

REPENSER LA PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ DES ACTIONS : EXISTE-T-IL UN INVARIANT ?

Bonnes Feuilles - Juin 2024



par Michel TERNISIEN
Economiste et auteur

La détermination du coût des fonds propres (ou coût du capital) se réalise le plus souvent en recherchant le taux de rentabilité interne (TRI) qui égalise la somme des bénéfices futurs (ou des cash-flows prévisionnels revenant aux actionnaires) et la capitalisation boursière d'une entreprise. On opère de cette façon pour toutes les entreprises d'un indice pris en particulier (exemple : indice CAC 40) en tenant compte de l'importance de la capitalisation boursière pour assurer la pondération des TRI. On obtient alors, en médiane, le coût des fonds propres du marché des actions considéré dans sa globalité.

Ce calcul effectué, la prime de risque du marché des actions (« Market Risk Premium » ou encore « MRP ») est obtenue en faisant la différence entre le coût des fonds propres et le taux sans risque (exprimé par le rendement moyen des OAT émises par la France pour absorber l'ampleur de son déficit).

UNE VISION À LONG TERME

Cette prime de risque que l'on obtient soulève plusieurs questions. La plus essentielle concerne la durée d'observation. La MRP doit-elle être analysée sur une courte période (une année par exemple) ou nécessite-t-elle une vision à plus long terme ?

Ce questionnement pourrait s'exprimer d'une autre manière : « La MRP peut-elle être considérée comme une donnée essentiellement volatile (c'est la vision à court terme) ou peut-on établir l'existence d'un invariant (c'est la vision à long terme) vers lequel les marchés financiers auraient tendance à s'orienter peu ou prou à travers le temps ? ».

Cette question n'est pas anodine et fait d'ailleurs l'objet de multiples débats au sein de la communauté financière. Nombreux sont les écrits qui essaient de montrer, avec plus ou moins de succès, il faut le reconnaître, qu'il peut y avoir une « valeur-pivot » vers laquelle les marchés financiers viendraient se fondre au fur et à mesure des années.

LES RÉSULTATS DE LA MRP SUR LONGUE PÉRIODE

Pour répondre à cette question, on va revisiter quelques analyses réalisées sur les données de la bourse de New-York (NYSE). Pourquoi ce marché ? Pour deux raisons. Le marché boursier américain (S&P 500) est celui qui permet des analyses de très longue durée avec, de surcroît, des données que l'on peut considérer comme fiables.

La première étude à laquelle nous nous référerons est celle conduite par Elroy DIMSON. Il a calculé la prime de risque du marché sur une période de 120 ans (1900 - 2020). L'auteur de cette étude aboutit à la conclusion suivante : la prime de risque (la MRP) est de 4.4% en moyenne si l'on considère comme taux sans risque la « Treasury Bill » et de 3.1% si l'on considère le « Treasury Bond » comme taux sans risque. On note au passage que le choix du taux sans risque n'est donc pas anodin et impacte quelque peu les résultats de l'étude.

En d'autres termes, sur une longue période de temps, la prime de risque du marché des actions sur la bourse de New-York peut être estimée entre 3.1% et 4.4%.

Mais il ne faut jamais se satisfaire d'une conclusion. Nous avons tenté de confronter ces résultats avec ceux communiqués par la base de données du Professeur Aswath DAMODRAN dont nous connaissons tous la qualité et la pertinence au sein de la CCEF.

L'auteur calcule la MRP en ayant recours à la notion de Free Cash-Flow to Equity, en prenant appui sur les données de la bourse de New-York et en considérant l'indice S&P 500. La période d'observation est cette fois plus courte que la précédente mais suffisamment longue pour que l'on puisse en tirer des enseignements. Le Professeur Aswath DAMODRAN couvre la période allant de 1960 à 2023 ce qui correspond à une durée de 63 ans.

UNE PRIME DE RISQUE COMPRISE ENTRE 4% ET 4.5% SELON D'AUTRES AUTEURS

Quels sont les résultats ? La moyenne arithmétique des MRP sur la totalité de la période analysée (1960 – 2023) est de 4.25%, soit un taux très proche de l'étude précédemment citée et qui portait sur une période d'étude beaucoup plus longue.

Par ailleurs, sur l'ensemble de la période, on observe que l'écart-type des MRP est plutôt faible. Il est très exactement de 1.1%, ce qui laisse augurer une certaine stabilité. De ce fait, si on estime la prime de risque par un intervalle de confiance, on obtient une MRP comprise entre 4.% et 4.5% .

En d'autres termes, le travail effectué par le Professeur Aswath DAMODARAN permet d'affirmer qu'il y a 95 chances sur 100 pour que la prime de risque du marché des actions sur l'indice S&P 500 soit comprise entre 4% et 4.5%.

En conclusion, se poser la question d'un invariant possible de la prime de risque du marché des actions pris dans sa globalité n'est pas infondée.

LA CRISE DES « SUBPRIMES » A MODIFIÉ LA PERCEPTION DU RISQUE

On a, dans un deuxième temps, essayé de comprendre comment la prime de risque évoluait à travers le temps. La question posée est la suivante : « Cette prime est-elle régulière quelle que soit la conjoncture économique ou s'inscrit-elle dans une

logique économique particulière ? ». Sur cet aspect, il ne peut pas y avoir d'hésitation.

L'examen attentif des données communiquées par Aswath DAMODARAN fait apparaître un point de rupture ; c'est l'année 2008. Si votre mémoire ne vous fait pas défaut, vous devez vous rappeler que cette année correspond à la fameuse crise des « subprimes », point culminant où l'économie de marché a perdu pied, manquant de discernement et perdant toute rationalité.

C'est ainsi que sur la période allant de 1960 à 2007, la moyenne des primes de risque est de : 3.9%. En revanche, entre 2008 et 2023, la moyenne des primes de risque est plus importante et s'élève à 5.4% soit un écart de : 1.5 point comparée à la période précédente.

La crise des « subprimes » a donc bien modifié de manière substantielle la vision future du risque des marchés financiers.

On peut en conclure que la prime de risque s'inscrit toujours dans une logique économique qu'il convient d'interpréter.



LA CRISE DES « SUBPRIMES » ET LA PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ DES ACTIONS

Période	MRP moyenne sur la période
1960 – 2007	3.9%
2007 – 2023	5.4%

Source : Calculs faits à partir des données de la base d'Aswath DAMODARAN

LA PERTINENCE DE LA MRP SUPPOSE QUE LES MARCHÉS FONCTIONNENT HARMONIEUSEMENT

Une dernière remarque concerne le bon fonctionnement des marchés. Sur ce point, rappelons-nous que l'Union Européenne a vécu pendant plusieurs années avec une politique économique qualifiée de « Quantitative Easing » ou encore appelée « QE ». Cette politique est marquée par un rachat massif de la part de la BCE des dettes souveraines des différents pays, avec pour finalité de faire baisser les taux d'intérêt et de stimuler la croissance. Nous ne discuterons pas ici de la pertinence de cette politique... il suffit pour cela de scruter le taux d'endettement de la France pour au moins marquer un certain scepticisme sur la pertinence de cette stratégie monétaire.

Mais, le « QE » est loin d'être neutre pour les évaluateurs car elle affecte non pas le calcul du coût du capital mais celui de la détermination de la prime de risque du marché des actions.

Le taux des OAT 10 ans en France est parvenu, il n'y a pas si longtemps encore, à un niveau proche de zéro, voire même un taux négatif. Comme la prime de risque est calculée par différence entre le coût des fonds propres et le taux sans risque, la prime de risque a donc été, très probablement surévaluée, le temps du « QE ».

Cela n'a pas été le cas aux Etats-Unis. Si l'on reprend les données d'Aswath DAMODARAN, le taux moyen du « T-Bond » a été de 5.67% (entre 1960 et 2023) et celui du « T-Bill » de 4.47% (soit un écart de 1.20%), ce qui renforce la pertinence des calculs effectués pour la détermination de la MRP sur le marché de la NYSE.

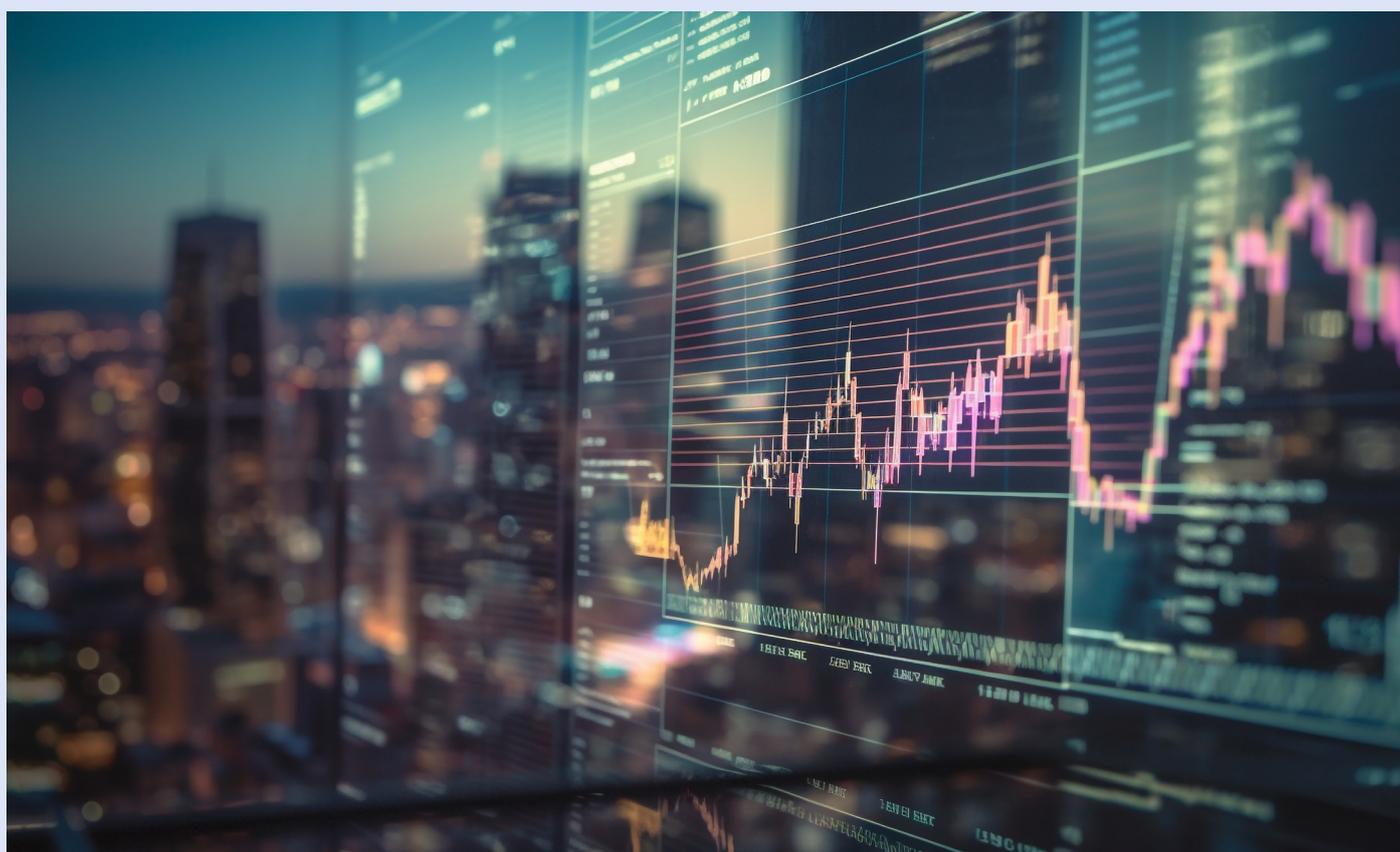
La dernière question concerne la mise en évidence des facteurs qui impriment l'évolution de la MRP à travers le temps. Il existe sur ce point de nombreux écrits. Nous avons eu recours en ce qui nous concerne au modèle de GRINOLD-KRONER qui montre que la MRP résulte notamment de quelques facteurs majeurs tels que : le Dividend Yield (y compris le rachat d'actions), la croissance nominale à long terme des bénéficiaires (hors éléments extraordinaires) et l'évolution prévisionnels des PER.

Le tableau ci-après donne quelques repères sur les éléments majeurs qui expliquent pourquoi la MRP évolue d'un pays à l'autre et dans le temps. L'intérêt de cette démarche est aussi de décloisonner la séparation entre micro-économie et macro-économie pour mieux comprendre l'interaction de paramètres qui influent sur la valeur des entreprises.

LES PARAMÈTRES DE LA FORMATION DE LA MRP (À PARTIR DES DONNÉES D'A. DAMODARAN)

Paramètres de la formation de la MRP	Taux en % (estimation)
Dividend Yield (y compris les buybacks)	2.91%
Taux de croissance prévisionnel à long terme des bénéfices (en nominal)	5.57%
Evolution prévisionnelle des PER	- 3.98%
Total	4.5%

Nous avons voulu faire un résumé des réflexions qui ont cours aujourd'hui sur l'épineuse question de la prime de risque du marché des actions. Nous avons conscience que cette réflexion n'est pas achevée, loin de là. Par exemple, l'importance accrue des rachats d'actions soulève nombre d'interrogations qui, pour le moment ne sont pas véritablement résolues, ce qui veut dire que nous serons conduits à terme à revenir sur la problématique du coût du capital et de ses composantes.



Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées



CCEF - 120 avenue des Champs-Élysées - 75008 PARIS - ccef@ccef.net - 01 44 94 27 70 - www.ccef.net