



L'ANALYSE DE LA BANQUE SELON LE PARADIGME DE LA FINANCE ET L'EXAMEN DU MODÈLE DE BANQUE UNIVERSELLE EN FRANCE

NADIA BENSACI *

Le mouvement de désintermédiation en œuvre depuis le début des années 1980 est devenu une préoccupation majeure pour les banques. Durant cette période se manifeste un double mouvement qui détourne de leurs bilans des flux importants de collecte et de crédit. D'un côté, la concurrence des produits financiers et de l'assurance-vie bénéficie à d'autres opérateurs. D'un autre côté, les entreprises aspirent à se financer directement sur les marchés financiers, délaissant ainsi le crédit bancaire. Ce manque à gagner pousse les banques à diversifier leurs sources de revenus, notamment par l'accroissement de la part des commissions dans leur produit net bancaire. Outre des profits plus élevés, l'élargissement de la gamme d'activités est susceptible d'engendrer des profits moins volatils. À ce titre, la tourmente qui s'est emparée des marchés financiers est venue rappeler la volatilité des recettes relatives à la banque d'investissement¹. Le désir de diversification des banques est donc une réponse stratégique aux évolutions de leur environnement. Ainsi, on a vu se constituer progressivement de grands groupes financiers de nature conglomerale, souvent par le biais de fusions-acquisitions (F&A).

La diversification peut être géographique (ABN-AMRO, Dexia, BNP Paribas/BNL, etc.)², fonctionnelle (Banques populaires/Natexis, Crédit agricole/Indosuez, SBS/Warburg, etc.), ou les deux (Bank America/Continental Bank, ING/Barings, Deutsche Bank/Morgan Grenfell, etc.). C'est aussi dans cette optique qu'il faut placer la stratégie

* Docteur en sciences économiques, Université Panthéon Assas-Paris II.



de bancassurance (Crédit suisse/Winterthur, SE Banken/Trygg Hansa, ING/BBL, etc.). On s'intéressera ici au second aspect (diversification par produits), en examinant les grandes banques à gamme étendue d'activités, à savoir le modèle de banque universelle.

La référence à la théorie financière nous enseigne que la diversification permet de réduire le risque. La banque universelle ne devrait pas déroger à ce principe : la perte sur un marché peut être rattrapée sur d'autres. Selon cette approche, les banques sont considérées ici essentiellement comme des portefeuilles d'actifs risqués, leur technologie n'ayant aucune importance (Pyle, 1971 ; Hart et Jaffee, 1974). Pourtant, avec l'amoindrissement du risque, il existe un autre avantage théoriquement lié à la diversification des activités : les économies de variété, un motif qu'on ne peut totalement ignorer dans le cadre de ce sujet.

Après avoir donné un aperçu du contexte des banques universelles, de leurs caractéristiques et de la source des économies d'envergure dans la banque, on s'attachera au rappel du principe de diversification qui est à la base de la stratégie des choix optimaux de portefeuilles. Dans un troisième temps, on passera en revue les enseignements des études qui ont cherché à examiner la diversification des activités par les banques. Enfin, on appliquera les outils de mesure et de suivi des risques à des données françaises, dans le but d'apprécier l'opportunité du modèle de banque universelle que l'on rencontre, dans différentes formes, en Allemagne, au Royaume-Uni, ou encore aux États-Unis.

LA NATURE DE LA BANQUE UNIVERSELLE

L'idée générale de la banque universelle (Benston, 1994 ; Saunders et Walter, 1994)³ suppose la promotion d'un modèle valorisant le principe d'une institution qui offre une gamme complète de produits et services bancaires, tout en étant présente sur la plupart voire sur tous les segments de marché : particuliers, entreprises, activité internationale (Canals, 1997 ; Walter, 1997). Cette ambition d'être le principal interlocuteur d'un large éventail de clients pousse l'établissement bancaire universel à répondre à leurs divers besoins financiers. Il rassemble ainsi les activités propres aux banques commerciales (gestion des dépôts, octroi de prêts à échéances diverses, participation au système des paiements), aux banques d'investissement (distribution et négociation de valeurs mobilières), ou encore à l'assurance. Mais les banques universelles se caractérisent également par leur possibilité de prendre des participations dans le capital de firmes non financières. Ce faisant, les premières sont à même d'exercer une activité de contrôle sur les secondes, étant ainsi en mesure d'influencer la conduite de leurs opérations (Boyd, 1999).



L'ampleur de ce phénomène varie pourtant, son essor ayant principalement concerné les pays bénéficiant d'un régime juridique favorable au développement de conglomérats financiers.

L'histoire de la banque universelle commence réellement sur le continent européen (Tilly, 1998)⁴. Dès le XIX^{ème} siècle, en Belgique mais surtout en Allemagne, Autriche ou encore en Italie, le faible développement des marchés de capitaux a favorisé la formation de grandes banques fortement impliquées dans le financement, l'organisation et la gestion de l'industrie lourde, notamment celle des chemins de fer⁵. Quant à l'expérience française, elle constitue également un chapitre important de l'histoire de la banque universelle : en 1852, la France voyait la naissance de la Société générale de crédit immobilier. Cette institution a eu un grand impact en France et a largement contribué à la diffusion de la banque universelle en Europe. À la suite des périodes de guerre et d'effondrement économique, le rôle du gouvernement dans la sphère financière s'est considérablement accru. Les banques sont devenues les véritables relais des politiques économiques et financières. Avec l'intégration européenne⁶ et la déspecialisation progressive des intermédiaires financiers, bon nombre d'établissements européens évoluent peu à peu vers ce modèle. Aujourd'hui, on peut observer des éléments de banque universelle dans de nombreux pays : Allemagne, Autriche, Espagne, France, Grèce, Luxembourg, Pays-Bas, Suisse. Relevons toutefois qu'au sein d'un même pays il existe des situations diverses en raison du manque de déspecialisation complète de bien des intermédiaires.

Même des pays comme les États-Unis et le Japon, qui ont historiquement connu une séparation stricte entre les activités de banque de dépôts et celles de banque d'investissement, ont aussi vécu des expériences de banque universelle, et ont repensé leur réglementation. Aux États-Unis, les banques commerciales ont pu mener des activités de banque d'investissement par l'intermédiaire de filiales tout au long du XIX^{ème} siècle, et ceci jusqu'au *Glass Steagall Act* de 1933⁷. En effet, depuis la grande dépression, cette loi a séparé les activités de banque commerciale de celles de l'industrie des titres⁸. Mais progressivement, l'amorce de l'intégration financière (Scannavino, 1997), et le souci de préserver la position concurrentielle des banques américaines sur le plan international, en plus des difficultés que ces dernières rencontraient dans les années 1980⁹, ont suscité l'intérêt, voire la nécessité, de diversifier les activités. Les autorités ont dû se montrer plus accommodantes. Une première mesure de déréglementation résultant de la loi *Riegle-Neal-Interstate Banking and Branching Efficiency Act* avait autorisé en 1994, les banques à s'implanter dans plusieurs États. Le 22 octobre 1999, la loi *Gramm-Leach-Bliley* ou *Financial Services Modernization*



Act, en discussion depuis dix ans, remplaçait le *Glass Steagall Act*, et autorisait les banques à intervenir dans les secteurs de l'investissement et de l'assurance. Quant au Japon, avant 1945, aucune disposition légale ne séparait les activités de banque commerciale et de banque d'investissement. Après la Seconde Guerre mondiale, sous l'emprise des États-Unis, le Japon avait dû lui aussi restreindre l'activité de ses banques. Mais une réforme opérée en 1993 a assoupli ces contraintes en permettant aux banques japonaises de posséder des filiales détenant certaines participations industrielles, ce qui a donné naissance à d'immenses conglomérats : les *keiretsus* (Geoffron 1997).

Face à toutes ces spécificités, on relève des disparités notables quant aux réalisations du modèle de banque universelle selon les différents systèmes bancaires propres à chaque pays (Herring et Santomero, 1990 ; Saunders et Walter, 1994 ; Walter, 1997).

LES ÉCONOMIES D'ENVERGURE DANS LA BANQUE

Des économies d'envergure existent lorsqu'une seule firme produit de manière plus efficace des quantités données d'au moins deux produits que deux ou plusieurs firmes séparées (Panzar et Willig, 1977, 1981).

Les origines des économies d'envergure qui correspondent à des externalités de production, à l'existence de coûts communs et de certaines indivisibilités peuvent être multiples (Baumol *et al.*, 1988 ; Bailey et Friedlaender, 1982 ; Berger *et al.*, 1987). L'activité bancaire semble particulièrement concernée par les économies de gamme, notamment parce qu'elle procure de très nombreux exemples de produits liés : l'ouverture d'un compte en banque donne lieu à la demande de nombreux produits qui s'y rattachent. Pour analyser les sources potentielles d'économies de gamme dans le secteur bancaire, nous nous basons sur la typologie proposée par Berger *et al.* (1987) qui distinguent deux catégories selon que l'effet produit concerne les coûts ou les revenus.

Les avantages en termes de coûts

L'interdépendance des productions résulte d'abord de l'usage d'inputs communs à plusieurs produits (Adar *et al.*, 1975 ; Panzar et Willig, 1977). Dans le cas spécifique de la firme bancaire, des coûts peuvent être économisés par l'offre de produits joints résultant :

- de l'étalement des coûts fixes : si des banques possèdent une capacité excédentaire, des capitaux fixes ou quasi fixes (le réseau en tant que tel, mais aussi le personnel associé, les infrastructures) pourraient davantage être rentabilisés en offrant une gamme plus large de services financiers. Ces facteurs sous-utilisés, nécessaires à l'origine pour des activités

bancaires traditionnelles, pourraient se voir confier de nouvelles tâches dans des domaines financiers nouveaux et variés, et ce sans engager de moyens supplémentaires ;

- des économies d'information : Arrow (1971) et Williamson (1975) ont montré que l'obtention d'une nouvelle information nécessite des coûts importants, en soulignant l'existence d'obstacles organisationnels et stratégiques aux transferts d'informations sur le marché.

Les avantages en termes de revenus

Dans ce cas, des économies d'envergure pour la banque peuvent représenter des économies de coûts pour la clientèle : les clients peuvent réduire leurs coûts de transaction en s'adressant au même intermédiaire pour l'ensemble de leurs transactions financières plutôt que de traiter au cas par cas en cherchant à s'informer sur les avantages respectifs offerts par les concurrents sur tel ou tel type de services ou produits bancaires. La banque pourra donc accroître ses profits en offrant une gamme élargie de produits et services (services de gestion de liquidités, d'octroi de crédits, d'assurances, de gestion de portefeuille, etc.), ce qui renforcera la fidélité de la clientèle (Mélitz et Pardue, 1973).

L'ANALYSE FINANCIÈRE DE LA DIVERSIFICATION D'ACTIVITÉS

5

La théorie du portefeuille a été développée par Sharpe (1964), Lintner (1965), et Markowitz (1952). L'idée était de considérer le problème de la sélection du portefeuille optimal en supposant que les investisseurs, pour comparer et sélectionner les actifs, mettent en balance l'intérêt que ces actifs procurent, avec le risque qu'ils font subir. Markowitz (1952, 59) a proposé d'exprimer l'intérêt d'un actif par l'espérance de ses rendements, et le risque par la variance. Ainsi, les préférences des investisseurs dépendent des deux premiers moments μ (moyenne) et σ^2 (variance) de la valeur aléatoire de leur actif¹⁰. Mais, dans le cas de la gestion d'un portefeuille, il s'agit de prendre en compte également les corrélations entre actifs, qui témoignent du degré de diversification.

Mesure du rendement et du risque du portefeuille d'activités d'une banque universelle

En s'appuyant sur la théorie du portefeuille, le rendement moyen attendu \bar{R}_u d'une banque universelle est une combinaison linéaire pondérée des espérances de rendements de chaque activité entreprise :

$$\bar{R}_u = \sum_{i=1}^N \bar{R}_i W_i$$

où :

\bar{R}_i : rendement moyen de l'activité i (banque, assurances, titres)

X_i : proportion de l'activité i dans le portefeuille d'activités de la banque universelle avec :

$$\begin{cases} 0 \leq X_i \leq 1 \\ \sum_{i=1}^N X_i = 1 \end{cases}$$

Le risque (variance des rendements) de la banque universelle est mesuré par σ_u^2 :

$$\sigma_u^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

avec :

σ_u^2 : variance des rendements de l'activité i

ρ_{ij} : coefficient de corrélation entre les rendements de l'activité i et de l'activité j :

$$\rho_{ij} = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{\sigma_i \sigma_j} \text{ avec } (-1 < \rho_{ij} < 1)$$

Cette formulation présente la variance de la rentabilité du portefeuille sous la forme d'une somme pondérée des termes de variance et de covariance des rendements d'activités. En ce sens, elle nous permet d'apprécier l'effet engendré par la diversification d'un portefeuille sur son risque.

L'exploitation des corrélations

On vient de voir que, contrairement à son rendement, le risque d'un portefeuille n'est en général pas égal à la moyenne pondérée des risques des actifs qui le composent. Il est fréquent que la variance de la rentabilité du portefeuille soit plus faible que la somme des variances de rendement de chacun des actifs. Ce résultat est lié à la diversification des risques. Ainsi, toujours selon la dernière expression, le risque d'une banque universelle dépend du risque de chaque activité (σ_u^2) dans laquelle elle s'engage, des proportions qu'elle investit dans chaque activité (X_i), mais aussi des corrélations (ρ_{ij}) entre les rendements des différentes activités.

Comme ρ_{ij} est compris entre - 1 et + 1, plus les corrélations de rendements entre activités bancaires traditionnelles et activités non traditionnelles seront faibles, plus le risque de la banque universelle (σ_u^2) sera réduit. Si les rendements d'une banque commerciale sont indépendants ou négativement corrélés aux rendements des activités de titres ou d'assurances, la banque universelle tirera un grand profit d'une stratégie de diversification.

REVUE DE LA LITTÉRATURE

Les études pionnières remontent aux États-Unis au milieu des années 1970 (Heggstad, 1975 ; Meinster et Johnson, 1979). Elles mettent toutes en évidence une réduction du risque pour les *bank holding companies* qui entreprennent des activités connexes (assurance, courtage, investissement, immobilier). Les recherches menées dans les années 1980 (Wall et Eisenbeis, 1984 ; Wall, 1987 ; Boyd et Graham, 1986) aboutissent globalement aux mêmes conclusions¹¹. Complète à tous les niveaux - car elle adopte plusieurs approches différentes tout en utilisant des données à la fois comptables et boursières -, l'étude de Boyd et Graham (1988) aboutit à la conclusion suivante : des métiers tels que l'assurance (notamment l'assurance-vie) et le courtage réduisent le risque de la holding bancaire, ce qui n'est pas le cas pour les activités immobilières, d'investissement, voire d'assurance-dommages (avec les données boursières). Ces résultats sont corroborés par ceux de Brewer, Fortier et Pavel (1988), puis par ceux de Boyd, Graham et Hewitt (1993).

Enfin, les études empiriques menées par Saunders et Walter (1994) attirent notre attention dans la mesure où elles reposent sur une période (1984-88) caractérisée par de grands bouleversements ayant affecté le marché financier américain : krach boursier d'octobre 1987, accroissement général du risque¹², crise du secteur des assurances (1984-85). Les auteurs étudient les rendements journaliers des titres de différentes institutions financières (*Money Center Banks*, *Regional Banks*¹³, *Life Insurance & Casualty Insurance*, *Securities Brokers and Dealers*), afin de les classer en fonction de leur degré d'exposition au risque. Les coefficients de « rendement espéré par unité de risque »¹⁴ révèlent que les compagnies d'assurances (*Life Insurance & Casualty Insurance*) seraient les moins exposées.

Ils estiment ensuite les coefficients de corrélation entre les différentes sources de revenus d'une banque universelle afin de voir progressivement dans quelles proportions elle doit les combiner de manière à réduire son risque total pour un rendement donné. Ces coefficients varient globalement de 0,25 à 0,32, ce qui suggère des corrélations faibles entre les activités. L'offre d'une gamme étendue de services financiers serait donc propice à un amenuisement du risque, en particulier avec les activités d'assurance, comme les coefficients de corrélation avec les activités bancaires sont plus faibles (de 0,24 à 0,31) que ceux avec les activités sur titres (0,34). Saunders et Walter (1994) renforcent leur analyse grâce à une partition plus fine du risque. Ils considèrent pour cela les coefficients « bêta » d'une institution financière $i(\beta_i)$. Leurs estimations font apparaître des coefficients β_i supérieurs à 1 pour les *Money Center Banks* (1,21) et les *Securities Brokers & Dealers* ($\approx 1,15$),



nettement supérieurs à ceux des compagnies d'assurances ou des *Regional Banks* (s'élevant respectivement à 0,81 et 0,75). Ces résultats mettent donc en évidence des possibilités pour les banques de réduire leur exposition au risque de marché en s'engageant dans des activités à faible risque systématique telles que les activités d'assurance.

Enfin, une étude récente d'Allen et Jagtiani (2000) adopte l'approche des simulations de fusions en construisant des portefeuilles constitués de trois firmes financières (une banque de dépôts, une maison de titres et une compagnie d'assurances) sur la période allant de janvier 1986 à décembre 1994. Les proportions (en termes d'actifs) de l'activité bancaire (P_{mc}), de l'activité de titres (P_{sec}) et de l'assurance (P_{ins}) au sein d'une banque universelle sont en moyenne de 67, 9 et 23 % respectivement. Les auteurs rapportent des rendements imparfaitement corrélés entre les activités bancaires traditionnelles et les autres activités : les covariances des activités bancaires avec les activités de titres et d'assurance sont respectivement de 0,43 et de 0,37. Cette imperfection des corrélations de rendements a induit, au cours de la période 1986-94, un risque en moyenne plus faible pour les institutions « formées » par les simulations que celui des autres banques (l'écart-type des rendements des secondes est de 0,0938 contre 0,0811 pour les premières). Néanmoins, en s'intéressant à l'impact de la diversification d'activités sur le risque systématique, les auteurs rapportent que l'exposition au risque de marché de la banque universelle augmente dès lors que la proportion d'actifs investie dans les opérations de titres s'accroît.

Finalisant leur analyse, Saunders et Walter (1994) ont cherché à déterminer les portefeuilles efficients (présentant les risques minimaux étant donné leur rentabilité), en combinant différentes activités, compte tenu du risque moyen ($\bar{\sigma}$) de chaque industrie et des corrélations moyennes ($\bar{\rho}_j$) entre les différentes industries. Dans cette optique, on est amené à pouvoir répondre, par exemple, à la question suivante : quelles proportions d'activités bancaires (X_{mc}) et d'activités d'assurance-vie (X_{li}) devraient être retenues pour minimiser le risque d'une combinaison de ces deux activités dans une banque universelle ? En raisonnant sur des ensembles plus ou moins larges d'activités (de 2 à 5) identifiés à des portefeuilles, les auteurs estiment leur frontière efficiente et identifient le portefeuille de risque minimum comme étant constitué par les cinq activités : *Money Center Banks*, *Regional Banks*, *Life Insurance*, *Casualty Insurance*, *Securities Brokers & Dealers*. En s'engageant ainsi dans ces cinq métiers (dont les proportions optimales de chacun d'eux sont respectivement de 15, 25, 31, 25 et 5 %), une institution voit son risque se réduire (l'écart-type de ses rendements tombe à $\sigma = 0,01258$ contre $\sigma = 0,01507$ dans le cas de deux activités). Finalement, et ceci va d'ailleurs dans le sens des études antérieures (Litan, 1987 ; Benston,

1989 ; Boyd, Graham et Hewitt, 1993 ; Saunders et Walter, 1994), la capacité des banques à réduire leur risque total paraît freinée par l'importance des activités de souscription de titres.

*LA DIVERSIFICATION D'ACTIVITÉS EN FRANCE :
ANALYSE DE CAS EMPIRIQUES*

La théorie financière rapporte ainsi que pour préserver un profil de risque robuste aux fluctuations de la conjoncture, trois orientations structurelles sont envisageables : la diversification fonctionnelle, la diversification géographique et le renforcement des fonds propres.

Après une revue des travaux réalisés aux États-Unis, nous avons choisi d'analyser l'impact d'une diversification d'activités sur le risque d'un groupe bancaire à partir de données françaises. On utilise, à cet égard, une double démarche.

Dans un premier temps, il s'agit de suivre l'évolution des écarts-types des rendements d'entités impliquées dans des opérations de F&A. Dans un second temps, on cherche à estimer les covariances qui peuvent exister entre les différentes sources de revenus d'une banque universelle. Par conséquent, on estimera les coefficients de corrélation entre les rendements de diverses institutions financières.

Comme les données utilisées sont basées sur des rentabilités boursières quotidiennes, on contourne le problème de séries d'observations temporelles limitées, inhérent à la plupart des études précédentes.

Le suivi de l'écart-type des rendements des entités fusionnées

En théorie financière, les différents modèles d'évaluation sont basés sur l'hypothèse que tout actif financier, en particulier toute action, est soumis à un risque ayant une double origine :

- un risque propre à l'actif (risque spécifique) ;
- un risque qui affecte les prix de tous les actifs (risque systématique ou risque de marché). Le risque d'une action est ainsi donné par :

$$\sigma_u^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2$$

avec :

σ_u^2 : risque total lié à l'actif

$\sigma_{\epsilon_i}^2$: risque spécifique qui n'a pas de covariance avec le marché (il peut disparaître avec la diversification)

$\beta_i^2 \sigma_m^2$: risque systématique ou risque corrélé au marché (il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation, et affecte plus ou moins tous les titres financiers).

Le bêta établit une relation entre le rendement d'un titre et le

rendement du marché ; il mesure la sensibilité d'une action par rapport aux variations du marché :

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_i)}$$

avec R_i et R_m , les rentabilités respectives de l'action i et du marché¹⁵.

Dans l'évaluation du risque inhérent aux opérations de F&A, les trois groupes examinés sont : BNP Paribas, HSBC-CCF et Crédit agricole-Crédit lyonnais¹⁶.

Écart-types des rendements des institutions avant l'opération de rapprochement	Écart-type des rendements du nouveau groupe
BNP ($\sigma = 0,024$) Paribas ($\sigma = 0,017$)	BNP Paribas ($\sigma = 0,020$)
HSBC ($\sigma = 0,025$) CCF ($\sigma = 0,025$)	HSBC ($\sigma = 0,016$)
Crédit agricole ($\sigma = 0,028$) Crédit lyonnais ($\sigma = 0,027$)	Crédit agricole ($\sigma = 0,012$)

En ce qui concerne BNP Paribas, l'écart-type des rendements journaliers des titres du nouveau groupe¹⁷ ($\sigma = 0,020$) se trouve réduit par rapport à celui de la BNP ($\sigma = 0,024$) avant son rachat de Paribas. Ceci s'explique par la mise en œuvre de complémentarités des activités de la BNP avec certains métiers de Paribas. En effet, l'acquisition a donné à la BNP la possibilité de créer de nouveaux services en mêlant les prestations offertes par une banque de détail et par une banque d'investissement. Depuis sa privatisation, la première s'est développée autour de ses deux grands métiers historiques, à savoir la banque de proximité en France au service des particuliers et PME, ainsi que la banque de grande clientèle à l'échelle mondiale, au service des entreprises, des institutions financières et d'une clientèle privée.

Quant à Paribas, la fusion impliquait l'apport de ses activités et de son savoir relatif à la banque d'affaires et la banque d'investissement.

Comme en témoignent les estimations, l'acquisition de Paribas a été pour la BNP le moyen de diversifier son portefeuille d'activités bancaires. Se complètent ainsi des activités à rentabilité récurrente (banque de détail) et des activités aux recettes plus volatiles, à savoir la banque des grandes clientèles et les activités de marché. Au cours de l'année 2002, par exemple, la banque d'affaires a le plus souffert de la baisse boursière qui a laminé les commissions en arrêtant les fusions et les introductions en Bourse. Plus généralement, toutes les activités des banques dépendant des variations des prix de marché ont été affectées. Et les banques qui détiennent et négocient des actions y sont forcément plus sensibles.



Pour le groupe HSBC-CCF, l'écart-type des rendements journaliers des titres du nouveau groupe¹⁸ ($\sigma = 0,016$) se trouve considérablement réduit par rapport à ceux d'HSBC ($\sigma = 0,025$) et du CCF ($\sigma = 0,025$) avant la prise de contrôle. Si celle-ci apparaît comme un succès, c'est d'abord parce que les partenaires étaient complémentaires. Par exemple, sur le plan géographique, HSBC ne disposait que d'une succursale dans l'Hexagone. En juillet 2000, l'achat du CCF a représenté la principale plate-forme de développement dans la zone euro. Aujourd'hui, HSBC est l'un des plus grands groupes bancaires et financiers dans le monde. Possédant 10 000 implantations dans 76 pays et 110 millions de clients, ce géant offre une gamme complète de services financiers aux particuliers, aux entreprises et aux institutions (banque commerciale de particuliers et d'entreprises, banque d'investissement, banque privée, financements du commerce international, gestion de trésorerie, activités de marché, etc.).

La diversification et la complémentarité qui caractérisent la fusion Crédit agricole-Crédit lyonnais ont abouti à une réduction du risque du nouveau groupe ($\sigma : 0,012$) comparativement à celui des entités séparées (Crédit agricole : $\sigma : 0,028$; Crédit lyonnais : $\sigma = 0,027$)¹⁹. La cotation relativement récente (fin 2001) de Crédit agricole SA explique la période d'estimation plus courte pour le risque avant rapprochement, ce qui nous invite à beaucoup de prudence quant à l'interprétation de ces résultats. Néanmoins, compte tenu des fortes complémentarités géographiques et de clientèle, le rapprochement du Crédit agricole et du Crédit lyonnais a renforcé la position du groupe Crédit agricole (première banque de détail en France), disposant d'une importante capacité de distribution sur l'ensemble du territoire, au service de toutes les clientèles. La complémentarité des réseaux est incontestable : le groupe Crédit agricole dispose de fortes implantations dans les zones rurales et les villes moyennes, alors que le Crédit lyonnais est doté d'une présence solide en région parisienne. Les différences entre les caractéristiques (socioprofessionnelles, âge, etc.) des clientèles des deux établissements étant particulièrement marquées²⁰, le rapprochement a permis la constitution d'une base de clientèle équilibrée.

Les corrélations entre les sources de revenus d'une banque universelle

La concentration efface les frontières entre les métiers de la finance en associant la banque commerciale, l'assurance et la banque d'investissement. Si la corrélation entre les différents types de revenus est faible, le revenu total est moins volatil. Dans ce cas, les banques universelles devraient être moins risquées que les institutions spécialisées.

Lorsqu'on pense à la banque universelle, on a coutume de distinguer « grossièrement » : la banque de détail (qui travaille essentiellement avec

ses clients, particuliers et entreprises), la banque d'investissement (qui travaille essentiellement sur le marché financier), et les activités d'assurance. Cependant, les banques de détail et d'investissement sont généralement de simples filiales de groupes bancaires communs.

C'est la raison pour laquelle nous avons cherché à apprécier la corrélation existant entre des activités bancaires (au sens large) et des activités d'assurance. À partir des deux situations considérées : Société générale/Axa et Natexis/AGF, l'estimation des coefficients de corrélation entre les rendements boursiers des banques et des compagnies d'assurances nous donne les résultats suivants²¹ :

Banques	Compagnies d'assurances	Écarts-types	Coefficient de corrélation
Société générale	Axa	σ (SG) : 0,023 σ (Axa) : 0,028	$\rho = 0,6531$
Natexis-BP	AGF	σ (Natexis) : 0,019 σ (AGF) : 0,011	$\rho = 0,2660$

Conformément aux recherches américaines, on voit que les activités d'assurance peuvent être intégrées pour diminuer la variabilité des gains totaux dès lors que la covariance avec les gains bancaires existants est plutôt faible (notamment dans le cas de Natexis-Banques populaires/AGF, avec $\rho = 0,2660$). Dans le premier cas, le coefficient de corrélation plus élevé (largement inférieur à 1 toutefois) reflète des caractéristiques communes pour Axa et Société générale, notamment leur forte exposition à l'international : Axa ne réalise que 22 % de son activité en France et Société générale 53 %.

Ainsi, des banques, libres d'élargir leurs activités, pourraient diversifier leur portefeuille et les risques s'en trouveraient globalement diminués.

Comme dans le cas américain, les analyses menées ici rendent justice aux considérations favorables aux banques universelles en France, du moins en ce qui concerne la diversification du risque. Les activités connexes auxquelles les banques peuvent s'adonner peuvent être soit moins risquées, soit plus risquées que les activités bancaires proprement dites, si on les considère isolément. C'est le cas notamment des activités d'assurance, caractérisées par un risque généralement moindre que les activités bancaires, et qui présentent une faible corrélation avec le rendement des activités bancaires. D'autres activités, comme les opérations sur titres, sont en soi beaucoup plus risquées que l'activité de banque traditionnelle, mais le coefficient de corrélation entre ces deux types d'activités est lui aussi relativement faible. On ne peut donc exclure *a priori* la possibilité pour une banque de se diversifier vers



les activités de marché, à condition de les combiner avec le plus grand nombre d'activités, notamment l'assurance, avec laquelle l'espoir de réduire le risque pour un rendement espéré donné est le plus grand. D'ailleurs, l'engagement des banques dans les activités d'assurances sans trop d'hésitations, et le succès que connaît la bancassurance aujourd'hui, ne peuvent qu'en témoigner. Comme cela a pu d'ailleurs être illustré par l'admirable approbation par le marché de la fusion Citicorp-Travelers. À la clôture du jour de l'annonce de rapprochement (6 avril 1998), le cours de l'action de Citicorp est passé de 37,625 à près de 180,50 \$ et, pour Travelers, l'action est passée de 11,31 à 73 \$. Les investisseurs ne seraient donc pas méfiants, au contraire, à l'égard des rapprochements banque-assurance (Carow, 2001). Aujourd'hui, les bancassureurs représentent plus de 65 % du chiffre d'affaires assurance-vie en Espagne, 60 % en France, 50 % en Belgique et en Italie. Dans ces pays, en dix ans seulement, la bancassurance s'est imposée comme un modèle performant. La plus grande importance accordée à l'assurance-vie s'explique par la proximité des univers de besoins, la logique du *one stop shopping*, les fortes perspectives de croissance du marché²². En revanche, avec l'assurance-dommages, les possibilités de synergies apparaissent plus faibles. D'une part, il s'agit d'un marché stable, sans fortes perspectives de développement et de rentabilité. D'autre part, l'assurance -dommages est un métier spécifique qui nécessite un savoir-faire particulier, et avec une culture d'entreprise assez éloignée de celle de la banque. Pour celle-ci, la gestion des risques techniques, la surveillance des portefeuilles, l'établissement des grilles tarifaires, procèdent d'un métier qui lui est moins familier.

Finalement, l'assurance-dommages implique de gros investissements en matière de formation du personnel, nettement plus importants que pour l'assurance-vie.

NOTES

1. Les banques ayant choisi de se développer exclusivement dans ces activités ont paru bien moins résister que leurs concurrentes ayant choisi de poursuivre parallèlement des activités de banque de détail.
2. Outre une diversification internationale, la diversification peut aussi s'opérer à l'intérieur d'un pays dès lors que celui-ci est suffisamment grand (absorption en 1998 par NationsBank qui couvre la Côte est, de Bank America, bien implantée à l'ouest des États-Unis).
3. Désignée également par les expressions « banque généraliste » et « banque à tout faire ».
4. À la suite de l'acquisition d'une institution néerlandaise fondée en 1622 et de la naissance de la Société générale de Belgique, la Belgique fait figure de pionnière.

5. C'est surtout en Allemagne, avec l'apparition des *Grossbanken* au début du XIX^{ème} siècle, que la banque universelle a revêtu sa forme la plus « pure » et a pris une importance considérable au tournant des années 1830-40, lors de l'industrialisation initiale du pays.

6. La Seconde Directive Bancaire (89/646/CEE du 15 décembre 1989) consolide le principe de banque universelle, en acceptant la définition la plus large de l'activité bancaire. Elle accepte, entre autres, l'implication d'une banque dans le financement industriel, soit à travers des prêts, soit à travers des participations directement dans le capital de la compagnie avec néanmoins certaines mesures de précaution : le plafond est fixé à 5 % du capital social des entreprises.

7. Plusieurs banques se sont développées en grands départements financiers (« *financial department stores*»), les transactions sur titres et les opérations d'assurance se voyant généralement fournies à travers des firmes affiliées (Calomiris, 1998).

8. Deux autres lois, le *National Banking Act* (1864) et le *Bank Holding Company Act* (1956) empêchaient les banques d'offrir des services d'assurance, des services immobiliers et d'autres services financiers, auxquelles s'ajoutait le *Mc Fadden Act* adopté en 1927 qui interdisait aux banques de s'installer dans plusieurs États du pays.

9. Elles subissaient des pertes aussi bien sur les créances détenues sur l'étranger (en particulier en Amérique latine), que dans le cadre des opérations immobilières sur le marché national.

10. Les assises théoriques de la gestion de portefeuilles moyenne-variance reposent sur des hypothèses de préférence représentées par une fonction d'utilité quadratique. Dans ce cas, la maximisation de l'espérance d'utilité ne fait apparaître, en effet, que les deux premiers moments (la moyenne et la variance). En représentant l'utilité de la richesse finale aléatoire \tilde{W} par la fonction $u(\tilde{W}) = a + b\tilde{W} + c\tilde{W}^2$, $b > 0$, $c < 0$, et en prenant l'espérance des deux côtés, on a :

$$E[u(\tilde{W})] = E[a + b\tilde{W} + c\tilde{W}^2] = a + bE[\tilde{W}] + cE[\tilde{W}^2]$$

$$E[u(\tilde{W})] = a + bE[\tilde{W}] + c\left\{Var(\tilde{W}) + [E(\tilde{W})]^2\right\}$$

Ainsi, pour maximiser son utilité, l'investisseur (ici la banque universelle), ne tient compte que de la moyenne et de la variance de la distribution de sa richesse finale.

11. Pour les deux dernières études, les conclusions sont toutefois nuancées, voir Saunders et Walter (1994), p. 188.

12. Au cours de cette période, les firmes s'orientaient massivement vers le *trading* et les *junk bonds*.

13. Les *Money Center Banks* sont de grandes banques qui opèrent à l'échelle nationale, avec des contreparties de grandes dimensions (États, autres banques, etc.). Quant aux *Regional Banks*, comme leur nom l'indique, elles sont cantonnées à des zones géographiques limitées et servent donc une plus petite clientèle.

14. Une des approches pour évaluer les arbitrages « rendement/risque » des institutions financières consiste à évaluer le « coefficient de variation des rendements » d'une banque universelle, qui s'exprime ainsi :

$$Cov = \frac{\sigma_u}{R_u}$$

ou son inverse \bar{R}_u/σ_u , qui peut s'interpréter comme une mesure du « rendement espéré par unité de risque ».

15. Parmi tous les modèles de rentabilité, les études ont montré que le meilleur facteur explicatif était la rentabilité du marché dans son ensemble. Ce modèle est appelé modèle de marché (Sharpe, 1963) :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ avec :}$$

R_{it} : rentabilité de l'actif i

R_{mt} : rentabilité de l'indice de marché

α_i et β_i : coefficients à estimer économétriquement

ε_{it} : résidu

Dans ce cas, le risque de l'actif i défini par la variabilité de ses rendements :

$$Var(R_i) = E[R_{it} - E(R_{it})]^2$$

$$Var(R_i) = E[\alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} - \alpha_i - \beta_i E(R_{mt})]^2$$

$$Var(R_i) = E(\alpha_i)^2 + \beta_i^2 E(R_{mt})^2 + E(\varepsilon_{it})^2 - \beta_i^2 [E(R_{mt})]^2$$

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 E(R_{mt} - \bar{R}_{mt})^2 + E(\varepsilon_{it})^2$$

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2$$



16. Ces trois groupes ont été constitués à la suite d'acquisitions ayant eu lieu respectivement en 1999, 2000 et 2003.
17. L'estimation de l'écart-type des rendements de la BNP et de Paribas s'est faite à partir des cours journaliers des institutions, qui s'étalent du 18/10/1993 au 18/03/1998. Pour le groupe issu de la fusion, les données concernent la période allant du 01/06/2000 au 31/05/2005.
18. L'estimation de l'écart-type des rendements d'HSBC et du CCF s'est faite à partir des cours journaliers des institutions, qui s'étalent du 02/01/1998 au 31/07/2000. Pour le groupe issu du rapprochement, les données concernent la période allant du 02/01/2001 au 11/07/2005.
19. L'estimation de l'écart-type des rendements du Crédit agricole et du Crédit lyonnais s'est faite à partir des cours journaliers des institutions, qui s'étalent du 13/12/2001 au 31/12/2002. Pour le groupe issu du rapprochement, les données concernent la période allant du 02/01/2004 au 29/04/2005.
20. Des citoyens jeunes et actifs qui gagnent plutôt bien leur vie pour le Crédit lyonnais, et une autre plus axée vers les artisans-commerçants et les agriculteurs pour le Crédit agricole.
21. Si les deux groupes ont des activités de banque (via Axa Banque et Banque AGF), leur part dans le résultat net est négligeable.
22. Vieillesse de la population, inquiétudes croissantes concernant les régimes de retraite...

BIBLIOGRAPHIE

- ADAR Z., AGMON T. et ORGLER Y.E. (1975), « Output Mix and Jointness in Production in the Banking Firm », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 2, mai, pp. 235-43.
- ALLEN L. et JAGTIANI J. (2000), « The Risk Effects of Combining Banking, Securities, and Insurance Activities », *Journal of Economics and Business*, vol. 52, n° 6, novembre-décembre, pp. 485-97.
- ARROW K.J. (1971), *Essays in the Theory of Risk-bearing* (Amsterdam: North-Holland).
- BAILEY E.E. et FRIEDLAENDER A.F. (1982), « Market Structure and Multiproduct Industries », *Journal of Economic Literature*, vol. 20, n° 3, septembre, pp. 1024-48.
- BAUMOL W.J., PANZAR J.C. et WILLIG R.D. (1988), *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- BENSTON G.J. (1989), « The Federal «Safety Net» and the Repeal of the Glass Steagall Act's Separation of Commercial and Investment Banking », *Journal of Financial Services Research*, vol. 2, n° 4, octobre, pp. 287-305.
- BENSTON G.J. (1994), « Universal Banking », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, n° 3, pp. 121-143.
- BERGER A.N., HANWECK G.A., HUMPHREY D.B. (1987), « Competitive Viability in Banking: Scale, Scope and Product Mix Economies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, n° 3, décembre, pp. 501-20.
- BOYD J.H. (1999), « Expansion of Commercial Banking Powers... or, Universal Banking is the Cart, not the Horse », *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, n° 2-4, février, pp. 655-62.
- BOYD J.H. et GRAHAM S.L. (1986), « Risk Regulation, and Bank Holding Company Expansion into Nonbanking », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 10, n° 2, printemps, pp. 2-17.
- BOYD J.H. et GRAHAM S.L. (1988), « The Profitability and Risk Effects of Allowing Bank Holding Companies to Merge with other Financial Firms : a Simulation Study », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 12, n° 2, pp. 3-20.
- BOYD J.H., GRAHAM S.L. et HEWITT R.S. (1993), « Bank Holding Company Mergers with Nonbank Financial Firms: Effects on the Risk of Failure », *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n° 1, février, pp. 43-63.
- BREWER E., FORTIER D. et PAVEL C. (1988), « Bank Risk from Nonbank Activities », *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, juillet-août, pp. 14-26.

- CALOMIRIS C.W. (1998), « Universal Banking “American Style” », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 54, n° 1, mars, pp. 44-57.
- CANALS J. (1997), *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Éd. Clarendon Press-Oxford.
- CAROW K.A. (2001), « Citicorp-Travelers Group Merger: Challenging Barriers between Banking and Insurance », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, n° 8, août, pp. 1553-71.
- GEOFFRON P. (1997), « Formes et enjeux de la transformation des modèles de corporate governance », *Revue d'économie industrielle*, 4^{ème} trimestre, n° 82, pp. 101-16.
- HART O. et JAFFEE D. (1974), « On the Application of Portfolio Theory of Depository Financial Intermediaries », *Review of Economic Studies*, vol. 41, n° 1, janvier, pp. 129-47.
- HEGGESTAD A.A. (1975), « Riskness of Investments in Nonbank Activities by Bank Holding Companies », *Journal of Economics and Business*, vol. 27, n° 3, pp. 219-23.
- HERRING R.J. et SANTOMERO A.M. (1990), « The Corporate Structure of Financial Conglomerates », *Journal of Financial Services Research*, vol. 4, n° 4, décembre, pp. 471-97.
- LINTNER J. (1965), « Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification », *Journal of Finance*, décembre.
- LITAN R.E. (1987), *What should Banks Do?* Washington, D.C., Brookings Institution.
- MARKOWITZ H.M. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. 7, mars, pp. 77-91.
- MARKOWITZ H.M. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, New York: John Wiley & Sons.
- MEINSTER D.R. et JOHNSON R.D. (1979), « Bank Holding Company Diversification and the Risk of Capital Impairment », *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n° 2, automne, pp. 683-94.
- MELITZ J. et PARDUE M. (1973), « The Demand and Supply of Commercial Bank Loans », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, n° 2, mai, pp. 669-92.
- PANZAR J.C. et WILLIG R.D. (1977), « Economies of Scale in Multi-output Production », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 91, n° 3, août, pp. 481-494.
- PANZAR J.C. et WILLIG R.D. (1981), « *Economies of Scope* », *American Economic Review*, vol. 72, n° 2, mai, pp. 268-272.
- PYLE D.H. (1971), « On the Theory of Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 26, n° 3, juin, pp. 737-47.
- SAUNDERS A. et WALTER I. (1994), *Universal Banking in the United States, What could we gain? What could we lose?*, Oxford University Press.
- SCANNAVINO A. (1997), « Banques universelles et intégration financière internationale », *Revue d'économie financière*, n° 39, février, pp. 201-28.
- SHARPE W.F. (1963), « *A Simplified Model for Portfolio Analysis* », *Management Science*, vol. 9, n° 1, pp. 277-93.
- SHARPE W.F. (1964), « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, septembre.
- TILLY R.H. (1998), « Universal Banking in Historical Perspective », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 54, n° 1, mars, pp. 7-32.
- WALL L.D. (1987), « Has Bank Holding Companies Diversification Affected their Risk of Failure? », *Journal of Economics and Business*, vol. 39, n° 4, novembre, pp. 313-26.
- WALL L.D. et EISENBEIS B. (1984), « Risk Considerations in Deregulating Bank Activities », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, pp. 6-9.
- WALTER I. (1997), « Universal Banking: A Shareholder Value Perspective », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 6, n° 5, pp. 85-113.
- WILLIAMSON O.R. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New-York, Free Press.