

CHRONIQUE N°31

Le rendement locatif net : « mesurer » l'incertitude liée aux hypothèses de régime d'inflation de long terme

Commençons par définir l'« OAT déflatée ». Il s'agit du taux de rendement des obligations d'État françaises à 10 ans – notre taux sans risque – corrigé de l'inflation de long terme.

$$(1) \text{OATd} = \text{rdsr} - \text{inf} \leftrightarrow \text{OATd} = \text{OAT} - \text{inf}$$

avec : *OATd* : l'OAT 10 ans déflatée : taux sans risque français corrigé de l'inflation
 rdsr : le rendement sans risque
 inf : le taux d'inflation de long terme
 OAT : l'OAT 10 ans : taux sans risque français

Nous avons étudié dans la **Chronique 26** pourquoi il est plus pertinent d'utiliser l'OAT déflatée plutôt que l'OAT nominale pour analyser le rendement locatif net.

Par ailleurs, nous appelons écart de taux déflaté la différence entre le rendement locatif net et le taux sans risque déflaté voir **Chroniques 26** :

$$(2) \text{rdln} = \text{OATd} + \text{ecd} \leftrightarrow \text{ecd} = \text{rdln} - \text{OATd}$$

avec : *rdln* : le rendement locatif net
 OATd : l'OAT 10 ans déflatée
 ecd : l'écart de taux déflaté

La **Chronique 30** s'interrogeait sur la nature du changement intervenu entre les années 2000 et 2010 : rupture ou évolution ? Cette interrogation nous a conduits à mesurer à quel point l'hypothèse de niveau d'inflation de long terme est déterminante et doit aujourd'hui être explicitement discutée.

En effet, nous avons jusqu'ici implicitement considéré que la flambée des prix observée en 2022 et 2023 relevait de l'inflation. Était-ce judicieux ? Pour répondre à cette question, il

convient d'abord de préciser ce que nous entendons par inflation, en la distinguant des simples hausses de prix.

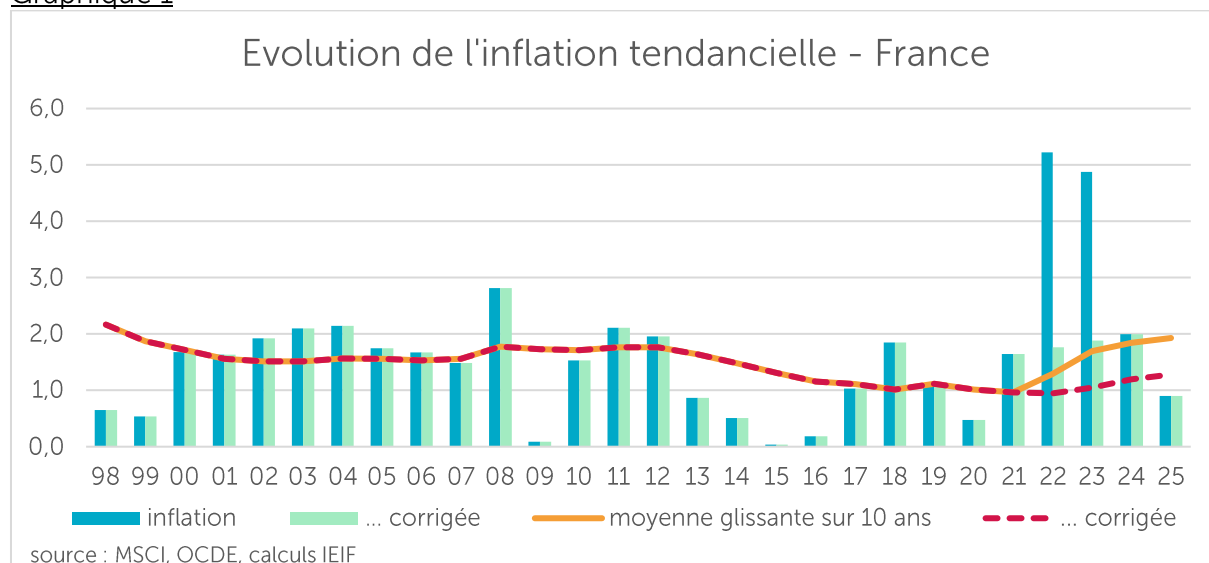
Une définition classique retient que **l'inflation correspond à une hausse durable et généralisée du niveau des prix**, résultant d'un déséquilibre macroéconomique persistant. Elle doit être distinguée des variations transitoires de prix liées à des chocs exogènes — par exemple énergétiques —, qui correspondent à des hausses de court terme, souvent sectorielles.

Dans cette perspective, la hausse des prix observée en 2022 et 2023 ne semble pas pouvoir être pleinement qualifiée d'inflation au sens strict. A posteriori, elle ne s'est pas révélée durable. Il apparaît alors nécessaire de neutraliser ces deux années afin d'estimer correctement le niveau d'inflation de long terme retenu dans l'analyse.

À cette fin, une interpolation linéaire a été réalisée entre 2021 et 2024. L'inflation « corrigée » évolue ainsi de manière régulière sur cette période, passant d'environ 1,6 % à 2,0 % (voir Graphique 1), au lieu de présenter un pic supérieur à 4 %, voire 5 %.

Dès lors, lorsque l'on retient cette inflation corrigée pour calculer l'inflation de long terme — mesurée par une moyenne mobile sur 10 ans — le résultat est sensiblement modifié : on passe, ces dernières années, d'un niveau proche de 2 % à un niveau légèrement supérieur à 1 % (voir Graphique 1).

Graphique 1



D'ailleurs, l'inflation de 0,9 % enregistrée en 2025 semble conforter ce raisonnement. Pour définir correctement l'inflation de long terme, il convient de neutraliser les pics de hausse des prix conjoncturels observés en 2022 et 2023.

Cela pose plus largement la question du régime inflationniste dans lequel nous évoluons. La plupart des forces déflationnistes à l'œuvre au cours des années 2010 demeurent présentes : mondialisation, digitalisation, surcapacités industrielles, notamment en Chine. À l'inverse, de nouvelles forces inflationnistes émergent : transition énergétique, relocalisations (dé-globalisation), hausse des coûts salariaux en Chine. Néanmoins, à ce

stade, ces dernières ne semblent capables que de compenser partiellement les facteurs structurels de faible inflation.

Dans le contexte d'une analyse de l'inflation de long terme à travers la moyenne des dix années passées, l'hypothèse d'une inflation durablement faible — de l'ordre de 1 %, voire comprise entre 1 % et 1,5 % — apparaît comme la plus plausible.

Cette conclusion ne tient toutefois que sous l'hypothèse de chocs de prix peu fréquents, hypothèse qui peut être discutée. En effet, dans un environnement où un choc de prix surviendrait tous les deux ou trois ans, perturbant régulièrement l'évolution de l'inflation à la hausse, il ne serait plus rationnel de retenir uniquement l'inflation sous-jacente de long terme (mesurée sur le passé) comme référence pour nos calculs.

Si, au-delà des considérations strictement économiques, nous entrons dans une phase de conflictualité accrue pour l'accès à des ressources rares (énergies fossiles, certaines matières premières), il est probable que les chocs de prix associés deviennent à la fois plus fréquents et plus intenses, rendant leur neutralisation discutable.

Ainsi, s'il demeure très difficile de prévoir la trajectoire exacte de l'inflation dans les années à venir, il est en revanche possible d'en encadrer les niveaux plausibles. Dans le contexte de notre analyse, nous retenons donc deux modalités de calcul comme bornes d'encadrement de l'inflation de long terme.

La borne haute intègre pleinement les chocs inflationnistes, en supposant qu'ils se reproduiront avec une fréquence élevée. À l'inverse, la borne basse neutralise ces chocs en retenant une inflation « corrigée », représentative de la dynamique sous-jacente.

En conséquence, pour l'analyse des écarts de taux, l'introduction d'une inflation corrigée — inférieure à l'inflation observée — conduit mécaniquement à une hausse de l'OAT déflatée corrigée par rapport à l'OAT déflatée initiale :

$$(3) \text{OATdc} = \text{OAT} - (\text{inf} - \text{corr}) = \text{OATd} + \text{corr}$$

avec : *OATdc* : l'OAT 10 ans déflatée corrigée
 OATd : l'OAT 10 ans déflatée
 inf : le taux d'inflation de long terme
 corr : la correction liée aux chocs de hausse de prix

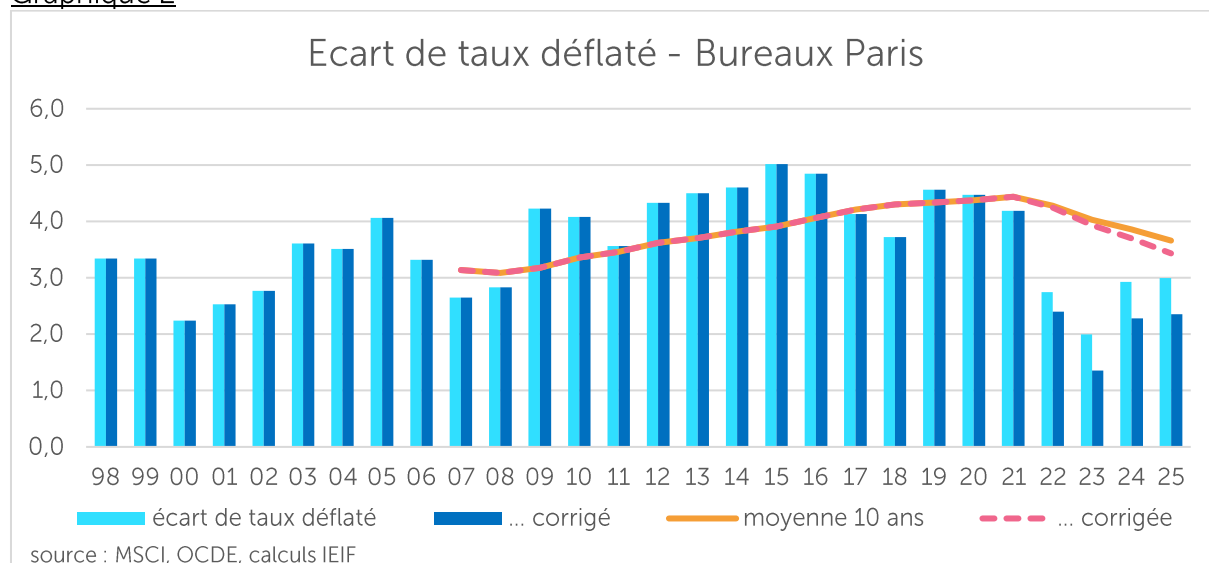
En conséquence, cette correction conduit à une diminution de l'écart de taux déflaté corrigé par rapport à l'écart de taux déflaté initial :

$$(4) \text{ecdc} = \text{rdln} - \text{OATdc} = \text{rdln} - (\text{OATd} + \text{corr}) = \text{ecd} - \text{corr}$$

avec : *ecdc* : l'écart de taux déflaté corrigé
 rdln : le rendement locatif net
 ecd : l'écart de taux déflaté

Ce mécanisme est illustré par l'écart observé entre les barres bleu clair et bleu foncé du graphique 2.

Graphique 2



Par ailleurs, on observe logiquement que la moyenne mobile sur 10 ans de l'écart de taux diminue plus rapidement, au point de se rapprocher des niveaux observés à la fin des années 2000.

Pour autant, l'écart qui subsiste en 2025 entre cette moyenne à 10 ans et l'écart de taux annuel laisse entrevoir deux trajectoires possibles : soit une remontée de l'écart de taux, soit une poursuite de la baisse de la moyenne vers des niveaux inférieurs à ceux observés à la fin des années 2000.

Une telle évolution pourrait alors être interprétée comme une moindre rémunération du risque immobilier, alors même que les risques associés au marché des bureaux parisiens n'ont, a priori, pas significativement diminué... Nous reviendrons toutefois plus en détail sur cette question après avoir complété l'analyse.

La prochaine Chronique sera consacrée à l'examen de la pertinence de la moyenne sur 10 ans de l'inflation passée comme indicateur de l'inflation de long terme.

Ces chroniques sont directement liées à mon activité de recherche à l'IEIF, un centre d'études, recherche et de prospective en immobilier. J'y mène des travaux sur la modélisation des grandes variables immobilières. Pour les moins familiers de l'analyse immobilière, ces chroniques peuvent constituer une source d'information et une base de connaissances. Pour les experts du domaine, elles ont pour but de lancer des discussions et des échanges sur les différents sujets que j'aborde. Certaines chroniques s'appuieront sur des éléments connus et maîtrisés, d'autres traiteront d'éléments de recherche et présenteront certains résultats de mes travaux.