

# Rendements attendus à long-terme

## Résumé

Les tendances récentes des rendements obligataires nous ont conduit à augmenter nos rendements attendus à long terme pour la classe d'actifs obligataire. Pas de changement pour les autres actifs.

Le rendement attendu des emprunts d'État à 10 ans peut être simplement estimé par le rendement moyen d'une telle obligation à 10 ans. Pour les autres classes d'actifs obligataires, une prime de risque supplémentaire est calculée à partir de l'historique à long terme des primes de risque et des hypothèses sur les défauts et les taux de recouvrement.

Les rendements obligataires ont de nouveau légèrement augmenté ces derniers mois. Cette évolution est principalement due aux besoins de financement plus importants que prévu du gouvernement américain et à la hausse des rendements obligataires réels (hors inflation). Nous avons également assisté à une hausse de la prime de risque que les investisseurs demandent pour investir sur des maturités plus longues (prime de terme). Cette prime est principalement liée à l'incertitude entourant les anticipations d'inflation à moyen et long termes.

Nous partons du principe que les rendements obligataires pourraient reculer l'année prochaine, mais, d'ici là, les rendements obligataires attendus à long terme seront plus élevés aux États-Unis et dans la zone euro. Cela représente une opportunité unique pour les investisseurs long terme de bénéficier d'un rendement attendu particulièrement élevé pour ces niveaux de risques.



Guy Ertz, PhD

Chief Investment Advisor  
BNP Paribas Wealth Management

Pour la zone euro, nous utilisons un rendement moyen 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 3 % pour la zone euro et à 4,25 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de juillet, il s'agit d'une révision de +0,50 % pour la zone euro et de +0,75 % pour les États-Unis. Sur la base d'études universitaires (voir références), nous utilisons un spread de crédit moyen pour les obligations d'entreprises Investment Grade d'environ 0,80 % par rapport aux obligations d'État, un taux de défaut moyen de 0,9 % avec un taux de recouvrement de 50 %. 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.

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

|                                     | Estimations<br>Novembre<br>2023 | Révisions | Estimations<br>Juillet 2023 | Volatilité<br>(10 ans) |
|-------------------------------------|---------------------------------|-----------|-----------------------------|------------------------|
| Liquidité EUR                       | 1.50%                           | 0.00%     | 1.50%                       | -                      |
| Liquidité USD                       | 2.25%                           | 0.00%     | 2.25%                       | -                      |
| Obligation d'Etat Zone Euro         | 3.00%                           | 0.50%     | 2.50%                       | 5.20                   |
| Obligation d'Etat Etats-Unis        | 4.25%                           | 0.75%     | 3.50%                       | 4.40                   |
| Obligations IG Europe               | 3.50%                           | 0.50%     | 3.00%                       | 4.70                   |
| Obligations IG Etats-Unis           | 4.75%                           | 0.75%     | 4.00%                       | 8.30                   |
| Obligations HY Europe               | 5.75%                           | 0.50%     | 5.25%                       | 8.50                   |
| Obligations HY Etats-Unis           | 6.50%                           | 0.50%     | 6.00%                       | 9.00                   |
| Obligations marchés émergents (USD) | 6.25%                           | 0.75%     | 5.50%                       | 10.60                  |
| Actions Eurozone                    | 7.00%                           | 0.00%     | 7.00%                       | 16.20                  |
| Actions Etats-Unis                  | 6.50%                           | 0.00%     | 6.50%                       | 16.90                  |
| Actions Royaume-Unis                | 7.00%                           | 0.00%     | 7.00%                       | 14.80                  |
| Actions Japon                       | 6.00%                           | 0.00%     | 6.00%                       | 18.60                  |
| Actions marchés émergents           | 8.25%                           | 0.00%     | 8.25%                       | 18.20                  |
| OPCVM Alternatifs                   | 4.25%                           | 0.00%     | 4.25%                       | 5.20                   |
| Immobilier côté                     | 6.75%                           | 0.00%     | 6.75%                       | 18.80                  |
| Private Equity                      | 9.50%                           | 0.00%     | 9.50%                       | -                      |
| Infrastructure                      | 9.00%                           | 0.00%     | 9.00%                       | -                      |
| Matières premières                  | 4.00%                           | 0.00%     | 4.00%                       | 23.80                  |
| Or                                  | 4.00%                           | 0.00%     | 4.00%                       | 13.30                  |

Source: BNP Paribas WM, Bloomberg

Pour les obligations d'entreprises High Yield, nous intégrons un spread historique par rapport aux emprunts d'État afin d'estimer le rendement attendu à long terme. 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, nous estimons le rendement attendu à 5,75 % pour la zone euro et à 6,50 % pour les États-Unis. Pour les obligations émergentes en devise forte, le spread historique à long terme par rapport aux emprunts d'État américains est d'environ 400 pb, que nous ajustons pour tenir compte du taux de défaut et de recouvrement attendus. Nous utilisons une estimation de 6,25 %.

## Annexe :

### Actions (hypothèses inchangées)

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 prenons également en compte les effets potentiels de revalorisation. On trouvera des détails dans le tableau 2. 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 3,4 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.

Table 2. Rendements attendus à long-terme actions

|                   | Rendement attendu | Hypothèses   |
|-------------------|-------------------|--|
| Europe            | 7%                | Nous utilisons l'hypothèse d'un rendement du dividende de 3,5 % et d'une croissance réelle des dividendes de 1,25 % avec effet de "re-rating" 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        | 6,5%              | Même approche sauf que nous supposons un rendement du dividende de 2,25 %, une croissance réelle des dividendes de 2,25 % et aucun effet de re-rating. Cela suggère un rendement attendu « réel » de 4,5 %. Sur la base de l'hypothèse d'une inflation à long terme de 2 %, nous arrivons à 6,5 %. |
| Royaume-Unis      | 7%                | Un rendement du dividende de 3,75 %, une croissance réelle des dividendes de 1 %, avec un effet de re-rating de 0,25% et une inflation à long terme de 2 %.  |
| Japon             | 6%                | Un rendement du dividende de 2,5 %, une croissance réelle des dividendes de 1,25 %, un effet de re-rating de 0,25 % et une inflation à long terme de 2 %.  |
| Marchés émergents | 8,25%             | Un rendement du dividende de 3,25 %, une croissance réelle des dividendes de 3 %, sans effet de re-rating et une inflation à long terme de 2 %.  |

### 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 %.

#### **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 2,75 %. 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 2,25 % 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.



## 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

**Jean-Roland DESSARD**  
Chief Investment Advisor

**Isabelle ENOS**  
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**  
Chief Investment Advisor  
**Stefan MALY**



### LUXEMBOURG

**Guy ERTZ**  
Chief Investment Advisor

**Edouard DESBONNETS**  
Senior Investment Advisor, Fixed Income

### ASIE

**Prashant BHAYANI**  
Chief Investment Officer, Asia

**Grace TAM**  
Chief Investment Advisor, Asia



# CONTACTEZ-NOUS



[wealthmanagement.bnpparibas](https://www.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 (2023). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change