JUIN 2025

Perspectives de rendement à long terme 2025

Résumé

L'annonce par le gouvernement allemand du lancement d'un programme d'investissement massif dans les infrastructures, et la décision des pays de l'UE d'augmenter leurs dépenses en matière de défense nous ont conduit à revoir notre évaluation des rendements attendus à long terme sur un certain nombre de classes d'actifs. Les autorités de l'UE prévoient également de déréglementer des secteurs clés. Ces mesures s'alignent sur les recommandations du rapport Draghi de 2024, qui vise à accroître la productivité et le potentiel de croissance de l'économie de la zone euro. Nous avons ainsi décidé de revoir à la hausse notre estimation de la croissance économique potentielle pour la zone euro de 0,75 % à 1 %. Cela a un impact sur le rendement attendu à long terme des obligations et des actions de la zone euro. Nous révisons également à la hausse le rendement attendu des actions au Royaume-Uni et au Japon ainsi que de l'immobilier coté.

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

		Estimations juin-25	Révisions	Estimations juin-24	Volatilité (10 ans)
Obligations	Liquidité EUR	1.25%	-0.25%	1.50%	-
	Liquidité USD	2.00%	-0.25%	2.25%	-
	Obligation d'Etat Zone Euro	3.25%	0.25%	3.00%	5.60
	Obligation d'Etat Etats-Unis	4.25%	0.00%	4.25%	4.70
	Obligations IG Europe	3.75%	0.25%	3.50%	4.30
	Obligations IG Etats-Unis	4.75%	0.00%	4.75%	6.20
	Obligations HY Europe	5.25%	0.00%	5.25%	6.60
	Obligations HY Etats-Unis	5.75%	-0.25%	6.00%	7.20
	Obligations marchés émergents (USD)	6.25%	0.00%	6.25%	10.00
Actions	Actions Eurozone	7.25%	0.25%	7.00%	16.70
	Actions Etats-Unis	6.50%	-0.25%	6.75%	14.98
	Actions Royaume-Unis	7.25%	0.25%	7.00%	14.90
	Actions Japon	6.75%	0.50%	6.25%	20.10
	Actions marchés émergents	8.25%	0.00%	8.25%	18.00
Alternatifs	OPCVM Alternatifs	4.25%	0.00%	4.25%	4.80
	Hedge Fund	5.00%	-	-	6.30
	Immobilier côté	7.00%	0.25%	6.75%	17.30
	Private Equity	9.50%	0.00%	9.50%	-
	Infrastructure	9.00%	0.00%	9.00%	-
	Martières premières	4.00%	0.00%	4.00%	21.30
	Or	3.75%	-0.25%	4.00%	13.90

*Tous les rendements sont en devises locales.
Source: BNP Paribas WM, LSEG Refinitiv

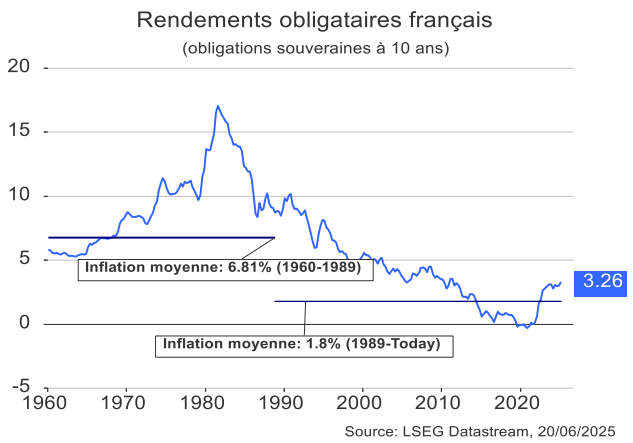
Estimation des rendements attendus à long terme

Tout d'abord, 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 approche pertinente pour estimer les rendements futurs. En effet, les rendements élevés du passé peuvent être liés à une période d'inflation exceptionnellement forte. 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.

Graphique 1 : changements structurels de l'inflation



Source: LSEG Datastream, 20/06/2025

Guy Ertz, PhD.
Chief Investment Advisor – Deputy Global CIO
BNP Paribas Wealth Management

BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT

La banque d'un monde qui change

Cela a entraîné une baisse des rendements obligataires attendus jusqu'en 2021, année du rebond de l'inflation. Nous appliquons donc notre analyse théorique sur les tendances attendues de l'inflation et de la croissance.

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). Comme évoqué précédemment, nous avons revu à la hausse l'estimation de la croissance potentielle (hors inflation) en zone euro de 0,75 % à 1 % et maintenons l'estimation de 2 % pour les Etats-Unis. Le taux d'intérêt sans prime de risque est simplement la somme du taux d'intérêt réel et de l'inflation attendue. Autrement dit, 3 % en zone euro et 4 % aux Etats-Unis

Marchés obligataires

Sur la base du taux d'intérêt à long terme sans prime de risque, nous ajoutons une prime de 0,25 % liée au risque d'investir sur des échéances plus longues; nous estimons le rendement anticipé à long terme des emprunts d'État de la zone euro à 3,25 %. En appliquant la même logique pour les États-Unis, nous obtenons une estimation de 4,25%. Pour les obligations d'entreprises IG, nous utilisons un spread de crédit moyen d'environ 0,8 % par rapport aux obligations 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). À partir de ces hypothèses, nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises investment grade à 3,75 % pour la zone euro et à 4,75% pour les États-Unis.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises à haut rendement de la zone euro, nous incluons un spread d'environ 420 points de base par rapport aux emprunts d'État. Nous incluons un taux de défaut anticipé de 3,5 % et un taux de recouvrement de 40 %. Compte tenu de ces hypothèses et des niveaux de spreads actuellement très faibles, nous estimons le rendement attendu à 5,25 %.

Sur la base d'hypothèses similaires, nous obtenons 5,75 % pour les États-Unis, soit une révision à la baisse de -0,25 % par rapport à notre publication de l'année dernière. Pour les obligations émergentes en devises fortes, le spread historique à long terme par rapport aux emprunts d'État américains est d'environ 400 points de base, que nous ajustons en fonction du taux de défaut et de recouvrement anticipés. 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 des dividendes) qui relie le rendement attendu des actions (ou de l'indice boursier) au rendement du dividende et au taux de croissance attendu du dividende. Nous prenons également en compte les effets potentiels de revalorisation (évolution du ratio cours/bénéfices) ou les effets liés aux programmes de rachat d'actions. Les détails sont repris dans le tableau 2 ci-dessous.

Une autre façon d'aborder ces calculs consiste à utiliser nos rendements anticipés 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 % pour la période 1900-2020 (voir Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, 2021). Cela se traduirait par des rendements globalement conformes à nos estimations pour la plupart des marchés d'actions, à l'exception des Etats-Unis.

Tableau 2 : performances attendues à long terme pour les actions

	Rendement attendu	Hypothèses
Europe	7,25 %	Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement du dividende de 3 %, d'une croissance des dividendes de 3,75 %, d'un effet de "re-rating" de 0,25 % et d'un effet lié aux rachats d'actions de 0,25 %. Cela donne un rendement attendu de 7,25 %.
États-Unis	6,5 %	Même approche, sauf que nous supposons un rendement du dividende de 1,75 %, une croissance des dividendes de 4,5 % et un effet lié aux rachat d'actions de 0,25 %.
Royaume-Uni	7,25 %	Un rendement du dividende de 3,5 %, une croissance du dividende de 3 %, un effet de rachat d'actions de 0,25 % et une réévaluation de 0,5 %.
Japon	6,75 %	Nous utilisons un rendement du dividende de 2,5 %, une croissance des dividendes de 3,75 %, un effet de réévaluation de 0,25 % et un effet de rachat d'actions de 0,25 %.
Marchés émergents	8,25 %	Nous utilisons un rendement du dividende de 3 %, une croissance des dividendes de 5,25 %, sans effet de re-rating.

Source : BNP Paribas Wealth Management

Private Equity

R. Harris, T. Jenkinson et S. Kaplan(2014) estiment 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 pour trop peu d'opérations, laissent présager d'une légère baisse des rendements excédentaires à l'avenir. Nous invitons également le lecteur à se référer à Ilmanen, Antti.(2022) pour plus de détails. Nous prévoyons une surperformance de 2,5 %. Le rendement attendu du Private Equity est donc de 9,5 %. Les investissements en Private Equity sont moins liquides, ce qui justifie une prime de risque supplémentaire.

Infrastructure

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). Selon lui, « les actions du secteur des infrastructures ont généré un rendement total annuel de 9,3 % sur 1990-2009». Sur la période 1990-2015, ce chiffre est plus proche de 7 %. Pour les données plus récentes, nous utilisons l'indice S&P Global Infrastructure. Sur les 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 entraînerait une hausse de 9 % des investissements dans les infrastructures. Les investissements en infrastructures sont moins liquides que les actifs traditionnels, justifiant une prime de risque supplémentaire.

Fonds alternatifs (OPCVM) et immobilier

Compte tenu de la diversité et de la complexité des stratégies, nous utilisons des études universitaires basées sur des données historiques qui prennent en compte les biais de mesure, afin d'estimer les rendements attendus. La référence principale est Ibbotson, Chen et Zhu (2011). Sur la base de cet article, nous faisons 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. Nous estimons ainsi le rendement moyen attendu des OPCVM alternatifs à 4,25 %. Les Hedge Funds ont moins de contraintes en termes de liquidité et peuvent générer une prime de rendement, mais les rendements ont logiquement aussi une volatilité plus élevée. Nous estimons le rendement attendu à long terme des hedge funds à 5 %.

Pour l'immobilier coté, nous utilisons une approche similaire à celle utilisée pour les actions. Nous supposons un rendement du dividende de 4,5%, un taux de croissance réel du dividende de 0,5% et une inflation de 2%. Le rendement attendu est donc de 7 %.

Matières premières

Il est très difficile d'estimer le rendement attendu des matières premières, en particulier de l'or, dans la mesure où 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 pour les matières premières de 4 %. Nous avons revu à la baisse les anticipations de rendement de l'or de 4 % à 3,75 % compte tenu de la forte hausse du cours de l'or au cours de l'année dernière.

Réferences

- 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
Senior Investment Advisor

Charles GIROT
Senior Investment Advisor

ITALY

Luca IANDIMARINO
Chief Investment Advisor

BELGIUM

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Patrick CASSELMAN
Senior Investment Strategist, Commodities

GERMANY

Stephan KEMPER
Chief Investment Strategist

LUXEMBOURG

Guy ERTZ
Deputy Chief Investment Officer

Edouard DESBONNETS
Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIA

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Strategist

CONTACTEZ-NOUS

wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, immatriculée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée 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 exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. Il ne peut pas être distribué, 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 lie a 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 dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation légale concernant le produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le 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 employés ou administrateurs peuvent avoir des positions dans ces produits ou avoir affaire à leurs émetteurs.

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.