



LES FONDEMENTS DE LA ROTATION SECTORIELLE DES PORTEFEUILLES

JEAN-PIERRE BERDOT *
DANIEL GOYEAU *
JACQUES LÉONARD *

La littérature récente sur la logique de sélection de portefeuille rend compte d'une inflexion majeure en matière de diversification : à l'aune de l'expérience des grandes gestions, on est progressivement passé, depuis moins d'une dizaine d'années, d'une logique de diversification avant tout géographique - selon les zones monétaires et les Places financières - à une logique d'arbitrages intersectoriels d'autant plus favorisée que les phénomènes de « régionalisation monétaire » se sont multipliés (monnaie unique européenne, ancrage progressif des PECO à l'euro, ancrage des monnaies asiatiques et latino-américaines au dollar).

Ce changement de logique de diversification s'appuie sur un double constat mis en évidence dans bon nombre d'études¹ : augmentation significative des corrélations entre les évolutions des Places financières nationales jointe à une diminution significative des corrélations entre les évolutions sectorielles. En conséquence, les gains de la diversification sont de moins en moins à rechercher sur le plan géographique, mais de plus en plus sur le plan sectoriel. Cette évolution des marchés financiers résulte avant tout d'une tendance marquée à la convergence des structures et des taux de croissance de l'activité des grands pays industrialisés. La stabilisation, voire la disparition des taux de change dans le cas des pays de la zone euro, ne fait que renforcer cette évolution².

Dans ces conditions, l'intérêt pour l'analyse des spécificités sectorielles devient prépondérant : autant la démarche géographique

* Professeur à l'Université de Poitiers, CRIEF/MOFIB.



consistait à positionner chaque pays dans son cycle économique, autant il s'agit désormais de positionner chaque secteur dans le cycle économique mondial. À ce propos, un effet majeur de la globalisation commerciale et financière est la réduction des décalages internationaux de conjoncture, autrement dit la tendance au « rephasage » des cycles nationaux d'activité. Il en résulte que la gestion active (voir Annexe n° 2) est passée d'une logique de rotation géographique à une logique de rotation sectorielle des investissements.

Par ailleurs, si un certain nombre d'études analysent la relation entre cycle réel et cycle boursier, notamment dans une perspective de guidage de la politique monétaire, elles ne sont que de peu d'intérêt dans une perspective de gestion de portefeuille, et plus spécifiquement dans une logique d'investissement basée sur la rotation sectorielle des portefeuilles. En effet, dans la mesure où les différents secteurs ne sont pas « calés » de façon homogène sur le cycle d'activité économique, cette hétérogénéité se traduit à tout moment par une différenciation des niveaux de risque sectoriels et, par conséquent, par des performances différenciées relativement à celles du marché dans son ensemble³.

L'objectif de cet article est de synthétiser, à travers le croisement d'un indicateur de spécificité réelle et d'un indicateur de spécificité financière, les spécificités sectorielles évoquées. Le premier indicateur rend compte du positionnement du cycle sectoriel dans le cycle économique d'ensemble : il s'exprime en termes d'avances ou de retards de la valorisation du secteur par rapport à l'activité économique d'ensemble dans laquelle il s'insère. Le second indicateur rend compte du positionnement de la valorisation sectorielle par rapport à la valorisation globale du marché : il est exprimé par le coefficient β qui traduit le caractère offensif, neutre ou défensif de l'investissement dans le secteur.

La première partie de cet article établit tout d'abord une typologie des secteurs selon leur positionnement par rapport au cycle général d'activité, tel que mesuré par l'importance des décalages de leur valorisation par rapport à ce cycle réel (avances ou retards). On procède ensuite à l'élaboration d'une typologie des secteurs selon leur degré de sensibilité par rapport au marché, telle que mesurée par le coefficient β .

Dans la seconde partie, nous croisons ces deux indicateurs pour obtenir une typologie susceptible d'illustrer la double dimension d'une gestion active des portefeuilles. Cette typologie nous conduit ensuite à positionner le cycle de la valorisation sectorielle et de l'investissement de portefeuille par rapport au cycle général d'activité réelle, ce dernier étant exprimé par la succession de quatre phases : reprise, expansion, surchauffe et récession.

Notre analyse est appliquée au marché français des actions en rapport avec la conjoncture économique française, sur la période 1994/2003. Le choix de cette période présente l'avantage, du point de vue de la pertinence des estimations, de recouvrir trois sous-périodes significativement différenciées aussi bien au plan économique qu'au plan boursier : croissance molle suivie d'un boom et d'une correction, soit un cycle économique et boursier complet.

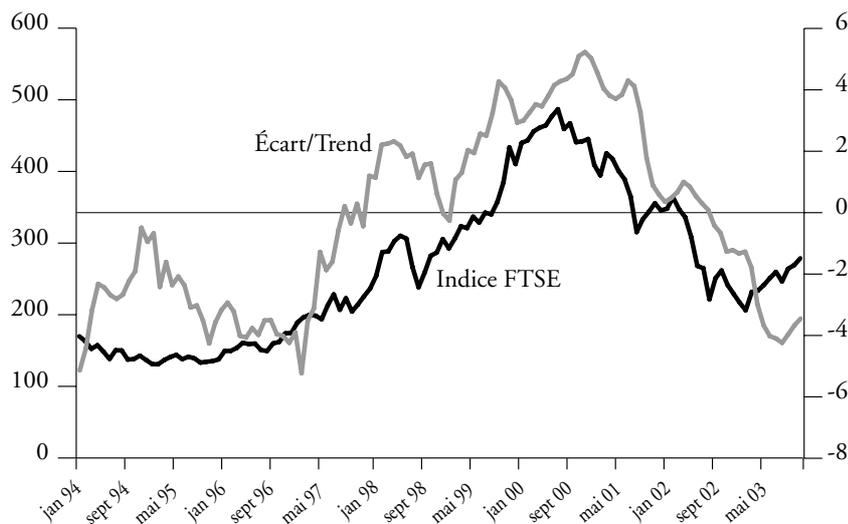
*CYCLE ÉCONOMIQUE ET CYCLE BOURSIER :
UNE TYPOLOGIE SECTORIELLE*

Conjoncture économique et comportements boursiers sectoriels

Les marchés boursiers sont réputés acheter la conjoncture économique future à travers son impact sur les bénéfices des sociétés cotées, comme l'illustrent les résultats suivants en données mensuelles sur la période 1994/2003.

Ces derniers rapprochent l'indice général FTSE/Datastream pour le marché français de l'indice général INSEE de la production industrielle française. C'est plus précisément l'écart de ce dernier par rapport à son *trend*⁴ qui est retenu comme indicateur de la situation conjoncturelle.

Graphique n° 1
Indice général FTSE/Datastream (échelle de gauche)
et Écart/Trend de la production industrielle (échelle de droite)
(France, 1994-2003)



On estime donc l'équation :

$$IB_t = a + b IP_{t-i}$$

où :

IB = indice boursier

IP = indice de l'écart de la production industrielle par rapport à son *trend*

i variant de -6 à +6

Si l'on retient les décalages qui minimisent le critère de Schwartz⁵, on obtient :

	Constante (t stat)	Coefficient (t stat)	R ²	Critère Schwartz
Avance 1 mois	270,65 (45,77)	25,59 (14,02)	0,63	11,23
Avance 2 mois	269,53 (44,62)	25,64 (13,65)	0,62	11,27
Avance 3 mois	268,85 (44,52)	25,90 (13,78)	0,62	11,26

Ainsi, très globalement, le marché boursier réagit avec une avance de l'ordre d'un trimestre par rapport aux inflexions de la conjoncture économique du pays.

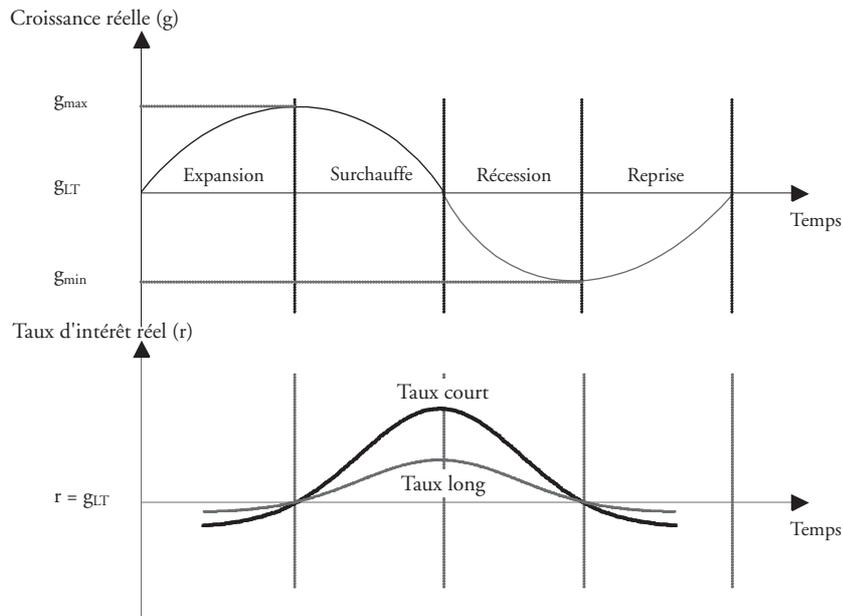
Ce résultat d'ensemble, qui tendrait à attester d'une certaine myopie du marché, recouvre toutefois une grande disparité de situations sectorielles : en effet, tout comme les conjonctures économiques sectorielles présentent des avances ou des retards significatifs par rapport à la conjoncture globale, les performances boursières sectorielles doivent logiquement refléter ces décalages réels.

Le cycle économique d'ensemble peut être représenté, comme ci-dessous, sous la forme d'une succession de quatre phases conjoncturelles (reprise, expansion, surchauffe, récession), à chacune d'elles étant en principe associée une configuration spécifique des niveaux et de la structure des taux d'intérêt.

La reprise d'activité se produit généralement dans un contexte de taux d'intérêt réels faibles, sinon négatifs et de structure ascendante de ces taux. L'expansion est progressivement marquée à la fois par la hausse des taux et le rétrécissement, jusqu'à annulation, de l'écart taux court-taux long. Ceci marque le début de la surchauffe, au cours de laquelle la structure des taux s'inverse progressivement. Dans la récession, les taux baissent et l'inversion précédente est peu à peu corrigée.

Le cycle des taux en rapport avec le cycle conjoncturel traduit la fonction de réaction contracyclique de la Banque centrale et le degré de saturation du segment des titres longs. On comprend alors aisément que, à titre d'exemple, les périodes de taux faibles et de structure de taux fortement ascendante seront favorables à l'investis-

Graphique n° 2 Cycle économique et taux d'intérêt



5

sement productif et immobilier alors que les composantes plus récurrentes de l'activité seront *a priori* moins affectées dans les périodes de taux élevés et de structure plate, voire inversée.

À partir de la classification sectorielle internationale FTSE, nous testons plus précisément la manière dont le marché boursier réagit sectoriellement à l'évolution conjoncturelle de l'activité économique d'ensemble. Nous devons ainsi pouvoir mettre en évidence des décalages significatifs (avances ou retards) des réactions boursières sectorielles par rapport à l'activité économique d'ensemble, qui révéleraient une forme de rationalité des investisseurs : considérant la conjoncture économique globale, ils s'engagent sectoriellement sur la base de leur connaissance implicite des décalages dans les cycles sectoriels par rapport au cycle économique d'ensemble. Ce comportement fonderait les stratégies de rotation sectorielle des investisseurs au fil du cycle économique (voir Annexe n° 1).

La typologie des secteurs selon leurs avances ou retards par rapport à l'activité économique d'ensemble est établie selon une méthodologie identique à celle développée à propos de l'indice général FTSE/Datastream. Les résultats obtenus font état de disparités substantielles dans les décalages sectoriels distribués globalement sur une année. Pour synthétiser ces résultats, les secteurs sont regroupés en

Tableau n° 1
Système de classification internationale FTSE*

GROUPE	SECTEURS
RESSOURCES	<i>Mines</i> Pétrole & gaz
<i>INDUSTRIES DE BASE</i>	Chimie Bâtiment & matériaux de construction <i>Sylviculture & papiers</i> Acier & autres métaux
INDUSTRIES GÉNÉRALISTES	Aérospatiale & défense Industries diversifiées Équipements électroniques & électriques Ingénierie & biens d'équipement industriels
BIENS DE CONSOMMATION CYCLIQUES	Automobiles & équipementiers Équipement ménager & textiles
BIENS DE CONSOMMATION NON CYCLIQUES	Boissons Agroalimentaire/production Santé Hygiène, cosmétiques & produits ménagers Pharmacie & biotechnologie
SERVICES CYCLIQUES	Détaillants généralistes Loisirs & hôtels Médias & divertissements Services supports Transports
SERVICES NON CYCLIQUES	Distribution, alimentation & produits pharmaceutiques <i>Services de télécommunications (opérateurs réseaux)</i>
SERVICES AUX COLLECTIVITÉS	<i>Électricité</i> <i>Autres services aux collectivités</i>
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES	Banques Assurance Assurance-vie <i>Sociétés de portefeuille-holding</i> Immobilier Spécialités & autres activités financières <i>Entreprises d'investissement</i>
TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION	Équipements destinés aux technologies de l'information Logiciels & services informatiques

* En italique : groupe ou secteur dont les données ne sont pas disponibles chez Datastream

quatre classes (aucun secteur n'étant parfaitement synchrone de l'activité) : très avancés (4 à 6 mois), avancés (1 à 3 mois), retardés (1 à 3 mois), très retardés (4 à 6 mois).

La typologie obtenue confirme dans l'ensemble nos attentes : les secteurs de biens d'équipement affichent très logiquement la plus large

avance sur le cycle général d'activité alors que bon nombre de secteurs représentatifs de l'activité courante suivent ce cycle avec plus ou moins de retard. À ce propos, on notera que s'il n'est pas surprenant de constater que le secteur des biens de consommation non cycliques présente un retard très élevé (essentiellement imputable à son inertie par rapport à la conjoncture courante), en revanche le groupe des services non cycliques s'inscrit en forte avance, ce qui n'est pas pour nous surprendre dans la mesure où il inclut très largement les services de télécommunications qui sont directement en phase avec les investissements en nouvelles technologies (réseaux).

Tableau n° 2
Typologie des décalages sectoriels *

SECTEURS EN RETARD		SECTEURS EN AVANCE	
De 4 à 6 mois	De 1 à 3 mois	De 1 à 3 mois	De 4 à 6 mois
(-6) Chimie** Santé Spécialités & autres activités financières Pharmacie & biotechnologie Banques Hygiène, cosmétiques & produits ménagers Biens de consommation non cycliques	(-2) Agroalimentaire/production Services supports	(1) Distribution, alimentation & produits pharmaceutiques Automobiles & équipementiers Bâtiment & matériaux de construction**	(4) Équipement ménager & textiles Transports Services cycliques Technologies de l'information
		(2) Services aux collectivités	(5) Immobilier Logiciels & services informatiques Services non cycliques
(-5) Ressources Pétrole & gaz		(3) Industries diversifiées Acier & autres métaux** Aérospatiale & défense Équipements électroniques & électriques Détaillants généralistes Loisirs & hôtels Médias & divertissement Assurance Industries généralistes Biens de consommation cycliques Sociétés financières	(6) Équipements destinés aux technologies de l'information Boissons Ingénierie & biens d'équipement industriels

* Caractères gras : groupes FTSE. Dans chaque colonne, le décalage en nombre de mois.

** 3 des 4 secteurs composant le groupe des industries de base dont les données sont indisponibles chez Datastream.

Conjoncture boursière et sensibilités sectorielles

De manière conventionnelle, le modèle de droite de marché est utilisé pour distinguer l'effet « marché global » de l'effet spécifique dans l'explication de la rentabilité d'un titre ou d'un secteur. Selon cette approche, l'écart de rentabilité d'un titre ou d'un secteur par rapport au marché est mesuré par le coefficient β de la droite de marché.

Le coefficient β est l'indicateur privilégié du comportement du titre ou du secteur par rapport au comportement d'ensemble du marché : $\beta = 1$ signifie que le comportement du titre ou du secteur reproduit globalement celui du marché ; de même, $\beta < 1$ ($\beta > 1$) signifie que le titre ou le secteur amortit (amplifie) à la hausse, comme à la baisse, le comportement du marché boursier. Il en résulte donc que, de fait, le coefficient β traduit le caractère plus ou moins cyclique de la performance relative du titre ou du secteur par rapport à celle du marché boursier dans son ensemble.

Selon notre approche sectorielle, le caractère cyclique d'un secteur peut être apprécié en régressant l'évolution de sa rentabilité sur celle du marché. Sur données mensuelles, on teste la significativité du coefficient β par rapport à l'unité. Les résultats sont donnés dans le tableau ci-dessous.

8

Tableau n° 3
Typologie des sensibilités sectorielles *

Secteur défensif ($\beta < 1$)	Secteur neutre ($\beta = 1$)	Secteur offensif ($\beta > 1$)
Boissons Chimie Immobilier Biens de consommation non cycliques Santé Pharmacie & biotechnologie Agroalimentaire/production Pétrole & gaz Ressources Spécialités & autres activités financières Distribution, alimentation & produits pharmaceutiques Industries diversifiées	Services supports Transports Hygiène, cosmétiques & produits ménagers Ingénierie & biens d'équipement industriels Services non cycliques Industries généralistes Automobiles & équipementiers Bâtiment & matériaux de construction Services aux collectivités Loisirs & hôtels Aérospatiale & défense Détaillants généralistes Médias & divertissement Équipements électroniques & électriques Acier & autres métaux	Services cycliques Biens de consommation cycliques Banques Équipement ménager & textiles Sociétés financières Assurance Technologies de l'information Équipements destinés aux technologies de l'information

* Dans chaque colonne, les secteurs sont classés par ordre croissant de la statistique t de Student, relative au test $\beta = 1$.



Ces résultats montrent que nombre de secteurs habituellement réputés défensifs (immobilier, santé, pharmacie, agroalimentaire...) présentent un $\beta < 1$, de même que des secteurs considérés comme offensifs (équipement ménager, technologies de l'information...) affichent un $\beta > 1$. En revanche, certaines différences par rapport au classement « classique » des secteurs peuvent *a priori* surprendre.

Si l'on prend toutefois en compte les mutations structurelles majeures qui ont marqué les modes de consommation et les structures industrielles depuis au moins une décennie, de même que l'évolution des métiers de la production et des services au cours de cette même période, ces différences s'expliquent. À titre d'exemple, notons que les métiers de la banque et de l'assurance ont profondément évolué : ainsi, si le Produit net bancaire (et donc les perspectives bénéficiaires) est directement lié à l'intensité de l'activité de transformation des banques en rapport avec la pentification de la courbe des taux, il est aussi et de plus en plus lié à leur activité d'ingénierie, d'assistance technique et d'assistance de marché dans les périodes au cours desquelles les opérations en capital (fusions-acquisitions, OPA, OPE, augmentations de capital...) se multiplient. Dans les deux cas, les phases de veille de reprise et de reprise du cycle d'activité sont éminemment favorables, et ce tout au contraire des phases de surchauffe ou de ralentissement. Pour ce qui concerne l'assurance, leur classification antérieure dans l'ensemble des valeurs défensives tenait, d'une part, au caractère non cyclique de leurs engagements (collecte de primes), d'autre part au poids prépondérant de l'immobilier dans leurs actifs. La restructuration de leurs portefeuilles d'actifs en faveur des valeurs mobilières (notamment actions) au détriment des valeurs immobilières les rend désormais sensibles à l'évolution des marchés financiers, ce qui justifie leur positionnement constaté en tant que valeurs cycliques.

Par ailleurs, on peut remarquer certaines incohérences apparentes au niveau des classements en termes de groupes et de secteurs FTSE. Ainsi, si les groupes « biens de consommation cycliques » et « services cycliques » sont répertoriés comme « offensifs », les secteurs qui les constituent relèvent de la catégorie « neutre ». La raison en est simple : les coefficients β sectoriels de chacun des deux groupes sont fortement hétérogènes, les uns étant inférieurs à 1, les autres étant supérieurs à 1 et même supérieurs au β de leur groupe d'appartenance. Mais aucun d'entre eux n'est significatif du fait de la forte instabilité de chaque secteur (variabilité élevée). Dès lors, l'agrégation de secteurs en groupes traduit implicitement une logique de diversification qui masque l'hétérogénéité des sensibilités des différents secteurs et l'existence de corrélations internes aux groupes. Ceci justifie la non pertinence du niveau intermédiaire des « groupes » en termes de logique d'investis-

sement et renforce d'autant la pertinence de la logique sectorielle dans le choix de portefeuille.

TYPLOGIES SECTORIELLES ET GESTION ACTIVE DE PORTEFEUILLE

Une typologie sectorielle à deux dimensions

Le tableau ci-après croise le caractère défensif/offensif, par rapport au marché, des secteurs et leur caractère avancé/retardé, par rapport au cycle économique.

Tableau n° 4
Analyse des secteurs

		Sensibilité/marché boursier (coefficient β)			
		Défensive : $\beta < 1$	Neutre : $\beta = 1$	Offensive : $\beta > 1$	
Sensibilité/activité économique	En retard	De 4 à 6 mois	Chimie Santé Spécialités & autres activités financières Pharmacie & biotechnologie Pétrole & gaz	Hygiène, cosmétiques & produits ménagers	Banques
		De 1 à 3 mois	Agroalimentaire/ production	Services supports	
	En avance	De 1 à 3 mois	Distribution, alimentation & produits pharmaceutiques Industries diversifiées	Automobiles & équipementiers Bâtiment & matériaux de construction Aérospatiale & défense Équipements électroniques & électriques Détaillants généralistes Loisirs & hôtels Médias & divertissement Acier & autres métaux	Assurance
		De 4 à 6 mois	Immobilier Boissons	Transports Ingénierie & biens d'équipement industriels	Équipement ménager & textiles Équipements destinés aux technologies de l'information Logiciels & services informatiques



Ce croisement permet d'aboutir à un premier constat : la plupart des secteurs sont positionnés sur la première diagonale du tableau. Cela signifie que plus un secteur est en avance (retard) sur l'activité économique générale et plus son caractère offensif (défensif) est marqué. Cette corrélation n'a rien de surprenant.

Si l'on considère qu'un pari boursier est d'autant plus risqué qu'il porte sur une échéance lointaine (les erreurs d'anticipation étant d'autant plus probables), un tel pari doit être logiquement mieux rémunéré, ce qui correspond à un coefficient β plus élevé. Le secteur des équipements destinés aux technologies de l'information illustre parfaitement cette relation positive entre degré d'avance et niveau de risque.

Inversement, et selon la même logique, les secteurs boursiers « suiveurs », qui apparaissent le plus en retard vis-à-vis du cycle d'activité et dont l'évolution est, en conséquence, plus aisément prévisible du point de vue boursier, sont donc de notre point de vue les moins risqués, ce qui leur donne un caractère défensif. Les secteurs de la santé ou de la pharmacie traduisent parfaitement cette association.

Enfin les secteurs dont la position apparaît comme « intermédiaire » sur le tableau précédent (faible décalage par rapport à la conjoncture, β non significativement différent de 1) relèvent de la même logique : à décalage faible, risque intermédiaire et β intermédiaire.

Deux exceptions principales à la règle logique ci-dessus évoquée apparaissent : le secteur des banques et celui de l'immobilier. Dans le premier cas, le caractère retardé du secteur s'accompagne d'une forte sensibilité au marché. Deux spécificités de l'activité bancaire expliquent ce paradoxe apparent : d'une part, et contrairement à ce que l'on pourrait penser de manière intuitive, les deux métiers de la banque (distribution du crédit, ingénierie et opérations de marché) sont fondamentalement corrélés au cours du cycle d'activité⁶. Cette absence de diversification explique que le secteur surréagisse en Bourse, tant à la hausse qu'à la baisse. D'autre part, d'un côté les résultats en termes de bénéfices du métier de distribution de crédit n'affectent en réalité le Produit net bancaire qu'avec retard (lissage des résultats, politique de provisionnement...); de l'autre, dans la reprise d'activité, la demande de crédit intervient logiquement avec retard pour peu que les entreprises aient reconstitué leur trésorerie au préalable. Au total, ces considérations expliquent le retard boursier des banques sur l'activité.

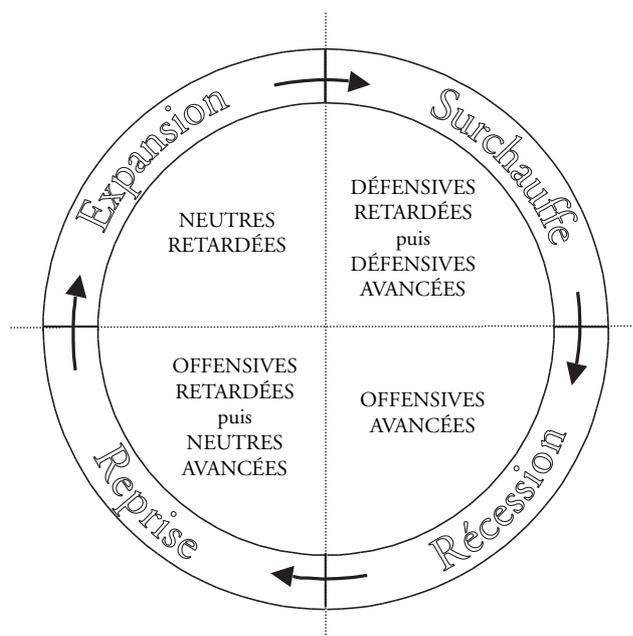
Dans le cas de l'immobilier, ce secteur apparaît comme hautement spéculatif en termes d'horizon des investisseurs, son attractivité étant d'autant plus renforcée que les taux d'intérêt réels sont faibles et que la pentification de la courbe des taux est maximale ; en outre ce secteur est quasiment décorrélé du marché, ce qui lui confère le label traditionnel de secteur défensif.

*Cycle économique et rotation sectorielle :
éléments d'une gestion active*

Le schéma ci-après définit globalement les stratégies d'investissement financier en rapport avec les différentes phases du cycle d'activité économique. Pour plus de simplicité, on ne distingue sur ce schéma qu'entre les secteurs avancés et les secteurs retardés par rapport au cycle économique, tout en conservant la distinction essentielle entre secteurs offensifs, neutres et défensifs vis-à-vis du marché dans son ensemble.

Nous précisons bien que ce schéma met en rapport les phases du cycle effectif d'activité économique avec les décisions d'investissement du portefeuille. À tout moment donc, ces décisions correspondent à l'anticipation, de la part de l'investisseur, de la phase future du cycle économique.

Graphique n° 3
Cycle économique et rotation sectorielle



12

Afin d'illustrer le processus dynamique de gestion active, partons d'une conjoncture économique récessionniste. Dans ce contexte, l'investisseur qui anticipe une reprise future de la conjoncture et qui souhaite en bénéficier, doit logiquement arbitrer en faveur des secteurs à la fois les plus avancés et les plus offensifs. Au-delà de ses propres convictions, les conditions sur les marchés de taux sont particulièrement incitatives (taux d'intérêt réels faibles, forte pentification de la courbe des taux).

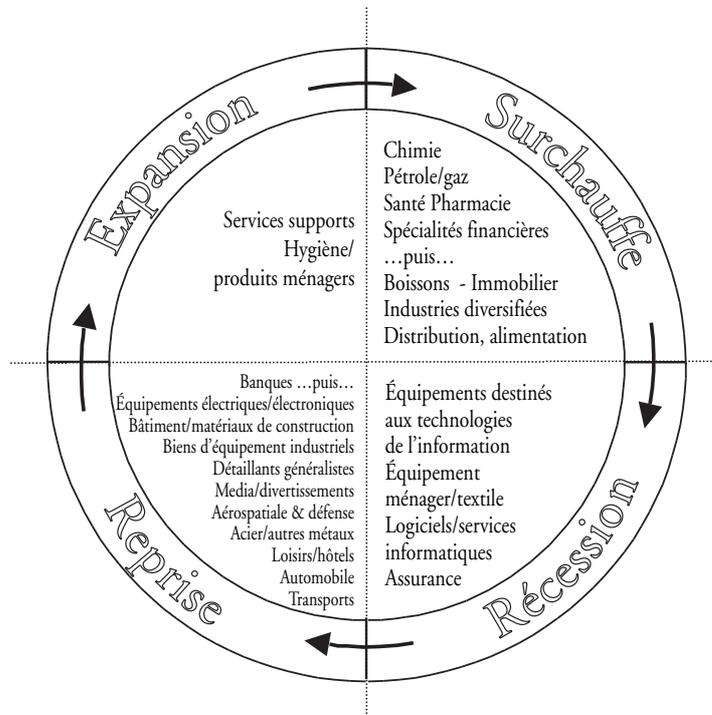
Puis, plus la reprise se confirme, et donc plus l'incertitude sur la croissance future diminue, plus l'attractivité des secteurs offensifs, même retardés, se confirme alors que la persistance de la configuration précédente sur les taux d'intérêt incite toujours à l'engagement sur des secteurs offensifs.

L'expansion, pour peu qu'elle soit relativement durable et anticipée comme telle, justifie alors l'investissement dans des secteurs neutres, autrement dit susceptibles de se comporter comme le marché boursier dans son ensemble, d'abord avancés, puis plus ou moins retardés par rapport à l'activité économique.

La surchauffe, caractérisée par un ralentissement significatif de la croissance réelle et/ou une poussée inflationniste, marque une rupture du point de vue des stratégies d'investissement. Cette rupture se traduit par un basculement plus ou moins rapide vers l'investissement sur les secteurs défensifs, d'abord retardés puis avancés.

On précise dans ce qui suit les implications sectorielles de ce type d'arbitrage rationnel en rapport avec le cycle d'activité. Selon cette logique, la dynamique de choix de portefeuille se résume essentiellement à un processus de rotation sectorielle des investissements.

Graphique n° 4
Spécification de la rotation sectorielle





En termes, de multiplicité des opportunités d'arbitrage intersectoriels et donc de restructuration des portefeuilles, ce recensement des secteurs d'activité fait ressortir de façon logique les deux phases privilégiées que sont la reprise et la surchauffe d'activité.

Un tel résultat expliquerait la survalorisation des secteurs « offensifs retardés » et « neutres avancés » durant l'expansion économique ; ces secteurs sont précisément ceux que la gestion active achète dans la reprise, pour les premiers en raison de leur caractère offensif, pour les seconds en raison de leur avance par rapport au cycle d'activité.

Ce résultat mettrait également en évidence la relative rigidité à la baisse de la valorisation des secteurs défensifs, retardés et avancés, dans la récession d'activité ; ce sont précisément les secteurs achetés par la gestion active durant la phase de surchauffe précédant la récession.

Ce schéma montre également que, contrairement sans doute à l'intuition, la phase d'expansion économique ne saurait être propice à de grands arbitrages. Autrement dit, par rapport à cette phase du cycle d'activité, l'essentiel du positionnement offensif a déjà été réalisé au cours des phases boursières antérieures de même que le positionnement défensif interviendra principalement durant la phase de surchauffe d'activité.

On rappellera enfin que c'est sans doute dans la récession que l'image du gérant qui « vole le départ » est la plus fidèle : le positionnement de l'investissement dans les équipements destinés aux technologies de l'information et dans les services informatiques en témoigne, selon les termes du couple « avance par rapport à la conjoncture (risque implicite)/rentabilité attendue » de cet investissement.

Cette étude a mis en évidence les termes d'une gestion active de portefeuille⁷ fondée sur un processus de rotation sectorielle des investissements. Elle met en avant deux critères majeurs de classification des secteurs (avance ou retard par rapport au cycle économique, caractère offensif ou défensif), dont le croisement conduit à définir une règle opérationnelle de décision de choix de portefeuille.

La typologie qui en découle, mise en regard des phases successives du cycle économique, permet de définir les fondements de la rotation sectorielle présidant au choix stratégique des investissements de portefeuille.

Cette typologie mène à l'identification de deux ensembles de secteurs particulièrement stratégiques : d'une part, des secteurs en avance sur la conjoncture, donc les plus risqués, et en conséquence les plus surperformants en phase haussière du marché ; d'autre part, des secteurs en retard sur la conjoncture, donc les moins risqués et, en conséquence

les plus surperformants en phase baissière du marché. Dans ces conditions, toute gestion active fondée sur une rotation sectorielle suppose d'accepter des prises de risque imposées par le cycle économique d'ensemble. La dimension normative de ce type de stratégie trouve ainsi sa pertinence dans une gestion dynamique du couple rendement/risque.

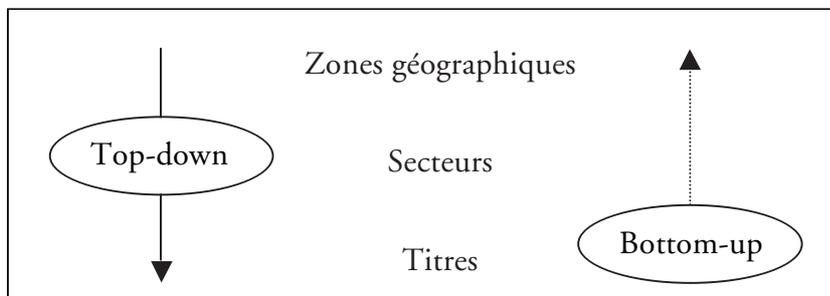
Les données empiriques analysées, sur la conjoncture et le marché boursier français, confirment le principe selon lequel la phase de récession économique est propice à l'investissement dans les secteurs les plus offensifs et les plus avancés alors que la phase de surchauffe conjoncturelle implique un arbitrage en faveur des secteurs défensifs.

Au-delà de cette contribution, la dimension sectorielle des choix de portefeuille sous-tend différents styles de gestion active. Il s'agissait pour nous de montrer l'intérêt de cette dimension dans le cadre de choix censés permettre de « battre le marché », impliquant donc une gestion *leader* (acheter et vendre en devançant le marché). En ce sens, elle s'oppose à la gestion de style *momentum*⁸, qui trouve aussi ses fondements dans l'arbitrage sectoriel⁹, mais qui est de nature *follower* dans la mesure où ses propres arbitrages sont guidés par des arbitrages déjà entérinés par le marché.

ANNEXE N° 1

Top-Down vs Bottom-up

L'approche *top-down* ou ascendante traditionnelle part d'une analyse macroéconomique et financière internationale qui permet d'étudier d'abord des zones géographiques (Amérique du Nord, Europe, Asie, Amérique Latine...) ou des économies nationales, puis d'examiner un (ou des) secteur(s) particulier(s) et enfin de sélectionner des titres au sein de ce(s) secteur(s). Les partisans de cette approche pensent que c'est avant tout la conjoncture macroéconomique générale et la dynamique sectorielle d'une valeur qui déterminent son rendement.





L'approche *bottom-up* ou descendante ne procède pas strictement de façon inverse, mais consiste plutôt à sélectionner les titres sans véritablement accorder d'importance à l'étude de leur secteur d'appartenance ou de leur économie nationale. Les partisans de cette approche pensent par exemple qu'il existe des valeurs qui sont temporairement délaissées par le marché et donc sous-évaluées. Et ces valeurs offriraient un potentiel de valorisation supérieur à la moyenne du marché, quelles que soient la conjoncture macroéconomique nationale et la dynamique de leur secteur d'appartenance.

La grande majorité des analystes financiers suit l'approche *top-down*. En fait, pour certains, elle serait incontournable, tout simplement car bon nombre de valeurs sont des valeurs cycliques. Or, il apparaît difficile de sélectionner des valeurs cycliques sans se préoccuper des situations macroéconomique et sectorielle dans lesquelles évoluent les firmes. Toutefois, certains styles de gestion comme les gestions *growth* ou *value* relèvent davantage de l'approche *bottom-up* dans la mesure où l'analyse macroéconomique et/ou sectorielle ne constitue pas un préalable à la sélection des titres.

L'approche *top-down* traditionnelle part du principe qu'un portefeuille parfaitement diversifié est construit à partir d'actifs émis dans différents pays. L'analyse macroéconomique relative notamment au marché des changes, à la structure des taux d'intérêt, aux primes de risque..., permet de positionner une économie nationale ou une zone géographique, d'une part, par rapport aux autres économies nationales ou autres zones géographiques et, d'autre part, dans son cycle économique.

Cependant, l'évolution de la sphère financière depuis le début des années 1990 a largement bouleversé la logique d'allocation des actifs des gérants. En effet, on a pu observer une double rupture dans la stratégie des firmes : d'un côté, bon nombre d'entre elles sont passées d'une activité pluri-sectorielle à une activité mono-sectorielle (elles se sont notamment recentrées sur leur métier de base) et, d'un autre côté, elles ont largement renforcé leur ouverture à l'international. Elles sont passées d'une stratégie de diversification sectorielle à une stratégie de diversification géographique. Cette double rupture a une incidence directe sur la logique de diversification des portefeuilles.

Tout d'abord, la plus grande ouverture à l'international des firmes fait que, d'une part, elles sont moins dépendantes des conditions économiques de leur pays d'origine et, d'autre part, que les cycles économiques et les marchés financiers des différents pays sont plus étroitement liés (corrélés). Aussi, les gains potentiels de la diversification géographique ont largement diminué.

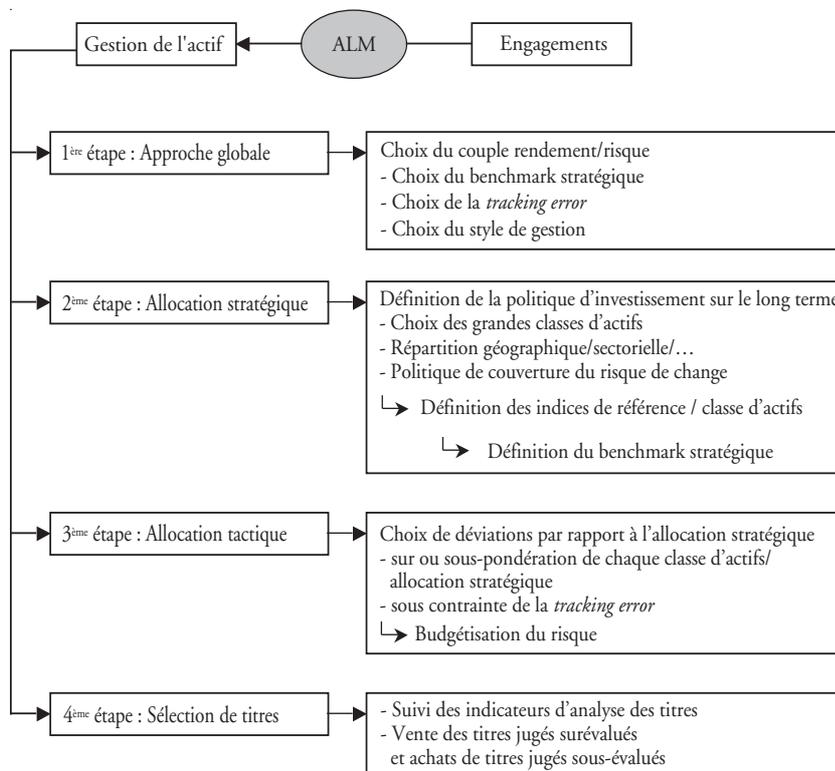
Ensuite, le recentrage sectoriel des firmes fait qu'elles sont devenues plus dépendantes de l'évolution du seul secteur d'activité auquel elles

appartiennent. Aussi, compte tenu des différences de sensibilité des secteurs au cycle économique, les parcours boursiers des firmes de différents secteurs sont de moins en moins liés entre eux alors que ceux des firmes d'un même secteur le sont de plus en plus. Aussi, les gains potentiels de diversification sectorielle ont largement augmenté.

Pour résumer, les rentabilités des titres seraient donc de plus en plus liées au comportement de leur secteur d'activité et de moins en moins à celui du marché domestique. Du coup, la logique d'allocation d'actifs serait passée d'une logique géographique à une logique sectorielle, *i.e.* d'une démarche « pays-secteurs-titres » (approche *top-down* traditionnelle) à une démarche « secteurs-pays-titres » (approche *top-down* nouvelle). Par ailleurs, l'analyse du risque de change auquel les firmes sont exposées, et donc la gestion du risque de change sur les portefeuilles d'actifs financiers sont devenues beaucoup plus complexes.

ANNEXE N° 2

La gestion active



NOTES

1. Voir par exemple, Berdot J.P., Goyeau D. et Léonard J. (2001), Cavaglia S., Brightman C. et Aked M. (2000), Emiris M. (2004), Moerman G.A. (2004), Carriero F., Errunza V. et Sarkissian S. (2004).
2. Comme le montrent notamment Adjaoute K. et Danthine J.P. (2000).
3. Voir par exemple, *IMF* (2000) Chap. III, Avouyi-Dovi S. et J. Matheron (2003),
4. Le *trend* a été estimé sur l'hypothèse d'une croissance de la production à taux de croissance constant.
5. La minimisation de ce critère d'information revient à déterminer la modélisation qui maximise la fonction de vraisemblance en la corrigeant de l'effet imputable aux degrés de liberté. Dans le domaine financier, le critère de Schwartz est généralement préféré au critère rival d'Akaike.
6. Voir par exemple, rapport BRI 2001.
7. Voir Annexe n° 2.
8. On rappelle que le style *momentum* repose sur l'hypothèse que les cours boursiers qui ont connu une forte croissance sur les 6 à 12 derniers mois vont surperformer le marché sur les 6 à 12 mois suivants.
9. Voir par exemple, Moskowitz T.J. et Grinblatt M. (1999) ou O'Neal E. (2000).

BIBLIOGRAPHIE

18

- ADJAOUTE K. et DANTHINE J.P. (2000), « EMU and portfolio adjustment », *CEPR Policy Paper*, n° 5, December ?
- AVOUYI-DOVI S. et MATHERON J. (2003), « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », *Revue de stabilité financière*, novembre.
- BERDOT J.P., GOYEAU D. et LÉONARD J. (2001), « Diversification et valorisation des actifs financiers : logique sectorielle contre logique de place », *Revue d'économie financière*, n° 61.
- BRI (2001), 73^{ème} Rapport annuel, Bâle.
- CARRIERO F., ERRUNZA V. et SARKISSIAN S. (2004), « The dynamics of geographic versus sectoral diversification : is there a link to the real economy? ».
- CAVAGLIA S., BRIGHTMAN C. et AKED M. (2000), « The increasing importance of industry factors », *Financial Analysts Journal*, septembre/octobre.
- EMIRIS M. (2004), « Sectoral vs country diversification benefits and downside risk », *Working Paper*, n° 48, National Bank of Belgium, may.
- IMF (2000), « Asset prices and the business cycle », *World Economic Outlook*, May.
- MOERMAN G.A. (2004), « Diversification in euro area stock markets : country versus industry », *Working Paper*, n° 327, European Central Bank, April.
- MOSKOWITZ T.J. et GRINBLATT M. (1999), « Do industries explain momentum? », *Journal of Finance*, août.
- NODET A. et PICHET E. (2003), *L'analyse financière sectorielle*, Peyrat & Courtens.
- O'NEAL E. (2000), « Industry momentum and sector mutual funds », *Financial Analysts Journal*, juillet/août.