

## CHRONIQUE N°33

### Le rendement locatif net : anticipations naïves et rationnelles, quelles conséquences ?

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 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**) :

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

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

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**) :

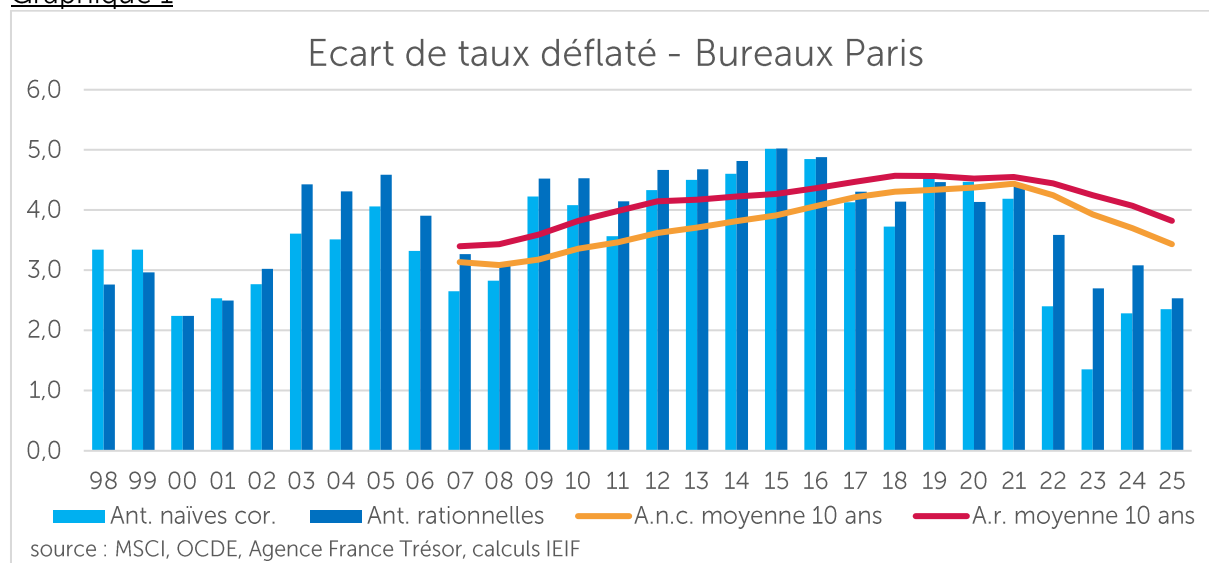
$$(3) \text{ecdc} = \text{rdln} - \text{OATdc} = \text{ecd} - \text{corr}$$

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

Enfin, nous avons rappelé que les anticipations fondées sur de simples moyennes du passé sont généralement qualifiées de « naïves », par opposition aux anticipations dites « rationnelles » d'inflation, qui découlent de l'écart de rendement entre les OAT et les OATi (OAT indexées sur l'inflation) (**voir Chronique 32**).

Pour résumer, nous allons maintenant comparer l'évolution de l'écart de taux déflaté calculé à partir d'anticipations d'inflation « naïves corrigées » (corrigées des chocs de hausse de prix : **voir Chronique 32**) à celle de l'écart de taux déflaté fondé sur des anticipations « rationnelles » (Graphique 1).

Graphique 1



On observe que ces deux variables racontent des histoires à la fois comparables et légèrement différentes. Comparables en termes de dynamique, car leurs trajectoires évoluent globalement de manière parallèle ; différentes en termes de niveaux, puisque l'écart de taux « rationnel » apparaît, en moyenne, supérieur à l'écart de taux « naïf ».

Ce n'est toutefois pas sur ces différences que portera notre analyse.

Rappelez-vous : dans les **Chroniques 25 à 30**, notre fil rouge était de comprendre pourquoi, structurellement (c'est-à-dire en moyenne sur 10 ans), l'écart de taux a augmenté entre les années 2000 et les années 2010, avant de diminuer rapidement depuis 2021.

Rappelons également que l'écart de taux par rapport au taux sans risque est censé rémunérer le risque immobilier. En conséquence, l'écart de taux structurel (mesuré sur 10 ans) devrait rester relativement stable, sauf apparition de facteurs de risque structurels susceptibles de le faire augmenter ou diminuer.

Et c'est précisément là que nos résultats finaux ne nous apportent pas de réponse satisfaisante.

Malgré des calculs toujours plus sophistiqués, nous continuons d'observer une évolution paradoxale de l'écart de taux, qui ne correspond ni au ressenti des acteurs du marché, ni aux données objectives disponibles.

Ainsi, **l'écart de taux moyen a augmenté de plus de 100 points de base entre la fin des années 2000 et le tournant des années 2020**. Une telle hausse devrait logiquement s'accompagner d'une forte augmentation des risques immobiliers associés, une forte dégradation de la situation immobilière du marché des bureaux en Ile-de-France.

Pourtant, concernant le marché locatif :

- entre fin 2007 et fin 2019, l'offre immédiate de bureaux en Île-de-France n'a augmenté que de 200 000 m<sup>2</sup> (source : Immostat), soit une légère détérioration de la situation.

Concernant le marché de l'investissement :

- entre début 2007 et début 2021, le prix moyen acte en mains du m<sup>2</sup> de bureaux en Île-de-France a augmenté de plus de 3 000 € (source : Immostat), soit une situation très porteuse.

Par ailleurs, à cette époque (2019), le télétravail restait marginal (4 % en France, source INSEE), la prise de conscience des impacts du changement climatique demeurait limitée, et l'IA générative n'existait pas encore. Aucun nouveau risque majeur n'était d'actualité.

En bref, à notre connaissance, aucun facteur réel, non financier, ne permet d'expliquer la forte augmentation de l'écart de taux observée entre la fin des années 2000 et le début des années 2020.

L'analyse de la période suivante est encore plus déroutante.

En effet, **entre 2021 et 2025, l'écart de taux a diminué, en moyenne sur 10 ans, de plus de 70 points de base**. Une telle baisse, aussi rapide, devrait logiquement s'accompagner d'une diminution visible et intelligible des risques immobiliers, d'une amélioration significative de la conjoncture immobilière. Or, il n'en est rien.

Concernant le marché locatif :

- entre fin 2019 et fin 2025, l'offre de bureaux en Île-de-France a augmenté de plus de 3 millions de m<sup>2</sup> (source : Immostat). Elle a plus que doublé en six ans. La situation est historiquement préoccupante.

Concernant le risque de l'investissement :

- entre début 2021 et début 2026, le prix moyen acte en mains du m<sup>2</sup> de bureaux en Île-de-France a diminué de plus de 3 000 € (source : Immostat) poussant le marché de l'investissement à des niveaux d'activité historiquement faibles.

Par ailleurs, 32 % des travailleurs franciliens déclarent désormais télétravailler au moins un jour par semaine (18 % en moyenne en France, source INSEE 2024), diminuant mécaniquement la demande structurelle de bureaux. Dans le même temps, la prise en compte du changement climatique accroît les charges et les coûts d'investissement, l'IA générative fait émerger un risque nouveau sur la demande future de bureaux, et s'ajoute à la prise de conscience récente d'une dynamique démographique devenue moins porteuse.

Objectivement, le marché des bureaux fait face à une forte montée des risques, qui ne se traduit pourtant absolument pas dans la dynamique récente de l'écart de taux.

C'est à la résolution de cette énigme que nous consacrerons nos prochaines Chroniques.

---

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.