

VERS UNE REMISE EN CAUSE DES BANQUES SPÉCIALISÉES ? QUELQUES RÉFLEXIONS TIRÉES DE L'EXEMPLE AMÉRICAIN

MARC-ANTOINE LACROIX

Conseiller financier, Agence financière New York

Le mouvement d'universalisation du système bancaire américain n'a pas empêché le maintien d'un fort degré de spécialisation, que ce soit à travers l'existence d'un tissu dense de banques de taille régionale, mais aussi, plus récemment, à travers l'essor d'établissements de crédit non régulés spécialisés dans le crédit immobilier ou le crédit à la consommation.

Comment ont évolué les performances des banques généralistes et des banques spécialisées au cours de la période récente ? Jusqu'en 2006, les banques spécialisées affichaient des performances supérieures à celles des banques généralistes. La crise intervenue depuis l'été 2007 a toutefois frappé de plein fouet tous ces établissements, à commencer par ceux du secteur immobilier. Qu'il s'agisse de la faillite d'établissement, comme New Century, ou des difficultés du prêteur immobilier Countrywide Financial, sans parler des déboires de la banque d'investissement Bear Stearns, la crise a mis en lumière certaines vulnérabilités qui leur sont communes : du côté de l'actif, une concentration excessive sur certaines catégories d'emprunteurs ou d'actifs à risque, mais aussi du côté du passif, à travers une dépendance excessive aux liquidités à court terme fournies par les marchés financiers.

Avec la perspective d'une stagnation prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes commencent également à apparaître du côté des banques régionales, en raison de leur faible diversification et de la concentration très forte de leurs actifs sur l'immobilier commercial.

La crise financière confirme-t-elle a contrario la supériorité du modèle de la banque universelle ?

Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. La présence de dépôts au passif constitue une protection efficace contre le renchérissement du coût de financement sur les marchés inter-bancaires et l'assèchement des liquidités sur les marchés de dette en période de crise financière.

La combinaison entre banque d'investissement et banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas, comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.

Le paysage bancaire américain a connu une importante phase de consolidation au cours des vingt dernières années. Les cinq premières banques détiennent ainsi plus de 70 % des actifs totaux de l'industrie. Paradoxalement, ce mouvement d'universalisation n'a pas empêché le maintien d'un fort degré de spécialisation du système bancaire.

Cette spécialisation prend essentiellement deux formes. La première tient à la persistance d'un tissu dense de banques de taille moyenne, spécialisées sur une région géographique ou sur une clientèle précise. Quatre-vingt-quinze pour cent des huit mille cinq cents banques enregistrées auprès du régulateur bancaire ont moins de 10 milliards d'actifs qui interviennent sur un marché spécialisé. Une seconde forme de spécialisation, plus récente, tient à l'essor considérable d'établissements de crédit non régulés, spécialisés dans la distribution de prêts immobiliers (*mortgage bankers*) ou de prêts à la consommation (*consumer bankers*). Contrairement aux banques de dépôt qui gardent dans leur bilan les prêts qu'elles distribuent à leurs clients, ces établissements reçoivent peu de dépôts et vendent directement aux marchés financiers les prêts qu'ils distribuent, sous forme de produits titrisés.

Il est intéressant de regarder comment ont évolué les performances respectives des banques généralistes et des banques spécialisées au cours de la période récente. Avant la crise financière, les banques spécialisées affichaient des performances supérieures à celles des banques généralistes. La crise intervenue depuis l'été 2007 a toutefois frappé de plein fouet les banques spécialisées, à commencer par celles du secteur immobilier. Qu'il s'agisse de la faillite d'établissement comme New Century ou des difficultés du prêteur immobilier Countrywide Financial, sans parler des déboires de la banque d'investissement Bear Stearns, la crise a mis en lumière certaines vulnérabilités communes à ces structures : du côté de l'actif, une concentration excessive sur certaines catégories d'emprunteurs ou d'actifs risqués ; mais aussi du côté du passif, à travers une dépendance excessive aux liquidités à court terme fournies par les marchés financiers. Avec la perspective d'une stagnation

prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes fortes commencent également à apparaître du côté des banques régionales, en raison de leur insuffisante diversification.

Ainsi, alors que la spécialisation bancaire était présentée par les régulateurs comme un facteur de robustesse du secteur financier, en permettant de confiner le risque à un segment particulier du marché, le scénario d'une vague de faillites en chaîne des banques régionales au cours des prochains mois n'est désormais plus exclu par les régulateurs bancaires américains.

La crise financière confirme-t-elle *a contrario* la supériorité du modèle de la banque universelle ? Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. À court terme, la présence de dépôts au passif constitue une protection efficace contre le renchérissement du coût de financement sur les marchés interbancaires en période de stress des marchés. La combinaison entre banque d'investissement et banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.

Le paysage bancaire aux États-Unis : la persistance d'un modèle d'établissements spécialisés

Depuis le début des années 1980, la tendance est à l'universalité dans l'ensemble des systèmes bancaires des pays industrialisés. Les banques ont été autorisées à effectuer un panel très large d'activités. De nombreux économistes ont souligné les avantages potentiels que présente un système de banques

universelles : la possibilité pour les banques de réduire leurs risques en diversifiant leurs activités, la réduction des coûts d'information, ou encore les économies d'échelle générées par la distribution de nombreux produits à travers un réseau unique.

Même s'il a connu un mouvement de concentration bancaire important au cours des vingt dernières années, le paysage bancaire américain reste marqué par un fort degré de spécialisation. On peut en effet identifier quatre catégories principales d'acteurs bancaires aux États-Unis.

Tout d'abord, il y a les grandes banques commerciales, comme Bank of America, JP Morgan, Wachovia Corp. Well Fargo et Citigroup. Sous l'effet de la concentration, le poids de ces grands groupes a fortement progressé au cours des vingt dernières années : en 2007, les vingt-cinq plus grandes banques détenaient ainsi plus de 70 % des actifs totaux de l'industrie, contre 40 % vingt ans plus tôt. Ces acteurs ont pour caractéristique commune l'internationalisation de leur activité. Leur stratégie d'universalisation concernant leurs lignes de métiers diffère toutefois sensiblement d'une banque à l'autre. Née du rapprochement entre Citibank et Travelers en 1998, Citigroup constitue le meilleur exemple du concept de « *one stop shopping* » malgré son retrait des métiers de l'assurance vie. La banque JP Morgan a également une taille globale mais, suite à des déboires en banque de financement, elle s'est rééquilibrée sur les activités de banque de détail domestique en rachetant Bank One en 2004. Le récent rachat de la banque d'affaires Bear Stearns pourrait toutefois marquer un tournant dans cette stratégie. Des banques comme Bank of America ou encore Wachovia augmentent leur position internationale et tentent surtout de prendre des parts de marché aux banques d'investissement sur le plan domestique, en profitant de leur relation de proximité et de leur système de paiement. Toutefois, elles ne semblent pas avoir la surface suffisante en recherche pour accompagner leurs clients à l'étranger.

Puis, il y a également les banques d'investissement, comme Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, ou Bear Stearns. Il n'y a pas de modèle unique au sein de cet univers, tant en

ce qui concerne leur degré d'internationalisation que la diversité de leurs portefeuilles d'activité. Les trois grandes maisons de titres américaines (Goldman Sachs, Morgan Stanley et Merrill Lynch) ont une forte spécialisation dans les métiers de banque d'investissement à forte valeur ajoutée, notamment tout ce qui touche aux marchés action (émissions, *trading*, conseil en fusions/acquisitions) et dans une moindre mesure au marché de dette, sur lequel s'est davantage spécialisée une banque comme Bear Stearns.

Ensuite, les banques régionales (*regional banks*) et locales (*community banks*) ont des actifs inférieurs à 10 milliards de dollars : si certaines de ces banques interviennent sur une large gamme d'activité, les trois quarts des établissements ont plus des deux tiers de leurs actifs concentrés sur une seule activité, souvent les prêts aux petites et moyennes entreprises (PME). La persistance de ces banques locales reste l'une des caractéristiques majeures du système bancaire américain. Historiquement, à la suite de la faillite des *savings and loans*, le mouvement de concentration avait pourtant réduit fortement leur nombre, notamment dans les zones faiblement urbanisées. Mais, au cours des quinze dernières années, plus de mille trois cents nouveaux établissements ont été créés. Compte tenu de leur faible taille et de leur spécialisation importante, attirer des managers qualifiés et compétents représente un véritable défi pour ces établissements. Pour compenser leur désavantage par rapport aux grandes banques, ces structures investissent dans des actifs faiblement risqués, comme les obligations municipales (*municipal bonds*) et se placent juridiquement sous le régime du sous-chapitre S qui leur permet d'être exonérées de taxes fédérales.

Enfin, viennent les établissements de crédits spécialisés non régulés : ces établissements se spécialisent dans la distribution de cartes bancaires, de crédits hypothécaires, ou encore de prêts à la consommation. La spécialisation est au cœur de leur stratégie et ils cherchent à développer une position de *leader* sur un produit ou un marché en tirant parti de la connaissance approfondie de leur secteur par rapport aux autres banques. Mais, contrairement aux banques proprement dites, ces établissements ne sont pas soumis à un régime de supervision bancaire.

En l'absence de données consolidées sur la taille et le poids du secteur, seules des sources professionnelles peuvent être utilisées. Un rapport récent sur les acteurs du marché immobilier identifiait à près de sept mille les enseignes indépendantes spécialisées dans le crédit immobilier en 2007¹.

Comment analyser cette persistance des banques spécialisées aux États-Unis ? Deux explications, parmi d'autres, peuvent être avancées.

Premièrement, le facteur réglementaire est une première explication possible. Les grandes maisons de titres américaines tirent leur supériorité actuelle du poids des marchés financiers américains, mais aussi du *Glass Steagall Act* instauré en 1933. Ce n'est qu'en 1999 que le législateur américain a levé, à travers la *Gramm-Leach-Bliley Act*, les dernières restrictions qui empêchaient les banques de se faire concurrence sur les activités de banque commerciale et les activités de banque d'affaires. Toutefois, le cadre institutionnel de la supervision bancaire n'a quasiment pas évolué depuis, entretenant une fragmentation peu propice à la consolidation bancaire. À l'échelon fédéral, plusieurs entités sont ainsi en charge de la supervision bancaire : l'Office of the Comptroller Of the Currency pour les banques commerciales (OCC), l'Office of Thrift Supervision (OTS) pour les caisses d'épargne, la Security of Exchange Commission (SEC) pour les banques d'investissement, et la Réserve fédérale (Fed) pour les *holdings* bancaires. Le caractère fédéral des États-Unis favorise également la fragmentation, l'échelon national restant le régulateur primaire de droit commun des établissements bancaires. Ce système entraîne pour le secteur bancaire des coûts réglementaires parfois estimés excessifs par la profession qui juge que ces coûts sont la principale raison du développement d'établissements de crédit non régulés.

Deuxièmement, l'innovation financière et les nouvelles technologies de l'information ont également joué un rôle-clé dans le développement de ces établissements spécialisés non régulés. La technologie permet en effet une spécialisation accrue des fonctions et des métiers et un découpage de la chaîne de crédit, comme l'illustre l'apparition de nouveaux

intermédiaires spécialisés tout au long de la chaîne du crédit immobilier :

- les établissements qui originent le prêt immobilier (*mortgage bankers*). Les principaux acteurs de ce marché sont New Century Financial (avant sa mise en faillite) et Countrywide Financial. Ces établissements se sont notamment spécialisés dans le développement des prêts « *subprimes* ». En 2006, environ 63 % des prêts « *subprimes* » provenaient de ce type d'entité. La particularité de ces originateurs est qu'ils ne gardent qu'une petite partie des prêts qu'ils distribuent dans leur propre portefeuille, la plus grosse part étant vendue sur le marché secondaire hypothécaire où ils sont regroupés en *pool*, repackagés et utilisés comme collatéral pour des produits de dette vendus sur les marchés financiers.

- les courtiers immobiliers (*mortgage brokers*) dont le rôle consiste à mettre en contact l'emprunteur et l'établissement de crédit en proposant au premier les meilleures conditions possibles. Ils interviennent aujourd'hui dans plus de 50 % des transactions hypothécaires et sont en général rémunérés par le prêteur.
- les assureurs de crédits hypothécaires (*mortgage guarantors*) qui assurent l'investisseur contre le risque de défaut de l'emprunteur.

Face aux banques généralistes, ces établissements mettent en avant les avantages tirés de leur modèle de spécialisation : en période de croissance, une meilleure sélection des risques liée à la bonne connaissance de leur secteur ; en période de ralentissement, une plus grande flexibilité censée leur permettre de réallouer plus rapidement leur portefeuille d'activité sur des secteurs plus porteurs.

Les banques spécialisées à l'épreuve de la crise

Ces arguments sont-ils valables ? Pour tenter de répondre à cette question, il est intéressant de comparer les performances entre les différentes catégories de banques à la lumière de la période récente, à partir de quelques indicateurs simples : évolution de leur capitalisation

boursière, de leur rentabilité des capitaux propres, ou encore de leur prime de risque sur les marchés financiers.

Les graphiques ci-après retracent ces évolutions pour les vingt plus importantes banques américaines (mesurées par la taille de leur bilan), réparties en quatre groupes selon la nature de leurs activités : banques commerciales (Citigroup, JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Wachovia), banques d'investissement (Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Stearns), banques régionales (Sun Trust, Regional Financial, Fifth Third, Comerica et Key Corp) et banques spécialisées (CIT, Americredit, Countrywide, Indymac et American Express).

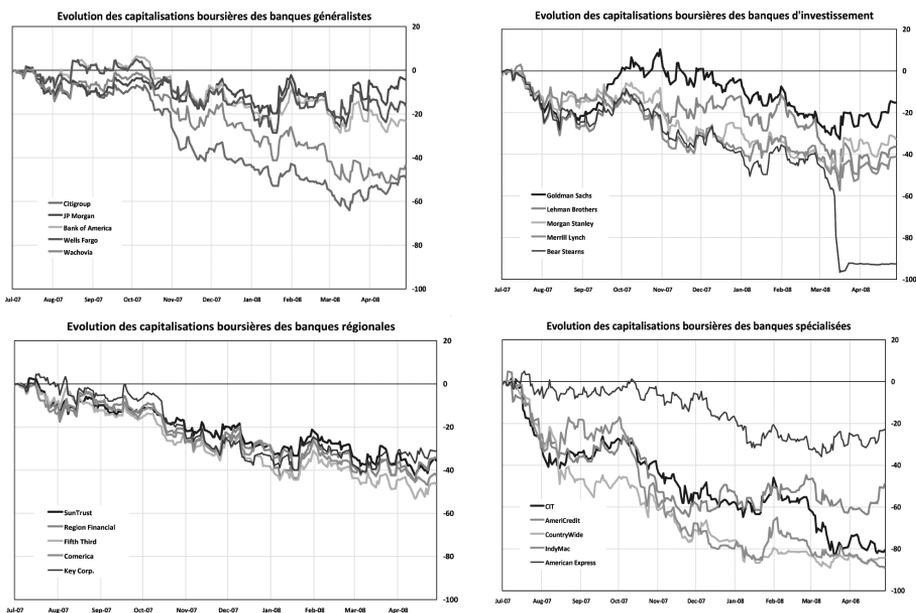
■ Capitalisations boursières : les banques spécialisées les plus touchées

Contrairement à une idée répandue, une certaine discrimination a bien eu lieu de la part des investisseurs entre les différentes catégories de banques. Ce sont les banques spécialisées qui ont globalement

accusé la plus forte défiance des investisseurs depuis le début de la crise. Trois des cinq banques composant le groupe des banques spécialisées ont ainsi vu leur capitalisation boursière chuter de plus de 80 %, les établissements les plus sanctionnés étant ceux qui interviennent dans le financement des prêts à la construction (Indymac) ou dans les prêts aux emprunteurs immobiliers « *subprimes* » (comme Countrywide). À ce stade, les établissements spécialisés dans les cartes bancaires ont été moins sanctionnés : la baisse du cours d'American Express a été limitée à un peu moins de 20 %.

Les évolutions de capitalisations boursières apparaissent également différenciées au sein des autres groupes. Si, dans l'ensemble, les banques généralistes ont mieux résisté que les banques spécialisées, certaines ont toutefois enregistré des baisses de capitalisation de plus de 40 % (Citigroup, Wachovia), la défiance des investisseurs étant en général liée à l'exposition de ces établissements au risque « *subprime* ». Quant aux banques d'investissement, leurs performances boursières apparaissent également disparates, avec des baisses comprises entre 18 % (Goldman Sachs) et 40 % (Lehman ; Morgan Stanley, Merrill Lynch), mais 90 % pour Bear Stearns.

Évolution des capitalisations boursières des banques américaines depuis juillet 2007



Source : Bloomberg

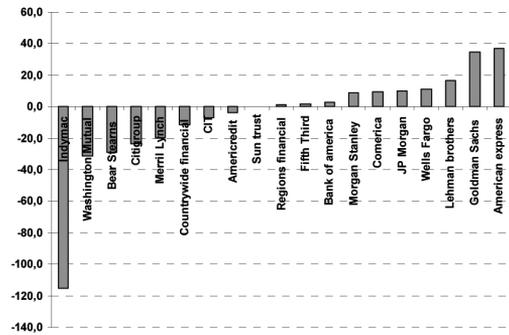
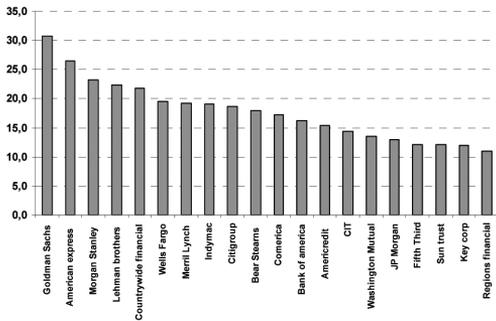
■ Rentabilité des fonds propres : une forte cyclicité pour les banques spécialisées, aggravée par une gestion déficiente du risque de crédit ?

Pour comparer les évolutions des rentabilités des capitaux propres des banques de chacune des catégories avant et après la crise, on compare leurs ROE (*return on equity*) au quatrième trimestre 2006 et quatrième trimestre 2007.

Au quatrième trimestre 2006, la rentabilité des banques spécialisées était en moyenne supérieure à

celles des banques universelles américaines. À cette période, le groupe qui affiche la meilleure rentabilité des fonds propres est alors celui des banques d'investissement (ROE compris entre 20 et 30 %), suivi par celui des banques spécialisées (ROE proches de 20 %), les banques universelles (ROE proches de 15 %) et, enfin, les banques régionales (ROE proches de 10 %). Les banques spécialisées apparaissent bien placées dans ce classement : sur les dix meilleures performances de rentabilité, cinq sont le fait des banques d'investissement, trois des banques spécialisées (American Express, Countrywide Financial, Indymac), et seulement deux des banques universelles (Wells Fargo et Citigroup).

Rentabilité des capitaux propres (ROE) au 4T 2006 et 4T 2007 (en %)

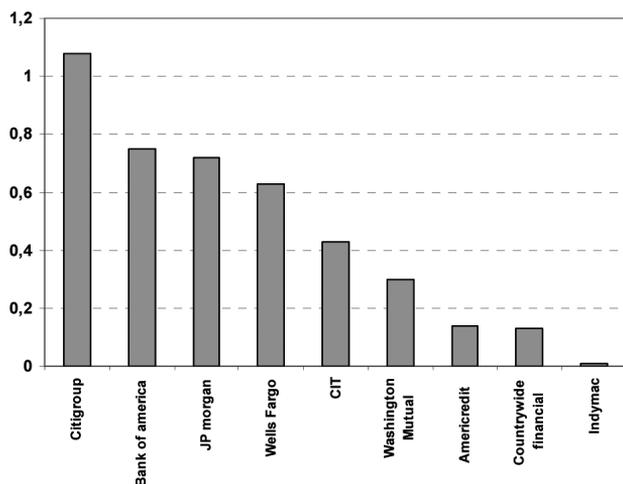


Source : rapports annuels

En revanche, les données du quatrième trimestre 2007 confirment les mauvais résultats des banques spécialisées par rapport aux banques généralistes. Parmi les dix plus mauvaises performances figurent quatre banques spécialisées (Indymac, la banque spécialisée dans les prêts à la construction immobilière, Countrywide Financial, la banque spécialisée dans les prêts « *subprimes* », mais aussi Americredit, établissement spécialisé dans le financement des achats automobiles, ou encore CIT).

L'ampleur des pertes liées à la crise immobilière est évidemment la cause principale de ces mauvais résultats. Celles-ci semblent toutefois avoir été aggravées par deux facteurs. Le premier est le levier d'endettement

important auquel ont eu recours les banques spécialisées. En 2006, juste avant la crise, le montant des actifs au sein des bilans de ces établissements représentait en effet environ dix fois leurs fonds propres. En période de faible taux d'intérêt, il est rationnel de faire jouer le levier d'endettement pour accroître la rentabilité de son investissement. Pour attirer les investisseurs et lever des fonds, ces banques ont affiché des taux de rendement élevés. Pour justifier ces rendements élevés, elles ont dû s'orienter vers des clients au profil plus risqué comme les emprunteurs « *subprimes* » en leur proposant des formules dites « innovantes » mais qui témoignaient surtout d'un relâchement de la discipline du crédit.

Taux de provisionnement du risque de crédit, fin 2006 (en % des prêts consentis)

Source : rapports annuels

Ce recours au levier d'endettement ne s'est pas accompagné, et c'est le deuxième facteur aggravant, par un provisionnement du risque de crédit rigoureux. Comme le montre le graphique qui suit, le taux de provisionnement du risque des banques spécialisées apparaît nettement inférieur fin 2006 à celui des banques généralistes alors que le profil de leurs clients était visiblement plus risqué.

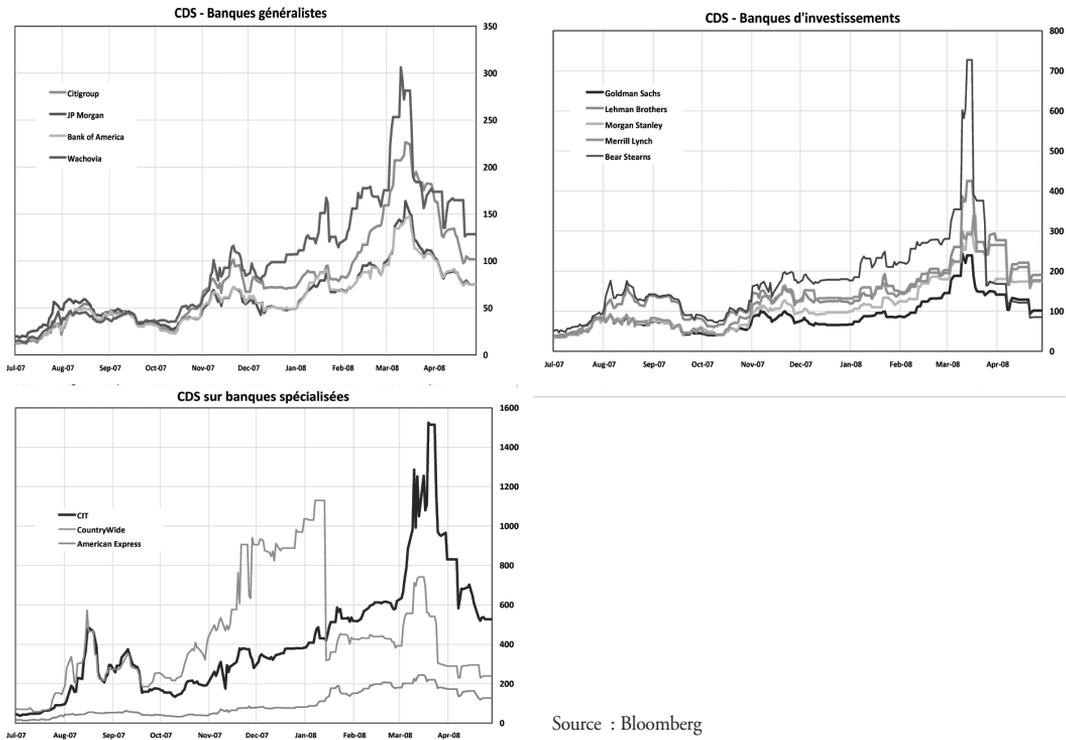
■ Une plus grande vulnérabilité des banques spécialisées face au renchérissement des coûts de financement

Si les banques spécialisées ont enregistré des pertes du côté de leurs actifs, ce sont également les tensions du côté des passifs qui les ont mises en difficulté, avec l'assèchement des liquidités sur le marché de la dette collatéralisée (ABCP, *asset backed commercial paper*) qui constitue leur principale source de financement. En effet, ces banques ne recevant pas de dépôts de la part de leurs clients, elles se financent essentiellement à travers les liquidités à court terme qu'elles trouvent

sur les marchés financiers en échange de leurs titres. À partir d'août 2007, les investisseurs institutionnels (*mutual funds, hedge funds*) qui étaient les principaux acheteurs de ces titres se sont brutalement retirés de ce marché. Parallèlement à la baisse de la demande pour leurs titres, les primes de risque sur les signatures que représentent ces banques spécialisées se sont fortement accrues.

Le graphique suivant retrace l'évolution des *spreads* sur CDS (*credit default swaps*) pour les principales catégories de banques. Si la hausse des *spreads* a été générale et a touché l'ensemble des banques, on constate que son ampleur a été considérable pour les banques spécialisées (avec une hausse des *spreads* parfois supérieure à mille points de base), reflétant les hausses de perception de défaut sur ces établissements de la part des investisseurs. Ne pouvant plus se financer aussi facilement sur les marchés financiers, certaines banques ont dû se résoudre à des sources alternatives de financement (notamment en négociant des facilités de crédit auprès de grandes banques généralistes), souvent dans la perspective d'acquisition. Countrywide a ainsi reçu plus de 2 milliards de dollars de la part de Bank of America, dans la perspective de son rachat par la banque généraliste.

Évolution des *spreads* sur CDS des principales banques américaines



Source : Bloomberg

■ La prochaine étape : des faillites en chaîne des banques régionales ?

Avec la perspective d'un scénario de stagnation prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes commencent à apparaître du côté des banques régionales. Beaucoup d'entre elles ont leur activité concentrée dans les zones touchées par la crise immobilière (Californie, Floride). De plus, un grand nombre de ces établissements ont concentré leur activité sur le secteur des prêts en immobilier commercial qui commence à son tour à montrer des signes de faiblesse. Au quatrième trimestre 2007, 2 368 institutions (à rapporter à 8 533 établissements assurés auprès du FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation) avaient un total des prêts à la construction dépassant le montant de leurs fonds propres.

Donald Kohn, l'un des vice-présidents de la Fed a récemment indiqué que la concentration du risque au

sein des banques régionales était l'une des fragilités majeures du système bancaire américain à l'heure actuelle.

À ce stade, selon les statistiques communiquées par le FDIC, seules quatre banques régionales ont fait faillite.

Si le montant des actifs cumulés de ces banques apparaît faible (2,5 milliards de dollars), il est notable qu'il s'agisse à chaque fois de banques spécialisées : Hume Bank, banque communautaire du Missouri à destination des minorités ethniques ; Miami Valley Bank, banque de l'Ohio spécialisée dans le crédit hypothécaire ; ou encore Netbank, banque en ligne domiciliée en Georgie. Certes, on est encore loin de la vague des faillites des *saving and loans* durant les années quatre-vingts. Toutefois, les défauts d'établissement bancaire sont en général une variable retardée du cycle. Si, fin avril, le nombre d'établissements bancaires en faillite est encore faible, près de quatre-vingts établissements sont sous surveillance négative de la part du FDIC.

Conclusion : la supériorité du modèle de banque universelle ?

La crise financière confirme-t-elle *a contrario* la supériorité du modèle de la banque universelle ? Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. Comme les banques d'investissement, les banques spécialisées connaissent une cyclicité marquée de leurs résultats. Seule la fin de la crise et un bilan approfondi des performances respectives des banques universelles et des banques spécialisées sur l'ensemble du cycle pourront permettre de dresser des conclusions définitives.

Un certain nombre de constats provisoires peuvent toutefois être dressés. En période de stress des marchés financiers, disposer d'un volume important de dépôts à son passif constitue une solide protection face au renchérissement des coûts de financement et à

l'assèchement des liquidités sur les marchés financiers de dette. Du côté de l'actif, la combinaison entre activité de banque d'investissement et de banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Une banque universelle comme JP Morgan, par exemple, a su maintenir un niveau de rentabilité à deux chiffres malgré la crise financière grâce à une stratégie intelligente d'universalisation « sélective ».

Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.

Note

1. *Mortgage Channel and fair lending, étude du Joint Center for Housing studies, Harvard University, avril, 2007.*

