fortune nette des entreprises et des ménages, la baisse des taux améliore également les bilans des établissements bancaires qui seront alors incités attribuer des crédits à des conditions plus avantageuses. Comme le crédit représente l'unique moyen de financement étranger pour beaucoup de ménages et d'entreprises, une impulsion positive supplémentaire est ainsi donnée à l'économie.

On constate donc que la politique monétaire, la confiance dans l'avenir et l'évolution du prix des actifs constituent des ingrédients essentiels pour le financement de l'économie, éléments qui peuvent s'appuyer ou se neutraliser mutuellement en fonction du cycle économique. Evidemment cette interaction n'est pas sans risque car le gonflement artificiel des valeurs mobilières ou immobilières, s'il facilite les conditions de financement du moment, contient le germe de difficultés futures. La prudence s'impose donc.

Retournons maintenant à la situation qui nous préoccupe et interrogeons-nous sur les effets de la politique monétaire expansive suivie par la BNS durant ces deux dernières années.

Il faut tout d'abord relever la baisse significative du niveau des taux d'intérêt. Le rendement des emprunts à 10 ans de la Confédération s'est replié en-dessous de 3% et les taux hypothécaires pour les hypothèques de premier rang se situent à leur plus bas niveau depuis les années cinquante.

Le taux de change se révéla une fois de plus être source de préoccupation. L'une des raisons demeure le rôle de monnaie refuge que peut jouer le franc suisse en période d'insécurité politique et économique mondiale. Bien que la différence entre les taux d'intérêt européens et suisses ait clairement augmenté en raison de notre politique monétaire particulièrement expansive, le franc suisse est resté à un niveau élevé par rapport à l'Euro tout au long de l'année 2002 et ne s'est replié nettement que récemment. Toujours est-il que de forts mouvements d'appréciation ont pu être évités.

Qu'en est-il finalement du canal des garanties de crédit ? Les destructions de patrimoine engendrées par la correction boursière sont certainement l'une des raisons importantes du renchérissement du crédit bancaire alors même que la rémunération des emprunts de la confédération a nettement baissé. Un peu de temps sera encore nécessaire pour que les bilans des ménages, des entreprises et des banques soient assainis. Quant à la méfiance des investisseurs, elle reste toujours de mise suite à la cascade de scandales financiers.

Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) s'avère ainsi spécialement difficile. Ces dernières, qui représentent la source la plus importante de places de travail dans notre pays, n'ont pas accès au marché des capitaux et demeurent largement dépendantes des crédits bancaires. La reprise conjoncturelle de la fin des années nonante avait entraîné une nette amélioration de leur situation financière, si bien que les accusations qu'elles portent généralement sur la politique de crédit des banques s'étaient alors évaporées. Ces dernières années, les problèmes ont ressurgi et les critiques sont réapparues avec la dégradation de la situation conjoncturelle. Et les banques sont à nouveau portées sur les devants de la scène.

Les problèmes de financement des PME ne sont pourtant pas nouveaux puisqu'ils nous ont déjà fortement préoccupé tout au long des années nonante. Beaucoup d'entre elles, actives notamment dans le domaine de la construction, s'étaient retrouvées dans une situation financière précaire. D'autres, qui finançaient leurs projets de développement par des crédits gagés par hypothèque se sont trouvées en difficulté du fait du retournement de la situation dans le marché de l'immobilier. Depuis lors, les banques ont modifié leur politique de crédit et appliquent systématiquement une gestion active de leur portefeuille de crédit, recourant au rating de la clientèle d'entreprise et différenciant les conditions en

fonction des risques encourus. Cette nouvelle approche a engendré une vague de critiques et d'inquiétude auprès de nombreuses entreprises.

En 1998, l'Office fédéral de l'économie et du travail de l'époque rédigea un rapport ordonné par le Parlement sur le financement des PME. Un sondage auprès d'environ 5'000 entreprises révéla qu'une grande partie d'entre elles étaient en proie à d'importantes difficultés financières. La nouvelle orientation de la politique de crédit des banques y contribuait partiellement. La source majeure de difficulté résidait pourtant dans la couverture de capital, une couverture devenue très mince, voire complètement inexistante suite aux difficultés économiques des années nonante.

L'étude aborda également le problème de la différence du niveau d'information entre débiteurs et créanciers à propos de la situation financière d'une entreprise et des probabilités de succès de ses projets d'investissement, thème que nous avons évoqué auparavant. Une petite entreprise qui dispose de peu de garanties, n'a généralement pas la tâche facile au moment de contracter un crédit. Dans cette perspective, l'étude souligna l'importance que revêt la collecte et la présentation d'informations aussi larges et substantielles que possible sur les activités et la santé financière de l'entreprise. Finalement, le rapport formula, à l'adresse de l'État, la nécessité de prendre des mesures pour réduire les procédures administratives en faveur des PME et contribuer ainsi à l'amélioration de leur rentabilité. Quelques allègements allant dans ce sens ont été mis en œuvre depuis lors.

3. Enseignements de politique monétaire

Quels enseignements de politique monétaire peut-on tirer de l'analyse de l'efficacité des canaux de transmission ? La discussion a montré que la transmission de la politique monétaire intervient au travers de mécanismes complexes. Elle s'opère par le taux d'intérêt, le cours de change et par l'évolution des valeurs pouvant être mises en nantissement.

La complexité du mécanisme de transmission signifie tout d'abord qu'il ne suffit pas de focaliser son attention sur les seuls taux d'intérêt à court terme. Afin de juger du degré de restriction de sa politique monétaire, la Banque nationale doit analyser l'ensemble des sources de financement de l'économie. Des indicateurs tels que l'évolution des spreads de taux d'intérêt acquièrent ainsi une grande importance, tout comme les informations d'ordre qualitatif sur les conditions de financement des entreprises qu'elle obtient par ses entretiens réguliers avec les banques et les entreprises.

Ensuite, nous devons également prendre en compte les indicateurs des prix des actions et des biens immobiliers. Comme je viens de l'évoquer, l'évolution de la valeur des actifs et celle du cash-flow jouent un rôle capital dans le cadre du canal des garanties de crédit. Mais des évolutions malsaines sont aussi possibles. L'explosion du prix de l'immobilier qui a permis une expansion massive des activités de crédit durant les années quatre-vingts illustre bien ce constat. Rappelez-vous, de 1982 à 1990, le montant des crédits gagés par hypothèque avait quasiment doublé, une évolution clairement incompatible avec les besoins réels d'investissement et qui conduisit aux difficultés des années 1990. A titre de comparaison, durant la récente période de haute conjoncture, entre 1997 et 2000, le volume des crédits domestiques n'a augmenté que de 1% par an. Rien de comparable donc. Pourquoi n'avons-nous pas observé de dilatation dangereuse du crédit à l'économie en parallèle avec l'envol des bourses ? Cela tient vraisemblablement au fait que les PME ne disposent que d'un accès limité aux collatéraux financiers. Si des excès ont été commis, c'est plutôt dans le secteur des grandes entreprises ayant accès direct au marché des capitaux et présentant un profil financier important.

Il est néanmoins incontestable qu'en raison de l'évolution de la valeur des garanties, la politique de crédit des banques exerce tendanciellement un effet pro-cyclique sur l'évolution conjoncturelle. Cela s'explique par l'évolution de la situation financière des entreprises et des banques elles-mêmes. Cette constatation est parfaitement rationnelle et reflète l'appréciation de la situation, des perspectives et des risques. Il faut en définitive que les intérêts perçus sur les crédits couvrent les coûts de financement et permettent de constituer des provisions suffisantes pour pouvoir parer à des risques accrus de défaut. Une politique de crédit alignée sur les risques encourus est ainsi un élément essentiel de la stabilité du système bancaire. Il n'y a pas d'alternative. L'expérience des années 1990 nous l'a montré.

Il est primordial pour la Banque nationale de s'adapter à la situation. Enjoindre aux banques d'abaisser plus rapidement leurs taux d'intérêt ou de faire preuve d'une plus grande générosité dans l'attribution des crédits serait inutile dans le meilleur cas et même contre-productif si le système bancaire devait s'affaiblir. La Banque nationale doit s'accommoder de la situation telle qu'elle se présente et s'efforcer d'interpréter de manière adéquate les statistiques de crédits, les spreads ainsi que le prix des actifs afin de doser judicieusement le cours de sa politique. Lorsque l'environnement est défavorable en matière de garanties, la politique monétaire doit devenir un peu plus expansive que dans

le cas contraire. La tâche est ici délicate. Mais la difficulté de l'exercice ne peut en aucun cas justifier l'inaction.

4. Résumé et conclusions

Les banques ont joué un rôle prépondérant dans la dynamique du cycle conjoncturel de la fin des années 1990. Une part importante de notre essor économique durant cette période leur est dû. Rétrospectivement, nous constatons que dans le sillage de l'euphorie boursière beaucoup de secteurs, parmi lesquels celui des banques, ont connu un développement qui ne pouvait s'inscrire dans la durée. Depuis, les activités liées à la gestion de fortune et à la banque d'affaires ont subi un redimensionnement radical. La reprise conjoncturelle attendue pour la deuxième partie de l'année devrait offrir un ballon d'oxygène à ces branches d'activité, même si un nouveau boom dans ce secteur n'est pas en vue et n'est probablement pas souhaitable à terme.

Les perspectives de croissance pour cette année restent modérées. Après avoir dû repousser une première fois la reprise conjoncturelle d'une année, tant les instituts de prévisions que les banques centrales sont devenues prudentes. Pour 2003, nous tablons sur une croissance économique réelle inférieure à 1% tout en soulignant l'importance des risques à la baisse. Avec l'amélioration des perspectives conjoncturelles se corrigeront aussi progressivement les marges et les spreads appliquées aux conditions de crédit. Par ailleurs la stabilisation présente de la situation boursière n'entraîne, pour le moins, plus de dégradation des garanties financières.

En fin de compte, nous pouvons constater que si le retournement boursier a posé de nombreux problèmes au secteur financier, il n'a pas eu le même impact négatif sur l'ensemble de l'économie que la crise immobilière du début des années 1990. Contrairement à ce que nous avons observé à l'époque, la politique de crédit des banques ne s'est pas emballée avec l'envol du prix des actifs financiers. Au contraire, le secteur des PME a vu son accès au crédit être rendu plus difficile en raison de l'application des nouvelles stratégies bancaires adoptées pour l'attribution de fonds.

«A quelque chose malheur est bon» dit-on souvent. C'est le cas dans l'évolution récente du marché du crédit bancaire. L'utilisation des garanties collatérales n'a pas conduit à la dilatation du crédit que l'on aurait pu craindre. Contrairement au début des années nonante, les banques ne sont donc pas confrontées à des problèmes majeurs sur le marché intérieur du crédit. Les bons résultats affichés par les banques régionales en témoignent. Cette situation relativement avantageuse, couplée avec des taux d'intérêt bas,

crée de bonnes conditions pour le financement de la reprise économique. Nous pouvons ainsi espérer que, lorsque l'horizon conjoncturel s'éclaircira dans les pays industrialisés, notre économie retrouvera le chemin de la croissance avec l'appui du crédit bancaire. Une longue phase de stagnation, comme celle que nous avons connue au début des années 1990 à la suite de la crise immobilière, n'est pas à craindre.