

# Rendements attendus à long-terme pour les classes d'actifs

## Résumé

La reprise économique a été plus forte que prévu et les vastes programmes de relance devraient générer des niveaux de croissance supérieurs aux moyennes à long terme au cours des trimestres et des années à venir. La récente hausse de l'inflation devrait s'inverser au cours de l'année prochaine et n'avoir aucun impact majeur sur l'inflation moyenne sur la période de prévision (10 ans).

Nous ne pensons pas que les banques centrales relèveront leurs taux avant le T4 2022 aux États-Unis et peut-être le T4 2023 dans la zone euro. La voie devrait toutefois être très progressive. Aux États-Unis, nous avons revu à la hausse notre estimation du rendement attendu à long terme des liquidités et des emprunts d'État ainsi que des obligations d'entreprises et des marchés émergents. Les spreads obligataires moyens devraient être conformes aux moyennes historiques. Le rendement attendu à long terme des emprunts d'État n'a pas été révisé dans la zone euro car la politique monétaire devrait rester très accommodante. Nous avons revu à la baisse l'estimation des obligations européennes à haut rendement, les spreads étant très serrés.

La politique monétaire accommodante et les faibles rendements obligataires devraient rester favorables aux actifs présentant des niveaux de risque plus élevés. Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions de rendement pour les actions, car nous prévoyons désormais un taux de croissance plus élevé pour les bénéfices au cours des prochains trimestres. L'impact sur le taux de croissance moyen au cours des 10 prochaines années est toutefois assez modéré.

Le rendement attendus des actifs alternatifs, pour lesquels nous calculons les rendements attendus sur la base d'une prime par rapport aux liquidités,

ont été légèrement revus à la hausse car nous anticipons un rendement des liquidités en USD plus élevé.

Nous discutons de l'estimation du rendement attendu à long terme dans les sections suivantes. Les détails techniques et les hypothèses sont résumés en annexe.

## Rendements attendus à long terme (10 ans)

	Estimations 2021	Estimations 2020	Volatilité (historique 10 ans)
Liquidité EUR	0,00%	0,00%	-
Liquidité USD	1,00%	0,75%	-
Obligation d'Etat Zone Euro	0,25%	0,25%	4,20
Obligation d'Etat Etats-Unis	1,50%	1,00%	3,50
Obligations IG Europe	0,75%	0,75%	3,90
Obligations IG Etats-Unis	2,00%	1,50%	5,10
Obligations HY Europe	3,50%	3,75%	7,30
Obligations HY Etats-Unis	4,25%	4,00%	6,70
Obligations marchés émergents (USD)	4,00%	3,50%	8,00
Actions Eurozone	5,50%	5,00%	13,10
Actions Etats-Unis	5,50%	5,00%	13,20
Actions Royaume-Unis	5,75%	5,00%	12,10
Actions Japon	4,75%	4,75%	16,60
Actions marchés émergents	7,25%	7,00%	16,90
OPCVM Alternatifs	3,25%	3,00%	4,10
Immobilier	5,75%	5,50%	14,90
Private Equity	8,50%	8,00%	-
Matières premières	2,50%	2,00%	21,40
Or	2,75%	2,25%	15,20

Source: BNP Paribas WM, Bloomberg



**Guy Ertz**

Chief Investment Advisor  
BNP Paribas Wealth Management



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Actifs obligataires

**Emprunts d'État :** Le rendement attendu des emprunts d'État à 10 ans peut simplement être estimé par le rendement moyen à l'échéance d'une obligation d'État à 10 ans, le risque étant que cette mesure puisse fluctuer un peu à court terme et puisse faire l'objet de spéculations ou de stratégies de couverture à court terme.

Pour la zone euro, nous utilisons un rendement moyen à l'échéance d'un indice d'emprunts d'État incluant la plupart des pays membres (avec une maturité moyenne proche de 10 ans).

Nous estimons le rendement attendu des emprunts d'État à 0,25 % pour la zone euro et à 1,5 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de l'année dernière, il s'agit d'une révision de +0,5 % pour les États-Unis. Pas de changement pour la zone euro.

**Obligations d'entreprises Investment Grade:** Sur la base de nos hypothèses habituelles, nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises Investment Grade à 0,75 % pour la zone euro et 2 % pour les États-Unis (contre 1,5 %). Alors que nous avons revu à la hausse notre rendement attendu pour les emprunts d'État américains tout en conservant nos autres hypothèses inchangées, nous avons également dû revoir à la hausse le rendement attendu pour les obligations d'entreprises IG américaines.

**Obligations d'entreprises à haut rendement :** Nous utilisons notre estimation de l'emprunt d'État auquel nous ajoutons une prime de risque historique et nous ajustons les effets attendus de la défaillance de certaines sociétés au cours de la période sous revue (y compris les taux de recouvrement). Nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises à haut rendement à 3,5 % pour la zone euro et à 4,25 % pour les États-Unis. Nous n'augmentons le rendement attendu pour les États-Unis que de +0,25 % malgré la hausse de +0,5 % de l'estimation de rendement des emprunts d'État américains en raison du niveau historiquement bas des spreads du HY américain. C'est également la raison pour laquelle nous réduisons de 0,25 % le rendement attendu de la zone euro.

**Les obligations émergentes :** Pour les obligations des marchés émergents, nous utilisons une approche similaire. En utilisant nos hypothèses habituelles concernant le spread et en corrigeant les taux de défaut et de recouvrement. Compte tenu de notre révision à la hausse de +0,50 % du rendement attendu des emprunts d'État américains, nous estimons le rendement attendu des obligations des marchés émergents en USD à 4 % (contre 3,50 %). Voir annexe pour plus de détails.

## Actions

Nous utilisons le modèle Gordon Shapiro (modèle d'actualisation du dividende avec l'hypothèse de croissance constante) qui lie le rendement attendu d'une action (ou d'un indice boursier) au rendement du dividende et au taux de croissance attendu du dividende. Nous prenons également en compte les effets potentiels de « re-rating ». Les rendements attendus sont également évalués en termes de ratios de Sharpe implicites (sur la base de la volatilité historique sur 10 ans).

### Performances attendues - Actions

	Rendement attendu	Hypothèses
Europe	5.5%	Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement du dividende de 2,5 % et d'une croissance réelle des dividendes de 1 % sans effet de re-rating. Cela suggère un rendement attendu « réel » de 3,5 %. Sur la base de l'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 %, nous arrivons à 5,5 %.
Etats-Unis	5.5%	Même approche sauf que nous supposons un rendement du dividende de 1,75 %, une croissance réelle des dividendes de 1,75 % et aucun effet de re-rating. Cela suggère un rendement attendu « réel » de 3,5 %. Sur la base de l'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 %, nous arrivons à 5,5 %.
Royaume-Unis	5.75%	Un rendement du dividende de 2,75 %, une croissance réelle des dividendes de 1 %, sans effet de re-rating et une inflation à long terme de 2 %.
Japon	4.75%	Un rendement du dividende de 2,25 %, une croissance réelle des dividendes de 1 %, sans effet de re-rating et une inflation à long terme de 1,5 %.
Marchés émergents	7.25%	Un rendement du dividende de 2,25 %, une croissance réelle des dividendes de 3 %, sans effet de re-rating et une inflation à long terme de 2 %.

Une autre façon d'aborder ces calculs est d'utiliser nos rendements attendus sur les emprunts d'État et d'ajouter la prime de risque historique moyenne à long terme. Cette prime de risque varie d'un pays à l'autre et se situait en moyenne autour de 4 % pour la période 1900-2020 (Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, 2021). Cela conduirait à des rendements attendus proches ou même en deçà de nos estimations pour la plupart des marchés.



## OPCVM alternatifs et Immobilier

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 principale référence est Ibbotson, Chen et Zhu (2011). Sur la base de cet article, nous utilisons l'hypothèse d'un rendement excédentaire sur les liquidités de 2,75 %. Cette prime s'ajoute au rendement moyen attendu des liquidités en euros et en dollars américains (0,5 %). Nous estimons ainsi le rendement moyen attendu des OPCVM alternatifs à 3,25 %.

Pour l'immobilier, nous utilisons une approche similaire par rapport aux actions et supposons un rendement du dividende d'environ 2,75 % avec l'hypothèse d'une croissance du dividende réel de 1 % (hors inflation). Si l'on ajoute les 2 % d'inflation attendus, on obtient un rendement de 5,75 %.

## Matières premières

Il est assez difficile d'estimer le rendement attendu des matières premières, et en particulier de l'or, car il n'y a pas de revenu futur pouvant être actualisé. Nous utilisons des données historiques pour estimer un rendement excédentaire par rapport aux liquidités. Nous devons également prendre en compte le rendement attendu par rapport au risque (volatilité historique).

Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement excédentaire de 1,5 % par rapport aux liquidités en USD. Nous obtenons ainsi 2,5 % car le rendement attendu des liquidités en USD est de 1 %. Il est également calibré pour avoir un rendement excédentaire qui compense partiellement le risque historique (volatilité). Nous utilisons une approche similaire pour l'or. Nous utilisons une hypothèse de rendement excédentaire par rapport aux liquidités de 1,75 %. Cela conduit à un rendement attendu de 2,75 %.

ainsi le rendement attendu du capital-investissement à 8,5 %.

Voir l'annexe pour plus de détails.

## Private Equity

Basé sur R. Harris, T. Jenkinson et S. Kaplan (2014), nous visons un rendement supplémentaire de 3 % supérieur au rendement moyen attendu des marchés d'actions publics (5,5 % aux États-Unis et dans la zone euro). Nous estimons



## Annexe

Tous les rendements sont calculés sur un horizon de 10 ans. Nous supposons que les effets de change ont tendance à se compenser en moyenne sur cette période. Nous utilisons donc les rendements attendus en devise locale.

**Obligations d'État** : Nous utilisons le rendement actuel à l'échéance des indices de référence des emprunts d'État et nous ajustons les écarts d'échéance par rapport aux obligations à 10 ans.

**Obligations d'entreprises Investment Grade** : Nous utilisons notre estimation de l'emprunt d'État auquel nous ajoutons une prime de risque historique (« spread de crédit ») et nous ajustons les effets attendus de la défaillance de certaines sociétés sur la période. Giesecke, F. Longstaff, S. Schaefer et I. Strebulaev (2010) trouvent un spread de crédit moyen pour les obligations d'entreprises IG d'environ 0,80 % par rapport aux emprunts d'État. Le taux de défaut moyen sur la période a été de 0,9 % avec un taux de recouvrement de 50 %.

**Obligations d'entreprises à haut rendement** : Nous utilisons un spread par rapport aux emprunts d'État pour les obligations d'entreprises à haut rendement de 500 pb, un taux de défaut attendu de 3,3 % aux États-Unis et de 1,9 % en Europe, et un taux de recouvrement de 40 %. Ces chiffres sont basés sur un article de F. Reilly, D. Wright et J. Gentry (2009) et sur la « Annual Global Corporate Default Study 2016 » de S & P.

**Obligations de pays émergents (USD)** : L'écart historique à long terme par rapport aux emprunts d'État américains pour l'indice JP Morgan (indice EMBI + JP Morgan) est d'environ 400 pb, que nous ajustons pour tenir compte du taux de défaut et de recouvrement attendus. Ceci est basé sur l'étude de JP Morgan sur « EM Corporate Default Monitor ».

**Actions** : Sur la base du modèle « Gordon Shapiro », la valeur actuelle des actions est égale à la valeur actualisée du revenu attendu (dividende) de la société. Dans la version de base du modèle d'actualisation des dividendes, les dividendes devraient croître à un taux annuel constant. Si l'on ne suppose aucun changement de valorisation (ratio cours/bénéfice constant), le rendement « réel » (avant inflation) à long terme des actions devrait être égal à la somme du rendement du dividende et du dividende du taux de croissance « réel ». Nous devons simplement ajouter l'inflation attendue pour obtenir le rendement nominal attendu. Pour plus de détails, voir Ilmanen, Antti. (2011).

**Matières premières** : Estimer le rendement attendu des matières premières et en particulier de l'or est assez difficile car il n'y a pas de revenu futur pouvant être actualisé. Nous

utilisons des données historiques pour estimer un rendement supérieur aux liquidités. Hong et Yogo (2010) montre que « le rendement excédentaire moyen d'un portefeuille global de contrats à terme sur matières premières entre 1965 et 2008 était de 7 % par an, dont environ la moitié provenait de la croissance des prix au comptant et la moitié des gains de renouvellement ». Dans l'hypothèse où les gains de renouvellement attendus seraient en moyenne nuls, ce serait un rendement excédentaire d'environ 3,5 %. Toutefois, cela semble encore excessif aujourd'hui et nous préférons utiliser l'hypothèse d'un rendement excédentaire de 1,5 % par rapport au cash en USD.

**Private Equity** : R. Harris, T. Jenkinson et S. Kaplan (2014) constatent que pour le Private Equity (capital-investissement), « 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 ». Nous visons ainsi un rendement supplémentaire de 3 % supérieur au rendement moyen attendu des marchés d'actions publics (5,5 % aux États-Unis et en zone euro). Ilmanen, Chandra et McQuinn (2019) trouvent des résultats très similaires. Nous estimons ainsi le rendement attendu du private equity à 8,5 %



## 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 Yearbook 2021" Credit Suisse Global Investment Returns, 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.
- Hong, Harrison G., and Motohiro Yogo (2010). "Commodity Market Interest and Asset Return Predictability", Working Paper.
- Ibbotson, Roger G., Peng Chen, and Kevin X. Zhu. (2011). "The ABCs of HedgeFunds: 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 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 DEDIEE A LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

---



FRANCE

**Edmund SHING**

Global Chief Investment Officer

ASIE

**Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer

**Grace TAM**

Chief Investment Advisor



BELGIOUE

**Philippe GIJSELS**

Chief Investment Advisor

**Alain GERARD**

Senior Investment Advisor, Equities

**Xavier TIMMERMANS**

Senior Investment Strategist, PRB



LUXEMBOURG

**Guy ERTZ**

Chief Investment Advisor

**Edouard DESBONNETS**

Investment Advisor, Fixed Income

# CONTACTEZ-NOUS



[wealthmanagement.bnpparibas](https://wealthmanagement.bnpparibas)

## AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée 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 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 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) quelque 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 présentent 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 employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

© BNP Paribas (2021). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change