

CHRONIQUE N°35

Le rendement locatif net : introduction d'un facteur monétaire

La **Chronique 34** synthétise les résultats obtenus depuis la **Chronique 26**. Ceux-ci ne permettent pas d'expliquer l'augmentation substantielle de l'écart de taux moyen sur dix ans entre le rendement locatif des bureaux à Paris et le taux sans risque entre les années 2000 et les années 2010, et ce, quel que soit le degré de sophistication de la modélisation retenue.

C'est pourquoi, en reprenant certains éléments introduits dans la **Chronique 28**, nous allons désormais développer une approche intégrant explicitement un facteur monétaire afin de résoudre cette énigme.

L'équation de l'écart de taux prend alors la forme générique suivante :

$$(1) \text{ } ec = ec(Immo) + ec(Mo) = fr(Immo) + fr(Mo)$$

avec :

ec	: l'écart de taux
$ec(Immo)$	: la composante expliquée par les facteurs immobiliers
$ec(Mo)$	: la composante expliquée par les évolutions monétaires
$fr(Immo)$	: les facteurs de risque liés à l'immobilier
$fr(Mo)$	: les facteurs de risque d'origine monétaire

Les facteurs explicatifs de nature immobilière sont classiques. Ils mobilisent généralement des variables représentant la liquidité du marché, la transparence, la demande de bureaux (PIB ou emploi), l'offre de bureaux (taux de vacance), l'équilibre du marché utilisateur (loyer) et/ou le risque au sens financier (volatilité du rendement global).

La véritable difficulté consiste à choisir un indicateur suffisamment simple pour prendre en compte l'impact des marchés monétaire et obligataire sur l'écart de taux immobilier.

L'idée est la suivante : si, contre toute attente, les conséquences des politiques monétaires influencent l'écart de taux immobilier, c'est sans doute parce qu'elles produisent également des effets

« anormaux » sur le marché de la dette publique, à travers le taux des obligations d'État à dix ans, qui constitue notre taux sans risque.

Pour être en mesure d'identifier une éventuelle « anomalie », il nous faut donc commencer par définir ce que serait une situation de normalité.

Je n'entrerai pas ici dans le détail des nombreuses controverses relatives à la dynamique des taux d'intérêt : taux d'intérêt effectif, cible de taux d'intérêt, règle(s) de Taylor, règle d'or, taux d'intérêt à court et à long terme, courbe des taux ou encore prime de terme. Pour une présentation pédagogique du sujet, je vous invite à consulter le site [The Other Economy](#), qui propose une analyse synthétique et critique (en français) de ces différents concepts. Pour un état des lieux de la recherche concernant le taux d'intérêt neutre vous pouvez consulter le site [Réserve Fédérale de New-York](#).

Je retiendrai qu'au-delà des débats, on retrouve au cœur de la définition du taux d'intérêt le concept de taux d'intérêt réel « neutre », généralement assimilé au taux de croissance tendancielle, ou potentielle, du PIB.

$$(2) \text{ txrn} = \text{txn} - \text{infa} = \text{PIBpot} \leftrightarrow \text{txn} = \text{PIBpot} + \text{infa}$$

avec :
 txrn : le taux d'intérêt réel « neutre »
 txn : le taux d'intérêt nominal « neutre »
 infa : le taux d'inflation « anticipée » ou « tendancielle »
 PIBpot : le taux de croissance du PIB « potentiel » ou « tendanciel »

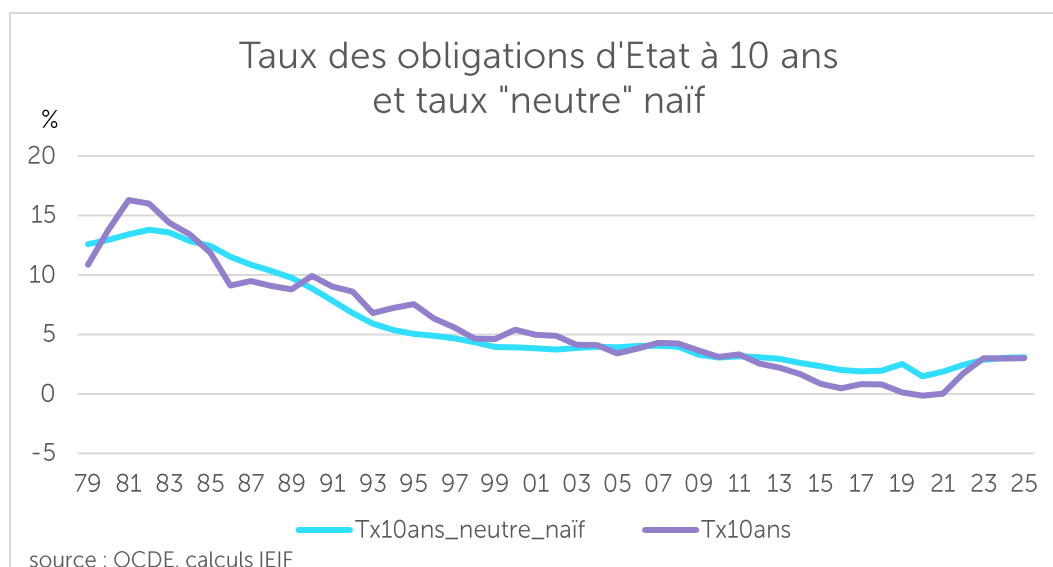
Dans notre cadre d'analyse (voir **Chronique 34**), c'est le rendement des obligations d'État à 10 ans, notre référence de taux sans risque, qui joue le rôle de taux d'intérêt de référence. C'est donc son évolution que nous allons analyser au regard de celles du PIB tendanciel et de l'inflation tendancielle.

Comme nous l'avons montré dans la **Chronique 32**, nous retenons, dans un premier temps, l'hypothèse d'anticipations dites naïves, selon laquelle les anticipations reposent sur la moyenne des observations passées. En première approximation, l'inflation tendancielle (ou anticipée) et la croissance tendancielle (ou potentielle) sont donc estimées par la moyenne mobile sur dix ans, respectivement, du taux d'inflation ($\text{inf}_{10\text{ans}}$) et du taux de croissance du PIB ($\text{PIB}_{10\text{ans}}$). Nous sommes alors en mesure d'estimer le taux d'intérêt nominal « neutre-naïf », défini par :

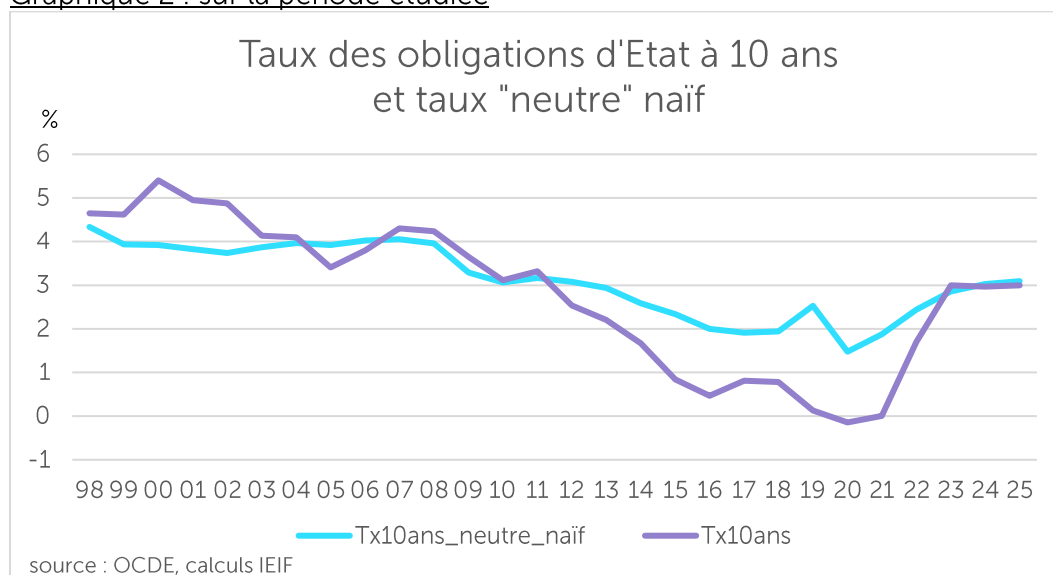
$$\text{Tx10ans_neutre_naïf} = \text{inf}_{10\text{ans}} + \text{PIB}_{10\text{ans}}$$

et de le comparer au taux effectif des obligations d'État à 10 ans (Tx10ans).

Graphique 1 : sur longue période



Graphique 2 : sur la période étudiée



Le premier constat est important, alors qu'il ne paraissait pourtant pas totalement évident. Notre taux « neutre-naïf », calculé à partir de la croissance du PIB et de l'inflation (moyennes sur dix ans), partage visiblement une tendance commune avec le taux des obligations d'État à 10 ans. On distingue en outre des périodes, plus ou moins longues, au cours desquelles le taux effectif est durablement inférieur ou supérieur au taux neutre-naïf.

[Économétriquement, le résultat demeure ambigu : l'hypothèse de cointégration n'est ni clairement rejetée ni clairement validée. Cette ambiguïté est probablement liée, d'une part, au lissage des séries et, d'autre part, au fait que les taux d'intérêt ont été, à plusieurs reprises, fortement et durablement influencés par les politiques monétaires actives, ce qui les a éloignés de leur niveau « neutre ».]

Ce qui nous intéresse plus particulièrement est la période 1998-2025, pour laquelle nous disposons des données MSCI. On observe alors que, durant plusieurs années, le taux effectif est resté significativement et durablement inférieur au taux neutre. Cette période correspond précisément à celle des politiques monétaires dites « non conventionnelles »,

caractérisées par des taux d'intérêt négatifs et par des programmes massifs de rachats d'obligations.

Nous avons déjà évoqué ce phénomène dans la **Chronique 28** ainsi que dans l'article publié dans **Réflexions Immobilières** (1er trimestre 2024), intitulé « [Prendre en compte la prime de risque du taux sans risque... dans la modélisation du rendement locatif des bureaux en Île-de-France](#) », récemment mis en ligne sur LinkedIn.

Le second constat est tout aussi important. L'écart entre le taux neutre et le taux effectif est à la fois élevé et durable tout au long de la décennie 2010, précisément celle qui pose problème dans la modélisation de l'écart de taux immobilier.

Il nous reste désormais à vérifier si l'évolution de cet « écart de taux du taux sans risque » est en mesure de résoudre l'énigme de l'évolution de l'écart entre le rendement locatif et le taux sans risque, telle qu'elle a été synthétisée dans la **Chronique 34**.

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.