



DIVERSIFICATION ET VALORISATION DES ACTIFS FINANCIERS : LOGIQUE SECTORIELLE CONTRE LOGIQUE DE PLACE

JEAN-PIERRE BERDOT, DANIEL GOYEAU ET JACQUES LÉONARD*

Ce que l'on nomme « globalisation financière », sous-entendu processus de levée progressive de toutes les formes d'obstacles à la libre circulation internationale des capitaux, a accompagné, avec à l'origine un retard d'une vingtaine d'années, le processus d'internationalisation des firmes, à commencer par les firmes américaines dès le début des années 1960.

Au-delà de la levée des entraves à la circulation des capitaux longs, c'est le rôle stratégique des mouvements de capitaux courts qui est en cause dans l'articulation entre internationalisation des firmes et globalisation des marchés. Le processus de globalisation n'a pas été linéaire, mais il a été marqué par des sauts liés à des modifications majeures de l'environnement réglementaire, telles que celles-ci se sont produites dans le sens de la libéralisation, en Asie et singulièrement au Japon au début de la décennie 1980, en Europe au début de la décennie suivante avec la mise en œuvre du grand marché intérieur des services financiers.

Les réformes à l'œuvre et leurs conséquences sur la circulation des capitaux ont à l'évidence profondément bouleversé la logique de l'allocation d'actifs de la part des investisseurs, d'autant plus que le contenu de l'agent investisseur a lui-même significativement évolué au cours de ces décennies.

Au début des années 1990, la valorisation d'actifs était rendue complexe par le double mouvement de diversification sectorielle et internationale des firmes. Ce défaut de lisibilité et de visibilité s'est trouvé de plus en plus sanctionné par des investisseurs bien souvent incapables d'évaluer le risque, mais aussi de discerner le bon du mauvais résultat, voire d'apprécier correctement la qualité du management et des choix stratégiques de l'entreprise cotée : d'où un flou jugé excessif des couples rendement-risque, de même qu'une lecture peu aisée des performances relatives des gestionnaires de fonds.

* Université de Poitiers, CRIEF/MOFIB.

L'exigence de lisibilité/visibilité maximale a été d'autant plus renforcée que la relation entre propriété du capital et gouvernance d'entreprise s'est trouvée sur le devant de la scène dans les années 1990. Et ce n'est pas un hasard. Les secteurs dits « de la nouvelle économie » illustrent parfaitement ces nouveaux rapports, mais ils ne sont pas les seuls.

Dans cette logique, l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire a pour corollaire l'exigence d'une visibilité maximale de la manière dont sont obtenus les flux futurs de résultats de la firme. En retour, les managers sont naturellement conduits à faciliter la visibilité de leur activité et celle des résultats futurs qu'ils escomptent. Pour autant que la stratégie d'internationalisation de l'activité soit incontournable, l'unique voie consiste à réduire la diversification sectorielle pour, à la limite, développer un recentrage absolu sur le métier de base.

L'objet de ce papier est d'analyser les implications pour l'investisseur de ces stratégies de recentrage des firmes qui imposent un basculement des modes d'évaluation et des stratégies d'investissement d'une logique d'allocation de marché (sinon de Place) vers une logique d'allocation sectorielle. La section I précise tout d'abord les conditions et les implications de l'articulation entre globalisation des marchés, évolution des formes d'épargne et internationalisation des firmes ; on étudie ensuite la situation plus particulière des marchés européens. La section II propose une analyse empirique de ces implications sur la valorisation d'un échantillon de grandes firmes françaises de l'économie dite « traditionnelle ».

GLOBALISATION DES MARCHÉS ET NOUVELLE LOGIQUE DE DIVERSIFICATION

Les premières années de la décennie 1990 ont marqué une rupture essentielle dans l'organisation des structures d'offre et de demande des marchés de capitaux, et tout particulièrement des marchés de titres de propriété. Si auparavant l'équilibrage des marchés pouvait être caricaturé par la rencontre d'une offre de titres de firmes à activité généralement multisectorielle et d'une demande de titres émanant essentiellement d'une épargne individuelle, désormais l'équilibrage s'opérait entre une offre de titres de firmes à activité de plus en plus monosectorielle et d'une demande de titres émanant principalement d'organismes de gestion collective de l'épargne.

Rupture du côté de la demande de titres..

L'importance croissante des masses à gérer collectivement (tant du point de vue des centres décisionnels de placement que des types de produits) permet, sinon force, la mise en œuvre de véritables stratégies de diversification, tant sectorielles que géographiques.

Considérés individuellement, les titres apparaissent d'un côté *a priori* plus risqués dans la mesure où le recentrage des firmes cotées sur leur métier de base les rend mécaniquement plus vulnérables à la conjoncture particulière de leur secteur d'appartenance ; mais d'un autre, leur stratégie de diversification géographique les rend moins dépendantes de la situation économique de leur pays d'origine. Le tableau ci-dessous témoigne de l'ampleur de la diversification géographique du chiffre d'affaires (de 1999) des firmes qui sont retenues dans l'analyse empirique qui suit.

Tableau n° 1
Répartition géographique du chiffre d'affaires
des sociétés retenues (en %)

Sociétés	France	Europe	Reste du monde
Air Liquide	25	30	45
Danone	34	37	29
Pernod-Ricard	28	53	19
TotalFinaElf	21	39	40
Vallourec	27	42	31
Peugeot	35	58	7
Valéo	21	41	38
Michelin	14	36	50
Société Générale	n.d.	n.d.	n.d.
Axa-UAP		68	32
Lafarge	21	31	48
Saint Gobain	33	34	33
Carrefour	62	22	16
Pinault-PR	52	23	25
Simco	100	0	0
Unibail	100	0	0

En termes plus techniques, les rentabilités des titres seraient donc logiquement de plus en plus liées au comportement du secteur d'activité et de moins en moins à celui du marché domestique.

La démarche traditionnelle des gérants, qui consistait à sélectionner d'abord les pays, puis les secteurs et enfin les titres, est remise en question : la globalisation incite à une démarche « secteur, pays, titres », voire « secteur, titres » dans le cas limite d'absence de risque de change. Dans ce cadre, l'allocation sectorielle, autrement dit la diversification, s'opère à deux niveaux successifs : intersectorielle d'abord, intrasectorielle ensuite. Il en résulte qu'au premier niveau les arbitrages intersectoriels conduisent à une valorisation relative des secteurs et qu'au second niveau les arbitrages intrasectoriels conduisent à une valorisation relative des titres à l'intérieur de leur secteur. La valorisation relative des secteurs de la nouvelle économie par rapport à ceux de l'économie traditionnelle au



cours des deux dernières années, de même que la valorisation relative des titres au sein de chacun des secteurs de la nouvelle économie, illustrent parfaitement cette nouvelle approche de la diversification des portefeuilles.

Le modèle traditionnel de marché, qui repose sur une problématique de Place financière, isole le risque systématique (de marché national) du risque spécifique aux titres. Les développements récents des marchés incitent à réécrire le modèle en termes d'approche sectorielle, ce qui correspond à un changement de nature du risque systématique : celui-ci devient un risque de secteur. Du fait de ce changement de nature, la diversification du risque spécifique ou résiduel ne repose plus sur une logique de Place mais sur une logique sectorielle.

Alors que le risque de change occupait une place stratégique, sinon parfois prépondérante, dans la mise en œuvre des décisions d'investissement selon l'ancienne logique de Places, celui-ci n'intervient désormais qu'au second niveau de l'arbitrage intrasectoriel, autrement dit après que les choix intersectoriels majeurs ont été opérés. A la limite, dans le cas d'une union monétaire, la logique de Place, risque de change compris, disparaît totalement.

En revanche, les perspectives liées au contenu sectoriel de la croissance jouent le rôle essentiel au niveau des choix intersectoriels. Le passage au second plan du critère géographique dans le choix des titres se justifie d'autant plus que les firmes sont elles-mêmes internationalement présentes sur leur secteur d'appartenance. L'évaluation internationale des secteurs relâche les liens entre conjoncture nationale et valorisation des titres.

... et rupture du côté de l'offre de titres

L'exigence de lisibilité/visibilité de l'activité et des résultats des firmes cotées est redoublée dans les années 1990 par le poids décisif des investisseurs institutionnels sur les marchés, et en particulier des organismes de gestion collective de retraite par capitalisation : même si la tendance inévitable, compte tenu du déséquilibre démographique, est au basculement des fonds à prestations définies vers les fonds à contributions définies, l'impératif d'optimisation du couple rentabilité/risque demeure incontournable. Au-delà, et en dépit de leur diversité, les investisseurs institutionnels constituent à bien des égards un groupe homogène car leurs intérêts et leurs exigences convergent. On ajoutera que l'horizon de gestion des grands acteurs de l'épargne collective est fondamentalement et nécessairement de long terme, ce qui implique une diversification large et fondée sur une information fiable et transparente.

L'exigence informationnelle est d'autant plus évidente que le redéploiement des firmes à l'international, par l'exportation mais aussi et surtout de plus en plus à travers le jeu d'opérations en capital, augmente très sensiblement leur besoin de financement, tant de bas que de haut

de bilan. La recherche de fonds propres sur le marché international des capitaux d'une part, la marchandisation de l'endettement d'autre part, jouent comme autant de contraintes qui imposent une lisibilité et une visibilité maximales des stratégies des firmes et des résultats qu'elles peuvent en escompter, comme préalable à la mise sur le marché des titres de propriété et de dette.

On ne saurait oublier que nombre de financements de marché ont pour vocation de permettre de mener à bonne fin des restructurations du tissu économique dont les formes majeures sont les fusions et acquisitions. Leur objectif intermédiaire est, directement ou indirectement, le recentrage des parties prenantes sur leur métier de base, et leur objectif final est la création de valeur actionnariale. En outre, dans la très grande majorité de ces opérations d'acquisition d'actifs stratégiques, le financement est au moins en partie réalisé par le biais de la cession d'actifs considérés comme non stratégiques. Or, les opérations de restructuration et les regroupements d'entreprises, tous secteurs confondus et sur le plan mondial, se sont singulièrement accélérés durant la seconde moitié des années 1990 : d'un montant annuel moyen de l'ordre de 400 milliards de dollars au cours de la première moitié de la décennie, ils ont progressivement augmenté pour atteindre un montant cumulé de près de 7000 milliards de dollars en 1999/2000, dont environ 40 % représentent des opérations européennes. Pour autant, le processus global s'est assorti de disparités sectorielles considérables : si le secteur des TMT a très largement occupé le devant de la scène en 1999 (plus de 500 milliards de dollars d'opérations), la majorité des autres secteurs s'est trouvée également concernée, à commencer par les secteurs de la finance, de l'énergie, de l'industrie et de la grande distribution.

Quel que soit le secteur concerné, le recentrage sur le métier de base, associé à l'exigence d'une plus grande lisibilité/visibilité, implique souvent, d'une manière ou d'une autre, la redéfinition du contenu et du périmètre de ce métier. L'incidence du point de vue des financeurs en est une association plus étroite entre l'évaluation de la firme et les perspectives de résultats qu'elle peut attendre de son métier de base. A la limite, l'entreprise peut juger opportun de requérir du marché des évaluations distinctes, propres à chacun des segments spécifiques de son activité.

PRÉSENTATION DE LA MÉTHODE D'ANALYSE EMPIRIQUE

Fondements de l'analyse empirique

Nous testons ici l'idée selon laquelle, dans un environnement financier de plus en plus globalisé, des investisseurs contraints à une véritable diversification de leur portefeuille ne peuvent trouver une réponse à



leur problème dans une stratégie de diversification géographique et sont donc conduits à rechercher une diversification de leurs actifs selon les secteurs d'activité à l'échelle internationale.

Nous choisissons de centrer l'étude empirique sur les marchés boursiers de la zone Europe dans les années 1990 : en effet, dans ce cas spécifique, le processus de globalisation financière s'est accompagné d'un processus d'intégration monétaire qui a significativement réduit le risque de change entre les pays membres de l'Union européenne et l'a même totalement éliminé pour les participants à l'Union monétaire (zone euro).

Le basculement supposé de la stratégie des investisseurs devrait entraîner deux types d'effets dynamiques liés entre eux et qui concernent le mode de lecture du comportement du marché européen, soit selon une optique plurinationale, soit selon une optique plurisectorielle. Très logiquement, en référence à l'argumentation précédente, la logique de secteur devrait progressivement l'emporter sur la logique de Place.

Ainsi, les rentabilités observées sur les marchés nationaux devraient être de plus en plus corrélées entre elles et donc avec celle d'un indice global représentatif de la zone Europe. À l'inverse, la dominance croissante de la logique sectorielle devrait amener une décorrélation de plus en plus marquée entre les rentabilités sectorielles à l'échelle de l'Europe et donc entre celles-ci et la rentabilité de l'indice global européen. Ce dernier ne fournirait alors qu'une image à contenu informationnel de plus en plus faible de la réalité de l'évolution des rentabilités liée aux stratégies actives de diversification des portefeuilles¹.

En d'autres termes, et pour reprendre la terminologie usuelle du modèle de marché, si la globalisation financière a conduit les investisseurs à opter pour une diversification de plus en plus sectorielle et de moins en moins géographique, c'est parce que le risque spécifique national a progressivement diminué alors que le risque spécifique sectoriel a progressivement augmenté. Si tel est le cas, le coefficient de corrélation du modèle de marché entre rentabilités de Places européennes et rentabilités de l'ensemble du marché européen doit progressivement augmenter sous l'effet d'une hausse du risque systématique national et donc d'une baisse du risque spécifique national diversifiable. En revanche, le coefficient de corrélation du modèle sectoriel entre rentabilités des secteurs européens et rentabilités de l'ensemble du marché européen doit progressivement diminuer sous l'effet d'une baisse du risque systématique sectoriel et donc d'une hausse du risque spécifique sectoriel diversifiable.

Le basculement de la logique de diversification des investisseurs doit également avoir des conséquences sur le processus de valorisation des titres considérés individuellement.

En effet, si la logique de secteurs tend de plus en plus à l'emporter sur

la logique de Place, d'un côté, le pouvoir explicatif du modèle de marché traditionnel (fondée sur la logique de Place) devrait diminuer progressivement ; d'un autre, celui du modèle sectoriel concurrent devrait, quant à lui, croître progressivement.

Pour tester cette hypothèse, nous retenons un échantillon d'actions françaises représentatives de divers secteurs d'activité traditionnelle et qui entrent à la fois dans la composition des indices globaux, français et européen, et dans celle des indices sectoriels européens. Nous devrions constater, ici encore, une double évolution : décorrélation accentuée entre les rentabilités individuelles des titres et celle du marché, corrélation croissante entre ces rentabilités individuelles et celles des secteurs d'appartenance des sociétés.

Un test favorable de cette double dynamique constitue une présomption de pertinence de l'idée de basculement des stratégies de diversification des investisseurs. Une manière de valider cette hypothèse consiste à identifier une baisse du pouvoir explicatif du marché dans la valorisation des actifs, associée à une hausse du pouvoir explicatif du secteur dans cette valorisation.

Méthodologie de l'analyse

Variables :

Toutes les rentabilités sont calculées à partir des variations de cours, donc hors dividendes. Les cours sont exprimés en euro. On se place donc dans la situation d'un investisseur « européen » qui ne devrait faire face à aucun risque de change. La non prise en compte du risque de change ne semble pas essentielle dans le cadre de cette étude dans la mesure où tant une stratégie de diversification de Place qu'une stratégie de diversification sectorielle affronteraient de manière strictement analogue le problème du risque de change.

R_M : rentabilité de l'indice de marché national (M = France [SBF120], Royaume-Uni [FTSE100], Allemagne [GDAX30], Italie [MIBGén], Espagne [MADGén])

R_E : rentabilité de l'indice de marché global européen (Total Market Index STOXX)

R_S : rentabilité de l'indice sectoriel européen (10 secteurs de l'économie traditionnelle, cf. infra)

R_i : rentabilité de l'action i (16 actions françaises, cf. infra)

On rappelle que, d'un point de vue statistique, le coefficient de corrélation R^2 mesure la part de la variance expliquée dans la variance totale à expliquer. Dans le cadre du modèle de marché, ce coefficient mesure donc la part du risque systématique dans le risque total défini par la variance de la rentabilité.

Régressions entre rentabilité des marchés nationaux et rentabilité de l'indice global européen

[1] $R_{Mt} = \alpha_M + \beta_{ME} R_{ET} + \varepsilon_{MT}$ Calcul du coefficient de corrélation R_{ME}^2

Régressions entre rentabilité des secteurs et rentabilité de l'indice global européen

[2] $R_{St} = \alpha_S + \beta_{SE} R_{ET} + \varepsilon_{ST}$ Calcul du coefficient de corrélation R_{SE}^2

Régressions entre rentabilité des actions françaises et rentabilité de l'indice de marché français

[3] $R_{it} = \alpha_i + \beta_{iF} R_{FT} + \varepsilon_{iT}$ Calcul du coefficient de corrélation R_{iF}^2

Régressions entre rentabilité des actions françaises et rentabilité de l'indice sectoriel européen

[4] $R_{it} = \alpha_i + \beta_{iS} R_{ST} + \varepsilon_{iT}$ Calcul du coefficient de corrélation R_{iS}^2

Régressions entre rentabilité des actions françaises, rentabilité de l'indice de marché français et rentabilité de l'indice sectoriel européen

[5] $R_{it} = \alpha_i + \beta_{iF} R_{Ft} + \beta_{iS} R_{St} + \varepsilon_{it}$ Calcul du coefficient de corrélation R_{iFS}^2

Calcul des statistiques de Fisher attachées aux parts de variabilité de la rentabilité du titre français i expliquée par l'indice de marché français (F_{iF}) et par l'indice sectoriel européen (F_{iS})

[6] $F_{iS} = 33 \frac{R_{iFS}^2 - R_{iF}^2}{1 - R_{iFS}^2}$ [7] $F_{iF} = 33 \frac{R_{iFS}^2 - R_{iS}^2}{1 - R_{iFS}^2}$

La valeur 33 mesure le nombre de degrés de liberté (36 périodes et 3 exogènes) de l'équation [5].

Base de données

Nous avons estimé chacun des modèles ci-dessus à partir de données mensuelles sur une période glissante de 36 mois (glissement de mois en mois) et ce, sur la période globale qui va de janvier 1992 à novembre 2000. Cela permet d'obtenir pour chaque équation une série de 72 coefficients de corrélation dont on analysera la dynamique.

Nous avons retenu les titres des sociétés françaises les plus représentatives de chacun des secteurs économiques, à l'exception des titres des sociétés récemment privatisées, et donc généralement pris en compte dans le calcul des indices sectoriels européens. Par ailleurs, au niveau européen (zone Europe des 15), plusieurs décompositions sectorielles sont disponibles. Nous avons retenu la décomposition la plus fine four-

nie par la base STOXX, c'est-à-dire soit la décomposition de marché (*market sector*, MS), soit la décomposition industrielle (*industry Group*, IG). Le tableau ci-dessous recense les sociétés retenues, leur secteur d'appartenance, le poids de leur titre dans chacun des indices en fin de période ainsi que le degré d'internationalisation de leur activité.

Tableau n° 2

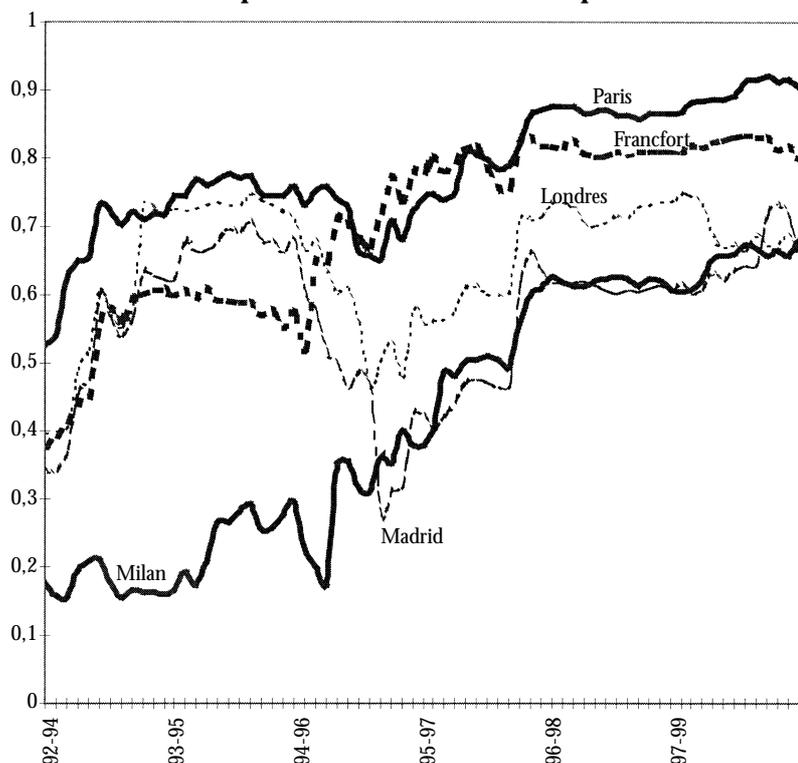
Société	Secteur	Part dans l'indice de marché français	Part dans l'indice sectoriel européen
Air Liquide	Chimie (MS)	1,2	9
Danone	Agroalimentaire (MS)	1,8	7,3
Pernod-Ricard	Agroalimentaire (MS)	0,3	1
TotalFinaElf	Energie (MS)	8,3	18,2
Vallourec	Métallurgie (IG)	0,04	-
Peugeot	Automobile (MS)	0,8	8,6
Valéo	Automobile (MS)	0,3	3
Michelin	Automobile (MS)	0,4	3,5
Société Générale	Banque (MS)	2,0	2,4
Axa-UAP	Assurance (MS)	4,4	9,3
Lafarge	Construction (MS)	0,7	11,3
Saint Gobain	Construction (MS)	1,0	16,2
Carrefour	Distribution (MS)	3,3	25,6
Pinault-Printemps-Redoute	Distribution (MS)	1,9	10,6
Simco	Immobilier (IG)	0,1	3,9
Unibail	Immobilier (MS)	0,2	8,9

DIAGNOSTIC EMPIRIQUE POUR LA ZONE EUROPE

Diversification géographique contre diversification sectorielle

Le modèle [1] est estimé pour cinq Places financières nationales (France, Royaume-Uni, Allemagne, Espagne et Italie) mises en rapport avec l'indice de marché global européen. Le graphique n°1 retrace l'évolution des coefficients de corrélation relatifs à chacune des Places. La croissance régulière de l'ensemble des coefficients de corrélation depuis le milieu des années 1990 traduit une augmentation du risque systématique relatif à chacune des Places et donc d'un moindre intérêt des stratégies de diversification géographique à l'intérieur de l'Europe. On notera toutefois que les niveaux atteints, pour les différents pays, par les coefficients de corrélation en fin de période montrent des différences substantielles qui rendent compte de potentiels de diversification nettement différenciés d'une Place à l'autre² : de ce point de vue, les potentiels de diversification encore apparemment offerts à Paris et Francfort sont plus faibles que ceux des autres Places.

Graphique n°1
Interdépendances entre Places européennes

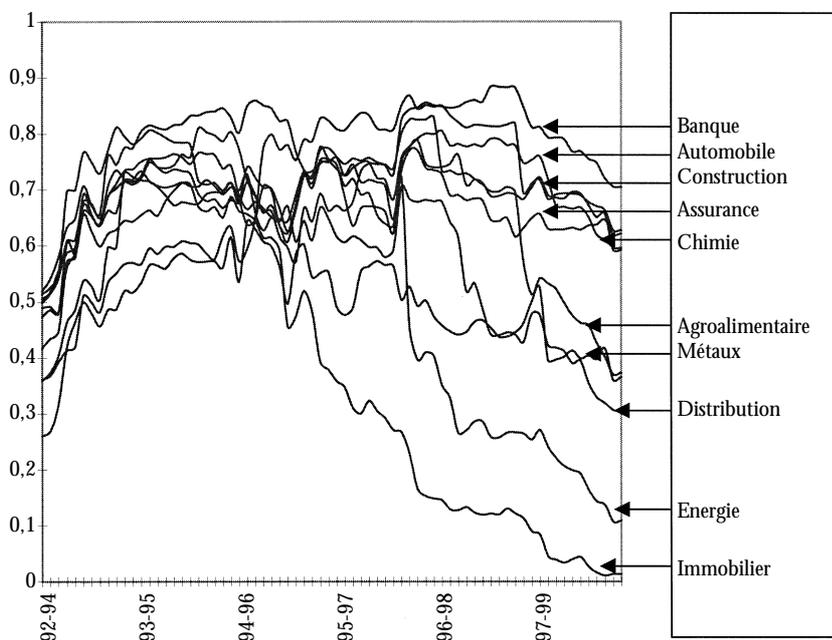


Note : Paris (SBF120), Francfort (GDAX), Londres (FT100), Madrid (MADGénéral), Milan (MIBGénéral)

Le modèle [2] est estimé pour dix secteurs européens (agro-alimentaire, assurance, automobile, banque, chimie, construction, distribution, énergie, immobilier et métallurgie) mis en rapport avec l'indice de marché global européen. Le graphique n°2 montre l'évolution des coefficients de corrélation relatifs à chacun des secteurs. La décroissance régulière des coefficients de corrélation, bien qu'à partir de dates différentes au cours de la décennie 1990, traduit, à l'inverse, une augmentation du risque sectoriel spécifique et donc l'intérêt croissant des stratégies de diversification sectorielle à l'échelle européenne. Toutefois, le fait que ce retournement ne se produise pas à une même date et à une même vitesse pour l'ensemble des secteurs illustre que les mouvements de restructurations industrielles ne se sont pas engagés et réalisés de façon homogène dans les différents secteurs d'activité en Europe. On notera par ailleurs que les disparités croissantes dans les évolutions baissières des coefficients de corrélation confirment le rôle grandissant des arbitrages intersectoriels liés

aux enjeux de ces restructurations, ce qui n'était pas encore le cas dans les premières années de la décennie. Une conséquence évidente de ces disparités croissantes de comportement des secteurs (certains secteurs comme ceux de l'immobilier et de l'énergie apparaissant en fin de période largement décorrélés de l'ensemble du marché) réside dans la représentativité de plus en plus hypothétique des indices globaux comme témoin de l'état des anticipations de l'évolution à moyen terme des économies.

Graphique n°2
Interdépendances entre secteurs européens



*Logique de Place financière contre logique de secteur
et valorisation des titres*

Sur la base des seize actions françaises constituant notre échantillon, on vérifie effectivement la double tendance attendue, affaiblissement de la corrélation par rapport au marché et renforcement de la corrélation par rapport au secteur européen. Le pouvoir explicatif du modèle de marché est mesuré par le coefficient de corrélation entre la rentabilité d'une action donnée et la rentabilité de l'indice de marché (SBF120) alors que celui du modèle sectoriel est mesuré par le coefficient de corrélation entre la rentabilité de cette action et la rentabilité de l'indice européen de son secteur d'appartenance.

Les graphiques n°3 font état de l'évolution des coefficients de corréla-



tion du modèle [3] (traits pleins) et du modèle [4] (traits en pointillés). D'une façon générale, ils confirment qu'au cours des années 1990, les actions composant notre échantillon ont effectivement connu, à des dates différentes, cette mutation radicale dans leur processus de valorisation.

Les profils d'évolution permettent de distinguer quatre grands groupes de titres :

- le premier est composé de Saint-Gobain, Total et Unibail : la logique de valorisation sectorielle l'emporte sur l'ensemble de notre période d'analyse mais sa prépondérance s'accroît véritablement depuis le milieu des années 1990 ;

- le deuxième groupe est composé de Air Liquide, Axa-UAP, Carrefour, Danone, Lafarge et Pernod-Ricard : la logique de valorisation sectorielle n'apparaît que sur la fin de la période ;

- le troisième groupe se réduit à Pinault-Printemps-Redoute : la logique de marché est toujours dominante mais, sur la fin de la période, l'importance de la logique sectorielle augmente fortement pour devenir presque équivalente à la logique de marché. Ce résultat n'est pas surprenant en soi dans la mesure où le groupe PPR a une activité encore largement diversifiée sur des métiers bien différents même s'il est rattaché au secteur de la distribution. La diversification de ses activités fait qu'il est, certes de moins en moins mais toujours principalement, lié au marché français.

- le quatrième groupe est composé de Michelin, Peugeot, Simco, Société Générale, Valéo et Vallourec : aucune des deux logiques ne domine véritablement sur l'ensemble de la période mais, à l'exception de Simco, la logique sectorielle tend à s'imposer en fin de période. Ce résultat modérément favorable à notre hypothèse de valorisation sectorielle provient probablement d'une imperfection dans la définition des indices sectoriels européens utilisés pour trois titres : Michelin, Valéo et Peugeot. En réalité, l'indice automobile, qui regroupe des constructeurs et des équipementiers, apparaît trop composite et hétérogène dans la mesure où il regroupe des métiers très différents. Aussi, Michelin et Valéo, d'une part, et Peugeot, d'autre part, devraient être valorisés en liaison avec un indice sectoriel « pur » reposant sur la spécificité de leur métier respectif.

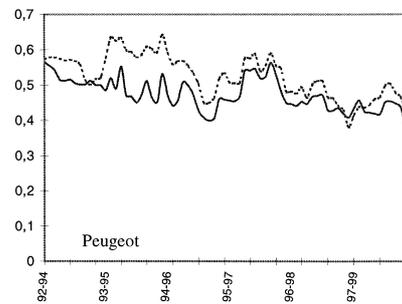
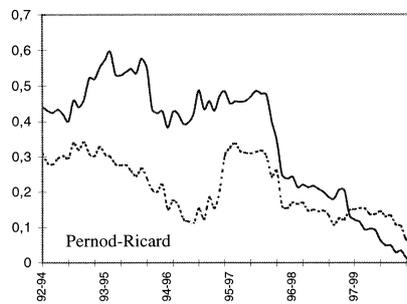
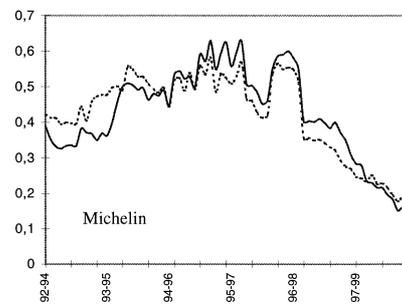
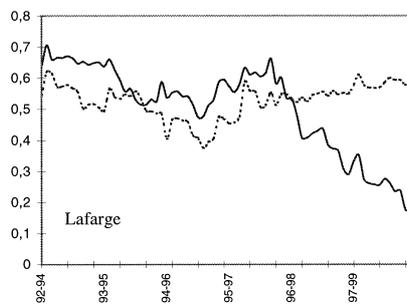
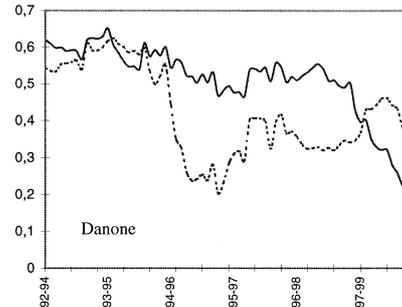
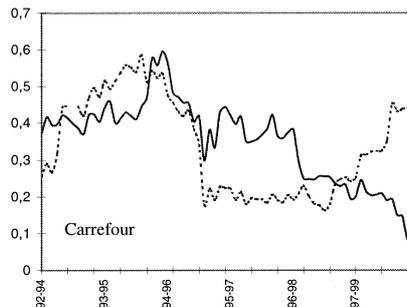
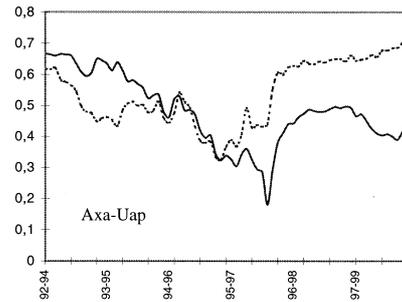
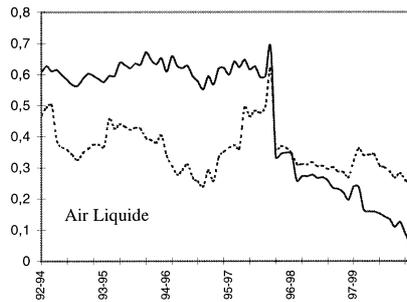
Les conclusions qui précèdent sont confirmées par l'évolution des statistiques de Fisher-Snedecor, qui jugent d'une part la pertinence de la logique « sectorielle » de valorisation (test [6]) en testant le modèle [5] contre le modèle [3] (traits en pointillés), d'autre part la pertinence de la logique « Place » de valorisation (test [7]) en testant le modèle [5] contre le modèle [4] (traits pleins).

Les graphiques n° 4 présentent les résultats relatifs aux tests [6] et [7] ; le trait plein horizontal représente le seuil de signification du test de Fisher-Snedecor à 5 %.



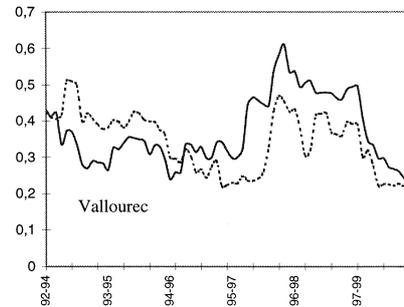
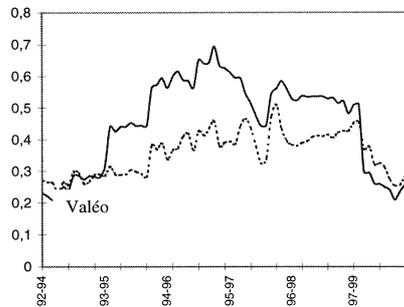
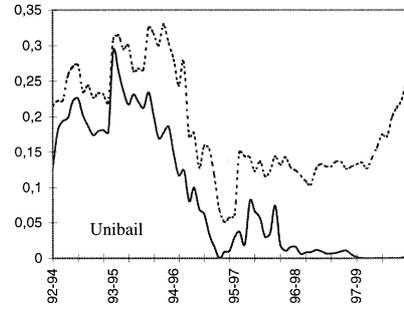
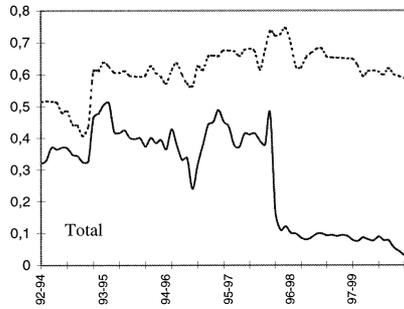
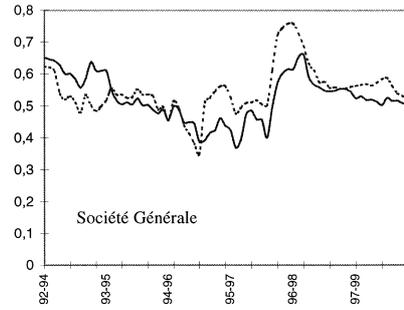
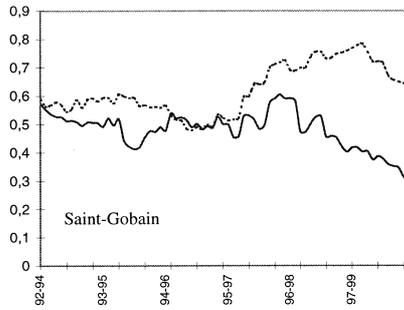
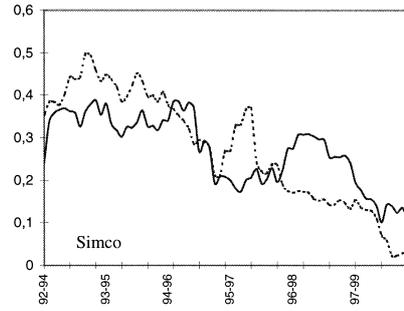
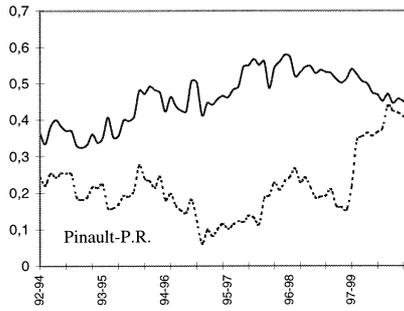
DIVERSIFICATION ET VALORISATION DES ACTIFS FINANCIERS :
LOGIQUE SECTORIELLE CONTRE LOGIQUE DE PLACE

Graphiques n°3
Valorisation sectorielle et valorisation de Place





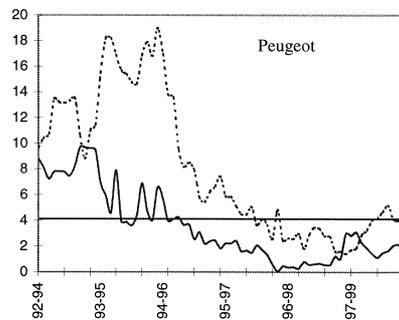
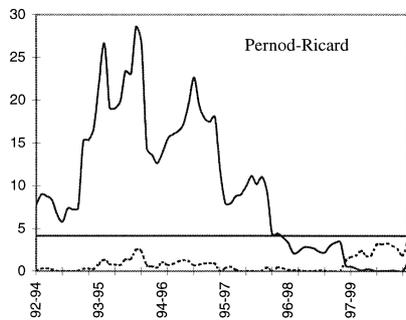
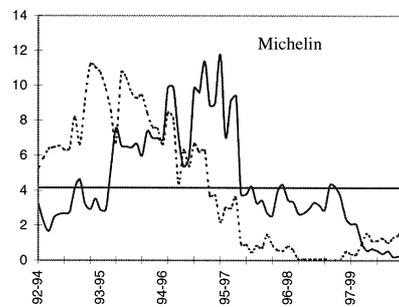
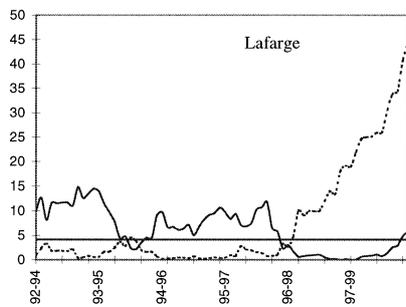
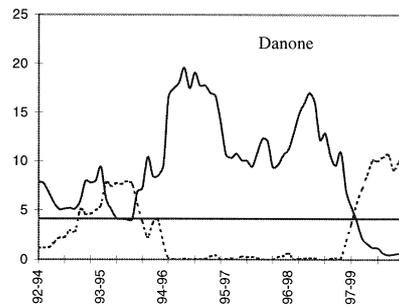
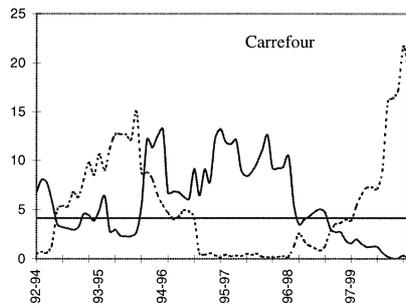
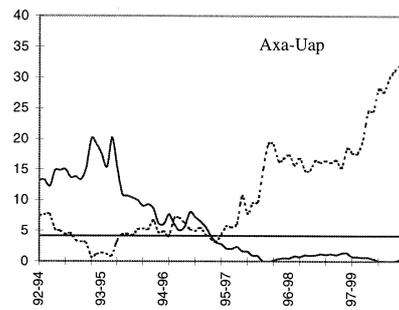
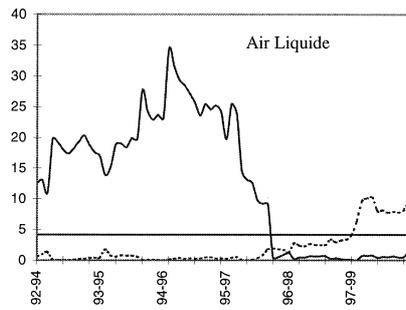
Graphiques n°3 (suite) Valorisation sectorielle et valorisation de Place





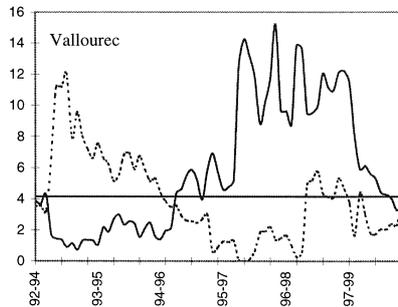
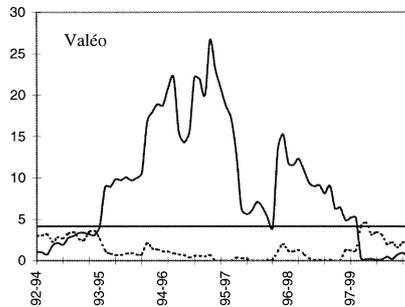
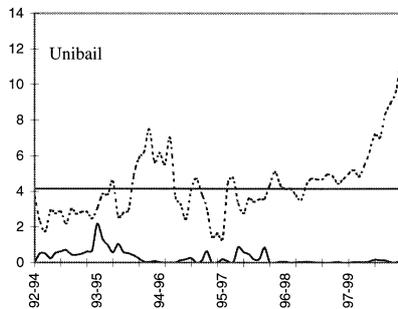
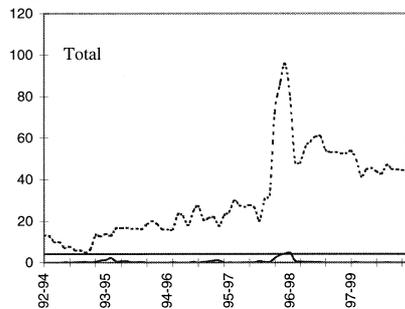
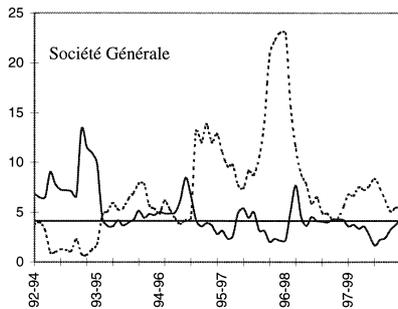
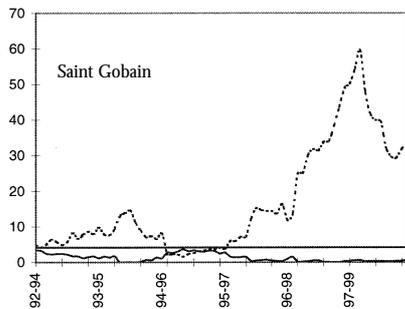
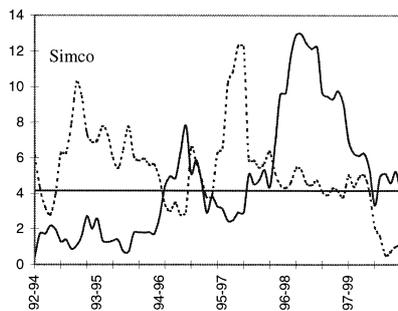
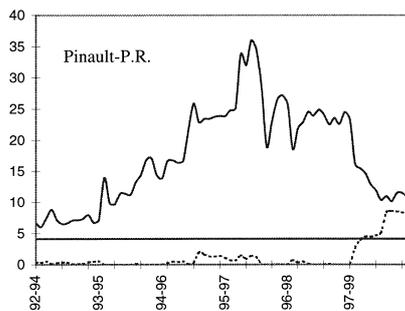
DIVERSIFICATION ET VALORISATION DES ACTIFS FINANCIERS :
LOGIQUE SECTORIELLE CONTRE LOGIQUE DE PLACE

Graphiques n°4
Tests de la logique sectorielle et de la logique de Place





Graphiques n°4 (suite) Tests de la logique sectorielle et de la logique de Place



Les résultats peuvent être synthétisés dans le double tableau suivant. Les titres sont classés d'une part selon la logique prépondérante (en colonne, secteur ou place) et d'autre part selon le degré de significativité de la logique secteur (en ligne, significatif ou non). Ce classement est effectué en début et fin de période.

Tableau n°3

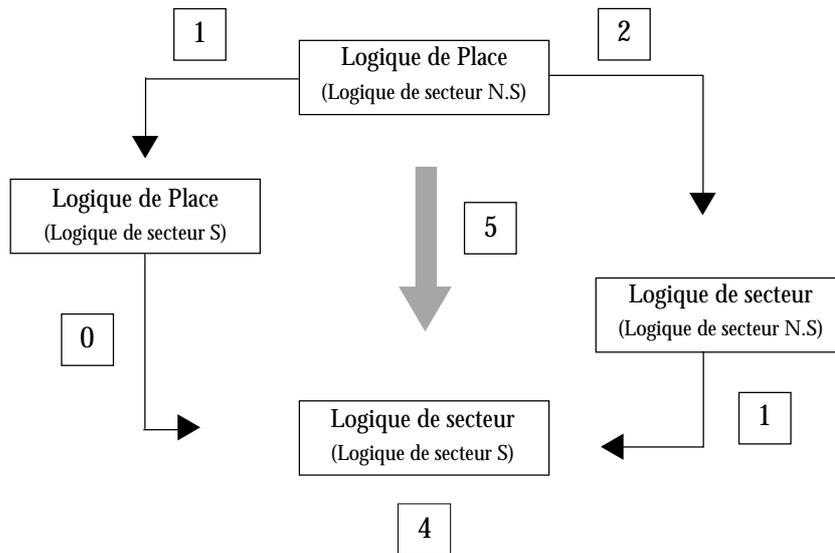
Début de période	Logique « secteur » < Logique « Place »	Logique « secteur » > Logique « Place »
Logique « secteur » non significative	Air Liquide Axa-Uap Danone Lafarge Pernod-Ricard Pinault-Printemps-Redoute Société Générale Valéo	Unibail
Logique « secteur » significative		Carrefour Michelin Peugeot * Saint-Gobain Simco Totalfinaelf Vallourec
Fin de période	Logique « secteur » < Logique « Place »	Logique « secteur » > Logique « Place »
Logique « secteur » non significative	Simco Vallourec	Michelin Pernod-Ricard Valéo
Logique « secteur » significative	Pinault-Printemps-Redoute	Air Liquide Axa-Uap * Carrefour * Danone Lafarge * Peugeot Saint-Gobain * Société Générale Totalfinaelf * Unibail

* très significatif

Le diagramme qui suit synthétise la dynamique des évolutions observées entre le début et la fin de période. Trois types de cheminements peuvent être distingués : un cheminement direct de la logique de Place

(avec secteur non significatif - NS -) vers une logique de secteur significative -S - ; deux cheminements indirects passant par des stades transitoires, soit parce que la logique de secteur devient significative, soit parce qu'elle devient prépondérante.

Diversité des évolutions de la logique de valorisation des titres



18

On observe qu'en début de période, 5 titres (Carrefour, Michelin, Peugeot, Saint-Gobain et Total) sur les 16 de notre échantillon étaient déjà valorisés selon une logique sectorielle significative. Ils le restent en fin de période, même si pour un titre (Michelin), la logique sectorielle devient moins significative.

En ce qui concerne les autres titres, ils passent d'une logique de marché (avec une logique sectorielle non significative) à une logique sectorielle significative selon 3 voies plus ou moins directes et progressives. Un basculement brutal a été opéré par 5 titres (Air Liquide, Axa-Uap, Danone, Lafarge et Société Générale) sur les 12 restants et 3 titres sont en phase de transition : pour PPR, la transition s'amorce puisque la logique de marché reste dominante mais la logique sectorielle demeure significative ; quant à Pernod-Ricard et Valéo, la transition est avancée puisque la logique sectorielle est devenue dominante même si elle demeure non significative. Seuls, 2 titres (Simco et Vallourec) présentent des évolutions de processus de valorisation encore atypiques.



La conjonction entre globalisation financière, évolution des formes d'épargne et stratégies de recentrage des firmes nous avait conduit à penser que la logique de diversification de portefeuille et de valorisation des titres devait en conséquence en être profondément affectée. Les tests pratiqués sur la zone européenne attestent de telles mutations : dans la plupart des cas, la logique de Place le cède progressivement à la logique de secteur. Plus précisément, les gains de la diversification sont plus à rechercher dans l'exploitation des disparités sectorielles que dans celle des spécificités géographiques. Toutefois, dans la mesure où le processus de basculement d'une logique reste en cours dans certains secteurs, les stratégies de *stock-picking* demeurent toujours d'actualité.

NOTES

1. Une explication radicalement différente, mais complémentaire de la nôtre, de l'affaiblissement des relations entre les rendements des titres et ceux de leurs indices de Places respectifs est proposée par Errunza, Hogan et Hung (1999). Au cours des vingt dernières années, un nombre croissant de « fonds-pays » diversifiés est traité sur le marché américain, et ce, parallèlement aux actions de sociétés multinationales. Les auteurs en déduisent que les corrélations de rendements entre des portefeuilles diversifiés de valeurs traités sur le marché américain (« pseudo-diversification internationale ») et les indices de Places étrangères doivent logiquement l'emporter sur les corrélations entre les rendements de ces mêmes portefeuilles et ceux de l'indice de Place américain. Les tests pratiqués sur la période 1976-1993 valident cette hypothèse. Il en ressort que le gain marginal de la diversification internationale traditionnelle par rapport à la « pseudo-diversification internationale » s'est considérablement réduit depuis deux décennies, et ce, en ligne avec le recul des entraves aux investissements.
2. Le coefficient de corrélation peut en effet être interprété comme un indicateur de diversification de la Place. Un coefficient égal à l'unité signifierait que la Place considérée n'offre plus aucun potentiel de réduction du risque diversifiable.

BIBLIOGRAPHIE

- ANGELIER J. P., (1997), *Economie industrielle : une méthode d'analyse sectorielle*, PUG
- BÜHLMANN V., (2000), Oh Happy Day !, *Banque et Finance*, août
- CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE, (2000), *Rapport exercice 1999*
- DAVIDSON R., FUNNELL L. B. et DRAAISMA T., (1999), How we value Stocks, *Euroletter*, Morgan Stanley Dean Witter, september
- DWYER G., et HAFFER R. W., (1988), Are National Stock Markets Linked ?, *Federal Reserve Bank of St Louis*, november/december
- ERRUNZA V., HOGAN K. et HUNG M. W., (1999), Can the Gains from International Diversification be achieved without trading abroad ?, *Journal of Finance*, LIV, n°6, december
- NAMUR D. et SASSENOU N., (1996), Stratégie d'allocation sectorielle : I. analyse descriptive et méthodologique ; II. Interprétation et utilisation du modèle, *Documents de travail* n°1996-01/FI et n°1996-02/FI, octobre
- NODET A. et PICHET E., (1991), *L'analyse financière sectorielle*, Peyrat-Courtenis
- PAGET-BLANC E., (1994) Diversification du portefeuille et stabilité inter-temporelle des coefficients de corrélation entre indices boursiers, *Banques et Marchés*, n°11, janvier-février