

Rendements attendus à long-terme



Résumé

Les principaux faits marquants des marchés financiers au cours des derniers mois ont été de nouveau l'inflation et le resserrement de la politique monétaire (hausse des taux d'intérêt cibles). Les banques centrales sont désormais proches de leur taux terminal (niveau des taux en fin de cycle). Le ralentissement de l'activité économique est un mal nécessaire pour freiner l'inflation.

L'estimation des rendements attendus à long-terme consiste à regarder, au-delà de l'environnement économique actuel, la capacité des banques centrales à stabiliser l'inflation autour de leur objectif de 2% et à estimer la croissance économique à long-terme. En ce qui concerne l'inflation, nous anticipons une baisse progressive vers l'objectif à long-terme de 2 % sur 2024. Nous ne prévoyons pas ensuite de nouveau repli de l'inflation en dessous de 2 % car nous pensons que l'économie mondiale est en train de changer de régime. En effet, les taux de chômage devraient rester bien inférieurs à la moyenne des 10 dernières années et la transition énergétique peuvent continuer à peser sur l'inflation. L'incertitude entourant cette dernière devrait perdurer et justifier une prime entre les taux à court et à long-terme, comme cela a été le cas précédemment.



Guy Ertz, PhD

Chief Investment Advisor
BNP Paribas Wealth Management

Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement se sont réglées. Nous pensons que la demande sera soutenue par les investissements publics et privés massifs pour lutter contre le changement climatique, améliorer l'indépendance énergétique et accroître la sécurité alimentaire et énergétique. La croissance économique et les bénéfices devraient donc être légèrement supérieurs à ceux de la décennie précédente. Ainsi, pour estimer les rendements attendus à long terme, nous utilisons un taux de croissance prévisionnel plus élevé que les années précédentes. Les rendements attendus des marchés obligataires sont revus à la hausse en raison des récents ajustements de marché.

Tableau 1 : rendements attendus à long-terme

	Estimations 2023	Révisions	Estimations 2022	Volatilité (10 ans)
Liquidité EUR	1.50%	0.75%	0.75%	-
Liquidité USD	2.25%	0.50%	1.75%	-
Obligation d'Etat Zone Euro	2.50%	0.50%	2.00%	5.10
Obligation d'Etat Etats-Unis	3.50%	0.50%	3.00%	6.50
Obligations IG Europe	3.00%	0.50%	2.50%	8.20
Obligations IG Etats-Unis	4.00%	0.50%	3.50%	9.20
Obligations HY Europe	5.25%	0.25%	5.00%	9.20
Obligations HY Etats-Unis	6.00%	0.25%	5.75%	8.00
Obligations marchés émergents (USD)	5.50%	0.25%	5.25%	11.30
Actions Eurozone	7.00%	0.25%	6.75%	12.60
Actions Etats-Unis	6.50%	0.00%	6.50%	11.40
Actions Royaume-Unis	7.00%	0.00%	7.00%	12.50
Actions Japon	6.00%	0.25%	5.75%	13.70
Actions marchés émergents	8.25%	0.00%	8.25%	14.20
OPCVM Alternatifs	4.25%	0.25%	4.00%	8.30
Immobilier côté	6.75%	0.25%	6.50%	15.60
Private Equity	9.50%	0.25%	9.25%	-
Infrastructure	9.00%	0.25%	8.75%	-
Matières premières	4.00%	0.00%	4.00%	28.87
Or	4.00%	0.00%	4.00%	14.50

Source: BNP Paribas WM, Bloomberg



Actifs obligataires

Obligations d'État : le rendement attendu des emprunts d'État à 10 ans peut simplement être estimé par le rendement actuariel moyen (taux réellement perçu par l'investisseur qui garde l'obligation sur toute sa durée) d'une obligation d'État à 10 ans, le risque étant que cette mesure puisse fluctuer un peu à court terme et faire l'objet de spéculations ou de stratégies de couverture à court terme. Pour la zone euro, nous utilisons un rendement actuariel moyen (YTM) 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 2,5 % pour la zone euro et à 3,5 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de l'année dernière, il s'agit d'une révision de +0.5 % pour la zone euro et les États-Unis.

Obligations d'entreprises « Investment Grade » : nous utilisons notre estimation pour les emprunts d'État auquel nous ajoutons une prime de risque historique (« spread de crédit ») et procédons à des ajustements pour tenir compte des effets attendus du défaut 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 0,8 % par rapport aux emprunts d'État. Le taux de défaut moyen sur la période est 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 % pour la zone euro et à 4 % pour les États-Unis. Il s'agit des mêmes révisions à la hausse que pour les emprunts d'État.

Obligations d'entreprises à haut rendement (« High Yield ») : nous utilisons un spread par rapport aux emprunts d'État 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 extraits d'un article de F. Reilly, D. Wright et J. Gentry (2009) et sur l'étude de de S&P la « Annual Global Corporate Default Study 2016 ».

Nous estimons le rendement attendu des obligations d'entreprises à haut rendement à 5,25 % pour la zone euro et à 6 % pour les États-Unis. Par rapport à nos estimations de 2022, il s'agit d'une révision à la hausse de 0,25 % pour les deux.

Les obligations émergentes : l'écart de taux historique 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 se fonde sur l'étude de JP Morgan sur « EM Corporate Default Monitor ». Sur la base de ces hypothèses habituelles, nous estimons le rendement attendu des obligations émergentes en USD à 5,5 % (contre 5,25 % l'an dernier).

Actions

Nous utilisons le modèle de valorisation de Gordon Shapiro 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.

Tableau 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-Uni	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

Compte tenu de la diversité et de la complexité des stratégies, nous utilisons des études universitaires fondées 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

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

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 9,5 %. 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). 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. Ces derniers 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
Investment Strategist
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