



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
18 novembre 2019**

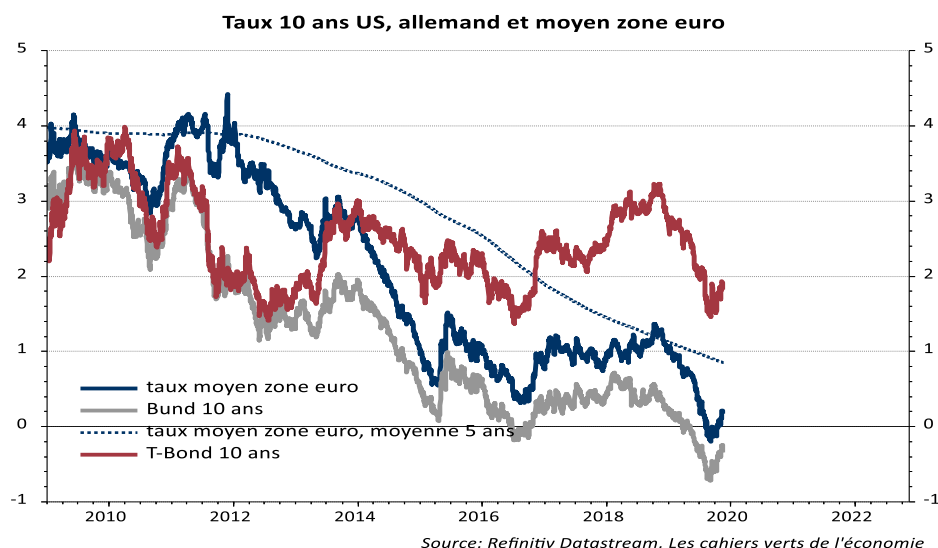
### **Compression de la prime de risque : jusqu'où ?**

Commençons par les faits.

Les taux d'intérêt longs baissent dans le monde depuis 38 ans.

Durant ce cycle expansif (démarré à l'été 2009), ils ont dans l'ensemble continué de baisser (cf. graph ci-dessous) jusqu'à atteindre leur point bas historique (1,36% pour le 10 ans américain et -0,18% pour le Bund en juillet 2016, puis -0,72% pour le Bund en septembre 2019).

Ce cycle a été aussi marqué par des phases de remontée des taux, la dernière se situant entre juillet 2016 et octobre 2018 (remontée à 3,23% pour le T-Note et 0,57% pour le Bund). Puis, pendant 11 mois, la phase descendante a repris (1,49% pour le T-Note au début de septembre dernier et -0,72% pour le Bund comme signalé plus haut). Et depuis 2 mois, les rendements se sont à nouveau tendus de 30/40 pb (1,83% pour le T note et -0,33% pour le Bund vendredi dernier).



Comme nous l'avons noté dans un grand monde de nos publications, il n'y a plus de très fort catalyseur à la hausse du marché actions américain. Certains facteurs sont négatifs (valorisation

1

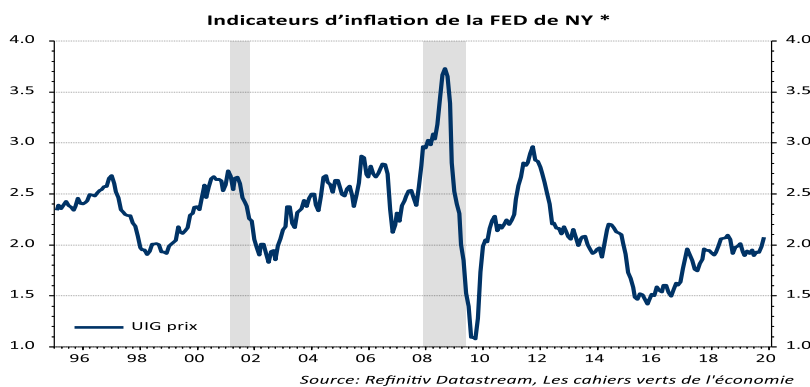
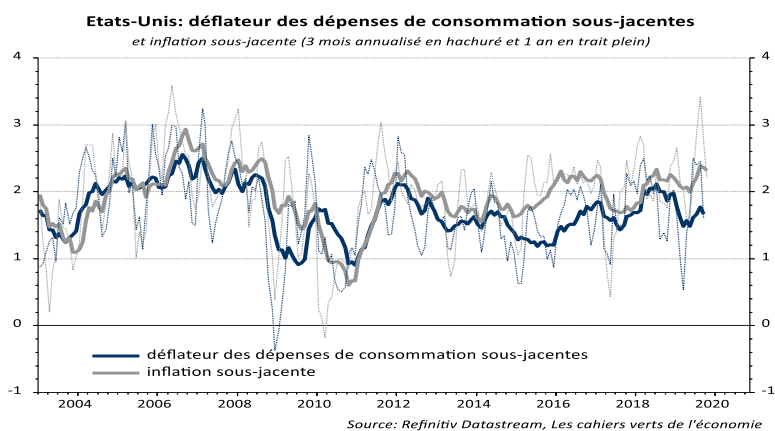
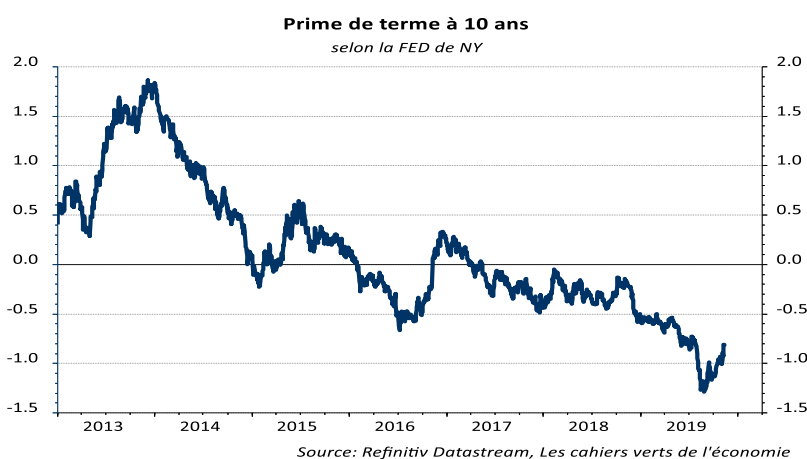
**Socofi** 9 rue d'Artois 75008 Paris - 28/30 boulevard de la Cambre (box 5) 1000 Bruxelles

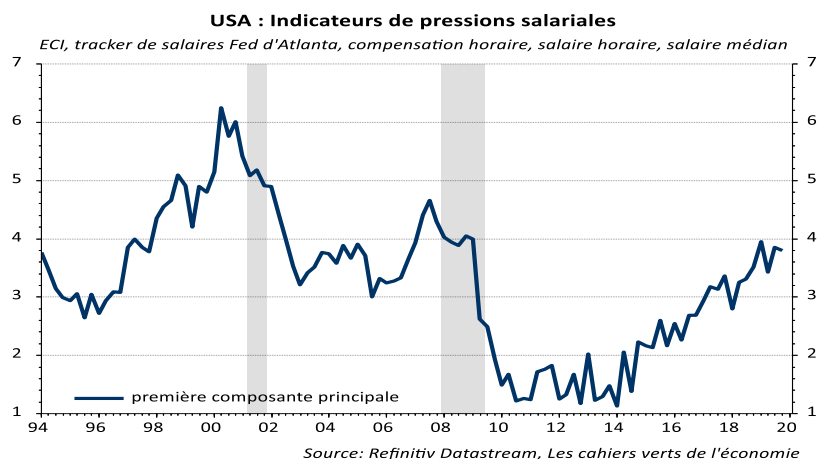
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : [socofi@socofi.com](mailto:socofi@socofi.com) [www.cahiersvertsdeleconomie.com](http://www.cahiersvertsdeleconomie.com) Société anonyme au capital de 40 000 Euros  
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

absolue, sentiment de marché, positionnement), neutres (politique monétaire) ou légèrement positifs (accord sino-américain, rebond macro mondial au S1 2020, croissance à un chiffre des BPA l'an prochain).

Le facteur le plus positif est en réalité le maintien d'une prime de risque au-dessus des standards historiques.

Cela est primordial car nous pensons que la hausse (modérée) des taux longs va se poursuivre au cours des prochaines semaines; prime de terme encore faible, remontée modérée de l'inflation (cf. graphes ci-dessous), petite divergence entre les attentes de taux directeurs par les marchés et la Fed,....





A ceux qui s'inquiètent de la hausse en soi des taux longs en soi, nous répétons qu'il y a depuis le milieu des années 90 une corrélation positive entre les variations de taux et les prix des actions. Ce d'autant que la hausse des taux long se justifie par un choc réel (hausse des anticipations de croissance) et non par un choc exclusivement monétaire. Si l'on prend le cycle haussier actions en cours (qui a démarré en mars 2009), on a pu observer 10 corrections obligataires<sup>1</sup>. Dans 9 cas, le marché actions américain a progressé durant ces corrections (avec une progression médiane de 5%)<sup>2</sup>.

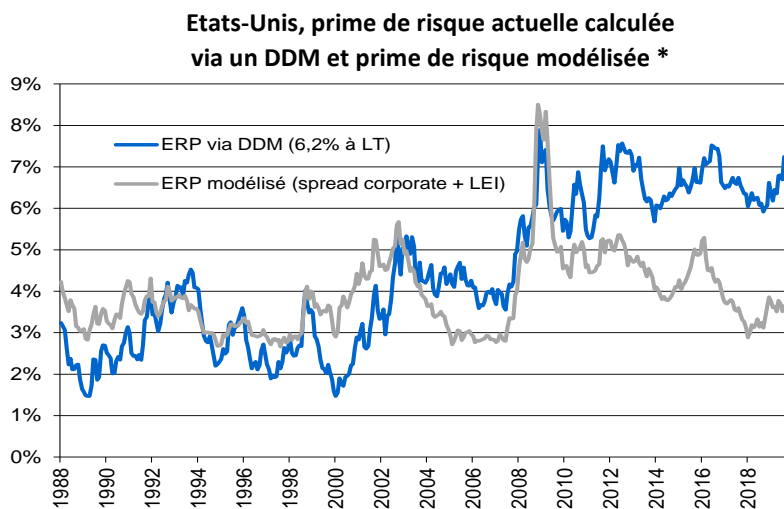
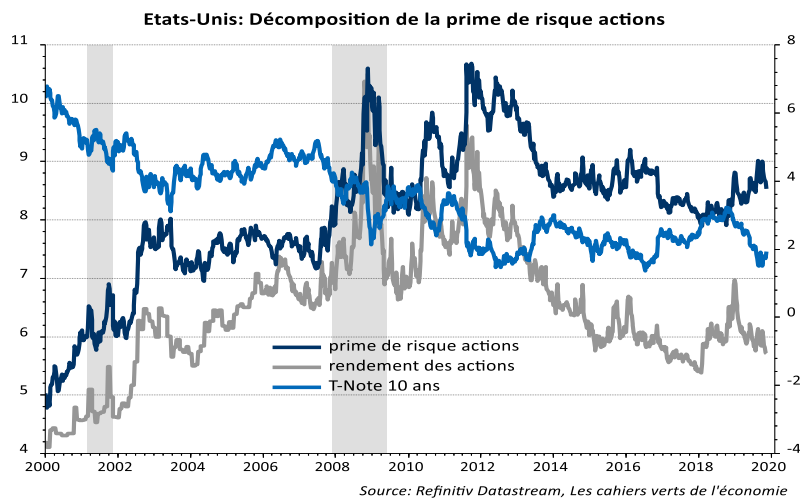
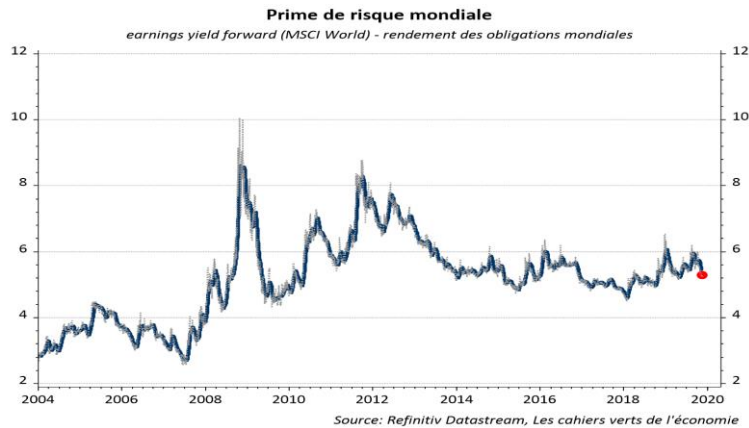
Bien sûr, beaucoup dépend de la soudaineté du mouvement et du niveau initial des taux ainsi que de l'inflation. Or, le mouvement en cours est très graduel et le niveau des taux longs américains à 10 ans est plus de 75pb et 120pb plus faibles qu'aux points hauts précédant/coïncidant avec les 2 dernières corrections des actions (janvier et octobre 2018 respectivement). Rappelons aussi que l'inflation américaine « idéale » pour les marchés actions (au sens d'un P/E plus élevé) se situe historiquement entre 1 et 3% (contre environ 2% actuellement). Dans cette fourchette, le S&P 500 évolue en territoire positif dans 75% du temps (depuis 1872).

La question est donc de savoir quel est le niveau de la hausse des taux que la prime de risque peut absorber, sachant que le monde riche est en voie de « japonisation » plus ou moins accentuée selon les zones. Ce qui signifie que le niveau de la croissance potentielle nominale américaine et mondiale est plus faible que durant toutes les décennies d'après-guerre et que la dette (publique et privée) américaine et mondiale est au plus haut de l'histoire du temps de paix. Bref, que le niveau du taux d'intérêt « d'équilibre » est beaucoup plus bas qu'auparavant et que le niveau tendanciel de la prime de risque est plus élevé.

Nous regardons ici à la fois une prime de risque simple (earning yield moins bond yield) au niveau mondial et au niveau américain, ainsi qu'une prime de risque via un DDM (Dividend Discount Model) simple et modélisée (ajustée par le niveau des spreads corporate et le leading economic indicator) ainsi qu'une prime composite résultant de 8 modèles différents (cf. les 4 graphes ci-dessous). Nous comparons ensuite la situation actuelle avec le niveau de la prime de risque ayant précédé les 2 dernières corrections du marché actions (mi-janvier 2018 et fin septembre 2018).

<sup>1</sup> Définies par une remontée des taux longs d'au moins 50pb.

<sup>2</sup> Seule la correction de mai-juin 2013 de près de 100 pb, impulsée par le Taper Tantrum de Bernanke, s'est traduite par une légère baisse du marché actions (-1%).

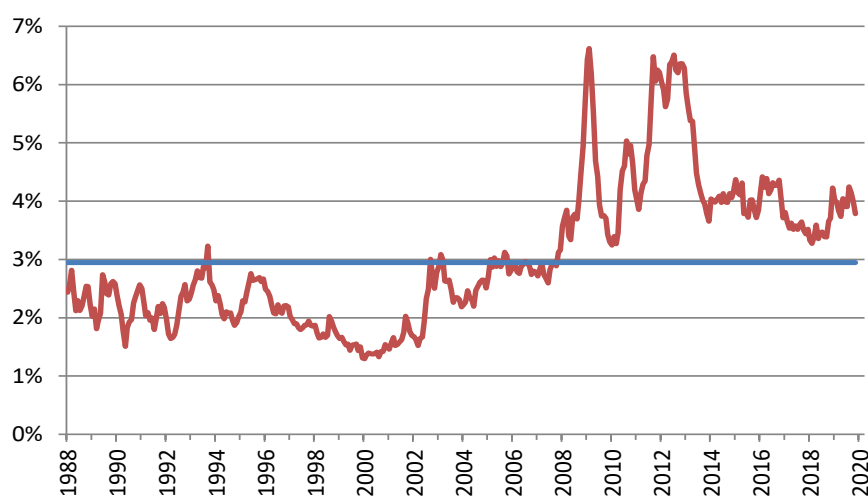


\*: la prime de risque est calculée via un dividend discount model (ddm) avec pour paramètre, la croissance anticipée via IBES jusqu'à 5 ans (et 6,2% au-delà), soit la croissance moyenne historique des BPA depuis 1870.

Le modèle a pour variable explicative la prime de risque expliquée par l'écart à la tendance des leading economic indicators et les spreads corporate BAA de Moody's.

Source: Datastream, Les Cahiers Verts

### Prime de risque actions aux Etats-Unis \*



\* médiane de 8 modèles de prime de risque: rendement du dividende, variantes de DDM, variantes du FED model, variantes de residual income model

Source : Datastream , Les Cahiers Verts

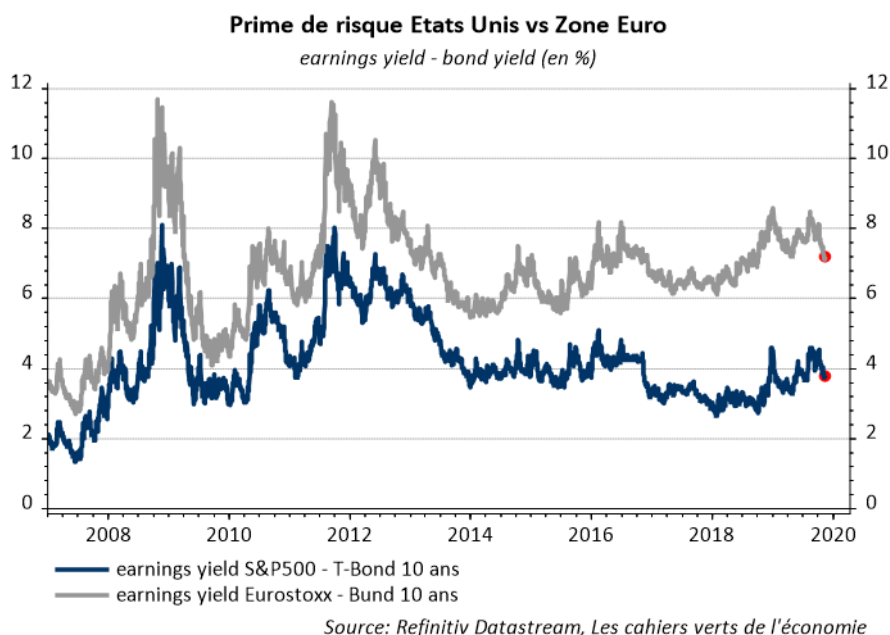
Il ressort de tout cela que la prime de risque est environ 80pb au-dessus des démarrages des 2 dernières corrections des actions en janvier et septembre 2018 (cf. tableau ci-dessous). Par « sécurité », on considérera que cela suggère un potentiel de l'ordre de plus de 50pb de compression de celle-ci.

### Niveau des taux longs et de la prime de risque avant les corrections de janvier, octobre 2018 et actuellement

	taux 10 ans	prime de risque monde simple	prime de risque US simple	prime de risque via DDM	prime de risque via DDM modélisée	prime de risque 8 modèles
janv-18	2.7	4.5	2.7	6.3	3.1	3.1
oct-18	3.2	5.0	2.8	5.9	3.1	3.0
nov-19	1.9	5.3	3.8	6.9	3.6	4.4

Source: Datastream, Les Cahiers Verts

Sachant par ailleurs que la prime de risque (simple) européenne reste encore sensiblement plus élevée que la prime américaine (cf. graph ci-dessous), avec un écart toujours plus élevé (cf. graph ci-dessous) qu'au moment de la crise de la dette souveraine européenne (2010-2012).



Au total, que faut-il en conclure en termes de stratégie d'investissement à 6 mois, sachant qu'il y a matière à être prudent sur les actions mondiales à très court terme (appétit pour le risque de court terme élevé, fin de l'assouplissement de la FED, apaisement des tensions politiques largement priced).

- Surpondérer encore les actions sur les govies
- Au sein des actions, sur pondérer les cycliques et financières (momentum macro et hausse des taux longs)
- Surpondérer l'Europe vs les USA dans l'allocation (prime de risque relative trop élevée au regard des conditions économiques et politiques de l'Europe)

***Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.***