

BlackRock®

Perspectives d'investissement
Mai 2021

Nouveau régime nominal : le tout début

Comment l'interaction entre politiques budgétaire et monétaire oriente nos opinions stratégiques d'investissement

BlackRock
Investment
Institute

Synthèse

- **Notre positionnement stratégique en matière d'actifs privilégie les actions par rapport aux obligations et aux emprunts d'État, et ce malgré le fort rebond enregistré par les marchés actions depuis leurs plus bas de mars 2020.** Nous donnons la préférence aux marchés développés et chinois au sein de cet univers, sous l'effet notamment de l'intégration du changement climatique dans nos anticipations de performance. Nous optons pour les obligations indexées sur l'inflation plutôt que pour les emprunts d'État nominaux des marchés développés pour assurer l'équilibre des portefeuilles. L'environnement actuel de « taux bas pour longtemps » renforce en outre l'attrait des marchés privés pour les investisseurs qui y sont éligibles.
- L'une des principales raisons pour lesquelles nous ne souhaitons pas dévier de nos opinions stratégiques en matière d'actifs, c'est que nous constatons que notre thème d'investissement d'un *nouveau régime nominal* – qui implique une moindre sensibilité qu'auparavant des taux d'intérêt à une hausse de l'inflation – se concrétise peu à peu. Ce nouveau régime nominal a été central dans l'élaboration de nos opinions tactiques d'investissement favorables au risque. Et, si l'on prend maintenant en compte la révolution monétaire et budgétaire conjointe de grande ampleur qui a formé l'essentiel de la riposte à la Covid-19, ce thème s'avère avoir également des implications importantes pour nos opinions stratégiques. Les banques centrales, notamment la Réserve Fédérale américaine, devraient limiter toute hausse trop prononcée des rendements à long terme. **En conséquence, la trajectoire des taux d'intérêt à court terme devrait se révéler plus modérée que celle que nous avions prévue précédemment et que celle qu'anticipent actuellement les marchés. L'ensemble de nos anticipations de performance à long terme s'en trouvent modifiées.**
- Nous mettons à jour nos hypothèses relatives aux marchés financiers – soit les éléments constitutifs de notre cadre de construction de portefeuille – jusqu'à la fin du premier trimestre de 2022, afin de mieux prendre en compte les conséquences du nouveau régime nominal et de mieux refléter l'évolution des cours et des fondamentaux du marché. **La prime de risque sur actions – notre indicateur de référence pour la valorisation des actions, qui tient compte des variations des taux d'intérêt – nous paraît être en phase avec ses moyennes historiques, ce qui permet de penser que cette classe d'actifs n'est pas survalorisée.** En revanche, les spreads de crédit sont proches de leurs niveaux historiques les plus tendus, confortant par là même notre préférence pour les actions par rapport aux obligations. Nous ne partageons pas l'opinion selon laquelle la hausse des rendements à long terme serait une mauvaise nouvelle pour les actions ; la hausse des rendements ne devrait en effet pas avoir d'incidence sur les valorisations des actions puisqu'elle est *a priori* due au retour des primes de terme – soit la compensation que les investisseurs exigent en contrepartie de la détention d'obligations à long terme, plus risquées – plutôt qu'aux anticipations de hausse des taux directeurs. Des primes de terme plus élevées, dans un contexte de redémarrage économique vigoureux, ne nous paraissent pas devoir remettre en cause les valorisations des actions.
- L'interaction actuelle des politiques monétaire et budgétaire est un aspect absolument essentiel. Les banques centrales paraissent davantage enclines à freiner la hausse des rendements des emprunts d'État, et ce pour la raison suivante : les responsables politiques vont très certainement vouloir maintenir les charges d'intérêts à un niveau bas afin de garantir la soutenabilité d'une dette, aujourd'hui colossale, qu'il a fallu générer afin de parer aux répercussions de la Covid-19. Même si les rendements à long terme ont augmenté cette année, ils devraient ainsi plafonner dans cinq ans à des niveaux plus faibles que prévu. Également, leur proximité avec leur limite basse effective – soit la limite naturelle jusqu'à laquelle peuvent baisser ces rendements – réduit le rôle de protection des portefeuilles que l'on accorde traditionnellement aux emprunts d'État nominaux des marchés développés. En outre, le brouillage des politiques monétaire et budgétaire, en l'absence de garde-fous appropriés, accroît le risque de voir l'indépendance des banques centrales entamée et les dépenses budgétaires devenir incontrôlées. À plus long terme, **les préoccupations relatives à la soutenabilité budgétaire pourraient amener les investisseurs à exiger d'être mieux rémunérés en contrepartie de leur détention d'emprunts d'État plutôt que de liquidités : afin de refléter cette situation, nos hypothèses actualisées prévoient ainsi des courbes de rendement à pente plus marquée à l'avenir.** Ces deux facteurs nous incitent à renforcer notre sous-pondération stratégique des emprunts d'État nominaux des marchés développés.

Auteurs



Philipp Hildebrand
Vice-président – BlackRock



Jean Boivin
Directeur – BlackRock
Investment Institute



Simona Paravani-Mellinghoff
Responsable mondiale des
investissements - Solutions, stratégies
& solutions multi-actifs – BlackRock



Ed Fishwick
Co-responsable mondial
des risques et de l'analyse
quantitative – BlackRock



Elga Bartsch
Responsable de la recherche
macroéconomique – BlackRock
Investment Institute



Vivek Paul
Stratège d'investissement
sénior – BlackRock
Investment Institute



Natalie Gill
Stratège d'investissement –
BlackRock Investment Institute



Christian Olinger
Stratège d'investissement –
BlackRock Investment Institute

Anticipations de taux : « attention à la marche »

L'année dernière, la Réserve Fédérale américaine (Fed) a introduit son nouveau cadre d'action, qui a pour objectif de pallier une inflation résolument trop faible en ciblant de manière flexible un taux d'inflation moyen de 2 % sur le long terme. Depuis, la banque centrale a réaffirmé à plusieurs reprises – et de façon plus fréquente ces derniers mois avec l'accélération du redémarrage économique post-Covid-19 – son intention de demeurer « en arrière de la courbe » afin de permettre des dépassements de l'inflation qui compenseraient la faiblesse chronique de cette dernière dans le passé. Le résultat de ce changement de politique, à savoir que les rendements nominaux vont se révéler moins sensibles aux anticipations de hausse de l'inflation, forme le cœur de notre thème d'investissement d'un nouveau régime nominal.

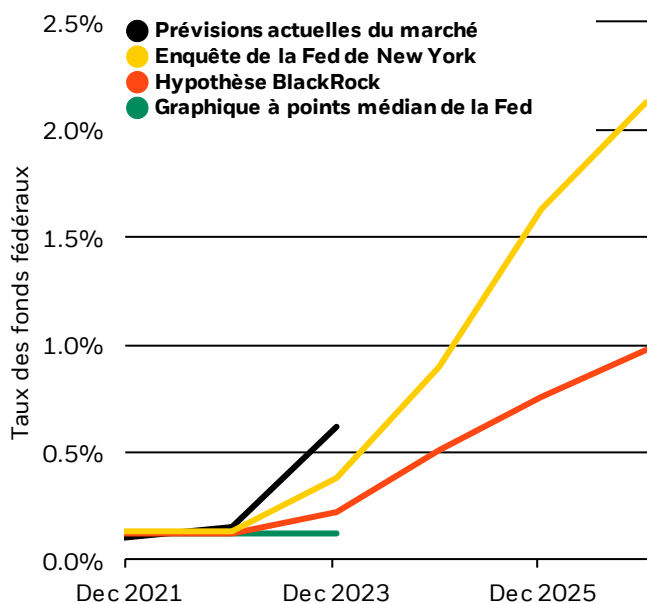
Pourtant, les marchés semblent douter de la capacité de la Fed à tenir bon et à maintenir les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro. L'accélération de la croissance et la hausse de l'inflation ont engendré un écart notable entre les anticipations du marché et celles du consensus concernant la trajectoire des taux d'intérêt. Mais, pour que l'opinion des marchés se concrétise, il faudrait que le taux directeur de la Fed reparte à la hausse beaucoup plus tôt que ne le prévoient les propres responsables de l'institution, comme l'illustre le graphique ci-dessous à gauche. Les marchés ont, dans tous les cas, avancé leurs prévisions de hausse des taux à la fin de 2022 – un délai que nous estimons trop court car incompatible avec les exigences qu'a fixées la Fed pour ce faire. Comment expliquer une telle divergence de vues ? Deux causes sont *a priori* ici à l'œuvre. Premièrement, les investisseurs tirent probablement des conclusions trop hâtives des données de croissance et d'inflation à court terme, qui sont le pur produit du puissant redémarrage économique actuel. Le choc provoqué par la Covid-19 s'apparente en effet davantage à une catastrophe naturelle suivie d'un « redémarrage » rapide qu'à une phase de récession classique du cycle économique à laquelle succéderait une « reprise » ; par conséquent, la colossale poussée de croissance à court terme observée actuellement ne pourra être que temporaire. Deuxièmement, de nombreux acteurs du marché restent encore attachés à l'ancien cadre d'action de la Fed et pourraient de fait sous-estimer la volonté de cette dernière d'atteindre ses objectifs d'inflation.

Les marchés sous-estiment donc encore l'engagement de l'institution à pousser l'inflation au-dessus de son objectif à moyen terme ; le pic d'inflation à court terme observé actuellement ne compense en fait que très modérément les déficits d'inflation qui se sont accumulés à la suite de décennies d'inflation inférieure à son objectif. Nous détaillons en septembre dernier les trois principales forces qui nous paraissent susceptibles de conduire à une inflation plus élevée à moyen terme : tout d'abord, la hausse des coûts de production, la pandémie accélérant la restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales ; ensuite, l'évolution des cadres d'action des principales banques centrales, avec comme volonté avouée de laisser l'inflation dépasser leurs objectifs ; enfin, des niveaux d'endettement toujours plus élevés, qui pourraient entraver le contrôle de l'inflation par les banques centrales et rendre la décision d'un nouveau resserrement éventuel beaucoup plus politisée.

La Fed est en train de construire la crédibilité de son nouveau cadre d'action face à une inflation réelle plus élevée. Un risque de volatilité existe, qui pourrait affecter les marchés en fonction de la communication qu'adopte la banque centrale relativement à l'orientation de sa politique et à ses décisions éventuelles de réduction progressive de ses achats d'actifs. Cette réduction serait la première étape vers la normalisation de la politique de la Fed ; toutefois, même si le sujet était évoqué plus avant dans l'année par la banque centrale, il ne signifierait probablement pas pour autant que les taux sont sur le point de repartir à la hausse. Nous recommandons donc de ne pas prêter trop d'attention à ces accès de volatilité, et estimons que d'autres banques centrales vont probablement s'orienter vers une plus grande tolérance à l'égard de l'inflation, ce qui entraînera une baisse des taux directeurs en Europe et au Royaume-Uni, également. La revue de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) est prévue pour la fin 2021 ; la zone euro est confrontée à un problème d'inflation durablement basse plus aigu que les États-Unis. Un changement de stratégie potentiel de la BCE, vers un objectif d'inflation plus symétrique, pourrait conduire à tolérer des dépassements modérés.

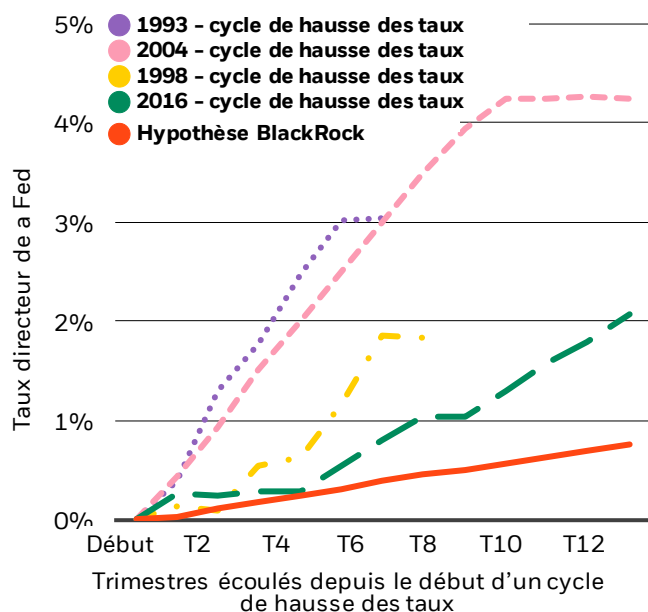
Un décalage évident

Anticipations du taux d'intérêt directeur américain, 2021-2026



Des hausses de taux plus progressives

Historique et prévisions des cycles de hausse des taux américains



Il n'existe aucune certitude que les estimations prévisionnelles se réaliseront. Sources : BlackRock Investment Institute, Réserve fédérale américaine et Réserve fédérale de New York, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, mai 2021. Notes : Le graphique de gauche illustre les anticipations du taux des fonds fédéraux, le taux directeur de la Fed. Les estimations du marché sont basées sur les contrats à terme sur le taux de financement sécurisé à un jour en USD. Nous nous fondons par ailleurs sur la prévision médiane de l'enquête menée en mars 2021 par la Réserve fédérale de New York auprès des acteurs du marché. L'hypothèse du BII ici présentée fait partie de nos projections économiques, dans le cadre de nos hypothèses relatives aux marchés financiers. Le graphique à points médian de la Fed est tiré de son Summary of Economic Projections (« Synthèse de projections économiques ») de janvier 2021. Le graphique de droite montre pour sa part la trajectoire des cycles de hausse des taux de la Fed depuis les années 1990 (lignes en pointillé), mesurée en trimestres depuis le premier relèvement et normalisée à 0 % au moment où la Fed a commencé à relever ses taux, à des fins de comparaison. Le taux directeur réel de la Fed au début de chaque cycle était le suivant : 2,96 % en 1993, 4,68 % en 1998, 1 % en 2004, 0,12 % en 2016. La ligne orange illustre pour sa part notre hypothèse de trajectoire pour les trois prochaines années, qui se fonde sur nos opinions relatives au cadre d'action de la Fed et sur nos hypothèses macroéconomiques.

Des conséquences de long terme

Ce qu'implique le nouveau régime nominal va bien au-delà des taux directs et de la trajectoire des taux d'intérêt à court terme. Ainsi, la hausse des rendements nominaux des emprunts d'État – le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a bondi de 80 points de base au cours du premier trimestre – nous paraît justifiée. En effet, la hausse des rendements reflète à la fois le fait que tant les marchés financiers que la Fed se sont éveillés à la réalité d'un redémarrage vigoureux de l'activité, soutenu par le déploiement vaccinal, et plus puissant qu'une reprise classique, et que les dépenses budgétaires de grande ampleur qui ont été décidées prennent maintenant une signification concrète. Pourtant jusqu'à présent, la hausse des rendements des bons du Trésor américain à long terme, quoique rapide, s'avère plus modeste que celle qui était en général advenue de par le passé dans le sillage d'une hausse des anticipations d'inflation et de croissance. En fait, que le marché se comporte ainsi est en cohérence avec la nouvelle dynamique nominale qui nous paraît devoir prévaloir dans les années à venir.

Le graphique de gauche ci-dessous illustre notre prévision de la forme de la courbe des taux américains dans cinq ans (ligne orange), qui contraste fortement avec la projection qu'en fait le marché (ligne jaune). La ligne verte montre pour sa part la courbe des taux américains au 31 mars 2021, selon les données de la Fed. Les rendements à venir devraient s'avérer supérieurs aux niveaux actuels sur l'ensemble de la courbe, tout en restant inférieurs aux attentes du marché, en particulier à l'extrémité courte de la courbe.

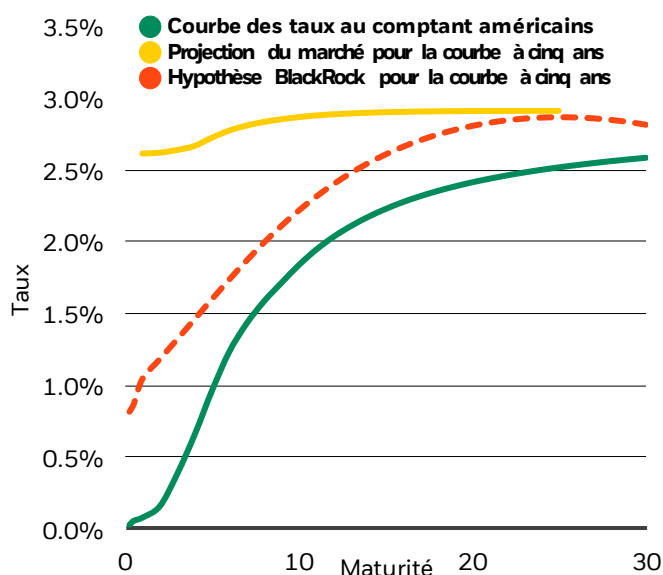
La dynamique à l'extrémité longue de la courbe nous semble pour sa part plus nuancée. Le facteur principal de la hausse des rendements à long terme, c'est la remise en question par le marché de la garantie qu'offrent traditionnellement les emprunts d'État. Si vous souhaitez en savoir plus à ce sujet, nous vous invitons à consulter notre article « Jusqu'où peut aller la tolérance à l'égard de la dette ? », publié en février dernier. La hausse des rendements est *a priori* due à l'augmentation des primes de terme, c'est-à-dire au fait que les investisseurs exigent une compensation plus élevée en contrepartie du risque de durée, et non à une prévision de hausse significative de la trajectoire des taux à court terme. Il s'agit là d'une différence essentielle avec la crise du « taper tantrum » de 2013, qui devrait rendre l'environnement actuel plus favorable aux actifs risqués, comme nous l'expliquons plus en détail à la page suivante.

Les niveaux d'endettement ont atteint des niveaux record sous l'effet des mesures de relance budgétaire massives qui ont été mises en œuvre. L'Institute of International Finance (IIF) a estimé que la dette mondiale avait atteint le chiffre sans précédent de 281 000 Md USD en 2020, les emprunts publics ayant augmenté pour leur part de 17,4 % et représenté 82 300 Md USD à la fin de cette même année. L'IIF prévoit par ailleurs que la dette publique dépassera 92 000 Md USD à la fin de 2021. Les marchés n'ont pas manifesté beaucoup d'inquiétude à l'égard de cette évolution jusqu'à présent, mais les perceptions comme la confiance peuvent se retourner : l'équilibre actuel semble donc fragile.

L'attitude de tolérance relative face à la hausse de la dette s'explique en grande partie par la faiblesse des taux d'intérêt actuels. Aux États-Unis, la dette est sur le point de connaître un pic historique, à 135 % du PIB selon les prévisions du FMI, soit deux fois plus que dans les années 1990 ; en revanche, le coût de son financement ne représente aujourd'hui que la moitié de ce qu'il était à cette époque, en pourcentage du PIB. Afin que les taux se maintiennent à un niveau suffisamment bas pour que la hausse de l'endettement ne devienne pas impossible à supporter en termes de coût, il faut qu'une interaction majeure perdure entre les politiques monétaire et budgétaire – un aspect central dans l'élaboration de nos perspectives générales. Au final, il nous paraît exister des limites significatives au niveau de hausses des rendements que l'économie peut supporter : un relèvement des taux augmenterait en effet la charge d'intérêts sur l'économie. Le graphique de droite ci-dessous illustre les estimations potentielles des coûts d'intérêt américains entre aujourd'hui et 2025, selon deux scénarios : soit une hausse graduelle des coûts d'emprunt américains (ligne jaune en pointillé), soit une hausse plus marquée (ligne rouge en pointillé). Si le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans devait atteindre 2,5 % ou plus, les coûts du service de la dette dépasseraient alors leur moyenne sur 50 ans de 2 % du PIB, selon le Bureau du budget du Congrès (« Congressional Budget Office »). Une telle évolution remettrait évidemment en question la justification des dépenses budgétaires massives qui ont été engagées depuis 2020.

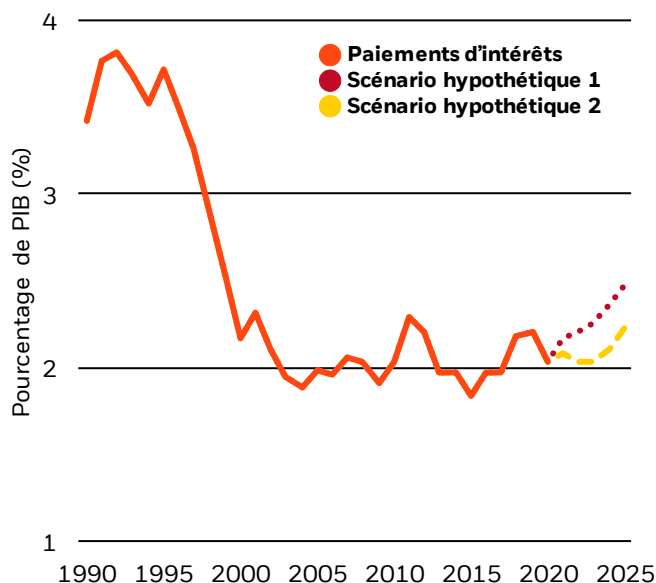
Des taux plus bas, plus longtemps

Courbe des taux spot américains, comparée aux prévisions du marché et à celles de BlackRock



Une charge de la dette sous surveillance

Estimations des intérêts payés américains, 1990-2025



Il n'existe aucune certitude que les estimations prévisionnelles se réaliseront. Sources : BlackRock Investment Institute, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, mai 2021. Notes : Le graphique de gauche montre la courbe des taux américains au comptant (ligne verte) au 31 mars 2021, ainsi qu'une estimation de ce à quoi cette courbe pourrait ressembler dans cinq ans. La projection du marché (ligne jaune) est dérivée du taux au comptant, en recourant à la formule du taux à terme. La ligne orange en pointillés illustre l'hypothèse que nous formulons sur la forme de la courbe des taux dans cinq ans. Le graphique de droite montre pour sa part les paiements d'intérêts, qui sont calculés comme la différence entre l'emprunt net des administrations publiques américaines et le déficit primaire de ces mêmes administrations et qui sont exprimés en pourcentage du PIB nominal. Le premier scénario, en rouge, montre les coûts d'intérêts hypothétiques dans le cas où le taux d'intérêt effectif sur l'encours de la dette existante augmenterait rapidement à 2,5 % et s'y maintiendrait au cours des quatre prochaines années. Le deuxième scénario, en jaune, montre l'incidence hypothétique d'une hausse qui serait plus graduelle jusqu'à 2,5 %, d'ici 2025. Les résultats des données hypothétiques reposent sur des hypothèses appliquées rétroactivement, sur la base de l'expérience ; ils n'ont pas été établis dans des conditions de marché réelles et ne peuvent donc pas rendre compte entièrement de l'incidence du risque économique. Les résultats réels peuvent s'avérer différents.

Pourquoi nous préférons les actions aux obligations

La hausse des rendements obligataires intervenue cette année a suscité des comparaisons avec la crise du « taper tantrum » de 2013 : à l'époque, des rumeurs suggérant que la Fed allait ralentir ses achats d'actifs avaient alimenté les craintes d'un décrochage de la reprise économique, provoquant *in fine* un « sell-off » sévère sur les marchés actions. Le graphique ci-dessous illustre pourquoi les facteurs derrière la hausse des rendements de cette année s'avèrent en fait très différents. En 2013, il s'agissait d'une réévaluation marquée de la trajectoire des taux prévue par la Fed, au travers de taux réels plus élevés. Aujourd'hui, il s'agit d'une prime de terme plus élevée – soit la prime que les investisseurs exigent en contrepartie de la détention d'emprunts d'État à long terme, plus risqués –, qui procède notamment de l'incertitude croissante entourant l'inflation. Cette dynamique combinant taux courts bas et redémarrage économique vigoureux explique notre préférence pour les actions par rapport aux obligations.

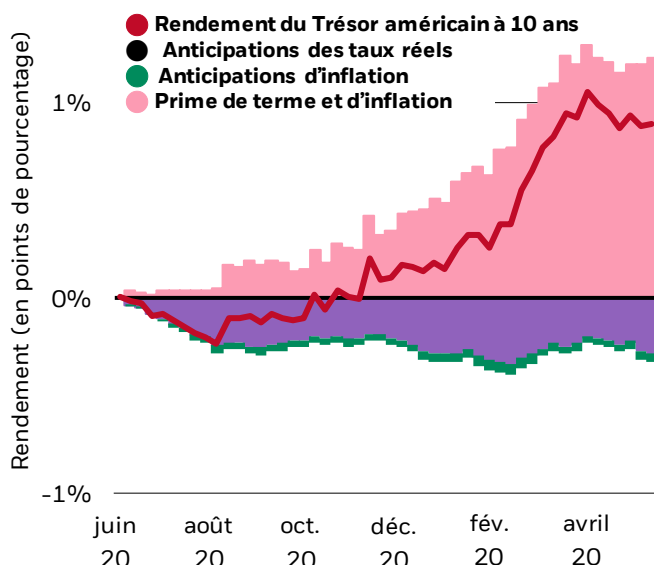
La faiblesse de la trajectoire estimée des taux d'intérêt à court terme, toutes choses égales par ailleurs, fait croître les anticipations de performance des emprunts d'État nominaux. Toutefois, cette poussée doit être mise en balance avec la diminution de l'attractivité de cet actif au niveau du portefeuille, une fois prise en compte l'incidence de la limite effective à la baisse des taux – autrement dit, la notion qu'il existe une limite naturelle à la baisse des rendements des emprunts d'État, même dans un contexte de taux négatifs. Dans notre article « [Les limites de la contribution des obligations à l'équilibre des portefeuilles](#) », publié en novembre 2019, nous avons analysé comment le rôle protecteur des obligations au sein des portefeuilles se réduit lorsque leurs rendements s'approchent de leurs limites inférieures effectives perçues. Dans le cadre de nos prévisions actualisées, cette évolution constitue un obstacle plus important car nos estimations des rendements à un horizon de cinq ans sont désormais plus basses qu'auparavant. La diminution du rôle de garantie apporté par ces titres annule en grande partie l'avantage représenté par la hausse de leurs rendements. Et le risque existe également de voir les inquiétudes entourant la viabilité de la dette éroder la « prime de sécurité » accordée en général à la dette publique sur un long horizon ; la prime de terme a d'ailleurs déjà fait son retour dans le contexte actuel de flambée des rendements. Ces considérations nous incitent à sous-pondérer les emprunts d'État des marchés développés et à leur préférer les obligations indexées sur l'inflation en tant qu'alternative.

Nous sommes convaincus que l'évolution des rendements obligataires est due à la hausse des primes de terme plutôt qu'aux anticipations de relèvement des taux directeurs. C'est là l'une des raisons pour lesquelles l'augmentation actuelle des rendements ne nous paraît pas porter préjudice aux actions ; les variations des primes de terme reflètent le risque de duration et n'ont *a priori* pas d'implications directes sur le cours des actions. Les changements structurels, tels que la persistance de taux d'intérêt plus bas, rendent difficile le déchiffrement des signaux émanant des indicateurs traditionnels tels que les ratios cours / bénéfices. Si ces indicateurs peuvent suggérer que les actions sont surévaluées, ils ne tiennent toutefois pas compte de l'environnement actuel de taux d'intérêt. Nous faisons ainsi le choix d'utiliser la prime de risque sur actions – soit la performance supplémentaire attendue des actions par rapport au taux sans risque – comme indicateur de référence. Cette approche nous permet d'estimer les valorisations selon différents environnements de taux d'intérêt et tient également compte des perspectives de croissance. Le graphique ci-dessous à droite montre nos estimations de primes de risque pour les principaux marchés actions par rapport à leur historique, depuis 1995. Tous, à l'exception du Japon, se situent encore au-dessus de leur médiane historique, ce qui conforte notre opinion selon laquelle les actions ne sont *a priori* pas survalorisées. Nous vous invitons à consulter nos [Perspectives globales](#) si vous souhaitez plus de détails. Si une crise des primes de terme devait survenir dans l'environnement actuel, une nouvelle réduction des allocations en emprunts d'État des marchés développés s'avérerait nécessaire – et la forte performance des secteurs actions cycliques pourrait même s'accroître sans pour autant que les actifs risqués au sens large se trouvent déstabilisés.

Au final, la conjugaison de l'accélération du nouveau régime nominal et d'un redémarrage économique vigoureux conforte nos opinions stratégiques globales, que nous n'entendons donc pas faire varier à ce stade. Nous maintenons notre surpondération en actions des marchés développés et chinois, sous l'effet notamment de l'[intégration du changement climatique](#) dans nos anticipations de performance. Nous restons sous-pondérés au niveau des emprunts d'État nominaux et du crédit des marchés développés, même si la hausse des rendements a stimulé leurs anticipations de performance. Nous privilégions les obligations indexées sur l'inflation pour assurer l'équilibre des portefeuilles. L'environnement actuel de « taux bas pour une longue période » renforce en outre l'attrait des marchés privés pour les investisseurs qui y sont éligibles.

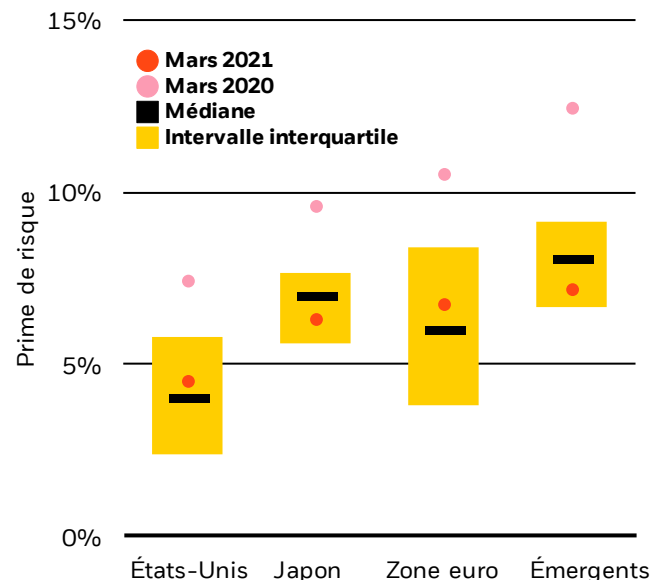
Ceci n'est pas un nouveau « taper tantrum »

Facteurs de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, 2020-2021



Des valorisations raisonnables

Estimations BlackRock de la prime de risque sur actions, par rapport à l'historique



Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Sources : BlackRock Investment Institute, ainsi que des données de Haver Analytics, avril 2021.

Notes : Le graphique ci-dessus à gauche montre les ventilations des facteurs de hausse des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, en fonction de l'historique des estimations faites par le marché des anticipations des taux réels, des anticipations d'inflation et de la prime de terme – soit la prime que les investisseurs exigent en général en contrepartie de la détention d'emprunts d'État à long terme, plus risqués. La période 2020-2021 illustre notamment ces facteurs après que le choc initial provoqué par la Covid-19 a fait grimper les rendements à des niveaux records. La prime de terme – ou le montant que les investisseurs s'attendent à recevoir en compensation des prêts qu'ils octroient sur de plus longues périodes – est basée sur un modèle similaire à celui d'Andreasen et al <https://www.frb.org/economic-research/files/wp2017-11.pdf> (2017). Le graphique de droite montre pour sa part la prime de risque sur actions et son historique de fourchettes depuis 1995, pour les principaux marchés actions régionaux et sur la base des indices MSCI respectifs. Nous calculons la prime de risque sur actions en nous fondant sur notre anticipation en matière de taux d'intérêt nominaux et sur le coût implicite du capital pour chacun des marchés actions pris en compte.

BlackRock Investment Institute

The BlackRock Investment Institute (BII) leverages the firm's expertise to provide insights on the global economy, markets, geopolitics and long-term asset allocation – all to help our clients and portfolio managers navigate financial markets. BII offers strategic and tactical market views, publications and digital tools that are underpinned by proprietary research.

BlackRock's Long-Term Capital Market Assumption Disclosures: This information is not intended as a recommendation to invest in any particular asset class or strategy or product or as a promise of future performance. Note that these asset class assumptions are passive, and do not consider the impact of active management. All estimates in this document are in US dollar terms unless noted otherwise. Given the complex risk-reward trade-offs involved, we advise clients to rely on their own judgment as well as quantitative optimisation approaches in setting strategic allocations to all the asset classes and strategies. References to future returns are not promises or even estimates of actual returns a client portfolio may achieve. Assumptions, opinions and estimates are provided for illustrative purposes only. They should not be relied upon as recommendations to buy or sell securities. Forecasts of financial market trends that are based on current market conditions constitute our judgment and are subject to change without notice. We believe the information provided here is reliable, but do not warrant its accuracy or completeness. If the reader chooses to rely on the information, it is at its own risk. This material has been prepared for information purposes only and is not intended to provide, and should not be relied on for, accounting, legal, or tax advice. The outputs of the assumptions are provided for illustration purposes only and are subject to significant limitations. "Expected" return estimates are subject to uncertainty and error. Expected returns for each asset class can be conditional on economic scenarios; in the event a particular scenario comes to pass, actual returns could be significantly higher or lower than forecasted. Because of the inherent limitations of all models, potential investors should not rely exclusively on the model when making an investment decision. The model cannot account for the impact that economic, market, and other factors may have on the implementation and ongoing management of an actual investment portfolio. Unlike actual portfolio outcomes, the model outcomes do not reflect actual trading, liquidity constraints, fees, expenses, taxes and other factors that could impact future returns.

Index Disclosures: Index returns are for illustrative purposes only and do not represent any actual fund performance. Index performance returns do not reflect any management fees, transaction costs or expenses. Indices are unmanaged and one cannot invest directly in an index.

General disclosure: This material is intended for information purposes only, and does not constitute investment advice, a recommendation or an offer or solicitation to purchase or sell any securities to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction. The opinions expressed are as of May 2021 and are subject to change without notice. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Investing involves risks.

In the US, this material is intended for Institutional use only, not for public distribution. **In Canada,** this material is intended for permitted clients only. **In EMEA,** until 31 December 2020, issued by BlackRock Investment Management (UK) Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered office: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Tel: +44 (0)20 7743 3000. Registered in England and Wales No. 2020394, has issued this document for access by Professional Clients only and no other person should rely upon the information contained within it. For your protection telephone calls are usually recorded. Please refer to the Financial Conduct Authority website for a list of authorised activities conducted by BlackRock. From 1 January 2021, in the event the United Kingdom and the European Union do not enter into an arrangement which permits United Kingdom firms to offer and provide financial services in to the European Union, the issuer of this material is: (i) BlackRock Investment Management (UK) Limited for all outside of the European Union; and (ii) BlackRock (Netherlands) B.V. for in the European Union. BlackRock (Netherlands) B.V. is authorised and regulated by the Netherlands Authority for the Financial Markets. Registered office Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Trade Register No. 17068311. For your protection telephone calls are usually recorded. **In Switzerland,** this document is marketing material. This document shall be exclusively made available to, and directed at, qualified investors as defined in the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006, as amended. **For investors in Israel:** BlackRock Investment Management (UK) Limited is not licensed under Israel's Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 5755-1995 (the "Advice Law"), nor does it carry insurance thereunder. **In South Africa,** please be advised that BlackRock Investment Management (UK) Limited is an authorised financial services provider with the South African Financial Services Board, FSP No. 43288. **In the DIFC** this material can be distributed in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC) by BlackRock Advisors (UK) Limited – Dubai Branch which is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA). This material is only directed at 'Professional Clients' and no other person should rely upon the information contained within it. BlackRock Advisors (UK) Limited – Dubai Branch is a DIFC Foreign Recognised Company registered with the DIFC Registrar of Companies (DIFC Registered Number 546), with its office at Unit 06/07, Level 1, Al Fattan Currency House, DIFC, PO Box 506661, Dubai, UAE, and is regulated by the DFSA to engage in the regulated activities of 'Advising on Financial Products' and 'Arranging Deals in Investments' in or from the DIFC, both of which are limited to units in a collective investment fund (DFSA Reference Number F000738). Issued **in the Kingdom of Saudi Arabia (KSA)** by BlackRock Saudi Arabia (BSA), authorised and regulated by the Capital Market Authority (CMA), License No. 18-192-30. Registered under the laws of KSA. Registered office: 29th floor, Olaya Towers – Tower B, 3074 Prince Mohammed bin Abdulaziz St, Olaya District, Riyadh 12213 – 8022, KSA, Tel: +966 11 838 3600. The information contained within is intended strictly for Sophisticated Investors as defined in the CMA Implementing Regulations. Neither the CMA or any other authority or regulator located in KSA has approved this information. The information contained within, does not constitute and should not be construed as an offer of, invitation or proposal to make an offer for, recommendation to apply for or an opinion or guidance on a financial product, service and/or strategy. Any distribution, by whatever means, of the information within and related material to persons other than those referred to above is strictly prohibited. **In the United Arab Emirates** this material is only intended for – natural Qualified Investor as defined by the Securities and Commodities Authority (SCA) Chairman Decision No. 3/R.M. of 2017 concerning Promoting and Introducing Regulations. Neither the DFSA or any other authority or regulator located in the GCC or MENA region has approved this information. **In Singapore,** this is issued by BlackRock (Singapore) Limited (Co registration no. 200010143N) for use only with institutional investors as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore. **In Hong Kong,** this material is issued by BlackRock Asset Management North Asia Limited and has not been reviewed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong. This material is for distribution to "Professional Investors" (as defined in the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 of the laws of Hong Kong) and any rules made under that ordinance) and should not be relied upon by any other persons or redistributed to retail clients in Hong Kong. **In South Korea,** this material is for distribution to the Qualified Professional Investors (as defined in the Financial Investment Services and Capital Market Act and its sub-regulations). **In Taiwan,** independently operated by BlackRock Investment Management (Taiwan) Limited. Address: 28F., No. 100, Songren Rd., Xinyi Dist., Taipei City 110, Taiwan. Tel: (02)23261600. **In Japan,** this is issued by BlackRock Japan, Co., Ltd. (Financial Instruments Business Operator. The Kanto Regional Financial Bureau. License No 375, Association Memberships Japan Investment Advisers Association, the Investment Trusts Association, Japan, Japan Securities Dealers Association, Type II Financial Instruments Firms Association.) For Professional Investors only (Professional Investor is defined in Financial Instruments and Exchange Act). **In Australia,** issued by BlackRock Investment Management (Australia) Limited ABN 13 006 165 975 AFSL 230 523 (BIMAL) for the exclusive use of the recipient, who warrants by receipt of this material that they are a wholesale client as defined under the Corporations Act 2001 (Cth). This material is intended for wholesale clients only and must not be relied or acted upon by retail clients. The material provides general information only and does not take into account your individual objectives, financial situation, needs or circumstances. **In China,** this material may not be distributed to individuals resident in the People's Republic of China ("PRC", for such purposes, excluding Hong Kong, Macau and Taiwan) or entities registered in the PRC unless such parties have received all the required PRC government approvals to participate in any investment or receive any investment advisory or investment management services. **For Other APAC Countries,** this material is issued for Institutional Investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and does not constitute investment advice or an offer or solicitation to purchase or sell in any securities, BlackRock funds or any investment strategy nor shall any securities be offered or sold to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction. **In Latin America,** for institutional investors and financial intermediaries only (not for public distribution). No securities regulator within Latin America has confirmed the accuracy of any information contained herein. The provision of investment management and investment advisory services is a regulated activity in Mexico thus is subject to strict rules. For more information on the Investment Advisory Services offered by BlackRock Mexico please refer to the Investment Services Guide available at www.blackrock.com/mx