

## Chapitre 2

# Le système financier italien résiste à la tourmente

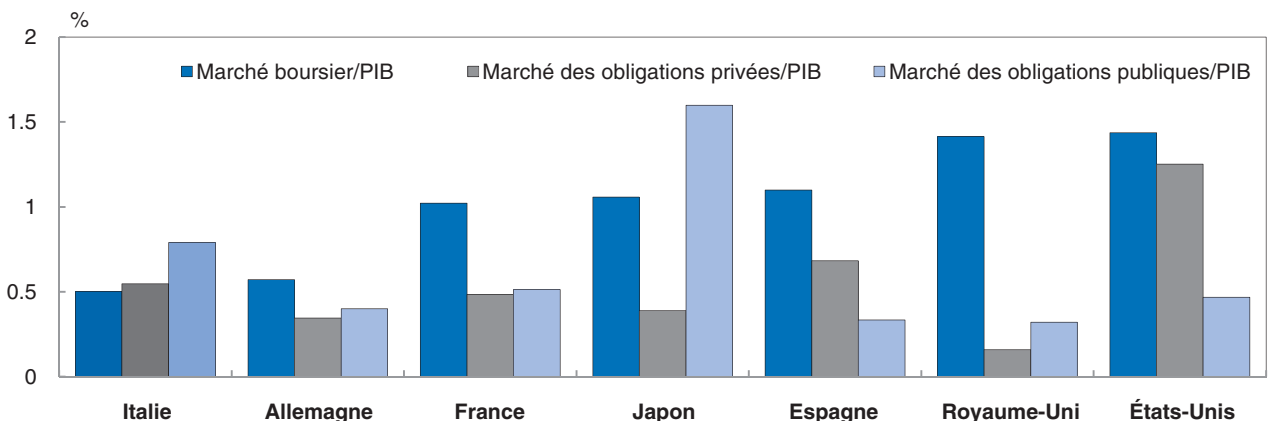
*Le système financier italien a réussi à mieux résister à la « première vague » de la crise que la plupart des pays européens de référence et les banques en ont surtout subi les effets du côté du financement, en raison des fortes tensions affectant les marchés interbancaires. La réglementation bancaire et son application pratique ont contribué pour une part importante à ce résultat en amenant les établissements de crédit à adopter attitude relativement prudente, mais certaines caractéristiques spécifiques de l'économie du pays, comme la taille relativement plus petite des entreprises et le faible endettement des ménages, ont également joué un rôle. Néanmoins, certaines de ces mêmes caractéristiques qui ont protégé les banques italiennes de la première vague de la crise risquent de les exposer aux conséquences de la récession. Les autorités italiennes et la Banque centrale européenne ont réagi promptement pour que le système bancaire puisse disposer de liquidités suffisantes et les tensions sur les marchés interbancaires se sont sensiblement apaisées ces derniers mois. Un plan de recapitalisation des établissements de crédit, bien que moins urgent que dans d'autres pays, a été élaboré assez tardivement et il comporte des conditions qui peuvent présenter des inconvénients importants.*

Comme d'autres pays de l'OCDE, l'Italie affronte de forts vents contraires suscités par la crise financière internationale. Jusqu'ici cependant, le système bancaire national a mieux résisté que dans nombre d'autres pays. Ce chapitre suggère que cette situation reflète un ensemble de facteurs, notamment les relations bancaires traditionnelles, un financement des banques reposant largement sur les dépôts, une bonne surveillance et l'absence de véritable bulle immobilière. On analysera la façon dont l'organisation du système financier italien a influé sur le déroulement de la crise dans le pays. Le crédit s'est sensiblement ralenti ces derniers mois, bien que les tensions se soient un peu apaisées sur les marchés interbancaires. Certains de ces mêmes facteurs qui ont permis de protéger les banques italiennes de la première vague de la crise risquent de les exposer plus fortement à l'impact de la récession sur les conditions financières faites aux emprunteurs.

### Les banques italiennes financent le secteur des sociétés, en particulier les petites et moyennes entreprises

Le système financier italien est centré sur le secteur bancaire, qui détenait quelque 60 % du total (non consolidé) des actifs financiers à fin 2006, soit plus que l'ensemble formé par les compagnies d'assurance, les fonds de placement, les fonds de pension et les portefeuilles individuels<sup>1</sup>. La capitalisation boursière est plus faible que dans d'autres pays avancés; en 2007, elle représentait 50 % du PIB de l'Italie, soit bien moins que dans les cas de l'Espagne, des États-Unis, de la France et du Royaume-Uni (graphique 2.1). Le marché des obligations de sociétés est relativement plus développé, quoique bien moins qu'aux États-Unis. En revanche, le marché italien des obligations d'État est très important, ce qui traduit l'ampleur de la dette publique.

Graphique 2.1. **Capitalisation des marchés d'actions et d'obligations en pourcentage du PIB, 2007**



Source : Indicateurs de développement financier de la Banque mondiale.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638668404751>

Ces dix dernières années, le secteur bancaire a connu une profonde restructuration, avec plus de 300 fusions et acquisitions, concernant la moitié environ du total des actifs bancaires et concentrant plus de 50 % du total des actifs au sein de cinq groupes bancaires, ce qui correspond à l'une des plus fortes concentrations dans les grands pays européens (tableau 2.1). Deux grands groupes (Unicredit et Intesa – San Paolo) détiennent plus du tiers du total des actifs, ce qui les place parmi les premières banques européennes par leur taille et ces groupes ont des activités internationales considérables. Les activités étrangères représentent un tiers du total des actifs des cinq premiers groupes bancaires. Les autres groupes bancaires opèrent surtout sur les marchés intérieurs sur lesquels on trouve aussi un grand nombre de petites banques, y compris des banques coopératives qui se sont spécialisées dans le financement local. Des banques étrangères ont procédé à un certain nombre d'acquisitions sur le marché italien, ce qui a sensiblement accentué son ouverture internationale.

Tableau 2.1. **Répartition des actifs au sein du système financier italien**

2007		
Banques	Nombre	Part du total des actifs gérés
Principaux groupes	2	35.4
Grands groupes	3	16.1
Établissements moyens et petits	56	36.7
Petites banques (dont banques coopératives)	603	11.8
Succursales et filiales de banques étrangères		16.5
(moyenne <sup>1</sup> en Allemagne, Espagne et France)		10.5

1. Succursales et filiales de banques étrangères.

Source : Banque d'Italie (2008a).

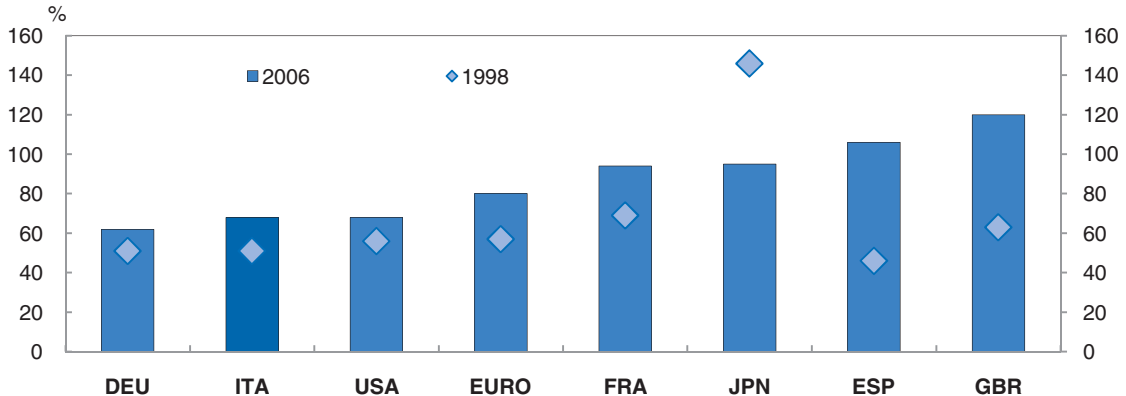
La Banque d'Italie est responsable du contrôle des banques et des autres intermédiaires financiers ainsi que de la stabilité générale du système financier. Elle surveille en outre le fonctionnement des segments des marchés de capitaux concernés par la mise en œuvre de la politique monétaire, comme les marchés des fonds interbancaires et des titres d'État. L'ISVAP est l'autorité de contrôle des compagnies d'assurance, le COVIP ayant en charge les fonds de pension et la CONSOB les marchés italiens des valeurs mobilières. Jusqu'en 2005, la Banque d'Italie était en outre responsable des questions de concurrence sur le marché du crédit, cette mission relevant de l'Autorité de la concurrence depuis janvier 2006.

### **Les entreprises ont recours aux prêts bancaires et aux dettes à court terme**


Le secteur italien des entreprises n'est pas très endetté par rapport aux normes internationales, mais sa dette se compose très majoritairement d'emprunts bancaires. La dette des sociétés non financières atteignait au total 213 % du PIB à fin 2006, ce qui est moins que dans la plupart des pays, et la majeure partie de la dette des sociétés non financières est détenue par des banques (graphique 2.2). Toutefois, selon les données de la comptabilité nationale, l'endettement<sup>2</sup> des sociétés non financières, soit 38 %, est légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro et à ce que l'on observe aux États-Unis et au Japon. Une partie de ces différences peut être due à des différences de composition par secteur ou par taille, ce qui affecte sensiblement l'endettement, et plus généralement le recours des entreprises à des financements externes<sup>3</sup>. L'analyse des données au niveau des bilans de société confirme que, même après prise en compte des différences de pondération des secteurs et des tailles des entreprises selon les pays, les entreprises

italiennes affichaient, par rapport à la moyenne de la zone euro, un endettement supérieur, une plus forte part des prêts bancaires et des dettes à court terme dans l'endettement total, une plus faible part des obligations et une plus faible part de capitaux d'origine externe (BCE 2007 et Magri, S. 2006).

Graphique 2.2. **Endettement financier des sociétés non financières, en pourcentage du PIB**



Source : Banque d'Italie.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638676617211>

Les crédits commerciaux représentent une part plus importante du total des actifs que dans d'autres pays développés (Omiccioli 2004, De Blasio 2004). Les entreprises s'en servent comme une forme de financement, en particulier comme substitut de l'endettement bancaire à court terme, afin de réduire leurs coûts de transaction et de synchroniser leurs paiements, comme un outil de commercialisation ou encore comme moyen de réduire les effets des variations saisonnières sur les processus de production (Finaldi Russo *et al.* 2004, Carmignani, A. 2004). Cette large utilisation des crédits commerciaux peut aussi résulter des liens interentreprises plus forts qui vont de pair avec les crédits commerciaux bilatéraux. La situation financière des fournisseurs peut être sérieusement affectée par celle des acheteurs; il se peut qu'en période de recul rapide de la confiance, ce circuit de distribution du crédit, qui n'apparaît pas dans les statistiques sur le crédit résultant d'une intermédiation bancaire ou financière, se contracte plus fortement que le crédit bancaire.

Les petites et moyennes entreprises recourent plus au crédit bancaire que les grandes. Les PME (de moins de 250 salariés), qui représentent une forte part de la production et de l'emploi, affichent des ratios d'endettement plus élevés que les grandes. De plus, elles font plus appel aux emprunts à court terme (Banque d'Italie, 2008b). Comme les informations comptables qu'elles fournissent sont souvent moins transparentes, elles ont moins accès aux marchés de capitaux et ont donc plus fortement recours aux fonds propres et au crédit bancaire pour financer leurs activités. Ces dernières années, les entreprises italiennes se sont dans l'ensemble davantage financées sur le marché, comme en témoigne l'expansion rapide des marchés d'obligations et d'actions et l'utilisation croissante du marché des prêts consortiaux de la part des grandes signatures.

### **Le large recours au crédit bancaire peut s'accompagner d'une moindre innovation**

Le système financier italien privilégie le crédit bancaire. Cela traduit essentiellement la répartition par taille des entreprises, mais aussi des spécificités italiennes, comme la protection insuffisante des actionnaires (malgré les nets progrès accomplis ces dernières années dans ce domaine) et le manque de respect du droit et de discipline fiscale, qui accroît le coût d'accès aux financements par le marché. La structure du système financier et la taille des entreprises ont une influence réciproque, car un système financier dominé par les banques est plus efficace pour le financement des plus petites entreprises et les entreprises ont tendance à être plus petites si le système financier est plus dominé par les banques (Champenois, 2008)<sup>4</sup>.

On s'accorde généralement à penser que le développement financier, en particulier l'accès à un financement autonome, renforce la robustesse de la croissance économique, grâce à un processus plus dynamique de naissance et d'expansion des entreprises, une stimulation des activités innovantes et une accélération de la croissance tendancielle de la productivité (Rajan *et al.*, 1998, et Aghion *et al.*, 2007). L'existence d'un marché boursier dynamique est un facteur de stimulation du capital-risque, qui s'avère très important pour la création et l'expansion des entreprises innovantes, mais l'Italie se classe encore à cet égard aux derniers rangs en Europe<sup>5</sup>. La proportion choisie entre financement par l'emprunt et financement sur fonds propres, la structure des échéances de la dette, la répartition entre endettement sur le marché et endettement bancaire et la part du capital social placée sur le marché sont autant de facteurs d'incitation pesant sur des choix stratégiques comme le lancement d'une nouvelle activité ou la décision de travailler à l'exportation.

Les systèmes financiers qui privilégient une distribution des crédits fondée sur la relation du banquier à son client semblent moins bien armés pour procéder à une réallocation des ressources, entre secteurs et au sein des secteurs, pour mieux tirer parti d'opportunités de croissance ou dans des périodes de restructuration visant à se remettre d'une récession (FMI, 2006). À l'inverse, dans des situations de difficultés financières, de tels systèmes ont plus de facilité à lisser les chocs parce que les banques disposent de meilleures informations sur leurs débiteurs que des créanciers obligataires. Ils peuvent donc réagir plus vite aux problèmes et en limiter les coûts. De plus, les créanciers obligataires rencontrent sans doute plus de problèmes de coordination lorsque la dette nécessite une restructuration, ce qui retarde le règlement des difficultés et en accroît le coût<sup>6</sup>. Pour le moment cependant, ces avantages potentiels de son système reposant sur les banques n'ont pas préservé l'Italie d'un resserrement du crédit.

### **Les ménages épargnent beaucoup**

Les ménages italiens<sup>7</sup> ont une situation financière nette positive. Le ratio de cette situation au PIB a baissé ces dix dernières années, mais reste supérieur à la moyenne de la zone euro, d'après les chiffres de 2006. Les actifs financiers des ménages se composent surtout d'actions, puis viennent la trésorerie et les dépôts et les obligations d'émetteurs privés et publics (tableau 2.2). La part des obligations dans le total des actifs financiers est plus forte que dans la plupart des autres pays. Les obligations d'État représentaient traditionnellement la plus forte part, mais ces dernières années la part relative des obligations bancaires s'est accrue. Le patrimoine net des ménages italiens<sup>8</sup> en 2007 se composait pour 60 % d'actifs immobiliers et pour 40 % d'actifs financiers. Cette répartition reflète des changements des prix des actifs, mais la part de l'immobilier était plus forte avant même le début de la dernière phase de hausse du marché du logement.

Bien qu'il ait récemment augmenté par rapport au revenu disponible, l'endettement des ménages demeure bien inférieur à celui que l'on observe dans d'autres pays. En 2006, le ratio de la dette au revenu disponible était de quelque 50 % en Italie, contre 90 % environ dans la zone euro, et plus en Espagne, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Selon l'Enquête sur le patrimoine des ménages, seuls 12 % des ménages avaient un emprunt hypothécaire et 13 % un crédit à la consommation en 2006 (Banque d'Italie, 2008c). En France et aux États-Unis, ces chiffres sont de l'ordre de 30 % et 50 % respectivement (données pour 2004). De plus, même si le crédit aux ménages a augmenté ces dernières années, c'est principalement dû aux ménages des tranches supérieures de revenu disposant d'une situation financière plus solide.

Tableau 2.2. **Actifs et passifs du secteur des ménages**

2006

	Trésorerie et dépôts	Obligations	Actions et parts d'OPVCM	Autres actifs	Actifs et passifs financiers par rapport au revenu disponible		
					Actifs financiers	Passifs financiers	
						dont : dette financière	
Pourcentage du total des actifs							
France	29.1	1.4	29.3	40.1	2.90	0.84	0.70
Allemagne	33.9	10.3	24.9	31.0	2.80	0.97	0.96
<b>Italie</b>	<b>25.6</b>	<b>18.3</b>	<b>36.3</b>	<b>19.8</b>	<b>3.62</b>	<b>0.67</b>	<b>0.47</b>
Japon	50.1	4.7	16.1	29.2	4.91	1.29	1.07
Espagne	38.1	2.5	41.9	17.6	2.81	1.33	1.24
Royaume-Uni	26.0	0.8	14.6	58.6	4.60	1.68	1.53
États-Unis	13.1	7.1	45.5	34.4	4.45	1.40	1.35
Zone de l'UE	31.3	8.7	29.8	30.3	3.05	0.95	0.89

Note : Comprend les entreprises non constituées en sociétés et les institutions sans but lucratif. Les régimes de pension professionnelle par capitalisation sont pris en compte dans les « autres actifs ».

Source : Banque d'Italie.

## L'impact de la crise

À l'échelle mondiale, la crise financière a affecté le système bancaire par : les pertes sur crédits hypothécaires à risque et, plus récemment, sur crédits hypothécaires de première catégorie accordés par des banques ou des courtiers en prêts hypothécaires; l'augmentation des besoins de liquidités nécessaires pour faire face aux pertes subies par les entités d'investissement structurées sorties des bilans mais directement parrainées par les banques; les moins-values sur les placements de portefeuille en actifs dits « toxiques » comme les titres adossés à des actifs, les obligations structurées adossées à des emprunts ou les parts de fonds spéculatifs investissant dans des titres représentatifs de crédits hypothécaires à risque; enfin, les difficultés de refinancement et de financement dues aux tensions sur les marchés interbancaires. Les pertes ont aussi été amplifiées par le recours considérable à l'effet de levier dans le monde entier.

### Les banques italiennes ont été moins exposées

Dans l'ensemble, les banques italiennes ont été relativement moins exposées à ces catégories d'actifs et leur recours à l'effet de levier a aussi été moindre : à la fin de 2007, le ratio du total des actifs aux fonds propres de base était inférieur à 30 pour les cinq premières banques italiennes, mais de l'ordre de 40 pour la moyenne des grands groupes

bancaires européens. Les placements de portefeuille en « actifs toxiques » ont aussi été limités : les banques italiennes ont bel et bien effectué des investissements en titres adossés à des actifs, en obligations structurées adossées à des emprunts et en autres produits structurés, mais leur exposition à ces produits représentait 4.9 milliards EUR à fin 2007, soit seulement 2 % environ de leurs fonds propres réglementaires. Leur exposition au risque de contrepartie lié à l'éventuelle défaillance des garants financiers (les assureurs « monoligne »)<sup>9</sup> était également faible. En conséquence, leurs opérations de passation en charges et leurs pertes ont été limitées : jusqu'au troisième trimestre de 2008, les principaux groupes bancaires ont procédé à des passations en charge liées à la crise pour un total de 4.5 milliards EUR. Les cinq premiers groupes bancaires affichaient encore des bénéfices au troisième trimestre de 2008 et pour l'ensemble de l'année, bien que ces résultats soient sensiblement inférieurs à ceux des années précédentes. Les bénéfices ont en partie été soutenus par la révision des normes comptables internationales (IAS), qui a permis aux banques de valoriser un volume d'actifs moins important aux prix du marché.

Les crédits hypothécaires présentant une très forte quotité de prêt sont rares en Italie puisque si cette quotité dépasse 80 %, le prêt ne bénéficie pas de la pondération préférentielle du risque à moins que des garanties personnelles supplémentaires ne soient apportées au bailleur de fonds. De fait, la quotité de prêt moyenne (environ 50 % en 2006) était l'une des plus faibles parmi les pays de l'OCDE. De plus, les établissements de crédit ne proposaient pas d'instruments d'extraction hypothécaire (Calza *et al.*, 2007, Rossi, 2008). Aucune banque ne proposait de crédits hypothécaires à risque sur le plan national ou à l'étranger. Les moteurs du marché du logement résidentiel en Italie étaient en outre différents de ce que l'on observait ailleurs. Au cours du cycle actuel, les prix des logements ont sensiblement augmenté, mais pas autant que dans certains pays européens et ils ont encore légèrement augmenté en 2008 (voir graphique 1.4). Le rapport prix-revenu n'a pas non plus beaucoup progressé et l'investissement résidentiel, bien qu'encore relativement vigoureux, a été moins dynamique que dans d'autres pays (OCDE, 2009). Le volume des transactions a néanmoins diminué considérablement et on peut s'attendre à de plus fortes répercussions sur les prix dans un avenir proche. Il n'y a pas eu d'augmentation des crédits hypothécaires improductifs, qui se situent à un faible niveau. Grâce à la modération des quotités de prêts (68 % en moyenne en 2006 pour les nouveaux prêts (Rossi, 2008)), les emprunteurs ne risquent guère d'être incités à faire défaut, car il faudrait que les prix des logements baissent beaucoup pour placer des ménages en situation de patrimoine négatif.

Les banques italiennes ont eu recours à la titrisation pour sortir des risques de leurs bilans et pour se financer. En 2007, la titrisation d'actifs localisés en Italie représentait quelque 7 % du total des émissions brutes d'Europe (environ 9 % de l'encours total)<sup>10</sup>, principalement sous forme de titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles. En Italie, les créances hypothécaires qui sont titrisées risquent moins d'être classées dans les créances non productives que celles qui ne le sont pas (Bonaccorsi *et al.* 2008)<sup>11</sup>. Cela tend à montrer que les banques n'ont pas eu recours à la titrisation dans le seul but de nettoyer leurs bilans. La qualité de presque tous les crédits hypothécaires et donc des créances correspondantes titrisées était relativement bonne, étant donné l'absence d'emprunteurs à risque. En conséquence, les structures *ad hoc* créant les titres adossés à des actifs à partir de telles créances titrisées devraient avoir été elles aussi relativement solides. Néanmoins, les banques italiennes étaient peu exposées à des structures *ad hoc*<sup>12</sup> qu'elles parrainaient directement et leur portefeuille résultait principalement

d'acquisitions de banques étrangères. En pareille situation, les autorités de contrôle ont poussé les banques à consolider ces structures dans leurs bilans, de façon que les risques soient maintenus « à l'intérieur » du système.

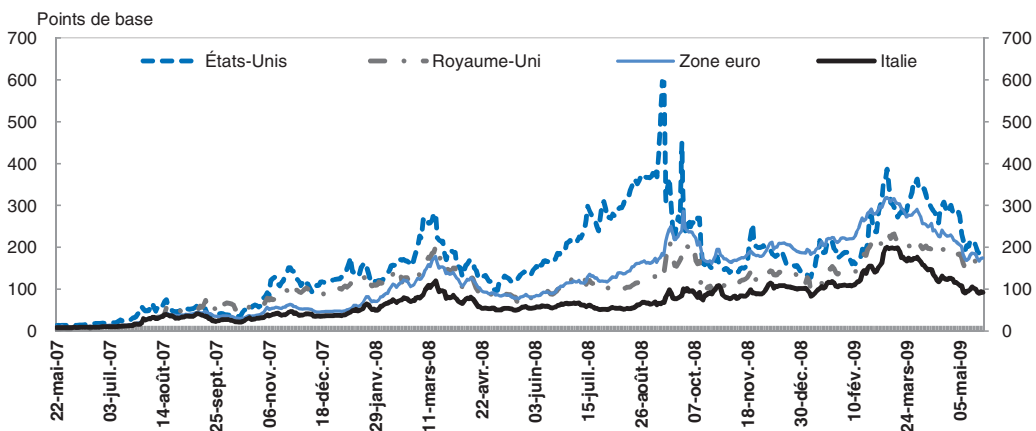
### **Mais le crédit a subi un resserrement considérable**

Le système bancaire italien a néanmoins été fortement affecté par la crise. Les cours des actions des sociétés financières se sont inscrits en chute libre : l'indice des valeurs financières a ainsi perdu 64 % de sa valeur de septembre 2007 à janvier 2009, dans le droit fil du recul subi par l'indice correspondant aux États-Unis (-62 %) et par l'indice moyen de la zone euro (-63 %). Néanmoins, le repli a été moins brutal pour l'indice italien si on le calcule à partir d'octobre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers et de l'aggravation de la crise à l'échelle mondiale. Les écarts de rémunération des swaps sur le risque de défaut (CDS) pour les banques italiennes, écart qui reflète les perceptions du risque de défaillance par le marché, se sont inscrits en hausse sensible après le déclenchement de la crise (graphique 2.3). Bien que l'écart de rémunération moyen soit inférieur à celui des banques européennes et américaines, ces écarts varient selon les banques italiennes et sont parfois relativement importants par rapport à ceux des établissements de crédit européens.


Depuis la mi-2007, il est difficile de se financer sur le marché interbancaire. Les volumes de transaction se sont sensiblement contractés depuis lors et les écarts de rémunération sont demeurés élevés et instables durant la majeure partie de 2008. Cette contraction s'explique en partie par la baisse très sensible de l'activité des opérateurs étrangers travaillant sur la plateforme interbancaire italienne (e-MID). Les taux interbancaires ont sensiblement reculé à la suite des mesures prises par la BCE et les banques centrales nationales pour stimuler la liquidité et rétablir le fonctionnement normal du marché. Depuis décembre 2008, les taux interbancaires ont été légèrement inférieurs au niveau moyen enregistré en 2006, toutes échéances confondues. La plupart des transactions se sont conclues sans nantissement et le marché des billets de trésorerie a été affecté par la tourmente de sorte que les banques ont eu tendance à recourir aux financements proposés par l'Eurosystème.

Graphique 2.3. **Taux des swaps sur le risque de défaillance des banques**

Dernière observation le 22 mai 2009



Source : Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638687537820>



Les banques italiennes ont en outre été dans l'incapacité de lever des volumes significatifs de fonds sur le marché obligataire international. Elles sont donc accrues leurs émissions d'obligations destinées aux petits investisseurs italiens, mais cela s'est traduit par une augmentation de leur coût global de financement, même si les taux de refinancement de la BCE ont diminué sensiblement. Pour autant, les marges brutes<sup>13</sup> ne sont pas particulièrement faibles par rapport au passé. Est-ce le signe que les banques parviennent à répercuter l'augmentation de leurs coûts de collecte d'argent frais sur leurs emprunteurs et à tirer parti de la marge pour reconstituer leurs fonds propres ou est-ce que cette augmentation des marges brutes sert simplement à compenser l'augmentation du risque de crédit? Il est difficile de le savoir.

À l'heure où la crise se propageait à un rythme alarmant, la croissance des dépôts des particuliers s'est accélérée en 2008, ce qui a contribué à compenser la baisse des financements interbancaires nets sur les marchés étrangers. Au regard des normes internationales, la couverture des dépôts des particuliers par le régime de garantie des dépôts, soit 103 000 EUR, était déjà élevée et le gouvernement est intervenu rapidement pour soutenir le fonds de garantie. Cela a sans doute aidé les banques à collecter plus de dépôts. Quoi qu'il en soit, compte tenu de la forte chute des marchés boursiers et de l'incertitude entourant la santé financière des emprunteurs, les dépôts pourraient représenter une solution de rechange relativement intéressante pour les investisseurs.

La crise a eu de graves répercussions sur les marchés des valeurs mobilières. Jusqu'ici, les sociétés d'assurance, peu exposées aux investissements liés aux crédits hypothécaires à risque et aux assureurs monoligne, ont été beaucoup moins affectées. Dans l'ensemble, leur exposition totale s'est inscrite dans une fourchette de 0.17 à 0.2 % du total des réserves et aucune compagnie d'assurance ne s'est encore trouvée en difficulté. La forte baisse des marchés d'actions a, comme ailleurs, découragé les introductions en bourse : on en a compté sept en 2008, contre 32 en 2007. Les émissions obligataires nettes du secteur privé ont reculé au troisième trimestre de 2008, mais leur niveau reste très élevé par rapport aux années précédentes. Les écarts de rémunération des obligations du Trésor italien à 10 ans ont sensiblement augmenté car les marchés ont exigé des taux plus élevés sur la dette publique italienne alors même que les taux de rémunération de la dette allemande diminuaient (voir chapitre 1). Les écarts de rendement se sont creusés pour les emprunteurs privés, les différences de rémunération entre les obligations de catégorie investissement émises par des sociétés non financières et les bons du Trésor italien augmentant tout au long de l'année, pour dépasser 160 points de base au début de janvier 2009.

### **Pourquoi le secteur bancaire italien était-il moins exposé?**

Le système bancaire italien a donc été moins vulnérable à la « première vague » de la crise que celui d'autres pays. Cet impact plus limité peut être attribué à une série de facteurs comme l'attachement des banques italiennes à un modèle d'activité plus « traditionnel », leur relativement faible exposition aux actifs toxiques, les caractéristiques de leur assise financière et le recours limité des ménages italiens au crédit (voir ci-après).

L'attachement des banques italiennes à une activité traditionnelle de crédit aux entreprises et aux ménages est dans une certaine mesure visible dans les données relatives aux revenus et bilans, même si ces données ne peuvent pas être entièrement comparables d'un pays à l'autre. Globalement, les banques italiennes présentent une relativement forte part de prêts à la clientèle (par opposition aux valeurs mobilières et autres actifs), mais inférieure à celle que l'on observe dans certains pays plus affectés par la crise (tableau 2.3).

Tableau 2.3. **Intérêts nets en % du revenu total, prêts à la clientèle en % des actifs**  
Ensemble des banques, 2006

	En %				En %		
	Prêts à la clientèle, part des actifs	Intérêts nets, part du revenu total			Prêts à la clientèle, part des actifs	Intérêts nets, part du revenu total	
		BCE	OCDE			BCE	BCE
France	35	25	37	Irlande	62	65	63
Belgique	41	43	46	Espagne	69	63	54
Allemagne <sup>1</sup>	42	68	48	Danemark	71	53 <sup>2</sup>	56
République tchèque	45	55 <sup>2</sup>	41	Finlande	71	65	54
Autriche <sup>1</sup>	49	45 <sup>2</sup>	65	Suisse		35	
Pologne	53	57 <sup>2</sup>	63	Canada		49 <sup>2</sup>	
Royaume-Uni <sup>1</sup>	55	n.d.	65	États-Unis		59 <sup>2</sup>	
Pays-Bas	58	54 <sup>2</sup>	51	Norvège		70	
<b>Italie</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	Corée		85 <sup>2</sup>	
Suède <sup>1</sup>	60	43 <sup>2</sup>	52				

Note : Les données de la BCE correspondent aux comptes consolidés des « banques domestiques », y compris leurs filiales à l'étranger. Les données de l'OCDE correspondent aux comptes consolidés de l'ensemble des banques opérant dans le pays. Il peut y avoir certaines incohérences entre ces deux séries de données.

1. Les données de la BCE sont établies selon les normes comptables internationales (International Financial Reporting Standards), sauf pour ces pays.

2. Les données de l'OCDE sur ces pays se réfèrent à l'année 2005.

Source : BCE (2007), OCDE.

Les produits nets d'intérêts représentaient plus de la moitié des revenus totaux des banques italiennes, ce qui est sensiblement plus que pour les établissements de crédit français et belges, mais comparable aux chiffres enregistrés en Irlande et au Royaume-Uni. Pour ce qui est des produits non financiers, la part du produit d'opérations de négociation dans les recettes totales est particulièrement faible, alors que les recettes des services représentent une proportion considérable des recettes totales. En 2006, alors que les marchés étaient encore dynamiques, le produit des opérations de négociation représentait 6 % environ des recettes totales, alors que la majeure partie des produits non financiers était constituée par des honoraires et commissions facturés pour la vente de produits financiers pour le compte de sociétés de gestion de patrimoine et de sociétés d'assurance, ainsi que par des frais facturés au titre de services de paiement.

Cette structure de financement a aussi aidé les banques italiennes à surmonter les tensions affectant le marché interbancaire. Le financement par la clientèle de particuliers, plus stable que le financement institutionnel, représente une forte part du total. En juin 2006, les dépôts des particuliers représentaient 37.4 % du financement total, soit plus qu'en Allemagne, qu'en France et que la moyenne de la zone euro, mais tout de même moins qu'en Espagne. Les obligations vendues à la clientèle de particuliers<sup>14</sup> ont contribué au financement total des banques à hauteur de 17 %, soit plus que dans les pays mentionnés précédemment et que la moyenne de la zone euro, de sorte que, globalement, le financement par la clientèle de particuliers a représenté 54.4 % du financement total, niveau élevé par comparaison internationale (tableau 2.4). Les banques n'ont pas collecté des fonds par le biais d'instruments de marché comme les obligations sécurisées<sup>15</sup>, qui sont devenus très difficiles à placer avec l'intensification de la crise, parce que les règles permettant aux banques italiennes d'émettre de tels instruments n'ont été promulguées qu'à la mi 2007. Auparavant, l'émission d'obligations sécurisées n'était pas autorisée. Même au second semestre de 2007, aucune obligation de ce type n'a été émise, sans doute

Tableau 2.4. **Structure de financement du système bancaire dans quelques pays**

Juin 2006	Italie		Allemagne		France		Espagne		Zone euro	
	Millions EUR	%	Millions EUR	%	Millions EUR	%	Millions EUR	%	Millions EUR	%
FINANCEMENT AUPRÈS DES PARTICULIERS <sup>1</sup>	1 129 132	54.4	3 007 372	47.1	1 768 244	42	963 012	48.5	9 488 973	46.9
Dépôts	775 615	37.4	2 030 155	31.8	1 260 047	30	814 344	41	6 811 732	33.7
Obligations <sup>2</sup>	353 517	17	977 217	15.3	508 197	12.1	148 668	7.5	2 677 241	13.2
FINANCEMENT INSTITUTIONNEL <sup>3</sup>	945 642	45.6	3 371 837	52.9	2 438 209	58.0	1 021 762	51.5	10 736 116	53.1
Auprès de résidents dans le pays	533 361	25.7	2 489 771	39	1 347 740	32.0	600 883	30.3	5 942 098	29.4
IMF	454 007	21.9	1 911 641	30	1 249 576	29.7	268 108	13.5	4 480 754	22.2
Dépôts	374 849	18.1	1 334 038	20.9	1 028 386	24.4	234 200	11.8	3 505 785	17.3
Obligations	79 158	3.8	577 603	9.1	221 190	5.3	33 908	1.7	974 969	4.8
Auprès de résidents à l'étranger	412 281	19.9	882 066	13.8	1 090 469	25.9	420 879	21.2	4 794 018	23.7
IMF	402 520	19.4	826 570	13	1 064 067	25.3	404 712	20.4	4 579 657	22.6
Dépôts	318 406	15.3	688 183	10.8	993 730	23.6	272 154	13.7	3 958 166	19.6
Obligations <sup>4</sup>	84 114	4.1	138 387	2.2	70 337	1.7	132 558	6.7	621 491	3.1
TOTAL	2 074 774		6 379 209		4 206 453		1 984 774		20 225 089	

1. Financement auprès de clients hors institutions monétaires et financières (IMF) et autres sociétés financières.

2. Comprend les obligations détenues par des IMF résidant en dehors de la zone euro.

3. Financement auprès d'IMF et d'autres sociétés financières.

4. Comprend les obligations détenues par des IMF résidant dans la zone euro uniquement.

Source : Banques centrales nationales.

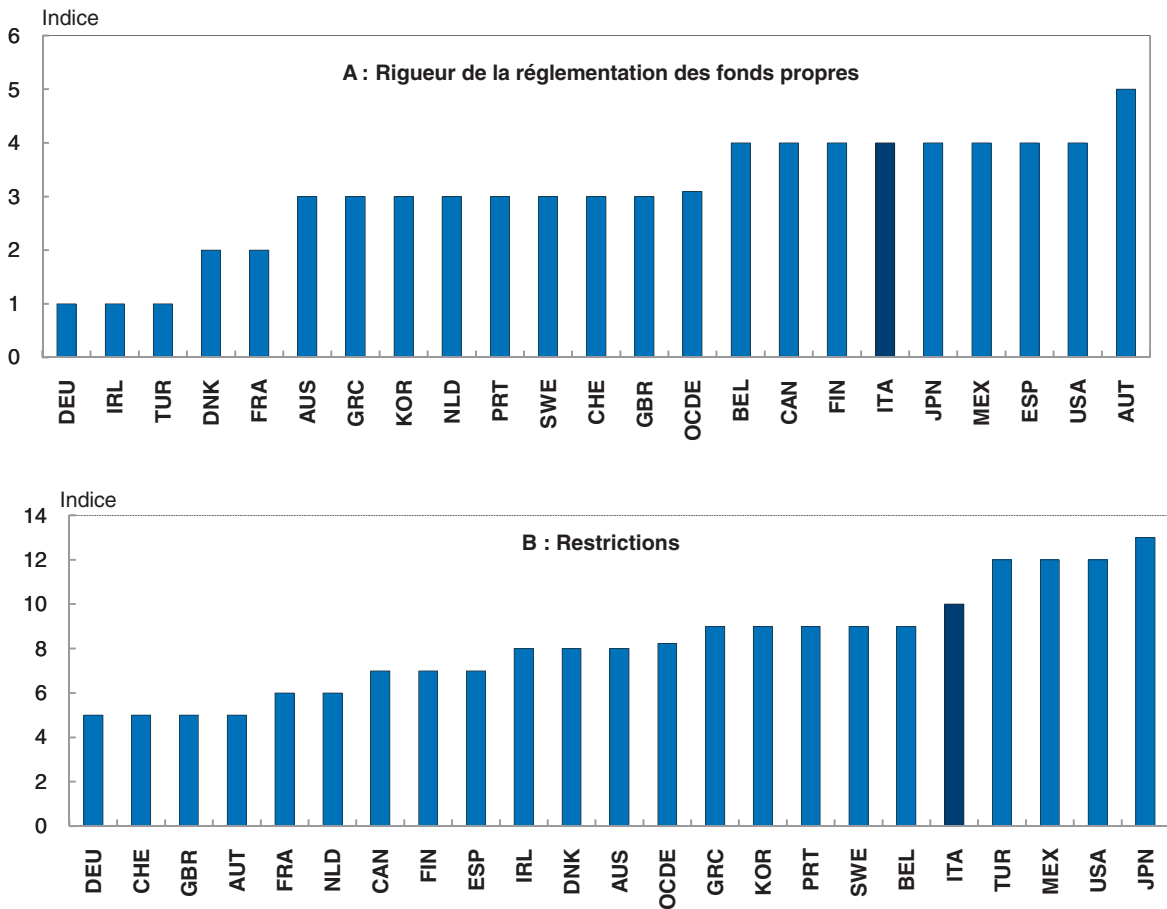
parce que ces instruments n'étaient pas bien connus et parce que la crise a alors éclaté sur les marchés de capitaux du monde entier.

Enfin, le recours limité des ménages italiens au marché du crédit, lorsqu'on le rapproche de la pratique observée dans d'autres pays, tend à montrer la moindre maturité du marché italien des produits destinés aux particuliers comme le crédit à la consommation et indique que les banques ont été probablement moins incitées à rechercher des produits nouveaux et plus complexes puisqu'elles pouvaient continuer de dégager des bénéfices dans des activités plus classiques.

Ces causes immédiates de l'impact initial relativement modéré de la crise sur le système financier italien dépendent elles-mêmes de facteurs comme une surveillance et une réglementation prudentes et de facteurs institutionnels plus fondamentaux, même s'il est difficile de fournir des éléments concrets confortant certains de ces arguments.


### **Surveillance et réglementation prudentielles**

Le contrôle bancaire fait partie des explications évidentes que l'on peut apporter à la moindre implication des banques italiennes sur le marché des « actifs toxiques ». En effet, la réglementation explicite comme les pratiques de contrôle semblent avoir largement contribué à éviter que le système bancaire italien n'accroisse excessivement son exposition aux risques ou son recours à l'effet de levier. L'Italie obtient des scores élevés en ce qui concerne des indicateurs de la Banque mondiale comme la « rigueur de la réglementation des fonds propres » et les « restrictions » imposées aux activités bancaires (Laeven et al. 2008 et graphique 2.4). La « rigueur de la réglementation des fonds propres » est un indice de contrôle des fonds propres des banques par lequel on cherche à savoir si les financements comptabilisés dans les fonds propres réglementaires comprennent des actifs autres que la trésorerie, les titres d'État ou les fonds empruntés, si les autorités vérifient les sources de fonds propres et si la réglementation impose de déduire les pertes latentes des fonds propres. L'indice de « restriction » mesure les restrictions réglementaires

Graphique 2.4. **Indices<sup>1</sup> de contrôle et de restrictions**

1. Le champ de ces indicateurs est différent d'un pays à l'autre et peut sensiblement influencer sur le classement, notamment dans le cas des États-Unis.

Source : Laeven et Levine, 2008, annexe 1.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638687731500>

imposées aux activités des banques, à savoir les obstacles réglementaires à leur intervention sur les marchés des valeurs mobilières (par exemple, la prise ferme d'émissions, le courtage, la négociation, et tous les aspects de l'activité des OPVCM), sur le marché de l'assurance (par exemple, la souscription et la vente d'assurances), sur le marché immobilier (par exemple, les investissements immobiliers, la promotion et la gestion immobilières) ou encore les restrictions à la propriété d'entreprises non financières. De toute évidence, ces indicateurs ne sont ni des mesures directes d'un excès de réglementation (à savoir une réglementation qui étouffe inutilement l'innovation) ni d'une immunisation vis-à-vis des crises; les États-Unis affichent des scores supérieurs à l'Italie pour ces deux indicateurs alors que le Royaume-Uni est moins bien classé.

Certains aspects précis de la réglementation prudentielle et des pratiques de contrôle sont cependant intéressants. En matière de crédit hypothécaire, l'obligation de garantie personnelle décourage les emprunts hypothécaires au-delà d'une quotité de prêt de 80 %; les banques sont responsables du respect des règles d'attribution des prêts et de vente de produits de crédit par des tiers – par exemple, elles doivent s'assurer que les courtiers en prêts hypothécaires se conforment à la réglementation; enfin, la loi sur l'usure interdit les

prêts hypothécaires assortis de taux d'intérêt excessifs, ce qui prohibe de fait les crédits hypothécaires à haut risque.

La réglementation et la pratique prudentielles sont également strictes sur le plan de l'information financière et de la transparence. Premièrement, l'autorité de contrôle peut décider des informations que les banques doivent faire figurer dans leurs bilans. Comme les normes comptables internationales (IAS) ne prévoient que des principes généraux, les autorités de contrôle bancaire disposent d'une certaine marge de manœuvre quant aux informations qu'elles imposent aux banques de communiquer. Traditionnellement, les autorités de contrôle italiennes leur demandent de communiquer un volume important d'informations sur leurs éléments d'actif et de passif et sur leurs expositions aux risques, ce qui accroît la transparence de leurs bilans.

En Italie, le traitement prudentiel de la titrisation est plus strict que ne le prévoit l'accord de Bâle I. Les prêts titrisés ne peuvent être considérés comme hors bilan pour la banque que s'il y a eu un véritable transfert de risques; cette disposition est analogue au régime plus restrictif adopté dans l'accord de Bâle II. En outre, une loi applicable depuis 1999 impose que les structures *ad hoc* soient inscrites sur des registres spéciaux et communiquent des informations au Registre du crédit, de façon que les autorités de contrôle disposent de tout un ensemble d'informations sur l'état de leurs fonds propres. Enfin, la crise s'est aussi propagée à d'autres pays et à l'échelle internationale sous l'effet des problèmes de liquidité des entités d'investissement structuré (SIV), qui étaient hors bilan, mais qui étaient parrainées par des banques, exposant ainsi ces dernières à des risques de liquidité non pris en compte dans le calcul des ratios de fonds propres. À cet égard, la Banque d'Italie a clairement précisé que le parrainage de SIV, bien que possible en pratique, serait soumis à une surveillance rigoureuse et que les banques devraient consolider les SIV qu'elles parrainent dans leur bilan. Une approche analogue a été adoptée par les autorités espagnoles et a contribué à prévenir le développement d'un système bancaire parallèle (OCDE, 2009, chapitre 3).

De son côté, en 2003, l'autorité de tutelle des assurances a interdit l'indexation de produits d'assurance sur des actifs titrisés ou des dérivés de crédit. La réglementation a aussi découragé l'offre par des compagnies d'assurance de garanties contre les défaillances sur des obligations ou d'autres titres d'emprunt, ce qui a réduit l'intervention des compagnies italiennes sur le marché du rehaussement de crédit. Ces pratiques ont aussi contribué à limiter l'exposition du secteur de l'assurance à la crise.

Enfin, l'organisation du dispositif de contrôle est importante. La Banque d'Italie exerce également une mission de contrôle des intermédiaires financiers non bancaires qui distribuent des crédits sous différentes formes. Parmi ces intermédiaires figurent les sociétés de crédit-bail et d'affacturage (intermédiaires de crédit commercial), les intermédiaires proposant des crédits à la consommation et, de façon générale, toutes les entités exerçant « une activité financière quelconque ». Pour pouvoir opérer, ces intermédiaires doivent être officiellement enregistrés et lorsqu'ils obtiennent leur enregistrement, ils sont automatiquement soumis à la réglementation prudentielle. Ils doivent donc respecter les exigences prudentielles de fonds propres, ils sont tenus d'adopter une structure de gouvernance appropriée et ils doivent se soumettre à la réglementation pour pouvoir émettre des instruments financiers. Comme l'autorité de tutelle est la même que celle des banques, les arbitrages entre réglementations sont

difficiles, même si les règles applicables aux « autres intermédiaires » sont un peu moins rigoureuses que pour les banques.

Les autorités de contrôle se sont montrées sensibles à la nécessité d'une collaboration et d'un échange d'informations. Depuis le début de la décennie, des accords ont été signés entre la Banque d'Italie, la CONSOB et l'ISVAP pour échanger régulièrement des informations afin d'identifier les conglomérats financiers<sup>16</sup> et évaluer le niveau de leurs fonds propres et gérer l'application des principes comptables de l'IAS. En 2003, la Banque d'Italie et l'ISVAP ont créé un groupe de travail chargé de surveiller les transferts de risque de crédit entre banques et sociétés d'assurance (Banque d'Italie, 2004 et ISVAP, 2004).

### **Facteurs institutionnels**

Avant même la crise, la protection relativement forte accordée aux dépôts par le mécanisme de garantie a sans doute conféré plus d'attrait aux dépôts bancaires pour la clientèle de particuliers, ce qui est favorable au financement des banques. De plus, comme les banques distribuent une part importante de leurs produits financiers par l'intermédiaire de leurs succursales, elles ont l'avantage de pouvoir placer leurs propres produits aux investisseurs. Tous ces facteurs ont sans doute contribué au poids relativement élevé que représentaient et représentent encore les fonds des particuliers dans la politique globale de financement des banques.

Le relatif sous-développement du crédit aux ménages peut s'expliquer en partie par la législation sur les faillites. Même après la réforme de 2005 du code des faillites, il n'existe aucune disposition permettant à des particuliers de se déclarer en cessation de paiement et de pouvoir « redémarrer à zéro ». Cette lacune tend à maintenir la demande de crédit à un niveau inférieur à ce qu'elle pourrait être autrement. Cet inconvénient pourrait être compensé du côté de l'offre par les taux d'intérêt inférieurs demandés par les bailleurs de fonds qui bénéficient, théoriquement, d'une plus grande sécurité. Dans la pratique cependant, la longueur des procès en matière civile fait qu'en cas de défaillance les prêteurs ne sont remboursés que très tardivement et moyennant des coûts élevés. Il s'agit probablement d'un équilibre particulièrement inefficace qui pèse négativement à la fois sur la demande et sur l'offre de crédit aux particuliers (White, 2005).

La structure actionnariale de certaines banques, dans le cadre de laquelle des pactes d'actionnaires restreignent la contestabilité<sup>17</sup>, limite sans doute les pressions s'exerçant sur les directeurs généraux pour qu'ils obtiennent des résultats à court terme et qu'ils affichent de meilleures performances que leurs pairs. De plus, la transition d'un statut public à un actionariat privé des caisses d'épargne italiennes s'est faite par la création de « *fondazioni bancarie* » (fondations bancaires); leurs conseils d'administration comprennent des représentants des collectivités locales, des associations et autres institutions professionnelles et d'institutions sans but lucratif. Ces administrateurs sont vraisemblablement moins soucieux de maximiser la valeur actionnariale, au moins à court terme, que des investisseurs privés. Les « *fondazioni bancarie* » comptent encore parmi les principaux actionnaires des établissements de crédit et même de grands groupes bancaires, bien que dans la plupart des cas, elles ne détiennent que des participations sans droit de contrôle. Dans ces conditions, les hauts dirigeants sont sans doute plus incités à créer de la valeur à moyen terme, plutôt que de se contenter de faire mieux que leurs concurrents à court terme ou de satisfaire leurs actionnaires par des dividendes immédiats et des cours élevés de l'action, ou encore à éviter les OPA susceptibles de leur coûter leur poste. Toutefois, ces structures relativement fermées présentent aussi des inconvénients; la

moindre concurrence va en effet de pair avec de moindres pressions pour réduire les coûts pour la clientèle, pour innover et pour améliorer l'efficacité globale des établissements de crédit.

De fait, les banques italiennes ont fait l'objet ces dernières années d'une surveillance étroite à la suite de scandales financiers liés à la défaillance de grandes sociétés non financières du secteur de l'alimentation ou à la suite de la défaillance de l'Argentine. Dans les deux cas, les banques ont placé auprès de petits investisseurs des obligations qui ont donné lieu par la suite à des défaillances; certains investisseurs ont gagné leurs procès contre la banque qui leur avait vendu les obligations au motif que cette dernière savait que ces obligations présentaient des risques et qu'elle avait placé ces titres auprès de particuliers de façon à sortir ces risques de son bilan. Ces affaires et le tollé qui s'est ensuivi ont sans doute incité les banques à éviter de prendre trop de risques.

La structure de rémunération des hauts dirigeants est un autre facteur qui contribue à accroître les incitations à prendre des risques, notamment si la part variable de la rémunération est dominante et prend la forme d'options d'achat d'actions ou d'autres instruments dont la valeur augmente avec la volatilité. Même si la structure d'incitation des agents de rang inférieur comme les opérateurs sur titres est aussi très importante, ce sont les hauts dirigeants qui détiennent le pouvoir de décider de stratégies générales concernant les ressources à affecter aux opérations de négociation, les marchés sur lesquels opérer ou le développement de certains produits risqués.

Les données internationales indiquent que, en moyenne sur l'année 2005, la rémunération des directeurs généraux – tous secteurs confondus – en Italie, comprenait une part variable moindre qu'aux États-Unis, en France, en Allemagne ou en Espagne, par exemple (Towers Perrin, 2006). Ces données ne sont peut-être pas représentatives de la situation particulière du secteur financier, mais elles signalent que les structures de rémunération des hauts dirigeants en Italie accordent moins de poids aux résultats variables. La différence avec les États-Unis est particulièrement frappante. Dans ce pays, plus de 60 % de la rémunération est variable, contre 35 % en Italie. Les données tirées des bilans des banques italiennes indiquent qu'en 2007 seuls 6 des 27 établissements de crédit ou groupes bancaires cotés utilisaient des plans d'options d'achat d'actions pour leurs hauts dirigeants, dont 2 seulement sur les 5 principaux groupes (LaVoce, 2009).

La rémunération en fonction des résultats, surtout sous forme d'options d'achat d'actions, peut constituer un puissant mécanisme d'incitation et avoir des effets bénéfiques car elle stimule la productivité, mais aussi oriente l'action de la direction vers la création de valeur actionnariale. Toutefois, au fil du déroulement de la crise, il est apparu que les structures de rémunération qui reposent sur les options d'achat d'actions peuvent aussi gravement fausser les incitations et induire des prises de risques excessifs. En mars 2008, la Banque d'Italie a approuvé un nouveau règlement relatif au gouvernement d'entreprise des banques leur imposant de faire coïncider leurs systèmes d'incitation avec une prise de risque convenable et de concevoir ces systèmes en fonction des objectifs de long terme. En outre, la politique en matière de rémunération doit être approuvée par les actionnaires (Banque d'Italie, 2008d).

Enfin, l'implication modeste des intermédiaires italiens sur le marché des « actifs toxiques » et la prévalence du modèle de crédit fondé sur les réseaux de relations ne semblent pas être dues à une concurrence limitée. Une concurrence peu intense peut en effet réduire les incitations à introduire de nouveaux produits et, éventuellement, à prendre des risques

(Hellman *et al.* 2000). Néanmoins, de vastes réformes sont intervenues en 1993, à la suite de la transposition de la 2<sup>e</sup> directive bancaire de l'UE et les études économétriques sur le système bancaire italien tendent à montrer que la concurrence s'y est sensiblement intensifiée depuis 1995 environ (Angelini *et al.*, 2003). Les comparaisons internationales n'indiquent pas que le système bancaire italien a été moins concurrentiel que les systèmes européens correspondants dans la première moitié des années 2000. Selon les données de l'OCDE, l'Italie se situait aux alentours de la moyenne de l'OCDE d'après les comparaisons des indices de réglementation de l'activité, de réglementation des entrées d'intervenants nationaux et étrangers et d'importance des participations publiques (OCDE, 2006). Mesurer l'intensité de la concurrence dans le secteur bancaire est une tâche complexe et les différents indicateurs apportent souvent des réponses différentes. Bien que le tableau qui ressort des études existantes soit flou (Bikker *et al.* 2006), les banques italiennes ne semblent pas particulièrement souffrir d'un manque de concurrence, de sorte que cet aspect ne constitue sans doute pas une bonne explication de l'exposition directe relativement limitée des banques italiennes à la crise financière.

Tous les facteurs qui ont contribué à protéger l'Italie de l'impact direct de la crise ne sont sans doute pas bénéfiques pour la croissance de long terme, mais cette question ne sera pas traitée ici. Même si leur solvabilité est peut-être moins problématique que dans bien des pays, les banques elles-mêmes font partie du mécanisme qui propage la pénurie de crédit et la récession; c'est pourquoi les autorités se sont efforcées d'éviter des effets de spirale entre la récession actuelle et le resserrement du crédit (voir l'encadré 2.1).

## Évolutions récentes

### **Le crédit se ralentit...**

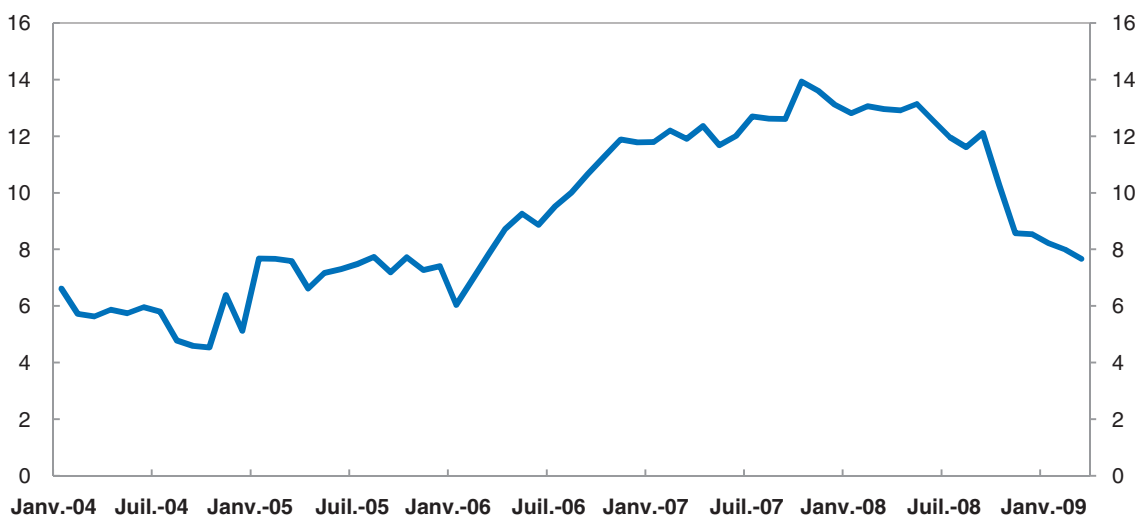
Les flux de crédits aux ménages et aux entreprises, ainsi que le coût de ces crédits, en termes aussi bien de taux d'intérêt que de garanties exigées, produisent des effets sensibles sur l'activité réelle. Bien que le ralentissement du crédit puisse correspondre à une moindre demande d'argent frais, il peut aussi résulter de la contraction de l'offre de crédit de la part de banques soucieuses de réduire leur voilure. Cette contraction du crédit pourrait déclencher une boucle rétroactive dans laquelle les faiblesses des secteurs financier et réel s'entretiennent mutuellement.

Après six années d'expansion soutenue, les prêts aux sociétés non financières, corrigés des opérations de titrisation, ont subi un ralentissement sensible au dernier trimestre de 2008 (graphique 2.5). Cela a spécialement été le cas pour les entreprises de moins de 20 salariés. Ce ralentissement a aussi été particulièrement marqué pour les entreprises établies en Italie du sud, région la moins développée du pays.

Les enquêtes réalisées auprès des entreprises manufacturières font état d'une détérioration sensible des conditions de crédit, en particulier pour les entreprises ayant formulé des demandes de nouveaux prêts ou d'augmentation de prêts existants (Banque d'Italie, 2008e et 2008f). Les enquêtes de la Banque d'Italie indiquent à la fois une hausse du nombre de refus de prêts et des réductions du volume de lignes de crédit existantes, ainsi qu'une hausse des coûts de crédits en cours. Selon une autre enquête intitulée « Inflation et anticipations de croissance », menée conjointement par la Banque d'Italie et le quotidien financier *Il Sole 24 Ore* durant la première quinzaine de décembre 2008, environ 40 % des entreprises ont fait état d'une détérioration de l'accès au crédit, contre



Graphique 2.5. **Taux de croissance des prêts aux sociétés non financières**  
Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente



Source : Banque d'Italie.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638713107238>

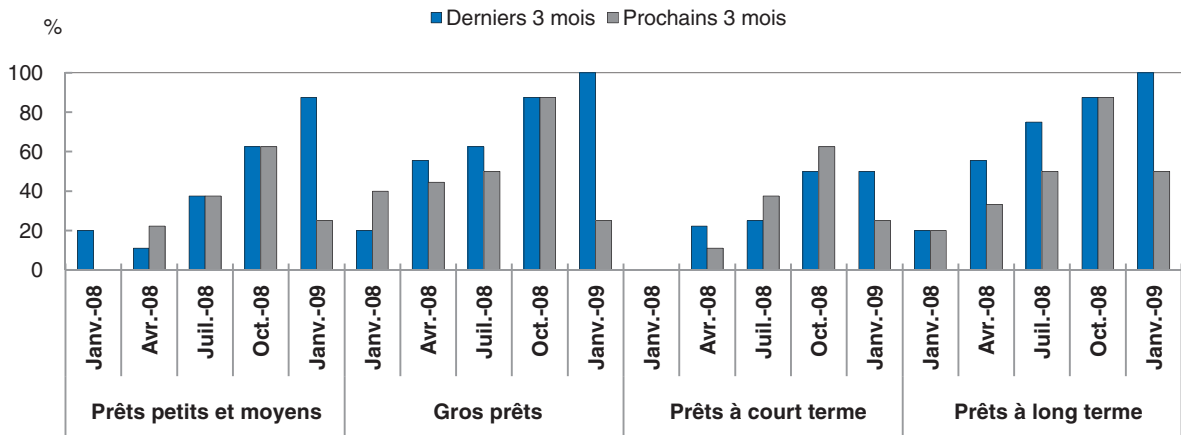
26.7 % en septembre 2008 et environ 20 % en mars (Banque d'Italie, 2008e). Cette augmentation a été particulièrement prononcée parmi les entreprises de 50 à 199 salariés.

### ... sous l'effet de facteurs liés à la demande comme à l'offre

Le ralentissement du crédit est en partie imputable à la diminution de la demande, les entreprises révisant à la baisse leurs plans d'investissement et réduisant leur production, car la demande d'exportations comme la demande intérieure se sont affaiblies avant de s'inscrire en recul. Il est difficile d'isoler les facteurs relatifs à la demande de ceux qui sont liés à l'offre, mais de toute évidence ces derniers ont contribué à la décélération du crédit. Selon la Bank Lending Survey (Enquête de la BCE sur le crédit bancaire), les conditions de crédit se sont durcies au second semestre de 2007 pour les sociétés non financières et à partir du début de 2008 pour les ménages (graphique 2.6). Ce durcissement porte sur les volumes, les marges, les échéances et les clauses spécifiques visant à limiter les risques. Les banques attribuent ce durcissement à la fois à l'aggravation de la crise en l'absence de liquidité sur les marchés des financements institutionnels à la suite de la faillite de Lehman Brothers, ainsi qu'à l'accroissement des risques liés aux emprunteurs résultant des perspectives économiques médiocres. Le quatrième trimestre de 2008 aura été le premier pour lequel les gestionnaires de crédit ont indiqué s'attendre à l'avenir à un durcissement sensiblement moins marqué que dans un passé récent.

L'apaisement des tensions sur le marché interbancaire et les mesures d'approvisionnement en liquidités ont commencé à produire certains effets sur les taux d'intérêt des prêts. Les réductions du taux directeur décidées par la BCE et les facilités qu'elle a créées pour apporter plus de liquidités aux banques ont contribué à stabiliser les taux interbancaires. Même si les conditions de financement des banques s'améliorent, les taux d'intérêt restent sans doute encore relativement élevés en moyenne, ce qui reflète l'augmentation des risques inhérents aux emprunteurs induite par la récession. On a assisté à une légère décre des taux des nouveaux prêts aux sociétés non financières, en particulier sur les opérations de gros volume. Les taux d'intérêt restent élevés et

Graphique 2.6. Les conditions de crédit selon l'enquête sur les concours bancaires

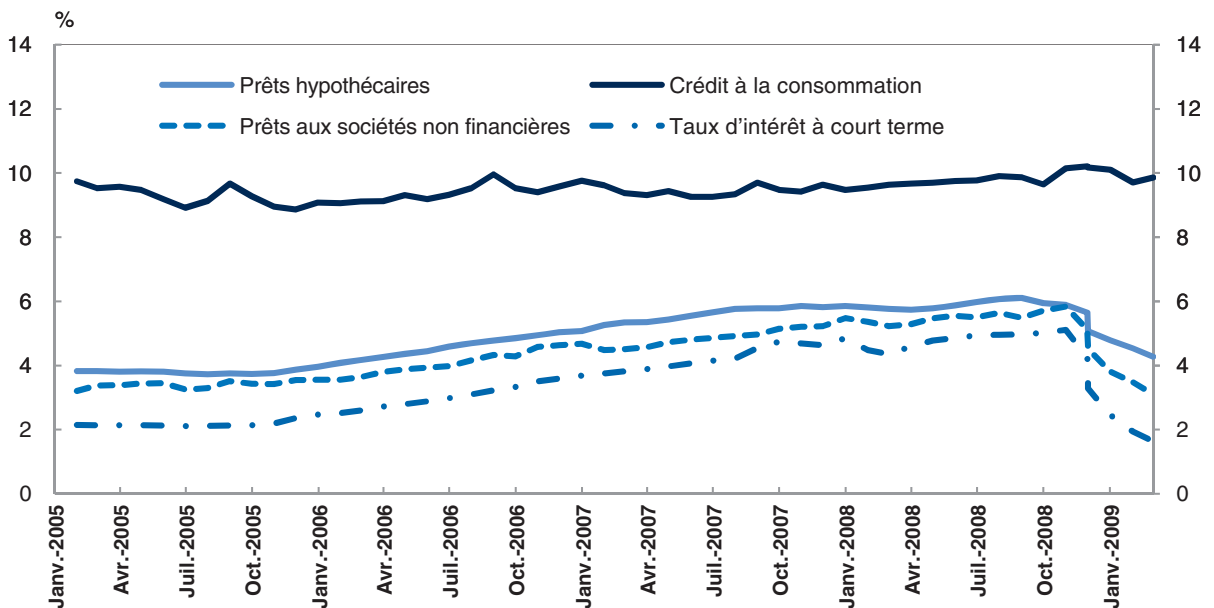


Source : Banque d'Italie.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/638723007546>

continuent d'augmenter pour le crédit à la consommation, ce qui reflète probablement une augmentation des risques que présentent les emprunteurs demandant de nouveaux prêts sur ce segment du marché (graphique 2.7). En données corrigées des variations saisonnières, les prêts non productifs ont augmenté et ce gonflement a été plus marqué en Italie du sud et dans le secteur de la construction. En revanche, il n'y a pas eu de variation sensible du taux de défaillance pour les prêts aux ménages.

Graphique 2.7. Taux d'intérêt moyens des crédits hypothécaires, des crédits à la consommation et des crédits aux entreprises



Source : Banque d'Italie.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/638747323123>

Tous les grands groupes bancaires italiens ont publié des déclarations indiquant qu'ils prévoient d'augmenter leurs ratios de fonds propres en 2009 et ces annonces contribuent très certainement au resserrement du crédit. Même si aucun établissement n'a manqué à ses obligations en matière de fonds propres réglementaires minimums, la situation actuelle des banques italiennes peut à première vue sembler pire que celle de leurs concurrents internationaux. En juin 2008, les deux premiers groupes bancaires italiens affichaient un ratio de fonds propres de base inférieur à la moyenne de leurs grands concurrents européens. Cela étant, les autorités italiennes ont adopté une approche relativement stricte, dans le cadre de l'accord de Bâle II, en ce qui concerne les catégories de capitaux susceptibles d'être prises en compte dans les fonds propres de base. En conséquence, un moindre ratio de fonds propres de base n'est pas nécessairement un signe de faiblesse dans une comparaison entre pays. De fait, lorsque l'on analyse le ratio des fonds propres des banques au total de leurs actifs, les grands établissements de crédit italiens sont en meilleure posture que leurs homologues européens<sup>18</sup>.

Néanmoins, une augmentation des ratios de fonds propres peut s'avérer nécessaire pour faire face au gonflement des prêts non productifs que la récession amènera et pour doter les banques d'un matelas de sécurité en cas de matérialisation de nouvelles pertes, par exemple au titre de risques étrangers. Cela semble être confirmé par le fait que les marchés d'actions paraissent attendre des banques un accroissement de leurs ratios de fonds propres, et cet accroissement constitue probablement une condition essentielle pour le redressement des cours des valeurs bancaires. Il y a plusieurs façons d'accroître les ratios de fonds propres : en cédant des actifs périphériques<sup>19</sup>, en levant plus de capitaux auprès des actionnaires existants ou en procédant à une augmentation de capital sur le marché, ou encore en mettant à profit les mécanismes de recapitalisation mise en place par les pouvoirs publics. L'autre solution consiste à réduire le volume des crédits consentis à la clientèle, ce qui risque d'exacerber la récession et donc de n'être en dernière analyse d'aucune utilité au secteur bancaire dans son ensemble.

## Risques

Même si la crise financière a eu un moindre impact sur le système financier en Italie que dans d'autres pays et si aucune banque ne s'est trouvée en difficulté financière, la situation risque de se détériorer sensiblement en raison de la gravité de la contraction de l'activité économique et de son impact sur la santé financière des entreprises et des ménages, aussi bien en Italie qu'à l'étranger, en particulier pour les plus grandes banques qui déploient une activité importante à l'étranger.

### **Avis de tempête pour les emprunteurs italiens**

L'effet de la détérioration de la situation économique sur la capacité des emprunteurs à assurer le service de leur dette constitue l'une des sources majeures de risque. D'après les données de la comptabilité nationale, les bénéfices d'exploitation des entreprises ont continué de diminuer durant la période octobre 2007-septembre 2008, conformément à une tendance entamée en 2004 qui s'est accentuée au second semestre de 2007. En proportion de la valeur ajoutée, l'autofinancement est revenu à son plus bas niveau depuis 15 ans. La détérioration de la situation financière des emprunteurs peut avoir des répercussions directes sur la rentabilité des banques et pourrait, en principe, affecter la solvabilité de certaines d'entre elles. La dernière crise bancaire significative est intervenue au début des années 90 : à cette époque, l'Italie avait en outre subi une forte dévaluation de

sa monnaie et se trouvait au bord d'une crise de la dette publique, et ce, alors même que la contraction de l'activité économique était moindre que ce qu'indiquent les prévisions sur la récession actuelle (la croissance du PIB était revenue de 0.8 % en 1992 à -0.9 % en 1993, avant de rebondir à 2.2 % en 1994) (voir graphique 1.5).

De plus, le secteur italien des entreprises entre dans la récession actuelle alors qu'il est déjà en état de fragilité, à la suite d'une décennie de croissance lente assortie d'une faible productivité. Le système financier italien risque d'être très exposé à la contraction de l'activité économique. Les marges d'intérêt constituent une composante importante du chiffre d'affaires des banques et cela peut être un facteur de faiblesse durant la « seconde vague » de la crise, lorsque les défaillances des emprunteurs vont vraisemblablement se multiplier. Les petites entreprises italiennes ont tendance à recourir fortement aux emprunts bancaires à court terme et, compte tenu de leur endettement plus lourd et du manque de garanties immédiatement disponibles par rapport aux grandes entreprises, elles risquent de souffrir d'un assèchement du crédit durant une récession. Le recours fréquent aux crédits commerciaux peut aussi accroître leur fragilité et amplifier l'intensité de la récession, dans la mesure où les situations financières des différentes entreprises tendent à s'entremêler par le jeu des effets commerciaux à payer et à recevoir<sup>20</sup>.

### **Les filiales étrangères peuvent être vulnérables**

L'une des sources essentielles de risque réside dans l'exposition des banques italiennes aux marchés étrangers, notamment en Europe centrale et orientale où deux grandes banques italiennes ont récemment finalisé d'importantes acquisitions, qui leur ont surtout permis de se doter de filiales. Cette exposition atteint au total 148 milliards EUR en décembre 2008, soit 5 % du total des actifs du système bancaire italien. Ce n'est pas une somme particulièrement importante, bien que les grands groupes bancaires, ceux qui sont le plus affectés par la crise, soient aussi ceux qui sont les plus exposés et risquent de devoir absorber de lourdes pertes alors même qu'ils s'efforcent d'accroître leurs ratios de fonds propres. Fin 2007, les banques à capitaux italiens détenaient des parts importantes du total des actifs bancaires en Croatie, Slovaquie, Hongrie, Pologne, Autriche, Bulgarie et Slovénie<sup>21</sup> En termes absolus, les banques italiennes sont surtout engagées vis-à-vis de la Pologne, de la Croatie, de la Hongrie et de la Russie (tableau 2.5). Ces dernières années, ces pays ont connu une croissance vigoureuse du crédit par rapport à leur PIB, bien que le crédit y demeure à des niveaux modestes par rapport aux pays d'Europe occidentale. La plupart des emprunts, même s'ils sont libellés en monnaie locale, sont indexés sur l'euro, de sorte que même si le risque de change est supporté par les emprunteurs, cela accroît le risque de contrepartie pour les banques à capitaux italiens. Dès lors que la récession frappe ces pays, les banques à capitaux italiens risquent de subir des pertes, à la fois par le biais de la détérioration de la qualité des crédits imputable à la conjoncture défavorable et des dépréciations des monnaies locales qui risquent d'accroître les incitations aux défaillances. En revanche, l'exposition globale du système bancaire italien vis-à-vis des pays en développement<sup>22</sup> (Europe orientale comprise) était en 2007 inférieure à celle des banques allemandes, espagnoles, françaises et néerlandaises.

### **Le marché de l'immobilier à usage commercial est sans doute moins risqué qu'ailleurs**

En Italie, le marché de l'immobilier à usage commercial semble présenter moins de risques que dans d'autres pays européens, puisqu'il y est relativement sous-développé

Tableau 2.5. **Actifs des banques italiennes en Europe centrale et orientale**

	Exposition (prêts) en milliards EUR	Part des actifs du système bancaire détenue par des banques à capitaux italiens
Pologne	35	18.2
Croatie	22	43.6
Hongrie	18	20.3
Russie	16	1.6
Slovaquie	13	25.5
République tchèque	12	9.1
Roumanie	8	8.8
Bulgarie	5	14.5
Slovénie	5	10.4

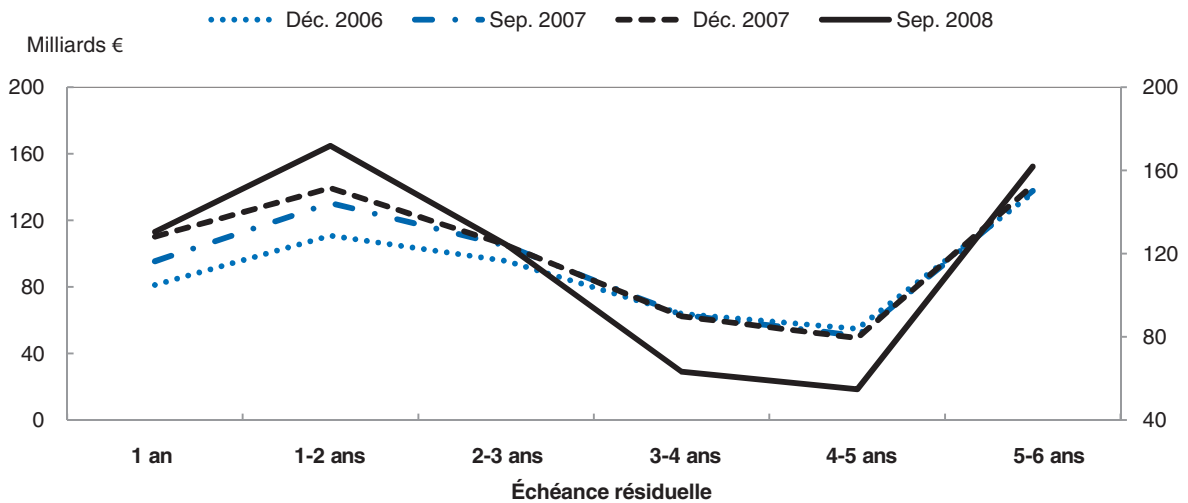
Source : Banque d'Italie (2008a), p. 249 (version italienne) et tableau 21.2 pour la 2<sup>e</sup> colonne (part des actifs).

(BCE, 2008). La part de l'immobilier investi dans l'immobilier investissable<sup>23</sup> est inférieure à 50 %, alors qu'elle est de l'ordre de 70 % ou plus aux États-Unis, en Allemagne, au Canada, au Japon et au Royaume-Uni. Les données disponibles sur les prix, même si elles ne sont pas très représentatives dans le cas de l'Italie, indiquent une augmentation nominale modérée sur la période 2004-06, de l'ordre de 2-3 %, ce qui est sensiblement inférieur à la hausse intervenue dans d'autres pays comme l'Irlande, le Royaume-Uni, l'Espagne ou la France (plus de 12 % dans les deux premiers pays et de 8 % environ pour les deux derniers). Les résultats d'enquêtes indiquent que les banques italiennes présentent une exposition aux crédits immobiliers commerciaux comparable à la moyenne de la zone euro, qui n'est pas particulièrement élevée, puisqu'elle représente quelque 5 % du total des actifs.


### **Il risque de devenir difficile de lever des fonds auprès de la clientèle de particuliers**

Comme on l'a vu, les banques italiennes ont eu récemment tendance à recourir au financement auprès de la clientèle de particuliers, en collectant plus de dépôts et en émettant des obligations destinées aux petits investisseurs locaux. Avec la récession, il va être de plus en plus difficile de solliciter cette source de financement : le moindre goût du risque de la part des ménages pourrait réduire la demande d'obligations bancaires et le creusement des écarts de rémunération entre les obligations d'État italiennes et allemandes va vraisemblablement accroître le coût des émissions nouvelles. Même si la récession réduit les besoins de financement parallèlement à la diminution de la demande de crédit due à l'arrêt des projets d'investissement des entreprises et au report d'achats de biens de consommation durables par les ménages, les banques vont faire face à des dépenses considérables pour rembourser les obligations parvenues à échéance, sauf si elles réussissent à les refinancer. Dans les 12 mois à compter de septembre 2008, il faudra procéder au remboursement de 130 milliards EUR d'obligations. Dans un délai de 12 mois suivant cette fois septembre 2009, des obligations représentant un volume supplémentaire de 172 milliards EUR viendront à échéance (graphique 2.8). Ces montants sont plus importants qu'il y a quelques mois, ce qui traduit un gonflement du volume des émissions en 2008 et un raccourcissement des échéances. En outre, plus de 300 milliards EUR d'obligations d'État viendront à échéance en 2009-10 (environ 150 milliards EUR chaque année auxquels il faut ajouter un volume analogue de titres à court terme de la dette publique). Il se peut que le financement d'un tel volume induise des tensions sur l'offre de fonds et se traduise par une diminution des crédits. Toutefois, le retour à un fonctionnement normal des marchés interbancaires devrait alléger les conditions de

Graphique 2.8. Échéances des obligations bancaires



Source : Banque d'Italie.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/638765438582>

financement, tout comme les programmes d'apport de liquidités mis en place par le gouvernement et les autorités monétaires; qui plus est, les investisseurs qui auraient pu précédemment avoir investi directement leurs fonds ou les avoir placés auprès d'intermédiaires non bancaires pourraient, dans la période actuelle, se satisfaire de les prêter à des banques saines.

### Les mesures prises par les autorités italiennes

Les autorités ont adopté une série de mesures en vue d'aider le système financier à surmonter la tempête financière mondiale (encadré 2.1). Ces mesures ont été conçues pour atténuer les contraintes de liquidité subies par le secteur bancaire, comme la réduction du volume minimum des prêts admis au refinancement auprès de la BCE et la possibilité de procéder à des échanges de bons du Trésor italien détenus par la Banque d'Italie contre des actifs détenus par les banques. Pour améliorer le crédit interbancaire, la Banque d'Italie, l'Association des banques italiennes et une plate-forme électronique interbancaire ont mis en place un système permettant des emprunts anonymes assortis de nantissements. Cette initiative a été critiquée au motif que ce dispositif peut contribuer à fragmenter les marchés interbancaires européens, puisqu'il est ouvert à des succursales bancaires non italiennes sous la simple réserve d'un accord avec la banque centrale de l'établissement étranger, et qu'il représente une subvention implicite pour les banques qui y prennent part. Le principal problème tient au fait que la Banque d'Italie apporte une garantie de dernier ressort pour le cas où les nantissements remis au dispositif commun ne suffisent pas à couvrir les sommes dues par un établissement insolvable. Les banques étrangères peuvent participer au mécanisme dès lors que leur banque centrale s'associe au mécanisme de garantie dans les mêmes conditions que la Banque d'Italie. Dans la mesure où les banques centrales d'autres pays refusent de participer au mécanisme de garantie, le dispositif finira par n'être ouvert qu'aux établissements italiens. Cela étant, même si cela peut sembler en quelque sorte fragmenter les marchés, on voit mal qui en souffre concrètement par rapport à une situation où ce mécanisme n'existerait pas. Quant à la subvention potentielle implicite pour les banques italiennes, elle ne produit que si un

### Encadré 2.1. Mesures de soutien au système financier

En octobre 2008, des mesures (adoptées en décembre dans le cadre de la loi 190/2008) ont été prises concernant le mécanisme de garantie des dépôts, la liquidité bancaire et la recapitalisation d'urgence des banques :

- Apport d'une garantie supplémentaire de l'État au dispositif de garantie des dépôts des particuliers. Cette mesure n'a rien changé au niveau de la garantie, déjà fixé à 103 000 EUR, mais a apporté la signature de l'État en soutien du fonds de garantie pendant trois ans.
- Instruments d'amélioration de la liquidité bancaire, en place jusqu'en décembre 2009 : garantie de l'État pour certains passifs des banques; mécanisme d'échange de certaines dettes bancaires contre des titres de l'État italien; apport d'une garantie temporaire de l'État pour certains titres non bancaires vendus aux banques et admis au refinancement de l'Eurosystème. Le coût de la garantie de l'État et des opérations d'échange est conforme aux recommandations de l'Eurosystème.
- Recapitalisation des banques dont la Banque d'Italie considère qu'elles ne disposent pas de fonds propres suffisants. Jusqu'au 31 décembre 2009, le ministère des Finances peut souscrire des augmentations de capital sous forme d'actions privilégiées sans droits de vote dans ces banques ou sociétés holding bancaires.

D'autres mesures prises directement par la Banque d'Italie en octobre ont réduit le montant minimum des prêts admis au refinancement et prévu des opérations d'échange, moyennant commissions, de titres d'État détenus par la Banque d'Italie contre des actifs non admis au refinancement auprès de l'Eurosystème.

À compter du 2 février 2009, un système de prêts interbancaires anonymes contre nantissements est entré en vigueur. La Banque d'Italie évalue les nantissements apportés par les banques participantes. Elle assure une liquidation rapide des transactions si l'une des parties à un contrat fait défaut. La Banque d'Italie collecte elle-même les nantissements. Les banques participantes garantissent solidairement le nantissement des parties défaillantes à concurrence de 10 % de leurs propres nantissements. L'accès à ce mécanisme est pour le moment réservé aux banques italiennes ou aux banques de l'Union européenne à condition qu'un accord soit conclu avec les banques centrales concernées.

Un décret de novembre 2008 (promulgué en janvier dans le cadre de la loi 2/2009) introduit un ensemble hétérogène de mesures, certaines étant d'ordre budgétaire (voir encadré 1.1). L'article 12 concerne les banques. Il dispose que le ministère de l'Économie et des Finances achètera des instruments financiers spécifiques (appelés depuis les « obligations Tremonti ») émis par des banques ou sociétés holding bancaires italiennes cotées, jusqu'à la fin de 2009; il appartient aux banques elles-mêmes de savoir si elles souhaitent procéder à l'émission de telles obligations, émissions également ouvertes sous certaines conditions aux souscripteurs non publics. Les instruments seraient admis à figurer dans les fonds propres de base et ne seront pas assortis de droits de vote. Les principales conditions financières ou autres de ces émissions sont les suivantes :

- Deux types d'échéanciers de remboursement pour les quatre premières années, l'émetteur ayant le choix entre un prix de remboursement plus bas avec coupons plus élevés, ou un prix de remboursement plus élevé avec coupons plus faibles.

L'obligation peut être perpétuelle, mais le taux d'intérêt augmente dans le temps et l'intérêt n'est payable que si la banque dégage un bénéfice distribuable conformément à son dernier compte de pertes et profits.

- La banque peut choisir de rembourser l'émission au moyen d'actions ordinaires dès lors que le cours de l'action est supérieur à 110 % de celui enregistré à la date d'émission de l'obligation.
- La banque doit distribuer un volume de crédit adéquat à des conditions appropriées devant être convenues dans un mémorandum d'accord, à des entreprises familiales ou des PME; le ministère de l'Économie et la Banque d'Italie surveilleront les flux de crédit.
- La banque doit adopter un code de déontologie, en particulier en ce qui concerne la rémunération des dirigeants et la politique de distribution de dividendes, et elle doit accorder un moratoire d'un an sur le service de la dette hypothécaire due par des chômeurs ou des salariés en chômage partiel.

Encadré 2.1. **Mesures de soutien au système financier** (suite)

La loi 2/2009 contient d'autres dispositions :

- Le taux d'intérêt payé par les ménages au titre de crédits hypothécaires à taux variable est plafonné à 4 % (ou au taux d'intérêt en vigueur lors de la souscription du prêt, s'il est plus élevé) pour l'année 2009, la différence étant à la charge de l'État.
- Les banques doivent proposer, entre autres produits, des crédits hypothécaires indexés sur le principal taux de refinancement de la BCE.
- Création d'un fonds (à concurrence) de 1.6 milliard EUR pour garantir des prêts consentis à des petites et moyennes entreprises; jusqu'à 30 % des ressources du fonds peuvent être affectés à des garanties supplémentaires de l'État venant s'ajouter à celles des Institutions de garantie mutuelle (« Confidi »).

intervenant n'effectue pas un paiement et si la garantie donnée par cet intervenant et la garantie mutuelle se révélant insuffisantes pour couvrir le montant dû. Cela n'est pas très différent des diverses garanties qui ont été accordées à des banques ou à des entreprises non financière dans d'autres pays de l'OCDE.

Des mesures de recapitalisation des banques ont été prises en octobre 2008 et d'autres encore en février 2009. Les mesures d'octobre ne peuvent être invoquées que si la Banque d'Italie considère qu'une banque présente un niveau de fonds propres d'une faiblesse dangereuse; cela ne s'est pas encore produit. Les mesures de février sont destinées à des banques saines sur la base du volontariat. Les conditions ont fait l'objet de négociations laborieuses et sont assez complexes (voir encadré 2.1).

Les conditions relatives aux « obligations Tremonti » définies dans les mesures de février visent à trouver un compromis entre la nécessité d'éviter de subventionner les banques ce qui affecterait la concurrence, et la nécessité de les encourager à utiliser les fonds pour se recapitaliser et pouvoir mieux résister à la récession. Le gouvernement ne souhaite pas prendre des participations directes dans le capital des banques, ce qui aurait pu simplifier l'ensemble des conditions. Il fait valoir que ces mesures étant destinées aux banques fondamentalement saines, il n'est pas nécessaire de prendre des participations et il vaut mieux concevoir un instrument hybride incitant vivement l'emprunteur à rembourser rapidement. L'option de conversion en actions est unilatérale, puisque les banques ont le libre choix de rembourser les obligations au moyen de leurs propres actions, mais l'État ne supporte alors aucun risque de baisse puisqu'il ne peut y avoir conversion qu'en cas de prix supérieur à 110 % du prix de l'action à la date de l'émission obligatoire initiale. Les autres conditions dont sont assorties les obligations ont des objectifs louables, mais il aurait été sans doute préférable de choisir d'autres moyens. Les conditions d'apport de fonds aux PME risquent d'être difficiles à mettre en œuvre, et le moratoire sur le service des dettes hypothécaires devrait s'inscrire dans le cadre d'un filet de protection sociale cohérent au lieu d'être uniquement ciblé sur les propriétaires de logements ayant contracté un crédit hypothécaire.

Le gouvernement a pris des mesures de plafonnement à 4 % (ou au taux d'intérêt applicable lors de la souscription du prêt, s'il est plus élevé) du taux d'intérêt effectif servi sur les crédits hypothécaires à taux révisable durant toute l'année 2009. Cette disposition vise à empêcher que des ménages ne subissent un alourdissement du service de leur dette. Pour autant, elle ne paraît pas très convaincante pour deux raisons. Premièrement, elle



sera sans doute peu utile : dans la pratique, la plupart des crédits hypothécaires à taux révisable seront assortis d'un taux inférieur à 4 % cette année, puisque le taux interbancaire de la zone euro (Euribor), sur lequel sont indexés la plupart de ces crédits, a baissé et qu'il devrait rester assez faible pendant un certain temps. Deuxièmement, cette mesure fausse le marché : les personnes ayant choisi une formule à taux révisable préfèrent ne pas s'assurer contre le risque de taux d'intérêt et, pendant un certain temps, elles bénéficient d'un très faible taux; en revanche, ceux qui choisissent une formule à taux fixe se prémunissent contre le risque de taux d'intérêt, ce qu'ils n'auraient sans doute pas fait si la garantie gratuite de l'État leur avait été proposée.

## Recommandations

Pour améliorer encore les pratiques de contrôle, il convient de continuer de renforcer l'échange d'informations et la coordination à la fois entre autorités de tutelle nationales chargées des différents segments du système financier et entre autorités de tutelle nationales et étrangères. La coordination et l'échange d'informations au niveau national avaient été améliorés avant même le déclenchement de la crise et cet effort doit se poursuivre et s'élargir à l'ensemble des autorités de tutelle. L'affirmation du profil international des intermédiaires italiens accroît la nécessité de surveiller leurs activités transnationales. Pour les banques italiennes, les risques viendront vraisemblablement des opérations étrangères et l'échange d'informations et la coopération en temps opportun entre pays d'origine et pays d'accueil peuvent être déterminants. C'est aussi le cas pour le marché de l'assurance, car certains intermédiaires étrangers opérant en Italie sont surveillés par les autorités de contrôle de leur pays d'origine, tandis que d'autres le sont par l'ISVAP, et la fluidité de l'échange d'informations et de la coordination des activités sont indispensables pour assurer un contrôle convenable des intervenants.

Les mesures mises en œuvre jusqu'ici semblent ne pas avoir de conséquences négatives en termes d'arbitrage entre réglementations et il convient de rester vigilant pour éviter de laisser se développer ce genre de comportements. Comme on l'a indiqué, l'arbitrage entre réglementations ne semble pas constituer un problème important dans le cadre des frontières nationales puisque le dispositif de contrôle est assez complet. Néanmoins, avec l'internationalisation de leur activité, les établissements italiens pourraient théoriquement entreprendre des activités risquées que les autorités de tutelle italiennes, relativement prudentes, ne leur permettraient pas, mais cela paraît improbable, parce que les autorités de tutelle italiennes surveillent la situation consolidée des banques italiennes et peuvent donc intervenir dans la prise de risque au niveau du groupe. Malgré tout, le renforcement de la communication et de la coopération peuvent donc aussi servir l'objectif de réduction des possibilités d'arbitrage entre réglementations.

De façon générale, en ce qui concerne toutes les mesures de capitalisation, les garanties, etc., il convient de trouver un bon compromis entre inciter les banques à utiliser le mécanisme et éviter les subventions implicites et les distorsions du marché. Certes, c'est beaucoup plus facile à dire qu'à faire même en temps « normal ». Dans le cas des « obligations de recapitalisation », à vouloir tenir compte de ces problèmes tout en se fixant d'autres objectifs, on a abouti à un édifice d'une assez grande complexité, mais du même ordre que ceux mis en place dans plusieurs autres pays. Néanmoins, le gouvernement s'efforce d'influer sur certains aspects du comportement des banques; ces mesures sont compréhensibles, mais ne seront probablement pas très utiles. Si elles sont jugées indispensables, on pourrait davantage égaliser les conditions de concurrence en les

appliquant à toutes les institutions financières, et pas seulement à celles qui émettent des obligations de recapitalisation.

À plus long terme (ce qui ne concerne pas la question de savoir comment résoudre la crise actuelle, mais revêt néanmoins une certaine importance), les autorités, en coordination avec leurs homologues de la zone euro, devraient étudier des moyens de réviser les exigences de fonds propres pour atténuer leur caractère procyclique, l'une des options intéressantes consistant à s'inspirer du mécanisme espagnol de provisionnement dynamique, ou à mettre en place des « coussins » de capital (et pas seulement des provisions comptables) en période favorable. En outre, un problème beaucoup plus de long terme est de savoir si l'on peut revoir la structure de propriété de la Banque d'Italie (elle appartient officiellement aux banques qu'elle contrôle). Dans la pratique, ce régime n'a pas changé grand-chose, mais le modifier permettrait de parer à l'accusation « d'appartenir à ceux dont on a la tutelle » qui pourrait parfois porter préjudice au soutien en faveur de bonnes orientations. Enfin, la publication régulière d'un rapport de stabilité financière serait un moyen utile de communiquer des informations sur les initiatives des autorités de contrôle et sur les jugements qu'elles portent sur la santé du système financier.

### Encadré 2.2. Synthèse des recommandations concernant le système financier

#### Pour le court terme

Tout en apportant aux banques les incitations convenables à utiliser les mécanismes de recapitalisation, éviter à cette occasion d'introduire des distorsions sur le marché, comme des subventions sectorielles spécifiques.

Poursuivre l'échange d'informations et de la coordination à la fois entre autorités de tutelle nationales chargées des différents segments du système financier et entre autorités de tutelle nationales et étrangères.

Continuer à veiller à ce que les modifications de la réglementation ou du dispositif de contrôle n'ouvrent pas la possibilité d'arbitrages entre réglementations, que ce soit en Italie même, ou entre les opérations nationales et étrangères des banques italiennes.

#### À plus long terme

Étudier des moyens de réviser les exigences de fonds propres pour atténuer leur caractère procyclique.

Prévoir la publication régulière d'un rapport sur la stabilité financière (de préférence en se référant à un modèle normalisé avec d'autres pays).

### Notes

1. En ce qui concerne les compagnies d'assurance, le chiffre se réfère aux réserves techniques. Ces chiffres ne comprennent pas les actifs gérés par des fonds communs de placement étrangers contrôlés par des intermédiaires italiens. Ces fonds sont surtout établis au Luxembourg et en Irlande, et ne collectent pas de fonds uniquement en Italie. La prise en compte des actifs de ces intermédiaires ne modifie pas le tableau d'ensemble.
2. L'endettement est mesuré par le ratio de la dette financière à la somme de la dette financière et des fonds propres évalués aux prix du marché.
3. C'est aussi la contrepartie du ratio relativement élevé du capital à la production en Italie, d'après les données de la comptabilité nationale.

4. Toutefois, les modifications de 2008 de l'impôt sur les sociétés, qui ont limité la déductibilité des frais financiers au-dessus d'un certain seuil, ont assuré une plus grande neutralité fiscale entre les titres de créance et les titres de capital.
5. Voir Gompers, P. et al. (2004), les données de la European Venture Capital Association, Bentivogli et al. (2009) et Banque d'Italie (2008b).
6. À cet égard, le régime juridique des faillites joue également un rôle important.
7. Dans la catégorie « ménages » on trouve aussi les entreprises non constituées en sociétés et les institutions sans but lucratif, selon les définitions du Système européen de comptabilité nationale (SEC95).
8. Y compris les particuliers et les entreprises non constituées en société, à l'exclusion des institutions sans but lucratif.
9. Compagnies d'assurance proposant une couverture du risque de défaillance.
10. Données du Forum européen sur la titrisation et rapport annuel de la Banque d'Italie pour l'année 2007.
11. Néanmoins, Bonaccorsi et al. (2008) montrent aussi que le prêt moyen d'une banque qui procède à la titrisation d'une partie de ses prêts est plus risqué que ceux des banques qui n'utilisent pas cette technique.
12. Les entités d'investissement structuré bénéficient généralement d'une ligne de crédit appelée « facilité de garantie » de la part des banques qui les parrainent afin d'assurer la liquidité de leur financement.
13. Ces marges sont égales à la différence entre le taux moyen des nouveaux prêts sur les nouveaux prêts aux sociétés non financières et le taux de rémunération des nouvelles émissions des banques.
14. Cet agrégat comprend aussi les obligations détenues par les institutions monétaires et financières résidant en dehors de la zone euro.
15. Titres d'emprunt adossés à des actifs qui restent inscrits au bilan consolidé de l'emprunteur.
16. Grands groupes financiers intervenant dans différents secteurs financiers, souvent à caractère transnational.
17. Il n'y a pas actuellement de pactes d'actionnaires au sein des deux premiers groupes bancaires. Début 2008, quelque 70 % du capital des cinq premiers groupes bancaires étaient librement négociés en bourse.
18. Voir FMI (2008) et Mediobanca (2008). En 2006, les banques italiennes affichaient un ratio moyen de leurs fonds propres à leurs actifs de 7.1, contre 6.0 en France et 4.3 en Allemagne. Il convient cependant de noter que ce ratio s'établissait à 8.9 au Royaume-Uni et 7.8 en Islande.
19. Les deux principaux groupes bancaires ont récemment cédé une partie de leurs actifs immobiliers.
20. Voir notamment Kiyotaki, N. et al. (1997), Boissay, F. (2006), et Battiston et al. (2007).
21. Les pays sont énumérés dans l'ordre déterminé par la part du total des actifs du système bancaire donnant lieu à une intermédiation par des banques à capitaux italiens.
22. Selon la définition de la Banque des règlements internationaux (BRI).
23. Immobilier « investi » : immobilier non occupé par les propriétaires et donc appartenant à des investisseurs immobiliers professionnels à des fins de placement. Immobilier « investissable » : immobilier de qualité investissement pouvant être vendu à des investisseurs professionnels ou actuellement occupé par les propriétaires, mais susceptibles d'être mise en vente ultérieurement.

## **Bibliographie**

- Aghion P., T. Fally et S. Scarpetta (2007), « Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms », *Economic Policy*, 22, 731-79.
- Angelini, P. et A. Generale (2008), « On the Evolution of Firm Size Distributions », *American Economic Review*, 98(1), 426-38.
- Angelini, P. et N. Cetorelli (2003), « The Effects of Regulatory Reform on Competition in the Banking Industry », *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, 663-84.
- Banque d'Italie (2007), Rapport annuel, 2007.

- Banque d'Italie (2008a), Rapport annuel, 2008.
- Banque d'Italie (2008b), « Rapporto sulle Tendenze del Sistema Produttivo ».
- Banque d'Italie (2008c), Survey on Household Income and Wealth 2006, in : Supplements to the statistical bulletin n° 7.
- Banque d'Italie (2008d), Bollettino di Vigilanza, n° 3, mars 2008.
- Banque d'Italie (2008e), « Supplements to the statistical bulletin n° 57, Survey on inflation and growth expectations ».
- Banque d'Italie (2008f), « Supplements to the statistical bulletin n° 66, Business outlook survey of industrial and service firms ».
- Banque d'Italie et ISVAP (2004), « Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo : l'esperienza Italiana ».
- Battiston et al. (2007), « Credit chains and bankruptcy propagation in production networks », *Journal of Economic Dynamics and Control* 31, 2061-2084.
- BCE (2007), Corporate Finance in the Euro Area, Structural Issues Report.
- BCE (2008), « Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures ».
- Bentivogli C. et al. « Il private equity in Italia », Banque d'Italie, *Occasional Paper* n° 41, 2009.
- Bikker, J.A., L. Spierdijk, P. Finnie, (2006), « The Impact of Bank Size on Market Power », *DNB Working Paper*, 120.
- Boissay, F. (2006), « Credit chains and the propagation of financial distress », *Document de travail de la Banque centrale européenne*, 573.
- Bonaccorsi di Patti, E. et R. Felici (2008), « Il rischio dei mutui alle famiglie in Italia : evidenza da un milione di contratti », Banque d'Italie, *Occasional Paper* 32.
- Calza, A., T. Monacelli et L. Stracca (2007), « Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter? », CEPR DP 6231.
- Carmignani, A. (2004), « The working of the civil justice system and the financial structure of firms: the role of trade credit », Banque d'Italie, *Working Paper* 497.
- Champerois, S. (2008), « Comparing financial systems: a structural analysis », non publié, Université de Californie à San Diego.
- De Blasio G. (2004), « Does trade credit substitute for bank credit? », Banque d'Italie, *Working Paper* 498.
- EVCA – European Venture Capital Association, rapport annuel, différentes années.
- Finaldi Russo, P. et L. Leva (2004), « The use of trade credit in Italy: how important are the financial motives? », Banque d'Italie, *Working Paper* 496.
- FMI (2008), Rapport sur la stabilité financière dans le monde 2008.
- FMI, (2006), *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2006.
- Gompers, P. et J. Lerner (2004), « The Venture Capital Cycle », MIT Press.
- Hellmann, T., K. Murdock et J. Stiglitz (2000), « Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? », *American Economic Review* 90, 147-165.
- Kiyotaki, N. et J. Moore (1997), « Credit Chains », non publié, London School of Economics.
- Laeven, L. et R. Levine (2008), « Bank Governance, Regulation, and Risk Taking, » *NBER Working Papers*, n° 14113.
- LaVoce, (2009), « La banca paga. I suoi top manager », [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).
- Magri, S. (2006), « Debt maturity of Italian firms », Banque d'Italie, *Working Paper* 574.
- Mediobanca (2008), « Le maggiori banche europee nel 2008 », Mediobanca Studi e Ricerche.
- OCDE (2006), Policy Roundtable, Competition and Regulation in Retail Banking.
- OCDE (2009), *Études économiques de l'OCDE : zone euro*.
- Omiccioli, M. (2004), « Trade Credit: problems and theories », Banque d'Italie, *Working Paper* 494.

- Rajan R.G. e L. Zingales (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, 88, 559-86.
- Rossi, P. (2008), « L'offerta di mutui alle famiglie: caratteristiche, evoluzione e differenze territoriali. i risultati di un'indagine campionaria », Banque d'Italie, *Occasional Paper* 13.
- Schivardi, F. et R. Torrini (2004), « Firm size distribution and employment protection legislation in Italy », Banque d'Italie, *Working Paper* 504.
- Towers Perrin (2006), *World Wide Total Remuneration Report* 2006.
- White, M. (2005), « Economic analysis of corporate and personal bankruptcy law », *NBER Working Paper* 11536.

## Table des matières

<b>Résumé</b> .....	8
<b>Évaluation et recommandations</b> .....	11
<b>Chapitre 1. L'impact de la crise et les possibilités de relance budgétaire</b> .....	21
L'impact de la crise sur l'Italie .....	22
Les perspectives .....	27
La politique budgétaire et la macroéconomie .....	29
Fédéralisme budgétaire .....	34
Résumé .....	35
Notes .....	36
Bibliographie .....	36
Annexe 1.A1. Bilan des réformes structurelles .....	37
<b>Chapitre 2. Le système financier italien résiste à la tourmente</b> .....	41
Les banques italiennes financent le secteur des sociétés, en particulier les petites et moyennes entreprises .....	42
L'impact de la crise .....	46
Évolutions récentes .....	56
Risques .....	59
Les mesures prises par les autorités italiennes .....	62
Recommandations .....	65
Notes .....	66
Bibliographie .....	67
<b>Chapitre 3. Soutenir la réforme réglementaire</b> .....	71
La faiblesse de la croissance et la structure de l'économie .....	72
Progrès de la réforme structurelle, 1998-2008 .....	87
Quantification des effets de la libéralisation .....	90
L'Examen de l'OCDE de la réforme de la réglementation .....	93
Notes .....	100
Bibliographie .....	101
<b>Chapitre 4. Améliorer l'école et l'égalité d'accès à l'éducation</b> .....	105
Les principaux défis de l'enseignement en Italie .....	106
Contenir les dépenses dans l'enseignement primaire et secondaire .....	120
Les principaux déterminants des résultats scolaires .....	124
Inciter les établissements scolaires à améliorer leurs performances .....	131
Améliorer la qualité de l'enseignement .....	135

Améliorer le passage du secondaire à la vie active et aux études supérieures . . . .	145
Conclusions. . . . .	146
Notes . . . . .	149
Bibliographie. . . . .	151
Annexe 4.A1. Les déterminants des scores au PISA : perspective internationale et étude des éléments expliquant les écarts entre les régions en Italie. . .	154

## Encadrés

1.1. Mesures de dépenses dans les programmes anticrise . . . . .	33
1.2. Résumé des recommandations concernant la politique budgétaire. . . . .	35
2.1. Mesures de soutien au système financier. . . . .	63
2.2. Synthèse des recommandations concernant le système financier . . . . .	66
3.1. Le modèle utilisé pour les simulations . . . . .	90
3.2. Principales recommandations concernant la réforme de la réglementation au service de la croissance . . . . .	99
4.1. Responsabilités institutionnelles au sein du système éducatif italien : structures actuelles et évolutions au titre du fédéralisme budgétaire. . . . .	115
4.2. Le Livre blanc de 2007 sur l'école en Italie . . . . .	117
4.3. Législation prévue sur l'école. . . . .	119
4.4. Analyse empirique des déterminants des résultats scolaires en Italie . . . . .	125
4.5. Rapport entre les dispositifs de contrôle et les résultats scolaires (conclusions d'un certain nombre d'études) . . . . .	131
4.6. Résultats et leçons du premier examen externe normalisé à l'échelle nationale organisé à l'issue du premier cycle du secondaire . . . . .	133
4.7. La réforme de l'éducation peut-elle servir les intérêts des enseignants? . . . . .	144
4.8. Résumé des recommandations concernant l'enseignement. . . . .	147

## Tableaux

1.1. Demande, production et prix . . . . .	29
2.1. Répartition des actifs au sein du système financier italien. . . . .	43
2.2. Actifs et passifs du secteur des ménages . . . . .	46
2.3. Intérêts nets en % du revenu total, prêts à la clientèle en % des actifs . . . . .	50
2.4. Structure de financement du système bancaire dans quelques pays . . . . .	51
2.5. Actifs des banques italiennes en Europe centrale et orientale . . . . .	61
3.1. Croissance de la productivité par secteur, moyennes annuelles par période . . .	78
3.2. Effets potentiels de futures améliorations de la réglementation . . . . .	93
3.3. Indicateurs d'efficacité du système juridique . . . . .	96
4.1. Les dépenses d'éducation en Italie . . . . .	120
4.2. Déterminants du taux d'encadrement en Italie . . . . .	121
4.3. L'Italie dispose de peu d'outils d'évaluation des établissements ou des élèves . . .	132
4.4. Les enseignants en Italie ne sont soumis à aucun type d'évaluation . . . . .	139
4.A1.1. Statistiques descriptives des variables utilisées dans le modèle empirique . . . . .	157
4.A1.2. Les déterminants des résultats scolaires, analyse transnationale et nationale . . .	160
4.A1.3. Analyse de robustesse de la régression au niveau national . . . . .	162

## Graphiques

1.1. Décomposition de la croissance potentielle : comparaison internationale. . . . .	23
1.2. La compétitivité italienne . . . . .	24
1.3. La production industrielle s'est fortement contractée . . . . .	24
1.4. Les prix des logements dans un certain nombre de pays . . . . .	26
1.5. Les récessions italiennes depuis 1974. . . . .	28
1.6. Dette publique et taux d'intérêt. . . . .	30
2.1. Capitalisation des marchés d'actions et d'obligations en pourcentage du PIB, 2007	42
2.2. Endettement financier des sociétés non financières, en pourcentage du PIB. . .	44
2.3. Taux des swaps sur le risque de défaillance des banques . . . . .	48
2.4. Indices de contrôle et de restrictions . . . . .	52
2.5. Taux de croissance des prêts aux sociétés non financières. . . . .	57
2.6. Les conditions de crédit selon l'enquête sur les concours bancaires. . . . .	58
2.7. Taux d'intérêt moyens des crédits hypothécaires, des crédits à la consommation et des crédits aux entreprises . . . . .	58
2.8. Échéances des obligations bancaires. . . . .	62
3.1. Indicateurs du PIB par habitant . . . . .	73
3.2. Taux d'emploi par âge, 2007 . . . . .	74
3.3. Législation sur la protection de l'emploi (LPE) régulier et temporaire, 2006 . . . .	75
3.4. Résultats à l'exportation . . . . .	78
3.5. Encours de l'investissement direct étranger, 2006 . . . . .	79
3.6. Capital-risque en pourcentage du PIB dans les pays de l'OCDE, 2007 . . . . .	81
3.7. Démographie des entreprises, moyenne 1998-2005 . . . . .	83
3.8. Indicateurs d'activité de R-D dans les pays de l'OCDE . . . . .	84
3.9. La réglementation globale (indicateur intégré de RMP) et sa dispersion dans les pays au fil des ans. . . . .	87
4.1. Les scores moyens de l'Italie au PISA sont inférieurs à la moyenne . . . . .	108
4.2. Des écarts de résultats scolaires importants entre les régions et des financements publics locaux inégaux. . . . .	109
4.3. La ségrégation sociale entre établissements scolaires peut freiner la mobilité sociale plus tard . . . . .	111
4.4. Des dépenses importantes par élève et des résultats scolaires faibles. . . . .	112
4.5. Efficience des services éducatifs selon les régions, 2003 . . . . .	114
4.6. Des taux de réussite faibles dans l'enseignement supérieur et un passage difficile vers la vie active . . . . .	118
4.7. Des établissements et des classes de petite taille en Italie . . . . .	123
4.8. Les déterminants des résultats scolaires . . . . .	126
4.9. Expliquer les résultats scolaires : le nord et le sud ne sont pas si différents. . . . .	127
4.10. Les établissements scolaires en Italie ont relativement peu d'autonomie et de responsabilité . . . . .	129
4.11. Les salaires des enseignants italiens sont inférieurs à la moyenne de l'OCDE, mais l'écart se resserre . . . . .	137



Cette Étude économique est publiée sous la responsabilité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE, qui est chargé d'examiner la situation économique des pays membres.

La situation et la politique économiques de l'Italie ont été examinées par le Comité le 22 avril 2009. Le projet de rapport a été ensuite révisé à la lumière des discussions et le Comité plénier a donné son approbation le 5 mai 2009.

Le projet de rapport du Secrétariat a été rédigé à l'intention du Comité par Paul O'Brien, Romina Boarini et Enrico Sette, avec l'aide d'Annette Panzera, Margherita Comola, Serena Fumagalli et Jens Arnold pour les travaux statistiques et sous la supervision de Patrick Lenain.

L'Étude économique précédente de l'Italie a été publiée en juin 2007.

## Ce livre contient des...



**StatLinks**

**Accédez aux fichiers Excel®  
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*.

Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

## STATISTIQUES DE BASE DE L'ITALIE

### LE PAYS

Superficie (milliers de km <sup>2</sup> )	301.3	Villes principales (milliers d'habitants au 20.10.2001) :	
Superficie agricole (milliers de km <sup>2</sup> , 1995)	165.2	Rome	2 547
		Milan	1 256
		Naples	1 005
		Turin	865

### LA POPULATION

Population, 2007 (en milliers)	59 336	Population active, 2008, en milliers	24 854
Nombre d'habitants au km <sup>2</sup>	197	Emploi, 2007, en milliers	24 492
Taux de croissance démographique (taux annuel, %) en 2007	0.69	Agriculture	895
Taux de fécondité en 2006	1.35	Industrie	6 954
Espérance de vie en 2006	69.8	Services	15 809

### LA PRODUCTION

Produit intérieur brut en 2008, milliards €	1 572.2	Origine du produit intérieur brut en 2008	
PIB par habitant (2008, en dollars EU)	30 315.6	aux prix du marché en % du total :	
Formation brute de capital fixe (en % du PIB en 2008)	17.0	Agriculture	1.6
		Industrie	31.8
		Construction	6.7
		Autres	60

### L'ÉTAT

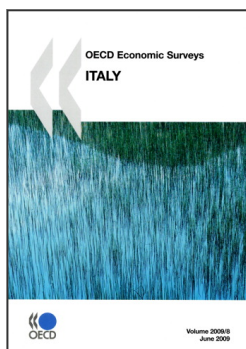
Dépenses courantes en 2008 (en % du PIB)	48.7	Engagements financiers bruts en 2007 (en % du PIB)	112
Recettes courantes en 2008 (en % du PIB)	45.8	Investissements de l'ensemble des administrations en 2003 (en % de l'investissement total)	10.7

### LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations de biens et services en 2006 (en % du PIB)	27.9	Importations de biens et services en 2006 (en % du PIB)	28.7
Principaux produits exportés en 2006, en % des exportations totales :		Principaux produits importés en 2006, en % des importations totales :	
Produits manufacturés	34.6	Produits alimentaires	6.3
Tissus et articles en matières textiles	12.5	Produits manufacturés	22.5
Produits chimiques	9.7	Métaux, minéraux et ferraille	15.0
Matériel de transport	4.7	Produits chimiques	12.7
Pétrole et combustibles	0.3		

### LA MONNAIE

Unité monétaire : Euro (€)		Nombre d'euros par USD, moyenne des données journalières	
		2008	0.68
		2009 (mars)	0.77



Extrait de :  
**OECD Economic Surveys: Italy 2009**

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-ita-2009-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-ita-2009-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2010), « Le système financier italien résiste à la tourmente », dans *OECD Economic Surveys: Italy 2009*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-ita-2009-4-fr](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-ita-2009-4-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).