

CHRONIQUE N°36

Le rendement locatif net : les différents benchmarks à 10 ans

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.

La **Chronique 35** présente la construction de ce que nous avons appelé le « taux neutre naïf » et que nous appellerons désormais le « benchmark 10 ans naïf ». En effet, l'utilisation du concept de « taux neutre » m'a été reprochée, à juste titre. Comme mentionné dans la **Chronique 34**, il existe toute une branche de la recherche économique qui travaille encore aujourd'hui sur la définition et la modélisation du « taux neutre ». Notre travail ne s'inscrit pas directement dans cette littérature, même s'il s'en inspire.

Nous qualifierons donc désormais notre série de « benchmark » et, dans quelques chroniques, nous verrons à quel point cette appellation est plus judicieuse.

Mais, avant cela, nous allons décliner notre benchmark selon des catégories déjà analysées, à savoir celles de naïf, naïf corrigé (**Chronique 31**) et rationnel (**Chronique 32**). Ces catégories étaient alors appliquées à l'inflation. Dans cette chronique, nous les appliquons à notre « benchmark 10 ans ».

Comme nous l'avons présenté dans la **Chronique 35**, le benchmark 10 ans « naïf » peut s'écrire :

$$(1) \text{ Benchmark_10ans_naïf} = \text{inf_10ans} + \text{PIB_10ans}$$

avec : inf_10ans : la moyenne mobile de l'inflation sur 10 ans
 pib_10ans : la moyenne mobile de la croissance du PIB sur 10 ans

Le benchmark 10 ans « naïf corrigé » vise à atténuer les évolutions erratiques récentes du PIB et de l'inflation causées par la crise sanitaire de la COVID 19 et de ses répercussions sur la croissance économique et l'inflation. Pour cela, l'inflation est lissée entre 2021 et 2024 et le PIB entre 2019 et 2023, à l'aide d'interpolations linéaires :

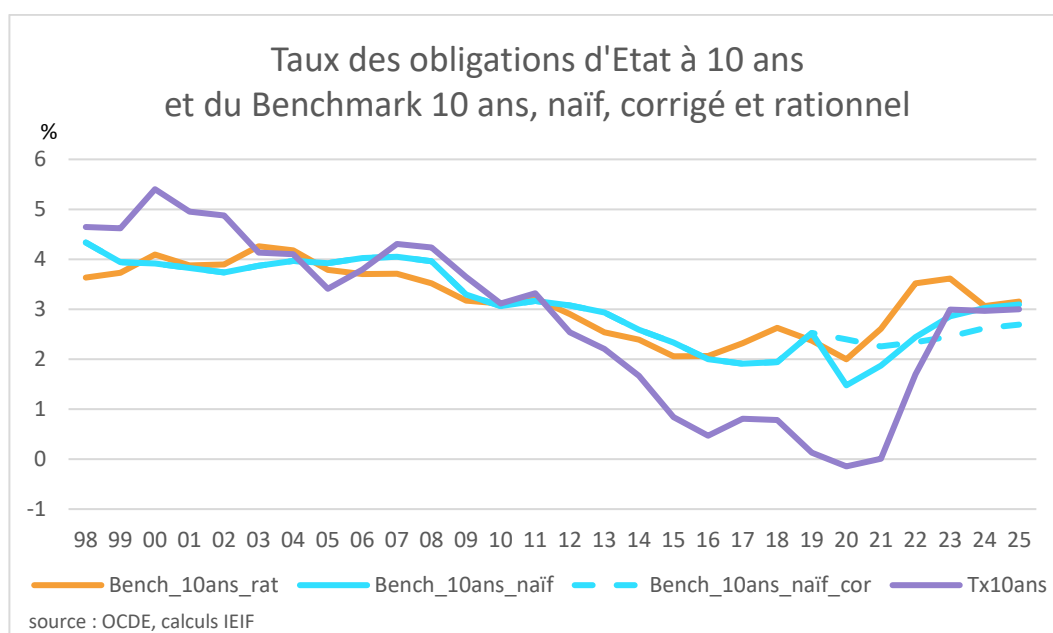
$$(2) \text{ Benchmark_10ans_naïf_cor} = \text{inf_10ans_cor} + \text{PIB_10ans_cor}$$

avec :
inf_10ans_cor : la moyenne mobile de l'inflation sur 10 ans (lissée entre 2021 et 2024)
pib_10ans : la moyenne mobile de la croissance du PIB sur 10 ans (lissée entre 2019-2023)

Le benchmark 10 ans « rationnel » repose sur une logique différente. Il ne s'appuie plus sur la simple prolongation des évolutions passées, mais sur des variables reflétant davantage les anticipations et les perspectives de long terme : le point mort d'inflation à 10 ans et la croissance potentielle de l'économie française. Le point mort d'inflation correspond au taux d'inflation moyen anticipé par les marchés sur une période donnée, déduit de l'écart de rendement entre l'OAT et l'OATi (l'OAT indexée sur l'inflation) de même maturité, en l'occurrence 10 ans :

$$(3) \text{ Benchmark_10ans_rat} = \text{inf_ant} + \text{PIB_pot}$$

avec :
inf_ant : le point mort d'inflation, pouvant être assimilé à une mesure des anticipations d'inflation à 10 ans, (OAT – OATi) ([Chronique 32](#))
pib_pot : la croissance du PIB potentiel de la France calculée par l'OCDE



Le premier élément frappant est la proximité des résultats obtenus avec les différents benchmarks. Si la proximité entre les benchmarks naïf et naïf corrigé était attendue par construction — le benchmark naïf corrigé visant surtout à réduire la volatilité observée autour de 2020 —, rien ne prédisposait les benchmarks naïfs et rationnel à présenter des évolutions aussi proches.

Les premiers sont en effet calculés à partir des évolutions passées, tandis que le benchmark rationnel repose sur la croissance potentielle présente et sur le point mort d'inflation, qui reflète directement les anticipations d'inflation à 10 ans intégrées dans les prix des obligations d'État.

Ainsi, quelle que soit la formulation du benchmark à 10 ans retenue, il existe un écart substantiel et durable entre notre benchmark 10 ans et le taux sans risque observé sur les obligations d'État à 10 ans. Or, cet écart apparaît précisément au cours de la période durant laquelle nous constatons une augmentation significative de l'écart entre le rendement locatif des bureaux parisiens et le taux sans risque (**Chronique 34**).

La prochaine chronique présentera succinctement un premier résultat montrant qu'il est possible de bien modéliser la dynamique du rendement locatif en introduisant l'écart entre nos benchmarks et le taux sans risque effectif comme variable explicative.

Mais, avant de poursuivre de façon plus approfondie nos modélisations, il nous faudra tenter de répondre à une énigme :

Comment expliquer que l'écart entre le taux sans risque effectif et nos benchmarks — écart qui, à ma connaissance, n'est délibérément intégré par personne dans ses calculs — puisse avoir un pouvoir explicatif sur l'écart de taux immobilier ?

Pour tenter d'apporter une réponse satisfaisante à cette question, il nous faudra d'abord développer un concept essentiel que nous n'avons pas encore abordé ; celui de « required return », le « rendement exigé ».

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.