

CHRONIQUE N°32

Le rendement locatif net : anticipations naïves ou rationnelles ?

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.

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

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 moyen, 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 **Chronique 26**) :

$$(2) rdl_n = OATd + ecd \leftrightarrow ecd = rdl_n - OATd$$

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

Enfin, nous définissons l'écart de taux déflaté corrigé comme l'écart de taux déflaté ajusté de l'impact des chocs de prix (voir **Chronique 31**) :

$$(3) ecdc = rdl_n - OATdc = ecd - corr$$

avec :
ecdc : l'écart de taux déflaté corrigé
OATdc : l'OAT 10 ans déflatée corrigée
corr : la correction liée aux chocs de hausse de prix

Anticipations naïves vs anticipations rationnelles : définitions

Les anticipations fondées exclusivement sur les données passées et qui prolongent simplement la moyenne sont généralement appelées des anticipations naïves. Implicitement, cela revient à considérer que le passé est voué à se reproduire.

C'est le cadre dans lequel nous nous sommes placés dans nos analyses récentes en posant que l'inflation de long terme est égale à la moyenne sur 10 ans de l'inflation observée, corrigée le cas échéant des chocs de prix. Rappelons que, depuis la **Chronique 26**, cette inflation de long terme nous sert à approximer le taux moyen d'indexation des loyers courus attendu dans les prochaines années : le passé est utilisé comme estimateur du futur.

$$(4) E_t(\text{infN}_{LT}) = \text{infC}_{LT}$$

L'espérance, à la date t , de l'inflation anticipée, naïve, de long terme (infN_{LT}) est égale à l'inflation constatée de long terme (infC_{LT}).

A l'inverse, en économie, on appelle anticipations rationnelles (de l'inflation de long terme : infAR_{LT}) toute anticipation fondée sur l'ensemble des informations disponibles à la date t (I_t). Elle correspond à la moyenne des anticipations d'inflation de long terme formées par les agents économiques (infA_{LT_a}), supposés rationnels et informés, compte tenu de l'information disponible à cette date.

$$(5) E_t(\text{infAR}_{LT}) = E_t(\text{infA}_{LT_a}|I_t)$$

En pratique, le marché obligataire fournit une mesure opérationnelle de ces anticipations. En effet, on observe à la fois :

- le taux des obligations d'État nominales à 10 ans (OAT),
- et le taux des obligations d'État indexées sur l'inflation à 10 ans (OATi), dont la rémunération ajoute l'inflation réalisée sur la période.

Dès lors, l'écart entre le taux des OAT et celui des OATi correspond à une estimation de l'inflation moyenne anticipée à 10 ans par les investisseurs. Cette mesure constitue une approximation robuste des anticipations rationnelles d'inflation.

Anticipations naïves vs anticipations rationnelles : comparaison

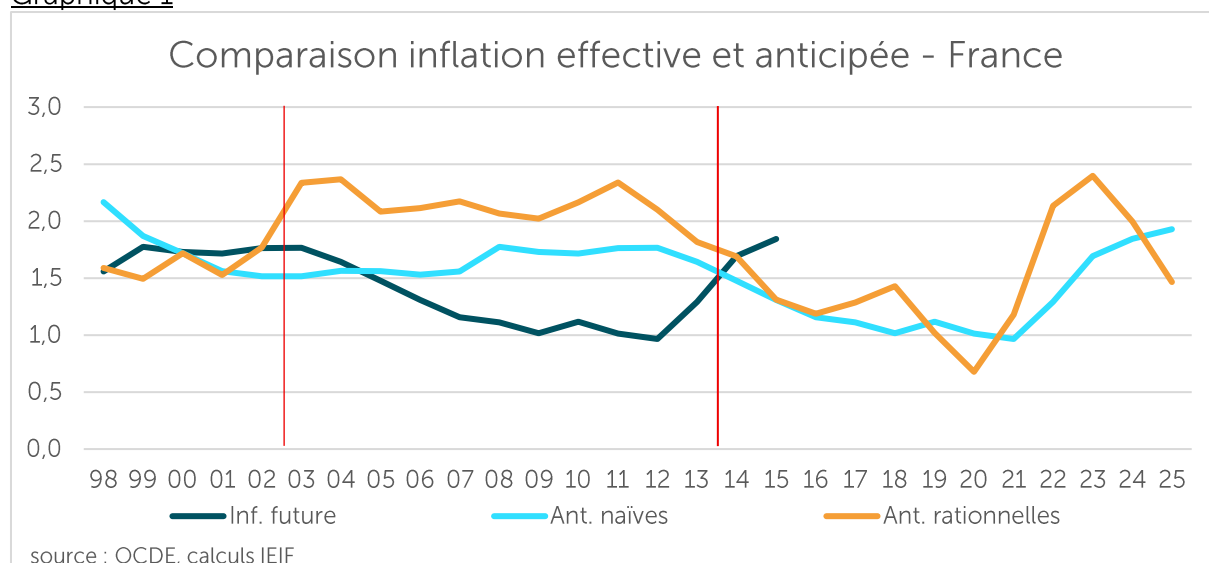
Il s'agit désormais d'évaluer la pertinence relative des anticipations naïves et des anticipations rationnelles pour approximer l'inflation future, l'inflation qui se produira effectivement au cours des 10 prochaines années.

À cette fin, nous construisons une série d'inflation moyenne future, observée sur 10 ans (entre t et $t+10$), que nous comparons :

- aux anticipations naïves d'inflation, mesurées par la moyenne de l'inflation observée sur les 10 années passées (entre $t-10$ et t) ;
- aux anticipations rationnelles d'inflation, l'écart de taux entre l'OAT et l'OATi à la date t .

Le graphique 1 montre la représentation conjointe de ces trois séries. Par construction, la série d'inflation moyenne future sur 10 ans s'interrompt en 2015, soit dix ans avant la dernière observation disponible.

Graphique 1



Il est utile de distinguer trois périodes :

- **De 1998 à 2002** : **les trois séries donnent des résultats proches les uns des autres.** Le point de départ des anticipations naïves en 1988 suggère toutefois que la période antérieure était probablement plus favorable aux anticipations rationnelles.
- **De 2003 à 2013** : les anticipations naïves comme rationnelles ont largement surestimé l'inflation future. Par construction, le caractère rétrospectif des anticipations naïves les rendait incapables d'anticiper une baisse continue et marquée de l'inflation. Toutefois, sur cette période, **les anticipations naïves se révèlent plus performantes que les anticipations rationnelles.** En effet, entre 2003 et 2012, les anticipations d'inflation implicites contenue dans l'écart de taux des OAT et des OATi se situent systématiquement au-dessus de 2 %, alors que l'inflation effective s'est majoritairement établie entre 1 % et 1,5 %.
- **Depuis 2014** : la comparaison directe entre anticipations et inflation réalisée n'est plus possible. En revanche, les dynamiques d'anticipation restent comparables. Les deux approches produisent des résultats globalement proches, à l'exception des années 2022 et 2023, marquées par un choc inflationniste qui a significativement affecté les anticipations rationnelles.

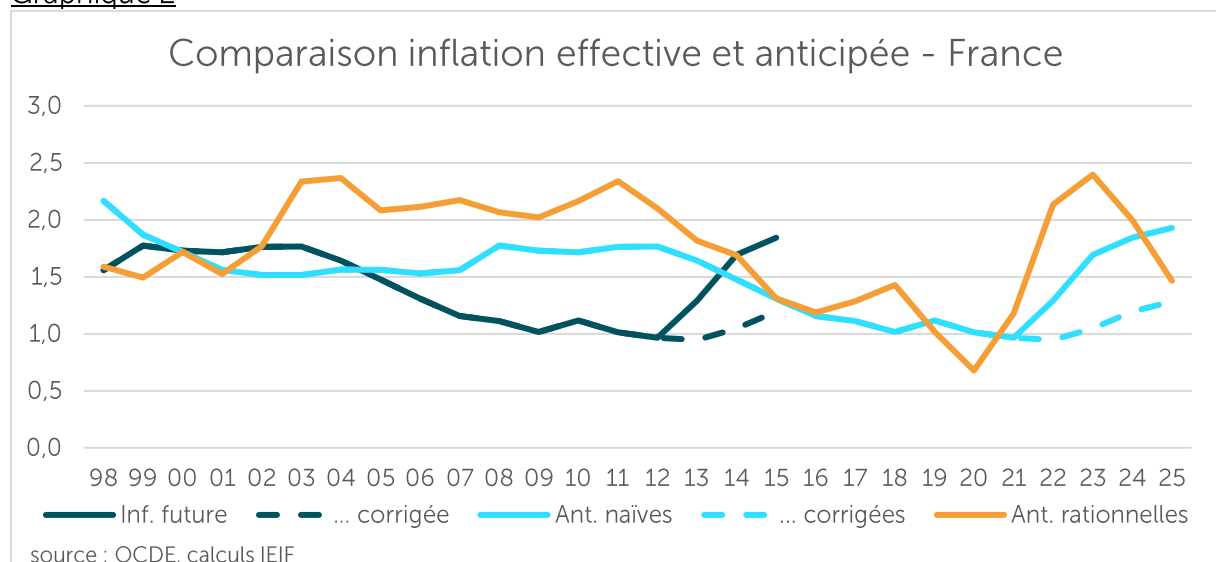
Enfin, si la correction des anticipations naïves des épisodes de hausses de prix extrêmes s'est révélée pertinente, il pourrait être cohérent d'appliquer un traitement similaire à la série d'inflation future, afin d'améliorer la comparabilité des approches.

Anticipations naïves vs anticipations rationnelles : intégration des chocs de prix

L'intégration des chocs de prix (représentés en pointillés dans le graphique 2) apporte au moins deux enseignements complémentaires :

- **Sur la période 2014–2015** : l'inflation future à 10 ans, une fois corrigée des chocs de prix, se situe vraisemblablement en dessous de 1,5 %, contrairement à ce que suggérait la série non corrigée, qui convergeait vers 2 %. Autrement dit, la dynamique sous-jacente de l'inflation apparaît plus faible que ne le laissait penser l'observation brute.
- **En fin de période (2024–2025)** : les courbes non corrigées se croisent. Les anticipations rationnelles ont d'abord surréagi au choc inflationniste, avant de se normaliser, tandis que les anticipations naïves, du fait de leur inertie, ont intégré ce choc avec retard dans l'inflation de long terme. En revanche, la série corrigée raconte une tout autre histoire : elle devient cohérente avec celle des anticipations rationnelles et convergent vers un niveau d'inflation de long terme légèrement inférieur à 1,5 %.

Graphique 2



Au final, il apparaît difficile de départager définitivement les hypothèses d'anticipations naïves et d'anticipations rationnelles en matière d'inflation. Les deux approches présentent des limites :

- Les anticipations naïves, par construction, sont incapables d'anticiper les changements de régime inflationniste, qu'ils soient haussiers ou baissiers. En revanche, elles offrent une certaine stabilité et présentent l'avantage d'être simples et directement observables.
- À l'inverse, les anticipations rationnelles sont, en théorie, capables d'intégrer les changements de tendance. Toutefois, force est de constater qu'entre 2003 et 2014, elles ont été affectées par un biais systématique et significatif (souvent supérieur à 100 points de base), plus marqué que celui observé pour les anticipations naïves.

Plus récemment, elles ont également montré une forte sensibilité aux chocs inflationnistes, se traduisant par une volatilité élevée, contrairement aux anticipations naïves corrigées.

Aucune de ces approches ne s'impose donc comme pleinement satisfaisante. Dans ce contexte, une analyse conjointe et systématique des trois mesures — anticipations naïves, anticipations naïves corrigées et anticipations rationnelles — apparaît comme la stratégie la plus robuste.

En ne tenant compte que de ces trois indicateurs, si l'on devait néanmoins formuler une estimation de l'inflation de long terme actuelle, le point de convergence entre anticipations rationnelles et anticipations naïves corrigées constitue une référence pertinente, soit un niveau proche de 1,5 %.

Pour autant, l'environnement macroéconomique demeure particulièrement incertain. Comme évoqué dans la **Chronique 31**, il est aujourd'hui difficile de privilégier avec certitude une trajectoire d'inflation, dans un contexte où des forces structurellement déflationnistes, moins puissantes que dans les années 2010, coexistent avec une probabilité accrue de chocs répétés de hausses de prix.

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.