

# Perspectives de rendement à long terme et mise en œuvre

## Résumé

Depuis notre dernière publication en novembre 2023, l'environnement économique s'est stabilisé avec une inflation en très forte baisse. Les rendements obligataires se sont maintenus autour de 3 % en zone euro et de 4,25 % aux États-Unis. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier des obligations à haut rendement, ont continué de baisser et sont désormais nettement inférieurs aux moyennes historiques. Cela nous a conduits à revoir à la baisse le rendement attendu à long terme des obligations à haut rendement de -0,5 % à 5,25 % en Europe et 6 % aux États-Unis. Les autres estimations de rendement attendu du marché obligataire restent inchangées. Les marchés actions se sont très bien comportés depuis novembre de l'année dernière et deviennent chers.

En effet, les rendements du dividende ont baissé et les ratios cours/bénéfices ont augmenté. L'appétit pour le risque se redresse toutefois et les programmes de rachat d'actions devraient être favorables dans les années à venir.

Les rendements attendus sont globalement inchangés, à l'exception des États-Unis et du Japon, avec une légère révision à la hausse (voir tableau 1). Nous ne voyons pas de changements pour les autres actifs.

Guy Ertz, PhD.

Deputy Chief Investment Officer  
BNP Paribas Wealth Management



Table 1: rendements attendus à long-terme (10 ans)

	Estimations Jun 2023	Révision	Estimations Nov-23	Volatilité (Historique 10 ans)
Obligations	Liquidité EUR	1.50%	0.00%	1.50%
	Liquidité USD	2.25%	0.00%	2.25%
	Obligation d'Etat Zone Euro	3.00%	0.00%	3.00%
	Obligation d'Etat Etats-Unis	4.25%	0.00%	4.25%
	Obligations IG Europe	3.50%	0.00%	3.50%
	Obligations IG Etats-Unis	4.75%	0.00%	4.75%
Obligations	Obligations HY Europe	5.25%	-0.50%	5.75%
	Obligations HY Etats-Unis	6.00%	-0.50%	6.50%
	Obligations marchés émergents (USD)	6.25%	0.00%	6.25%
	Actions Eurozone	7.00%	0.00%	7.00%
	Actions Etats-Unis	6.75%	0.25%	6.50%
	Actions Royaume-Unis	7.00%	0.00%	7.00%
Actions	Actions Japon	6.25%	0.25%	6.00%
	Actions marchés émergents	8.25%	0.00%	8.25%
	OPCVM Alternatifs	4.25%	0.00%	4.25%
	Immobilier côté	6.75%	0.00%	6.75%
Alternatifs	Private Equity	9.50%	0.00%	9.50%
	Infrastructure	9.00%	0.00%	9.00%
	Matières premières	4.00%	0.00%	4.00%
	Or	4.00%	0.00%	4.00%

Source: BNP Paribas WM, LSEG Datastream

## Estimation des rendements attendus à long terme

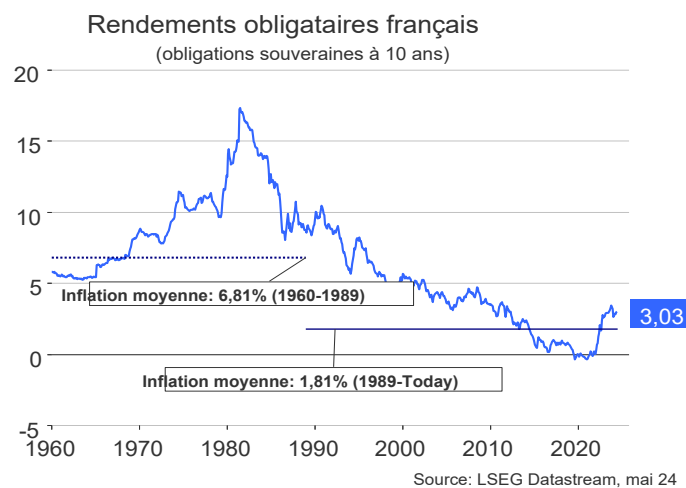
Premièrement, nous devons examiner les 3 déterminants clés d'un taux d'intérêt :

1. La perte potentielle de pouvoir d'achat liée à l'inflation au cours de la période.
2. Le taux d'intérêt réel, exprimé en pouvoir d'achat. Ce taux reflète le coût d'opportunité de ne pas investir dans d'autres projets.
3. Le risque de non-remboursement du capital.

L'analyse des moyennes historiques n'est pas une bonne approche pour estimer les rendements futurs. En effet, les rendements élevés du passé peuvent être liés à une période d'inflation exceptionnellement élevée. Il en va de même pour la croissance économique.

Comme le montre le graphique 1, nous observons un changement structurel de l'inflation américaine au milieu des années 1990. Cela a entraîné une baisse des rendements obligataires attendus.

Graphique 1 : impact des évolutions structurelles de l'inflation



Le meilleur moyen est donc de se concentrer sur les tendances attendues de l'inflation et de la croissance, en utilisant la théorie.

Pour l'inflation attendue à long terme, nous utilisons 2 %. C'est l'objectif des grandes banques centrales, et nous ne voyons aucune raison de douter de cet engagement.

Le taux d'intérêt réel est fortement lié à la croissance économique attendue. Le concept de croissance économique potentielle sert de référence pour les prévisions de croissance économique sur 10 ans. Cette mesure est principalement fondée sur les tendances démographiques, la productivité et le capital (équipements de production). Aujourd'hui, nos estimations de croissance potentielle (hors inflation) sont autour de 0,75 % en zone euro et 2 % aux États-Unis.

Le taux d'intérêt sans risque est donc simplement la somme du taux d'intérêt réel et de l'inflation attendue. En d'autres termes, 2,75 % dans la zone euro et 4 % aux États-Unis.

Pour les obligations à 10 ans d'émetteurs souverains de la zone euro ou des États-Unis, le risque supplémentaire provient principalement du fait qu'elles impliquent une maturité plus longue. Nous pouvons simplement utiliser 3 % dans la zone euro et 4,25 % aux États-Unis. Cela est également assez proche du niveau des rendements des emprunts d'État à 10 ans observé sur les marchés de capitaux le 25 juin. Pour les obligations d'entreprises Investment Grade, nous utilisons un spread de crédit moyen d'environ 0,80 % par rapport aux emprunts d'État, un taux de défaut moyen de 0,9 % avec un taux de recouvrement de 50 % (voir références à la fin du présent document). Sur la base de ces hypothèses, nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises Investment Grade à 3,50 % pour la zone euro et à 4,75 % pour les États-Unis. Pour les obligations d'entreprises à haut rendement, nous intégrons un spread par rapport aux emprunts d'État de 400 points de base. Nous incluons un taux de défaut attendu de 3,3 % aux États-Unis et de 1,9 % en Europe, et un taux de recouvrement de 40 %. Sur la base de ces hypothèses et compte tenu du niveau actuellement très bas des spreads, nous estimons le rendement attendu à 5,25 % pour la zone euro et à 6 % pour les États-Unis. Il s'agit d'une révision à la baisse de -0,5 % par rapport à notre publication de l'année dernière. Pour les obligations émergentes en devise forte, le spread historique à long terme par rapport aux emprunts d'État américains est d'environ 400 points de base, que nous ajustons pour tenir compte du taux de défaut et de recouvrement attendus. Comme précédemment, nous utilisons une estimation de 6,25 %.

## Marchés actions

Nous utilisons le modèle Gordon Shapiro (forme de croissance constante du modèle d'actualisation du dividende) qui lie le rendement attendu des actions (ou de l'indice boursier) au rendement du dividende et au taux de croissance attendu du dividende. Nous tenons également compte des effets potentiels de revalorisation (évolution du ratio cours/bénéfices) ou liés aux programmes de rachat d'actions. Les détails sont repris dans le tableau 2 ci-après.

Une autre façon d'aborder ces calculs consiste à utiliser nos rendements attendus sur les emprunts d'État et à ajouter la prime de risque moyenne historique à long terme. Cette prime de risque varie d'un pays à l'autre et s'établit en moyenne entre 3,5 et 4,5 % sur la période 1900-2020 (voir Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, 2021). Cela se traduirait par des rendements attendus globalement conformes à nos estimations pour la plupart des marchés d'actions, à l'exception des États-Unis.

Tableau 2 : performances attendues à long terme pour les actions

	Rendement attendu	Hypothèses
Europe	7.00%	Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement du dividende de 3 % et d'une croissance réelle des dividendes de 1,5 % avec effet de "re-rating" de 0.25% et un effet de lié aux rachats d'actions de 0.25%. Cela suggère un rendement attendu « réel » de 5 %. Sur la base de l'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 %, nous arrivons à 7 %.
Etats-Unis	6.75%	Même approche sauf que nous supposons un rendement du dividende de 1.75 %, une croissance réelle des dividendes de 2,5 % et un effet de lié aux rachats d'actions de 0.5%. Cela suggère un rendement attendu « réel » de 4.75 %. Sur la base de l'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 %, nous obtenons 6.75 %.
Royaume-Uni	7.00%	Un rendement du dividende de 3,5 %, une croissance réelle des dividendes de 1.25 %, pas d'effet de re-rating et un effet de lié aux rachats d'actions de 0.25%. Nous ajoutons une inflation à long terme de 2 %.
Japon	6.25%	Un rendement du dividende de 2 %, une croissance réelle des dividendes de 1.5 %, un effet de re-rating de 0,5 % et un effet de lié aux rachats d'actions de 0.25. Nous ajoutons une inflation à long terme de 2 %.
Marchés émergents	8,25%	Un rendement du dividende de 3 %, une croissance réelle des dividendes de 3.25 %, sans effet de re-rating et une inflation à long terme de 2 %.

Source: BNP Paribas Wealth Management

## Private Equity (hypothèses inchangées)

R. Harris, T. Jenkinson et S. Kaplan (2014) constatent que pour le Private Equity, « la surperformance par rapport au S & P 500 est en moyenne de 20 % à 27 % sur la durée de vie totale du fonds et de plus de 3 % par an ». Les indicateurs avancés, tels que la hausse des taux d'intérêt, le durcissement de la concurrence et le trop grand nombre de transactions en capital, laissent présager d'une légère baisse des rendements excédentaires à l'avenir. Voir également Ilmanen, Antti. (2022) pour plus de détails.

Nous estimons ainsi la surperformance à terme à 2,5 %. Le rendement attendu du Private Equity est ainsi de 9,50 %. Les investissements en Private Equity sont moins liquides, ce qui justifie une prime de risque supplémentaire.

## Infrastructure (hypothèses inchangées)

Antti Ilmanen (2011) a étudié l'historique de l'indice UBS Global Infrastructure, incluant et excluant les services aux collectivités (l'indice date de 1990). Il a soutenu que « les actions du secteur des infrastructures ont généré un rendement total annuel de 9,3 % sur 1990-2009 ». Sur la période 1990-2015, nous trouvons un chiffre proche de 7 %. Pour des données plus récentes, nous utilisons l'indice S&P Global Infrastructure. Au cours des 20 dernières années (depuis avril 2002), le rendement total annuel a été proche de 9,5 %. Sur la base de ces études, nous utilisons une prime de risque de 2 % par rapport aux indices actions traditionnels. Cela conduirait à 9 % pour les investissements dans les infrastructures. Les investissements dans les infrastructures sont moins liquides, ce qui justifie une prime de risque supplémentaire.

## Fonds alternatifs (OPCVM) et immobilier (hypothèses inchangées)

Compte tenu de la diversité et de la complexité des stratégies, nous utilisons des études universitaires basées sur des données historiques qui tiennent compte des biais de mesure, pour estimer les rendements attendus. La référence principale est Ibbotson, Chen et Zhu (2011).

Sur la base de cet article, nous utilisons l'hypothèse d'un rendement excédentaire des liquidités de 2,5 %. Cette prime s'ajoute au rendement moyen attendu des liquidités en euros et en dollars américains (1,75 %). Nous estimons ainsi le rendement moyen attendu des OPCVM alternatifs à 4,25 %.

Pour l'immobilier coté, nous utilisons une approche similaire à celle utilisée pour les actions. Nous utilisons un rendement du dividende de 4,25 %, un taux de croissance réel du dividende de 0,5 % et une inflation de 2 %. Le rendement attendu est donc de 6,75 %.

## Matières premières (hypothèses inchangées)

Il est très difficile d'estimer le rendement attendu des matières premières, en particulier de l'or, car aucun revenu futur ne peut être actualisé. En prenant en compte l'analyse des données à long-terme sur la période 1877-2020, Ilmanen, Antti. (2022) soutient que « sans preuve statistique d'un rendement attendu variable dans le temps, la meilleure estimation prospective pour l'avenir à long-terme est la prime moyenne historique ». Il estime que « sur la base des éléments ci-dessus, une prime constante d'environ 3 % par rapport aux liquidités « cash » semble appropriée pour un portefeuille diversifié de matières premières (mais pas pour une seule matière première !) ». Sur la base de notre hypothèse de rendement attendu des liquidités, nous appliquons un rendement attendu des matières premières et de l'or de 4 %.

Guy Ertz, PhD.

Deputy Chief Investment Officer  
BNP Paribas Wealth Management



## Références

- Ang (2014), "Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing", Oxford University Press.
- Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton (2021), "Credit Suisse Global Investment Returns Year-book 2021" Credit Suisse Global Investment Re-turns, Yearbook 2021.
- K. Giesecke, F. Longstaff, S. Schaefer, and I Strebulaev (2011), "Corporate Bond Default Risk: A 150 year Perspective", Journal of Financial Economics, Vol. 102, issue 2, 233-250.
- Gordon, M.J and Eli Shapiro (1956) "Capital Equipment Analysis: The required Rate of Profit", Management Science, 3, (1).
- R. Harris, T. Jenkinson and S. Kaplan (2014), "Private Equity Performance: what do we know?", Journal of Finance, vol 69, issue 5.
- Hofmann and Bogdanova (2012), "Taylor Rules and Monetary Policy: a global great deviation", BIS Quarterly Review, September.
- Ibbotson, Roger G., Peng Chen, and Kevin X. Zhu. (2011). "The ABCs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs", Financial Analysts Journal, vol. 67, no. 1 (January/February) p15-25.
- Ilmanen, Antti. (2011), "Expected returns: An Investor's guide to harvesting market rewards", Wiley Finance.
- Ilmanen, Antti. (2022), "Investing amid low expected returns", Wiley Finance.
- Ilmanen A., Chandra S. and N. McQuinn (2019), "Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity", AQR Whitepaper 1Q19.
- JP Morgan (2019) "EM Corporate Default Monitor", Global Credit Research.
- Reilly F., D. Wright and J. Gentry (2009), "Historic Changes in the High Yield Bond Market", Journal of Applied Corporate Finance, Volume 21 Number 3.
- S&P Global, (2017), "2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions".
- J. Taylor (1998) "An historical analysis of monetary policy rules", NBER working paper N°6768.
- J. Williams (2017) "Three Questions on R-star", Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 2017-05.

## L'ÉQUIPE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

### FRANCE

#### Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

#### Isabelle ENOS

Investment Advisor

#### Charles GIROT

Investment Advisor

### ITALIE

#### Luca IANDIMARINO

Chief Investment Advisor

### BELGIQUE

#### Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

#### Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

#### Xavier TIMMERMANS

Senior Investment Strategist, PRB

### ALLEMAGNE

#### Stephan KEMPER

Investment Strategist

#### Stefan MALY

### LUXEMBOURG

#### Guy ERTZ

Deputy Chief Investment Officer

#### Edouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Fixed Income  
[ASIE](#)

#### Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer, Asia

#### Grace TAM

Chief Investment Advisor, Asia

# CONTACTEZ-NOUS



**wealthmanagement.bnpparibas**

## AVERTISSEMENT

Ce document commercial est communiqué par le Métier de la Gestion de fortune de BNP Paribas, Société Anonyme, Siège Social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, enregistré sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, enregistré en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché.

Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être communiqué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement.

Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions dans ces produits ou traiter avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

**La banque  
d'un monde  
qui change**