



DIVERSIFICATION SECTORIELLE : LES ASSUREURS MIS AU DÉFI

SEBASTIAN SCHICH *

Un certain nombre de compagnies d'assurance étendent aujourd'hui leur présence à des domaines d'activité qui n'étaient pas les leurs, comme celui des services bancaires. C'est le reflet d'une tendance mondiale à la convergence des établissements et des systèmes financiers. Les systèmes financiers des pays de l'OCDE ont considérablement convergé au fil du temps, du fait de la libéralisation des marchés des services financiers, de l'intensification de la concurrence dans une grande partie du secteur au sens large et d'autres pressions structurelles bien connues telles que la mondialisation et les progrès des technologies de la communication. Cette convergence transparait de façon très marquée dans les changements institutionnels. Elle s'est manifestée, entre autres, par la formation de grands groupes financiers au rayonnement international et opérant dans plusieurs segments financiers, y compris dans l'assurance non vie, l'assurance-vie, les services bancaires et la gestion de titres. La création de tels groupes est notamment motivée par une volonté de générer des revenus supérieurs par la diversification et d'abaisser les coûts par des économies d'échelle et d'envergure. Cependant, selon certains observateurs, les bénéfices *a posteriori* de ce type de structures seraient dans bien des cas inférieurs aux attentes.

Les avantages de la formation d'un conglomérat financier varient en fonction de la diversité des activités regroupées au sein du groupe, même si le bénéfice net de la diversité peut parfois être équivoque

* Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Direction des affaires financières et des entreprises. Le présent article ne reflète pas nécessairement l'opinion de l'OCDE.



(Estrella, 2000). D'un côté, plus les activités d'un groupe financier sont variées, plus la diversification et les avantages qui en découlent devraient être importants. Les avantages d'une telle diversification sont souvent confirmés par les résultats d'études empiriques, lesquelles sont pour la plupart basées sur des analyses *pro forma* de combinaisons de services financiers potentielles. Ainsi, les compagnies d'assurance-vie seraient censées faire bon ménage avec les banques (p. ex. Lown *et al.*, 2000). En pratique, l'association des services bancaires et des activités d'assurance, appelée « bancassurance », est souvent utilisée pour fonder un conglomérat financier, particulièrement en Europe. D'un autre côté, plus les activités du groupe sont hétérogènes, plus les coûts d'intégration des différentes institutions peuvent être élevés. Par exemple, des pertes d'efficacité pourraient être constatées. À ce propos, Rajan *et al.* (2000) proposent un modèle de conglomérat financier au sein duquel les capitaux sont transférés de manière efficiente entre les différents domaines d'activité, lorsque ces domaines disposent de ressources et d'opportunités similaires. Si la divergence de ressources et d'opportunités s'accroît entre ces différents domaines, les ressources peuvent se diriger vers les activités les plus inefficaces, d'où un investissement global inefficace et un groupe financier moins performant. Les auteurs étayaient ce modèle de preuves. Autre coût à prendre en compte, les effets néfastes de la réputation entachée d'une des branches du groupe en mauvaise posture financière sur d'autres parties du groupe, même si le capital total du groupe est suffisant pour recapitaliser la branche initialement en difficulté (Cumming et Hirtle, 2001). En outre, l'aléa moral est susceptible d'inciter certaines parties du groupe financier à négliger les mesures de réduction des risques ou à prendre des risques supplémentaires sous l'effet d'un faux sentiment de sécurité. Enfin, les difficultés qu'on a pu observer ces dernières années lors de la fusion de ce qui est souvent décrit comme « deux cultures différentes » (assurance et banque) pour former des conglomérats financiers de grande envergure, soulignent le poids des coûts liés à la diversité des activités dans la pratique.

Il faudra probablement encore du temps pour que les groupes financiers ressentent les bienfaits de la baisse des coûts ou de la hausse des revenus qui découlent de l'association de différents services financiers au sein d'une seule et même structure, et pour de nombreux groupes récemment formés, il est résolument bien trop tôt pour essayer d'estimer ces coûts et avantages. Toutefois, les années *post 2000*, qui ont été difficiles pour le monde financier, sont l'occasion de faire un retour en arrière afin d'évaluer comment les groupes financiers se sont comportés et dans quelle mesure les avantages souvent associés à leur constitution se sont concrétisés. La période allant de 2000 à 2003 a été marquée par une

récession économique, une correction substantielle des marchés boursiers de mars 2000 à mars 2003, une détérioration des actifs financiers plus généralement, des taux records de faillites de sociétés, la défaillance de l'Argentine sur sa dette souveraine et un nombre exceptionnel de catastrophes de grande ampleur d'origine naturelle ou humaine, dont les attentats du 11 septembre 2001. On pourrait avancer que, dans un environnement aussi difficile, les établissements financiers ont d'autant plus besoin des avantages que procurent des sources de revenus diversifiées. Dans ce contexte, le présent article examine l'évolution des revenus de grands conglomérats financiers qui combinent des activités de différents secteurs, sur la période allant de 2000 à 2003, ainsi que les performances boursières de plusieurs groupes et secteurs financiers. L'objectif est de savoir si les groupes financiers ont bénéficié de ce regroupement d'activités financières diversifiées.

Le présent article est construit comme suit. La première partie porte sur la formation des conglomérats financiers en tant que partie intégrante du processus de convergence financière. Elle repose sur le postulat que la constitution de groupes financiers à la confluence de la banque et de l'assurance n'a de sens qu'en ce qu'elle s'inscrit dans le processus de convergence financière. La deuxième partie est un survol de l'évolution de différents secteurs financiers, notamment des assurances et des services bancaires, du début de l'an 2000 à la fin de l'année 2003. La troisième partie se penche directement sur la question de savoir si l'intégration des activités bancaires et d'assurance au sein de groupes financiers a constitué pour ces derniers une source de revenus supplémentaires. Il est démontré que les activités relevant du « cœur de métier », ou activités de base, constituent de loin la principale source de revenus des conglomérats financiers, qu'ils soient axés sur les services bancaires ou sur l'assurance. L'importance relative des revenus tirés des activités de base a même augmenté entre 2000 et 2002, tandis que les revenus issus des activités non principales n'ont été que d'un maigre soutien. L'évolution des coûts n'est pas analysée puisque l'auteur n'a eu accès à aucune donnée détaillée sur les coûts spécifiques aux activités. La quatrième partie relate les récentes performances des groupes financiers sur les marchés d'actions pendant la période visée. Les groupes financiers se sont, en moyenne, mieux comportés que les indices de leur secteur (banque et assurance par exemple), confirmation indirecte de l'hypothèse selon laquelle la constitution des groupes financiers a engendré des bénéfices. La partie précédente ayant fourni des preuves plutôt décevantes du bien-fondé de la diversification des revenus, les bons résultats relatifs des conglomérats financiers pourraient s'expliquer, entre autres, par le fait que les investisseurs ont apprécié les efforts considérables déployés par les groupes financiers pour réduire les coûts. Enfin, la



dernière partie traite des perspectives du modèle d'entreprise que constitue le groupe financier.

CONVERGENCE ET GROUPES FINANCIERS

Le chevauchement et les interactions de plus en plus marqués entre banques, marchés boursiers, compagnies d'assurance et autres établissements financiers se traduisent par un effacement progressif des frontières sectorielles comme des frontières entre produits. Il est improbable qu'à l'avenir le rythme de convergence des secteurs financiers ralentisse, de sorte que le paysage financier sera fait d'interactions et d'interdépendances entre établissements financiers. Cette intensification des interconnexions a conduit à une convergence croissante des établissements et des produits dans les pays de l'OCDE. La convergence transparait de façon très marquée dans les changements institutionnels. Les banques, par exemple, commencent à ressembler à des compagnies d'assurance ou à des caisses de retraite faisant de la gestion d'actifs ; un grand nombre de compagnies d'assurance s'apparentent plus qu'hier à des banques de gestion d'actifs. La convergence s'explique comme le résultat de l'affrontement de puissances concurrentes de plus en plus imposantes au sein des systèmes financiers, conduisant à une amélioration de l'efficacité de l'un ou de plusieurs des acteurs (Blommestein et Schich, 2004). En d'autres termes, les changements institutionnels dans le secteur bancaire, les marchés des assurances et des capitaux se manifestent en partie par une convergence financière et résultent de l'intensification de la concurrence.

Même si les systèmes financiers restent assez différents d'un pays à l'autre de l'OCDE, on assiste ces deux dernières décennies à un phénomène de convergence important en conséquence de la libéralisation des marchés financiers et d'autres pressions structurelles influant communément sur ces systèmes. De nombreuses banques européennes ont réagi au durcissement de la concurrence des années 1980 et 1990 en se lançant avec ardeur sur le marché de l'assurance. Parallèlement, un certain nombre de compagnies d'assurance ont proposé des services bancaires d'investissement ou ont fait l'acquisition de banques fournissant ce type de services ou des services commerciaux. Cette évolution a donné naissance à un nouveau modèle institutionnel appelé *bancassurance* ou *Allfinanz* dans certaines régions d'Europe. Aux États-Unis, le secteur a pris la même direction avec l'adoption de la Loi Gramm-Leach-Bliley (GLB) en novembre 1999. À l'échelle mondiale, l'importance relative des conglomérats financiers proportionnellement à l'ensemble des établissements financiers de grande envergure a très nettement augmenté. De Nicolo *et. al.* (2003) montrent, par exemple, que les



conglomérats financiers sont, non seulement proportionnellement plus nombreux, mais que leur importance relative a également augmenté en termes d'actifs détenus. Ainsi, en l'an 2000, 60 % des 500 plus grands établissements financiers étaient des groupes financiers, contre 42 % en 1995.

Dans la suite du document, le terme « groupe financier » signifie tout groupe d'entreprises fournissant plus d'un type de services financiers (p. ex. services bancaires, assurances et placements). En pratique, chacun de ces groupes tend à présenter une organisation structurelle unique, avec une combinaison d'entreprises qui lui est propre. Pour les uns, l'activité assurances est dominante (Groupes Allianz et Axa par exemple), pour d'autres (Nordea p. ex.), c'est la banque qui prédomine. Certains, enfin, ont de grosses parts de marchés dans tous les secteurs financiers (p. ex. Citigroup, Groupe ING, Groupe Crédit Suisse, Deutsche Bank). L'analyse empirique synthétisée dans le présent article repose sur des données relatives aux 30 plus grands groupes financiers en termes de capitalisation boursière de l'an 2000 (qui figurent en annexe de l'article de Schich et Kikuchi, 2004).

LES DÉFIS DE LA PÉRIODE POST 2000 POUR LES SECTEURS FINANCIERS

5

Les années 2000 à 2003 ont été marquées par une série d'événements défavorables pour les établissements financiers. Parmi eux, le ralentissement de l'activité économique mondiale, la correction des marchés boursiers, le nombre et le volume croissant des emprunts en souffrance (surtout en 2002) ainsi qu'une dégradation de la qualité des actifs de façon générale, éléments qui ont tous exercé de fortes pressions sur le système financier. Le secteur des assurances a été affecté non seulement par ces différents phénomènes mais également par un nombre exceptionnel de catastrophes de grande ampleur et un accroissement significatif des sinistres dans la branche assurance responsabilité, qui s'est traduit, notamment, par un montant annuel record de sinistres matériels assurés. Nous allons maintenant regarder plus en détail l'évolution de différents secteurs financiers afin de mieux comprendre les pressions qui se sont exercées sur eux et, le cas échéant, sur les différentes composantes des groupes financiers entre 2000 et 2003.

Dans son ensemble, *l'industrie bancaire* a fait preuve d'une certaine résilience face à ces événements. Toutefois, les performances du secteur n'ont pas été uniformes d'un pays à l'autre et les premières banques à avoir revu leur structure de coûts sont celles qui ont affiché la meilleure rentabilité. Là où le secteur bancaire a subi des pressions particulièrement fortes en raison de faiblesses structurelles et de l'évolution des



cycles économiques, il semble que les efforts de réduction des coûts aient eu un certain succès vers la fin de la période. La résilience globale du secteur bancaire peut être attribuable à la phase très accommodante qu'a traversée la politique monétaire, à l'absence de baisse des prix immobiliers et au niveau soutenu de la consommation. Par ailleurs, bon nombre d'établissements bancaires ont entamé cette période avec une base de capital nettement plus solide que par le passé, sans compter le développement et l'utilisation croissante des nouvelles techniques de gestion du risque qui leur ont permis de mieux gérer leur exposition au risque.

En ce qui concerne *l'industrie mondiale de l'assurance non vie*, les pertes liées au déclin de la qualité du crédit et du cours des actions des entreprises sont venues s'ajouter aux pertes découlant de divers événements défavorables et notamment les attentats du 11 septembre, une série de catastrophes naturelles et une croissance des risques dans la branche assurance responsabilité (amiante, assurance responsabilité des dirigeants, du personnel médical) particulièrement aux États-Unis. Tous ces événements combinés auraient coûté plus de 200 Md\$ américains au secteur mondial de l'assurance non vie, si l'on en croit certaines estimations qu'il faut toutefois considérer avec beaucoup de prudence, étant donné les hypothèses imprécises qui les sous-tendent et le fort degré d'incertitude de ce type de regroupement de données. Quoi qu'il en soit, il est généralement admis que ces événements ont suscité un besoin de recapitalisation, alors qu'auparavant le secteur était dans l'ensemble jugé surcapitalisé. Des inquiétudes ont été exprimées plus particulièrement vis-à-vis des réserves des grandes compagnies de réassurance, qui représentent un très gros pourcentage de la capacité totale du secteur. Les déclassés se sont traduits par une hausse des coûts de refinancement, détériorant plus encore la situation. Parallèlement, les résultats techniques se sont améliorés, l'industrie des assurances a rassemblé d'importants montants de capitaux et ces améliorations se sont reflétées dans les indicateurs de marché (révélant la capacité d'absorption des chocs du secteur) ainsi que dans les notes de crédit.

À maintes reprises ces dernières années, la situation a été particulièrement difficile pour les *compagnies d'assurance-vie*. En effet, elles ont été nombreuses à accorder des garanties aux investisseurs sur la base d'hypothèses relatives à l'actif ou au passif qui se sont révélées imprudentes puisqu'elles sous-estimaient la longévité et surestimaient les retours sur investissement. En outre, contrairement aux contrats établis par les compagnies d'assurance non vie, les contrats d'assurance-vie ne sont habituellement pas renouvelés chaque année, ce qui rend plus difficile la réalisation de profits par augmentation des primes à court terme. N'oublions pas également que certains pays imposent des versements



minimums *réglementaires*, même si une partie d'entre eux les a réduits. Dans d'autres régions du globe, c'est l'introduction de mesures réglementaires d'assouplissement en matière de faillites qui a fait écho aux préoccupations concernant l'état de santé du secteur. Les autorités réglementaires se sont souciées, en effet, des conséquences que pourrait avoir la défaillance d'un chef de file de l'assurance-vie sur le système financier dans son ensemble, notamment dans les pays où les participations croisées sont fréquentes.

AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION DES REVENUS POUR LES GROUPES FINANCIERS

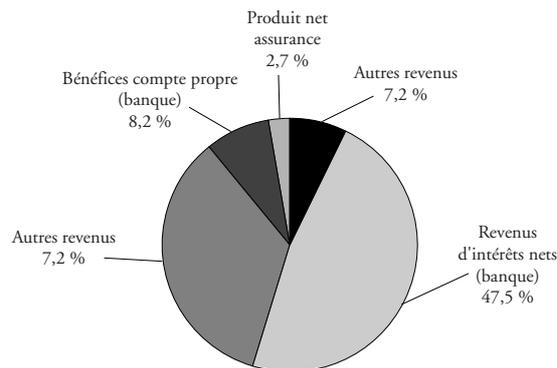
En théorie, plus les activités des sociétés qui composent le conglomérat diffèrent à l'origine, plus leur association devrait être profitable en termes de diversification des sources de revenus. Les études empiriques sur la portée de ces différences sont souvent basées sur les valeurs de sociétés cotées sur le marché des actions (*grosso modo* comme la démarche décrite en quatrième partie) ou sur des données comptables et elles produisent des résultats divergents selon l'approche adoptée ou les données utilisées. Kane (1984), par exemple, suggère que les disparités entre les industries des services financiers sont négligeables et que les établissements financiers connaissent une homogénéisation rapide. Plus récemment toutefois, Kwan (1998) arrive à la conclusion que les activités bancaires et non bancaires sont toujours assez différenciées, ce qui laisse penser qu'il existe encore un potentiel d'intégrations plus efficaces ou de diversification des gains. Citons enfin Estrella (2000), qui s'est penché sur le potentiel de gains tirés de la synergie des divers services financiers pour trouver que les produits d'assurance-vie comme les produits d'assurance non vie (IARD) constituaient un complément optimal aux activités des banques.

Pour terminer cette partie, nous allons présenter les résultats d'une analyse des bénéfices tirés de la diversification des revenus de groupes financiers de grande envergure, résultats basés sur des données comptables relatives à l'évolution de diverses catégories de revenu de l'année 2000 à l'année 2003 (étendant ainsi l'approche statique suggérée par Van der Zwet en 2003 à un contexte dynamique). Les comptes de résultat consolidés distinguent habituellement les 6 catégories de revenu suivantes : (1) revenus d'intérêts nets des activités bancaires, (2) revenus de commissions nets des activités bancaires, (3) résultat d'exploitation des activités bancaires, (4) produit net des activités d'assurance, (5) produit net des placements et (6) autres revenus. Malheureusement, ce type de source ne contient généralement pas de données détaillées sur les coûts.

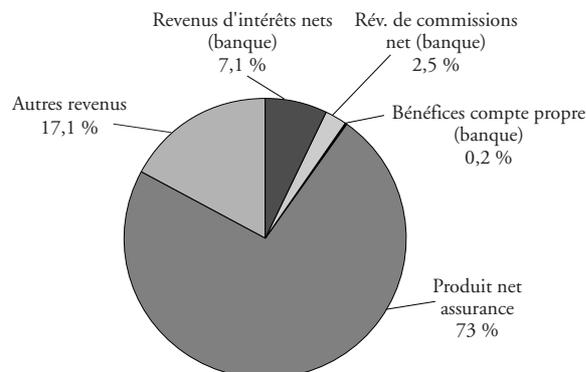
Nous retiendrons ici trois résultats en particulier, mais vous pouvez lire les résultats détaillés dans les articles de Schich et Kikuchi (2004) ou de Blommestein et Schich (2004). En premier lieu, les conglomérats financiers demeurent centrés sur leurs activités de base. Plus précisément, si l'on fait la distinction entre les groupes où les activités bancaires prédominent (p. ex. Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank) et les groupes où les compagnies d'assurance prédominent (p. ex. Groupes ING ou AXA), en se fondant sur les chiffres de l'année 2003, on constate que les premiers tirent, en moyenne, moins de 3 % de leur revenu total des affaires d'assurance tandis que les seconds tirent près de 10 % de leurs revenus des activités bancaires (graphique n° 1). Cette constatation confirme les conclusions de Van der Zwet (2003).

Graphique n° 1 Répartition des revenus des grands groupes financiers en 2003

Groupes financiers à dominante bancaire



Groupes financiers à dominante assurantielle





En deuxième lieu, la part que représentent les cœurs de métiers dans le bénéfice a augmenté sur la période de référence pour les groupes à dominante bancaire comme pour ceux à dominante assurantielle. Pour les groupes essentiellement axés sur les services bancaires, la part représentée par les revenus d'intérêts nets et les revenus de commissions nets combinés s'est accrue pendant la période de référence, tandis que la part du résultat d'exploitation et du produit net des placements a chuté. Dans le cas des groupes essentiellement axés sur les assurances, la part du produit net représentée par les activités d'assurance a augmenté pendant la période de référence, tandis que la part des revenus tirés des activités bancaires, avoisinant les 10 %, est restée relativement stable au cours de la période. Le fait que l'on observe une augmentation de l'importance relative des cœurs de métiers en termes de revenus vient confirmer l'hypothèse selon laquelle les cœurs de métiers ont été d'un plus grand soutien que les autres activités au cours de la récente phase de repli.

En troisième lieu, penchons-nous sur la contribution relative apportée par les différentes catégories de revenu entre 2000 et 2003. Nous n'avons que des signes mitigés d'une réelle matérialisation des bénéfices de la diversification (tableau n° 1)¹. Deux observations méritent notre attention. Tout d'abord, l'évolution du rendement des cœurs de métiers (p. ex. les revenus d'intérêts nets et les revenus de commissions nets pour les groupes à dominante bancaire et le produit net des activités d'assurance pour les groupes à dominante assurantielle) s'est révélée positive dans la plupart des cas. De plus, cette évolution a souvent dominé celle des autres catégories de revenu dans le sens où l'augmentation du rendement des cœurs de métiers a été plus forte en valeur absolue. On observe ensuite que les revenus tirés des activités non principales n'ont été que d'un soutien limité lorsque les revenus des cœurs de métiers étaient sous pression. Plus spécifiquement, les revenus d'assurance pour les groupes à dominante bancaire et les revenus bancaires pour les groupes à dominante assurantielle ont augmenté pour seulement six groupes en 2001, et pour quatre conglomérats en 2002 et 2003 (résultats représentés par un « oui » dans l'avant-dernière colonne du tableau n° 1), tandis que les revenus issus d'activités non principales ont plus souvent chuté ces années-là. En outre, l'accroissement des revenus tirés des activités non principales était le plus souvent concomitant d'une hausse des revenus des cœurs de métiers. À l'inverse, dans les cas où les revenus issus des cœurs de métiers étaient mis sous pression, ils ont été compensés partiellement par une hausse de la contribution des revenus d'activités non principales dans deux cas seulement². De tels mouvements compensatoires auraient permis de prouver que la diversification avait porté ses fruits.

Tableau n° 1
Contribution des différents types de revenus au résultat total
des groupes financiers¹

Sens de l'évolution par rapport à l'année précédente

	Banque		Assurance		Soutien des activités non principales ²	Soutien des activités non principales quand les revenus de base sont sous pression ²
	Revenus d'intérêts nets	Revenus de commissions nets ²	Résultat d'exploitation ²	Produit net tiré des activités d'assurance ³		
2003						
Groupes à dominante bancaire						
Citigroup	-	-	+/-	+/-	Non	Non
Wells Fargo	+/-	+/-	ND	+/-	Non	Non
Royal Bank of Scotland ⁴	+/-	+/-	+	+	Oui	Non
Lloyds TSB	-	-	+	+	Oui	Non
Crédit Suisse	-	-	+/-	+	Oui	Oui
Deutsche Bank	+/-	-	+	-	Non	Non
BNP Paribas	-	+	+	+/-	Non	Non
Groupes à dominante assurantielle						
Berkshire Hathaway	+/-	ND	ND	+	Non	Non
Allianz	-	-	-	-	Non	Non
ING	-	ND	-	-	Non	Non
AXA	+/-	ND	ND	-	Non	Non
Aegon	+/-	ND	ND	-	Non	Non
Fortis	-	-	+	-	Oui	Oui
2002						
Groupes à dominante bancaire						
Citigroup	+	-	-	+/-	Non	Non
Wells Fargo	+	+/-	ND	+/-	Non	Non
Royal Bank of Scotland	+	+	+/-	+	Oui	Non
Lloyds TSB	+	+	+/-	-	Non	Non
Crédit Suisse	+	+	-	-	Non	Non
Deutsche Bank	-	+	-	-	Non	Non
BNP Paribas	+	-	-	+/-	Non	Non

DIVERSIFICATION SECTORIELLE : LES ASSUREURS MIS AU DÉFI

**Groupes à dominante
assurantielle**

Berkshire Hathaway	+/-	ND	ND	+/-	Non	Non
Allianz	+	+	+	+	Oui	Non
ING	+	+	ND	+	Oui	Non
AXA	+/-	ND	ND	+	Non	Non
Aegon	+/-	ND	ND	+	Non	Non
Fortis	+	+	-	+	Oui	Non

2001

**Groupes à dominante
bancaire**

Citigroup	+/-	-	-	+/-	Non	Non
Wells Fargo	+	+	ND	+	Oui	Non
Royal Bank of Scotland	+	+	+	+	Oui	Non
Lloyds TSB	+	+	+/-	-	Non	Non
Crédit Suisse	+	+	+	+	Oui	Non
Deutsche Bank	+	+/-	-	+/-	Non	Non
BNP Paribas	-	-	+	+/-	Non	Non

**Groupes à dominante
assurantielle**

Berkshire Hathaway	+/-	ND	ND	+	Non	Non
Allianz	+	+	+	+	Oui	Non
ING	+	+/-	ND	+	Oui	Non
AXA	-	ND	ND	+	Non	Non
Aegon	+/-	ND	ND	-	Non	Non
Fortis	+	+/-	-	+	Oui	Non

Notes :

1. Afin de pouvoir comparer les changements de revenus dans le temps et entre les différents établissements, la différence de revenus est exprimée sous forme de ratio du total des capitaux propres du groupe financier. Le tableau montre le sens de l'évolution des ratios ainsi calculés. Ils sont soit positifs (marqués d'un +) soit négatifs (marqués d'un -). Lorsqu'ils n'évoluent que très peu, c'est-à-dire de moins d'un point de pourcentage en termes absolus, ils sont classés « positif/négatif » et marqués de +/- . La mention « ND » signifie que les données ne sont pas disponibles. Les données indiquées sont celles des groupes financiers dont nous avons pu obtenir les revenus liés aux cœurs de métiers et aux activités non principales.

2. Les « revenus d'intérêts nets » sont les revenus d'intérêt moins les charges d'intérêt. Les « revenus de commissions » comprennent toutes les commissions et les honoraires perçus pour l'exécution des transactions et le « bénéfice sur opérations pour compte propre résultat d'exploitation » est le bénéfice résultant des opérations sur titres à court terme. Le « produit net tiré des activités d'assurance » représente les primes nettes perçues.

3. La colonne « Soutien des activités non principales ? » contient un « oui » si l'évolution de l'une au moins des catégories de revenu des activités non principales est positive. La colonne « Soutien des activités non principales quand les revenus de base sont sous pression ? » contient un « oui » si l'évolution de l'un au moins des rendements de l'une au moins des catégories non principales est positive alors que celui des cœurs de métiers est négatif.

4. Revenus du Churchill Insurance Group compris. Ce groupe a été racheté au Crédit Suisse par Royal Bank of Scotland en septembre 2003. Les coûts d'acquisition ne sont pas déduits des revenus.



Les résultats présentés dans cette partie sont similaires à ceux décrits dans l'étude récente et plus approfondie de Schuermann en 2004, qui remet en question les avantages des fusions bancaires. Cette étude révèle en effet qu'il est loin d'être prouvé que les banques bénéficient de leurs efforts de diversification des sources de revenus, que ces efforts aient porté sur la répartition géographique ou sur l'offre de produits. Au contraire, l'étude suggère que les meilleurs résultats des banques américaines au cours de la récession de 2001, comparativement à la phase de repli des années 1990-1991, tiennent au progrès des techniques de gestion des risques ainsi qu'à une part de chance qui s'est manifestée sous la forme d'une baisse des taux d'intérêt. Dans la même veine, De Young et Rice (2004) ont mis l'accent sur les limites des stratégies adoptées par les banques qui étendent leurs activités traditionnelles porteuses d'intérêt à des activités ne portant pas intérêt.

L'autre question à se poser est la suivante : dans quelle mesure les groupes financiers peuvent-ils tirer profit de la diversification des revenus à l'échelle internationale ? Les données disponibles en matière de ventilation des revenus de sources nationale et internationale pour les groupes financiers de notre échantillon donnent à penser que les conglomérats à dominante assurantielle sont plus diversifiés géographiquement que leurs homologues à dominante bancaire. Ces derniers ont une « orientation nationale » dans le sens où près de 60 % de leurs revenus proviennent de sources intérieures, tandis que les groupes à dominante assurantielle tirent près de 60 % de leurs revenus de sources étrangères. Néanmoins, la ventilation des revenus selon leur origine s'est à peine modifiée pour les deux types de groupes au cours des 3 années de référence, ce qui tend à prouver les limites d'une compensation de la réduction des revenus nationaux par les revenus internationaux.

PERFORMANCES DES GROUPES FINANCIERS SUR LES MARCHÉS D' ACTIONS

Afin d'évaluer les performances des groupes financiers au cours de la période de tension qui vient de s'écouler, une démarche simple consiste à étudier l'évolution des valorisations sur le marché des actions. On peut, dans un premier temps, observer les corrélations entre les indices des différents secteurs financiers et noter leur évolution dans le temps. Ces corrélations peuvent être considérées comme des indicateurs approximatifs du potentiel de gains issus de la diversification obtenue en combinant différents types de services financiers au sein d'une seule entité. De manière générale, plus la corrélation positive est faible (ou plus la corrélation négative en valeur absolue est forte), plus le potentiel

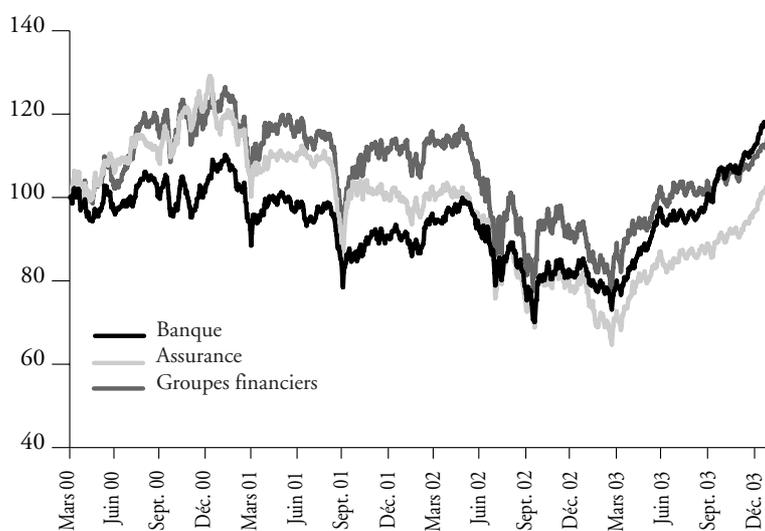


de gains tirés de la diversification devrait être élevé. Comme cela a été démontré par Schich et Kikuchi (2004), il semble qu'il y ait eu, au cours des deux dernières décennies, une augmentation tendancielle de la corrélation entre les indices du secteur bancaire et plusieurs indices du secteur de l'assurance. Voilà des résultats qui vont dans le sens de l'hypothèse selon laquelle les secteurs financiers présenteraient un plus grand nombre de similitudes et, par conséquent, les gains résultant de la synergie de différents services financiers au sein d'une seule et même entité seraient devenus plus restreints. C'est ce postulat que défendent plusieurs études approfondies sur le sujet. Néanmoins, les corrélations étant loin d'être parfaites, on peut en déduire qu'il existe encore un potentiel de bénéfices à tirer de la diversification. De plus, les preuves d'une augmentation sensible des corrélations au cours de la période de tensions qui a suivi l'an 2000 ne sont pas toujours très probantes (Kesting, 2004), ce qui tendrait à indiquer que le potentiel de diversification ne s'est pas entièrement dissipé pendant cette période.

Par ailleurs, il est utile de comparer le cours des actions des groupes financiers à celui des indices du secteur. Si l'on pouvait définir précisément la répartition des activités entre la banque et l'assurance de chaque conglomérat et que chacune de ses activités affiche des résultats proches de la moyenne des résultats des secteurs bancaires et assuranciers respectivement, on devrait alors s'attendre à ce que le cours des actions du groupe financier se situe quelque part entre le cours des deux indices sous l'effet de la diversification³. Cependant, ce type d'exercice appliqué à la période commençant début 2000 et se terminant fin 2003 n'a donné aucun résultat probant. Certes, dans quelques cas, les performances boursières du groupe financier se sont révélées supérieures à celles des indices du secteur bancaire comme du secteur assuranciel sur la période considérée, signe que la diversification a partiellement porté ses fruits, mais il est arrivé également que des groupes financiers « sous-performent » les deux indices sur la période. C'est pourquoi, dans le souci de réduire l'influence des facteurs idiosyncrasiques liés aux performances de chacun des groupes financiers, on a construit un indice boursier propre aux groupes financiers en pondérant le cours de l'action de chaque groupe financier par la capitalisation boursière de celui-ci (voir aussi Schich et Kikuchi, 2004). L'illustration 2 indique les performances de cet indice, en comparaison avec celles des indices bancaire et assuranciel depuis le début de la correction boursière en mars 2000 jusqu'à la fin 2003. Au cours de certaines périodes, l'indice des groupes financiers évolue entre les indices des deux secteurs, mais il se situe la plupart du temps au-dessus des deux autres indices. Le fait que l'indice des groupes financiers ait systématiquement des résultats supérieurs à au moins un des indices sectoriel porte à croire que les groupes financiers, en moyenne, ont

exploité certains des effets de la diversification, tout au moins si l'on en croit l'évolution du marché des actions. On pourrait voir dans cette conclusion une preuve indirecte de l'existence des avantages apportés par la diversification.

Graphique n° 2
Performance des indices sectoriels
et de l'indice des groupes financiers



Note : L'indice « Banque » est l'indice bancaire Datastream-world bank index et l'indice « Assurance » est l'indice des assurances Datastream-world insurance index. L'indice propre aux groupes financiers est basé sur l'évolution des cours de l'action de chaque groupe, pondérée des capitalisations boursières. La barre verticale indique la date du creux de cet indice.

Source : Thomson Financial Datastream.

PERSPECTIVES ET CONCLUSION

Certes, les années 1990 ont vu apparaître un nombre croissant de groupes financiers au rayonnement international, opérant dans différents secteurs financiers (Lumpkin, 2002), mais cette tendance va-t-elle se confirmer ? Nous ne pouvons en être sûr. Ces groupes parfaitement intégrés se sont très rarement formés durant la phase de correction des marchés que l'on a connue entre 2000 et 2003. Au contraire, les médias ont fait état de plusieurs cas de dissolution des liens entre le monde bancaire et celui de l'assurance. *Citigroup*, par exemple, s'est départi de *Travelers Property Casualty* (qui avait rejoint *Citigroup* en 1998), argumentant que les perspectives de croissance des assurances allaient

empirer et qu'elle s'attendait à ce que la branche assurance-vie et rentes affiche une rentabilité économique inférieure à celle des cœurs de métiers du groupe. Citons également le *Crédit Suisse*, qui a vendu des parts de sa branche assurance en 2003. Il est difficile de dire si ces cas de rupture des liens entre les secteurs bancaire et assurantiel marquent un renversement de tendance dans la courbe de popularité du modèle d'entreprise que constitue le groupe financier. Certains observateurs semblent dire que les stratégies des conglomérats financiers ont changé et que ces derniers tendent de plus en plus à se recentrer sur leurs principales activités traditionnelles.

Les preuves qui se dégagent du présent article appuient cette hypothèse. Plus précisément, l'hypothèse dont il est fait mention ci-dessus s'accorde avec notre conclusion selon laquelle les groupes financiers à dominante bancaire et à dominante assurantielle continuent d'être très centrés sur leurs cœurs de métiers et l'importance relative de ces cœurs de métiers en termes de revenus a augmenté pendant la récente phase de repli. Dans le même temps, rares sont les exemples où les activités non principales ont pu soulager les groupes financiers ayant vu leurs revenus faiblir.

Toutefois, rappelons que les groupes financiers semblent avoir fait preuve d'une certaine résilience face aux divers chocs que nous avons connus ces dernières années. Cette résilience se reflète dans les performances boursières de ces groupes. Ainsi, l'indice boursier des groupes financiers créé pour les besoins du présent article a, de manière générale, surperformé au moins un, si ce n'est les deux indices sectoriels, celui du secteur bancaire et celui du secteur de l'assurance. Si l'évolution des revenus s'est révélée décevante, il faut préciser que bon nombre de conglomérats financiers, ces dernières années, se sont employés prioritairement à réduire les coûts plutôt qu'à augmenter leurs revenus. Il est possible que l'efficacité des stratégies de réduction des coûts ait eu plus d'influence que les avantages de la diversification des revenus sur la supériorité des performances de l'indice des groupes financiers par rapport à celles des indices sectoriels. Dans tous les cas, il convient de noter que certains des groupes objets de la présente étude ont été constitués il y a peu de temps. C'est pourquoi ils pourraient avoir besoin de plus de temps pour tirer véritablement profit des avantages potentiels de la diversification. La phase de reprise économique actuelle devrait créer des conditions favorables à l'exploitation des effets de la diversification.

NOTES

1. Afin de pouvoir comparer les changements de revenus dans le temps et entre les différents établissements, la différence de revenus est divisée par les capitaux propres du groupe financier. Ainsi, la somme de ces ratios est similaire au taux de rendement des capitaux propres du groupe financier, bien que ce taux de rendement soit normalement calculé en fonction du bénéfice net plutôt que du bénéfice d'exploitation (qui est dans notre cas une mesure des revenus). Il convient de noter que l'analyse présentée ici porte seulement sur les 13 conglomérats financiers dont nous avons pu connaître la totalité des revenus tirés à la fois des activités bancaires et des activités d'assurance.
2. Le *Crédit Suisse* en 2003 en est un exemple mais il faut noter que les bénéfices du segment assurance comprenaient les gains exceptionnels enregistrés par ce groupe bancaire après s'être dessaisi au troisième trimestre de sa filiale spécialisée dans l'assurance *Republic Financial Services* aux États-Unis, de Churchill Insurance Group au Royaume-Uni et de Winterthur Italie.
3. Malheureusement, les indices sectoriels utilisés ici et tirés de *Thompson Financial Datastream* reprennent, entre autres, les valeurs de certains des groupes à l'étude, même si le poids combiné de ceux-ci dans les indices est généralement assez faible.

BIBLIOGRAPHIE

- BLOMMESTEIN H., SCHICH S. (2004), « Convergence in the Financial Sector: Where are we coming from and where are we going? », OECD, *Financial Markets Trends*, Volume 2004/2, October, pp. 61-89.
- CUMMING C.M., HIRTLE B.J. (2001), « The challenge of risk management in diversified financial companies », *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, March.
- DE YOUNG R., RICE T. (2004), « Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks », *The Financial Review*, Vol. 39, Issue 1, pp.101-127, February.
- ESTRELLA A. (2000), « Mixing and Matching: Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation », presented at the 13th Annual Australasian Banking and Finance Conference in Sydney, December.
- KANE E.J. (1984), « Deregulation and Changes in the Financial Services Industry », *Journal of Finance* 39, pp. 759-772.
- KESTING H. (2004), « Diversifizierungseffekte bei Finanzkonglomeraten », *Working Paper* n° 19, Economic Research Allianz Group/Dresdner Bank, August.
- KWAN S.H. (1998), « Securities Activities by Commercial Banking Firms' Section 20 Subsidiaries: Risk, Return, and Diversification Benefits », Federal Reserve Bank of Chicago, 34th Annual Conference on Bank Structure and Competition.
- LOWN C.S., OSLER C.L., STRAHAN P.E., SUFI S. (2000), « The Changing Landscape of the Financial Services Industry: What Lies Ahead? », Federal Reserve Bank of New York, Conference on Specialisation, Diversification and the Structure of the Financial System: The Impact of Technological change and Regulatory Reform.
- LUMPKIN S.A. (2002), « Supervision of Financial Services in the OECD Area », *Financial Market Trends*, n° 81, OECD, April.
- RAJAN R., SERVAES H., ZINGALES L. (2000), « The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment », *Journal of Finance* 55, pp. 35-80.
- SCHICH S., KIKUCHI A. (2004), « The Performance of Financial Groups in the Recent Difficult Environment », OECD, *Financial Market Trends*, Volume 2004/1, March, pp. 61-83.
- SCHUERMANN T. (2004), « Why Were Banks Better Off in the 2001 Recession? », *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10 n° 1, Federal Reserve Bank of New York, January.
- VAN DER ZWET A. (2003), « The Blurring of Distinctions between Financial Sectors: Fact or Fiction? », *The Nederlandse Bank Occasional Studies* Vol. I/n° 2, January.