

JANINA COHEN

Les analyses de secteurs. Point de vue de l'analyste financier

Journal de la société statistique de Paris, tome 131, n° 2 (1990), p. 24-33

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1990__131_2_24_0

© Société de statistique de Paris, 1990, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques

<http://www.numdam.org/>

LES ANALYSES DE SECTEURS POINT DE VUE DE L'ANALYSTE FINANCIER¹

Janina COHEN
P.D.G. d'Eurostaf

L'étude sectorielle², issue principalement de l'analyse industrielle, est considérée comme un élément d'appréciation indispensable tant par l'entreprise qui désire connaître son marché et ses concurrents, que les Pouvoirs Publics ayant en charge d'impulser différentes politiques (industrielle, d'emploi, d'aménagement du territoire...) ou encore les organismes bancaires ou de crédits soucieux d'appréhender leurs risques et de façon plus générale les investisseurs. Pour tous, l'approche sectorielle est une aide à la décision d'investissement au sens large, que celui-ci soit direct ou indirect.

Il était donc tout à fait logique que l'analyste financier se saisisse également de cette approche, elle lui est nécessaire pour préparer la décision d'investissement à prendre ou à recommander; pour lui également l'étude sectorielle est une aide à la décision.

Pendant longtemps les études sectorielles ont été essentiellement sinon uniquement axées autour de la notion de produit, c'est-à-dire des notions de branches ou secteurs, tous deux se définissant à partir du produit.

Peu à peu trois exigences liées à l'évolution économique générale et à l'élargissement des centres d'intérêt de l'analyse financière se sont greffées sur cette conception initiale de l'étude sectorielle.

Il s'agit :

- tout d'abord de la nécessité de dépasser l'étude industrielle par prise en compte d'activités de services ou encore de celle de thèmes « transversaux »,
- de la nécessité ensuite de dépasser l'optique très globale de l'analyse sectorielle et de l'articuler avec l'étude d'entreprises individuelles,
- et enfin de celle de dépasser le cadre national, le champ concurrentiel de nombre d'entreprises étant désormais largement internationalisé.

Chacun de ces dépassements a posé et pose encore un certain nombre de problèmes à l'analyste financier. Le but de cet article est de les analyser et de voir comment malgré de nombreuses difficultés, les études sectorielles peuvent

1. Communication présentée à la réunion-débat du 21 février 1990, organisée avec le concours de la Société Française des Analystes Financiers.

2. L'expression « étude sectorielle » est ici utilisée au sens large. En toute rigueur, l'analyse de secteur concerne l'étude d'un ensemble d'entreprises ayant la même activité principale et l'étude de branche celle de la production d'un même bien ou service à quelque secteur qu'appartienne l'entreprise fabricante.

Dans cet article, les études sectorielles seront aussi bien des études de branches que de secteurs. Nous rejoignons en cela l'usage courant.

être menées pour satisfaire une exigence croissante d'information, dans un cadre économique général de plus en plus complexe.

I. LE DÉPASSEMENT DE L'ÉTUDE INDUSTRIELLE

Lorsqu'après la guerre, il fallut reconstruire l'appareil de production, puis plus tard lorsque la recherche de débouchés prit le pas sur les problèmes de fabrication, l'étude centrée sur le produit industriel s'est imposée; elle a entraîné le regroupement des entreprises selon leur activité principale. Ces entreprises, confrontées aux mêmes marchés ayant les mêmes sources d'approvisionnement et des techniques de production voisines, avaient pour les économistes *a priori* les mêmes comportements, l'analyse financière étant encore quant à elle, du moins en France, dans les limbes.

Dans le même temps, l'appareil technique d'Etat (ministères, grandes directions ministérielles) et les organisations professionnelles se sont également structurés en fonction du produit, industriel essentiellement. La structuration des syndicats professionnels a exercé une influence déterminante sur la teneur finale des études sectorielles, ces organismes collectant auprès de leurs adhérents une information organisée en branches.

Basée sur la description d'équilibres en ressources et emplois de flux dans un découpage en branches ou secteurs, la comptabilité nationale a longtemps confirmé la primauté de la préoccupation industrielle.

Or actuellement, l'intérêt pour les secteurs s'est élargi à des domaines qui jusqu'à présent n'entraient que de manière succincte et très globalisante dans les statistiques et la comptabilité nationale. Il s'agit pour l'essentiel des activités de services étant entendu que cet élargissement est le reflet de l'évolution économique à laquelle on a assisté dans la plupart des pays développés; on peut pour illustrer ce propos rappeler les chiffres suivants pour la France : en 1960, l'industrie employait 23% de la population active et le commerce et les services 21%; vingt cinq ans plus tard l'industrie occupait 20% des actifs tandis que le commerce et les services étaient passés à 34%. En 1988, le commerce et les services contribuaient à hauteur de 47,5% à la formation du produit intérieur brut contre 45% seulement en 1980.

Ces mutations posent au plan de l'analyse sectorielle des problèmes qui sont ceux de l'existence de séries statistiques et de leur pertinence en termes de découpage et d'unités dans lesquelles elles sont exprimées.

Ainsi que nous l'évoquions précédemment la collecte primaire de l'information est effectuée en France par les organisations professionnelles agréées auprès des entreprises adhérentes; les résultats sont communiqués aux ministères de tutelle et à l'INSEE. Or, ce n'est qu'avec un retard certain que les activités nouvelles sont prises en compte par les organisations professionnelles et donnent lieu à des statistiques spécifiques; l'émergence d'activités nouvelles précède en général très largement la structuration correspondante des organisations professionnelles.

La comptabilité nationale marque un retard analogue sinon pire encore; ainsi ce n'est qu'en décembre 1987, qu'a été créée la Commission des Comptes des Services, son premier rapport devant paraître courant 90... Ainsi aujourd'hui d'une façon générale, il n'existe pas pour la quasi totalité des services aux entreprises d'indices de prix à la production.

Or l'étude d'activités nouvelles, souvent à forte croissance, est un élément essentiel du travail de l'analyste financier; les services informatiques par exemple ont connu un taux de croissance annuel moyen en volume de 10,8% entre 1970 et 1987 et une des premières valeurs françaises est Cap Gemini avec une capitalisation boursière de l'ordre de 13 milliards de francs (25^e rang); c'est une société de service informatique pour l'étude de l'environnement de laquelle l'information disponible demeure encore limitée pour les raisons précédemment évoquées.

Au-delà de la nécessité de prise en compte des activités tertiaires l'analyste financier a également besoin d'appréhender des thèmes transversaux impliquant les entreprises sur lesquelles il a à se prononcer; il peut s'agir soit d'activités liées à l'application à différents domaines d'une technologie ou d'un groupe de technologies – l'un des exemples peut être la biotechnologie dont les débouchés vont de l'agriculture à la pharmacie – soit d'activités qui ressortissent à des domaines et technologies différents mais convergent vers une même fonction – l'un des exemples pouvant être trouvé dans l'emballage.

Là encore la grande difficulté de l'analyste sectoriel en général, et de l'analyste financier en particulier, est celle de l'accès à des statistiques pertinentes.

L'étude des statistiques globales, quand elles existent, permet à l'analyste financier de situer l'entreprise dans un contexte économique général.

Après l'étape indispensable de la description à partir d'outils statistiques, l'analyste doit apprécier le secteur au plan des structures, expliquer les phénomènes qu'il a constatés; pour cela l'approche par les entreprises est indispensable. Elle l'est d'autant plus que son travail est de prévoir les résultats de telle ou telle société; or dans de nombreux secteurs ou branches l'évolution des résultats peut être très variable d'une entreprise à l'autre; en d'autres termes les caractéristiques propres des sociétés peuvent être d'un poids supérieur aux tendances du secteur. Il faut donc que l'analyste financier dépasse l'optique sectorielle globale et la complète par l'analyse des firmes individuelles.

II. LE DÉPASSEMENT DE L'OPTIQUE GLOBALE

Par l'analyse des sociétés intervenant dans le secteur. Le matériau de départ de l'analyste sera l'information comptable produite par les entreprises ou les groupes d'entreprises dans le cadre des obligations légales de publication existant en France.

C'est à ce niveau principalement que réside l'originalité de la démarche de l'analyste financier; l'utilisation qu'il fait de l'information comptable est

conçue dans une optique économique; c'est une statistique pour laquelle il dispose de séries; elle lui permet d'infirmer ou de confirmer la capacité des entreprises à mettre en œuvre leurs choix stratégiques.

L'analyste doit pour cela collecter cette information primaire, adapter les paramètres, ses tableaux d'analyse et ses ratios en fonction de la nature du secteur étudié.

L'accès à l'information primaire ou encore aux documents comptables de synthèse a fait ces dernières années en France des progrès considérables.

Certes, le centre d'intérêt premier de l'analyste financier est constitué par les sociétés cotées soumises à des règles de publication strictes; cependant dans certains secteurs elles peuvent ne représenter qu'une part faible ou du moins non prépondérante. L'analyste ne pourra se contenter de l'étude des seules sociétés cotées; il devra également analyser les entreprises avec lesquelles celles qui font appel à l'épargne publique sont en compétition ou en concurrence. Il paraîtrait aberrant que l'analyste spécialiste du secteur automobile ne s'intéresse qu'à Peugeot, sans comparer cette firme à Renault.

D'une façon générale, l'existence récente de banques de données financières, conjuguées à l'élargissement des obligations de publication, et à la modernisation des greffes, ont beaucoup facilité le recueil de l'information. Cependant celle-ci à l'état brut n'est pas interprétable; il faut donc que l'analyste financier crée des séries, adopte pour cela une certaine modélisation. Les données des entreprises étudiées doivent s'inscrire dans des tableaux standardisés afin que l'analyste puisse procéder à des comparaisons significatives (compte de résultat en cascade, tableau de financement etc...). De plus les ratios qu'il retiendra ou les éléments qu'il mettra en évidence sont variables d'un secteur à l'autre; ainsi les paramètres retenus en priorité ne seront pas les mêmes dans le secteur de la distribution, de la mécanique lourde ou encore de la chimie. L'étude de ces tableaux et ratios doit permettre d'apprécier le comportement de chaque société par rapport au secteur, à ses concurrents et également à sa propre stratégie.

Si donc les éléments de base nécessaires à l'étude des entreprises du secteur jouissent d'une meilleure accessibilité qu'auparavant, la complexité d'un certain nombre de firmes, et notamment l'existence de groupes plus ou moins diversifiés rend le travail de l'analyste difficile.

Ainsi souvent l'analyste financier se trouve avoir à étudier un grand groupe diversifié (toutes les premières capitalisations boursières sont dans ce cas); il aura rarement à sa disposition des données relatives aux différentes branches concernées (sans parler du temps nécessaire à leur étude exhaustive).

Une étude globale définissant des perspectives d'un secteur pris dans son ensemble sans descendre dans le détail risque de conduire à des déboires. Il lui faudra pallier ces insuffisances, par l'étude des concurrents et des contacts répétés avec les membres de la profession. La difficulté d'articulation secteurs/groupes est d'autant plus grande que la plupart d'entre eux sont fortement internationalisés; ainsi à la diversité des activités peut s'ajouter la

dispersion géographique et au découpage par branche le découpage géographique. Le nombre de variables à prendre en considération devient difficile à maîtriser. Mais même si l'analyste ne se trouve pas toujours confronté à ce cas, le plus complexe par nature, la nécessité de dépasser le cadre national s'impose à lui, dans la mesure où pour un grand nombre d'activités le champ de la concurrence est désormais le plus souvent européen voire mondial.

III. LE DÉPASSEMENT DU CADRE NATIONAL

L'optique internationale dans laquelle évoluent de plus en plus la plupart des secteurs implique la prise en compte de nombreux comportements et contraintes; autrement dit à ce niveau toutes les difficultés évoquées précédemment se cumulent: le déplacement du centre d'intérêt géographique se heurte à des obstacles redoutables qui tiennent à l'absence de bases statistiques adaptées, qu'il s'agisse de l'approche sectorielle globale ou de l'analyse des principales sociétés.

Ce constat apparemment pessimiste doit cependant être contrebalancé par la prise en compte d'un certain nombre de progrès réalisés dans la dernière période tant en matière de données globales que d'informations individuelles sur les entreprises.

En ce qui concerne les données globales, on ne peut que souligner le niveau qualitatif hétérogène des statistiques des différents pays. Au sein même des Communautés certains pays membres accusent un net retard, par rapport à la France, en termes de contenu et de mise à disposition des données. Cependant par rapport à la situation prévalant il y a simplement une dizaine d'années, des progrès considérables ont été accomplis notamment grâce aux efforts des différentes organisations internationales (ONU et ses organismes spécialisés, OCDE, CEE) qui se sont attachées à centraliser des statistiques nationales, à multiplier les enquêtes directes et lancer des actions concertées entre différents organismes. Les nouveaux systèmes de comptabilité nationale adoptés par les Nations-Unies en 1968 et le Marché Commun en 1975 ont également été un pas vers l'harmonisation; cependant leur niveau d'agrégation demeure très grand et ils privilègient les découpages économiques dont il a été question dans la première partie de cet article.

Le cadre communautaire a vu de plus s'organiser un certain nombre de fédérations professionnelles centralisant, homogénéisant et rediffusant des données statistiques des pays membres: on peut citer la European Conference of Associations of Telecommunications Cables Industries (Londres), le Committee of European Conference Shipbuilder's Associations (Hambourg), la European Pet Food Industry Federation (Bruxelles) etc...; ces organismes qui sont en fait des groupes de pression ont un rôle non négligeable en matière d'informations mais de même que les syndicats nationaux ils sont organisés principalement autour de la notion de produit; les activités de services accusant un retard certain notamment les secteurs dispersés.

La prise en compte et la comparaison de données comptables des entreprises individuelles au niveau international sont elles aussi une rude tâche pour l'analyste financier.

Tout d'abord l'accès à l'information primaire est souvent, à part pour les sociétés cotées, difficile : dispersion ou inexistence des sources. L'information de nature comptable une fois obtenue est fortement entachée par la nature des systèmes fiscaux des différents pays.

Autrement dit, les regroupements et contenus des rubriques, même portant le même nom, recouvrent des réalités économiques et financières différentes. A titre d'illustration on peut citer le fait qu'en RFA les provisions pour pension (retraite) figurent sous une rubrique disjointe des frais de personnel, lesquels frais de personnel relèvent d'ailleurs du secret dans un pays comme les Etats-Unis y compris pour les plus grandes compagnies. Bien d'autres différences de ce type existent, obligeant l'analyste financier à un travail très précis de standardisation, préalable à toute comparaison. On peut également ajouter que si dans la plupart des pays occidentaux les groupes d'entreprises et les informations qu'ils publient (comptes consolidés) sont fondés sur l'appartenance financière, au Japon cette notion est beaucoup plus floue. En d'autres termes, comparer Volkswagen avec Peugeot et General Motors peut avoir une signification, qui est beaucoup plus lointaine si l'on rapproche ces firmes de Toyota ou de Nissan.

Néanmoins là aussi, il ne faut pas pêcher par excès de pessimisme. Ainsi, le travail entrepris par les Communautés par le biais des Directives Comptables (4^e et 7^e Directives notamment) ont permis du moins au sein de la Communauté des 12 d'enregistrer quelques progrès allant dans le sens d'une certaine normalisation.

En définitive, si l'analyse sectorielle ne dispose pas encore, notamment au niveau international, d'un cadre homogène, on peut dire cependant que les choses vont dans le bon sens.

En guise de conclusion :

Nous avons vu les difficultés qui jalonnent la démarche de l'analyste financier ; l'approche sectorielle est au cœur de son métier ; dans la plupart des établissements, tant en France qu'à l'étranger, les analystes financiers sont organisés par secteur d'activité ; l'analyste financier est supposé intégrer une somme de connaissances considérables qui vont des aspects sectoriels à l'analyse stratégique des firmes, en passant par une expertise technologique financière, boursière et de prévision.

C'est donc un homme (ou une femme) pluridisciplinaire à lui seul et que l'enseignement qu'il a suivi tout au long de sa formation supérieure n'a en général pas préparé à cette tâche. En effet, nous nous sommes attachés dans cet article à montrer les très nombreuses facettes tant macro que micro économiques qu'impliquait l'étude sectorielle ; or, nos formations qui séparent économie et gestion ne préparent guère à jouer sur les deux tableaux à la fois.

DISCUSSION

M. Jean Laureau :

Une remarque préliminaire

Vous avez eu raison de signaler les différences existant entre la France et ses voisins tels que la République Fédérale d'Allemagne ou la Grande-Bretagne. L'analyse des régimes sociaux, notamment des régimes de retraite, est difficile en raison de la diversité des législations. Les différences ne sont pas simplement comparables elles sont aussi structurelles.

En France les régimes de retraite de base et complémentaires fonctionnent selon les principes de la répartition.

Il n'en est pas de même dans les pays qui nous entourent, notamment en Angleterre, en Allemagne, en Suède, où une grande part de capitalisation est conservée.

A ce sujet un rapport annexé au V^e Plan, rédigé par les inspecteurs des finances Wahl et Chaumet en 1963 contient un tableau significatif sur les capacités de financement des organismes sociaux et de retraite dans différents pays.

La capacité de financement rapportée au produit national était de 1,25% en France contre 2,61% en Allemagne Fédérale, 3,31% dans le Royaume Uni, 3,73% en Suède.

Le faible taux constaté en France est dû au fait que les régimes de retraite en répartition ne constituent pas de réserves comparables à celles des pays précités qui utilisent la capitalisation.

Pour que les analystes disposent du mouton à plusieurs pattes dont a parlé la conférencière il conviendrait de leur ajouter une patte actuarielle.

Question

Pouvez-vous préciser le type de clients d'EUROSTAF ?

Mme Cohen :

- 1/3 clients financiers
- 2/3 entreprises industrielles et de service.

Mme Catherine Radiguer, Responsable Analyse Financière de la Direction des capitaux de la CNCA :

Vous avez fait état des difficultés rencontrées dans la réalisation des études de secteur. Il est vrai qu'elles sont grandes, déjà en premier lieu sur la définition de l'échantillon et la détermination des facteurs discriminants qui permettront de définir cet échantillon. Néanmoins, vous réalisez de telles études, et vous les diffusez ; pouvez-vous nous dire comment vous surmontez ces obstacles ?.

Mme Cohen :

L'idée la plus naturelle pour déterminer un échantillon d'entreprises d'un secteur est de retenir les principaux intervenants en termes par exemple de chiffre d'affaires.

La difficulté la plus courante à laquelle on se heurte est la diversification des activités des grandes firmes; autrement dit c'est l'adéquation entre une information économique et statistique produit/branche et une information comptable, consolidée le plus souvent, qui englobe des activités pouvant avoir peu de liens avec celle que l'on veut étudier.

Face à cette difficulté, nous essayons de retenir dans notre échantillon les filiales dédiées à l'activité étudiée; cependant dans certains pays (USA par exemple) l'accès à cette information de base est problématique; aussi sommes-nous quelquefois amenés à présenter un échantillon segmenté en :

grandes firmes multisectorielles

grandes entreprises spécialisées,

et s'il y a lieu

entreprises moyennes.

De toutes façons, même si le raccordement entre les données économiques et données comptables des grandes firmes n'est pas bon, il est intéressant même dans le cadre de l'étude d'une activité particulière d'apprécier l'assise financière d'ensemble des premiers intervenants.

Question

Existe-t-il un rapport entre l'analyse financière et l'économétrie?

Mme Cohen :

A mon avis, de tels rapports ne sont qu'occasionnels et fortuits du moins dans l'acception actuelle du métier d'analyste financier; cependant les résultats d'études économétriques grâce aux indications qu'ils fournissent au niveau de l'explication des mécanismes économiques peuvent constituer un éclairage parmi d'autres de l'analyse financière.

Question

Distinguez-vous quantités et prix?

Mme Cohen :

Cette distinction est bien entendu effectuée à chaque fois que la double information existe et qu'elle est pertinente. Ainsi, dans certains secteurs l'approche par les prix, avec les limites qu'on lui connaît, sera privilégiée; les quantités par exemple dans la pharmacie ou les cosmétiques seront délaissées au profit d'une expression en valeur, les unités de mesure quantitative recouvrant une trop importante variété de produits, pour être significatives.

J.C. Milleron, Directeur Général de l'INSEE :

Je souhaiterais faire un commentaire avant de poser deux questions. En tant que responsable de l'INSEE, je ne peux laisser l'impression que la statistique sur les services est lacunaire. La France est le pays où l'appareil statistique sur les services est le plus développé, et la création récente de la Commission des Comptes des Services n'est pas un contre-exemple : en effet, il n'existe pas de Commission des Comptes de l'Industrie. L'état de la France est plutôt optimiste par rapport à celui de nos voisins.

J'ai deux questions à poser : d'une part, qu'en est-il des travaux au sein des groupes, par exemple en termes d'analyse spatiale? D'autre part, que pensez-vous des méthodes d'analyse de panel? Est-ce un bon outil?

Mme Cohen :

Je suis entièrement d'accord sur le fait que notre appareil statistique est parmi les meilleurs en Europe. Les points que j'ai relevés, ne constituent donc pas une critique d'ensemble; cependant, c'est peut-être précisément parce qu'en France nous bénéficions de très bonnes données sur l'industrie, que des utilisateurs dont je suis souhaiteraient trouver une qualité analogue de données concernant les services.

Mon opinion est que dans un pays comme la France, où l'information globale est plutôt bonne, les panels peuvent, dans le domaine de l'étude sectorielle, servir d'approche, d'appoint.

Ils peuvent avoir une grande utilité dans le cadre d'analyse de segments d'activité très fins ou encore dans certains pays démunis où les analyses de panel peuvent pallier quelque peu l'insuffisance de données statistiques.

J.P. Eudeline, Direction Recherche Développement, ATOCHEM :

Existe-t-il pour les pays européens des tableaux entrées-sorties semblables à ceux que l'INSEE publie pour la France?

Mme Cohen :

Oui, la plupart d'entre eux sont d'ailleurs regroupés dans le cadre des publications de statistiques communautaires (EUROSTAT). Cependant ils sont publiés avec un retard considérable : les données 1980 ont été publiées en 1986; celles relatives à 1985 doivent paraître de fin 90 à 92.

M. J.L. Groboillot, Directeur-Gérant de COM :

Sur combien d'entreprises travaillez-vous annuellement?

Mme Cohen :

Bon an, mal an, nous analysons quelque 1.500 sociétés.

M. Félix Rosenfeld :

Je suis resté quelque peu sur ma faim en ce qui concerne l'étude de ce qui caractérise les activités d'un secteur, notamment les procédés de réalisation

des produits (les services étant aussi des produits économiques), les cycles de production et de renouvellement, les relations entre le secteur avec l'amont et l'aval. Pourriez-vous nous en dire quelque chose ?

Mme Cohen :

A vrai dire, mon objectif n'était pas d'expliquer comment nous faisons une analyse de secteur ou encore comment il conviendrait de la faire ; les aspects que vous avez évoqués (cycles, filières) revêtent bien entendu une importance primordiale.

Mon objectif dans le cadre de cet exposé était simplement d'attirer l'attention sur le fait que l'extension du domaine d'intervention de l'analyste financier impliquait à la fois un approfondissement et un élargissement de l'approche sectorielle et que cette évolution n'était pas sans poser quelques problèmes.