

## CHRONIQUE N°27

### Le rendement locatif net : l'écart de taux dans les années 2010

On appellera écart de taux la différence entre le rendement locatif net et le taux sans risque (le taux des obligations d'Etat à 10 ans) voir **Chroniques 2 et 24** (Graphique 1) :

$$(1) r_{dln} = r_{dsr} + ec \leftrightarrow ec = r_{dln} - r_{dsr}$$

avec :  $r_{dln}$  : le rendement locatif net  
 $r_{dsr}$  : le rendement sans risque  
 $ec$  : l'écart de taux

La **Chronique 25** nous a montré qu'au cours des années 2000, l'écart de taux du marché parisien des bureaux évoluait autour d'une moyenne de long terme de 150 points de bases et que sa dynamique de court terme suivait de près l'évolution du taux de croissance des loyers.

Qu'en est-il pour les années 2010 ?

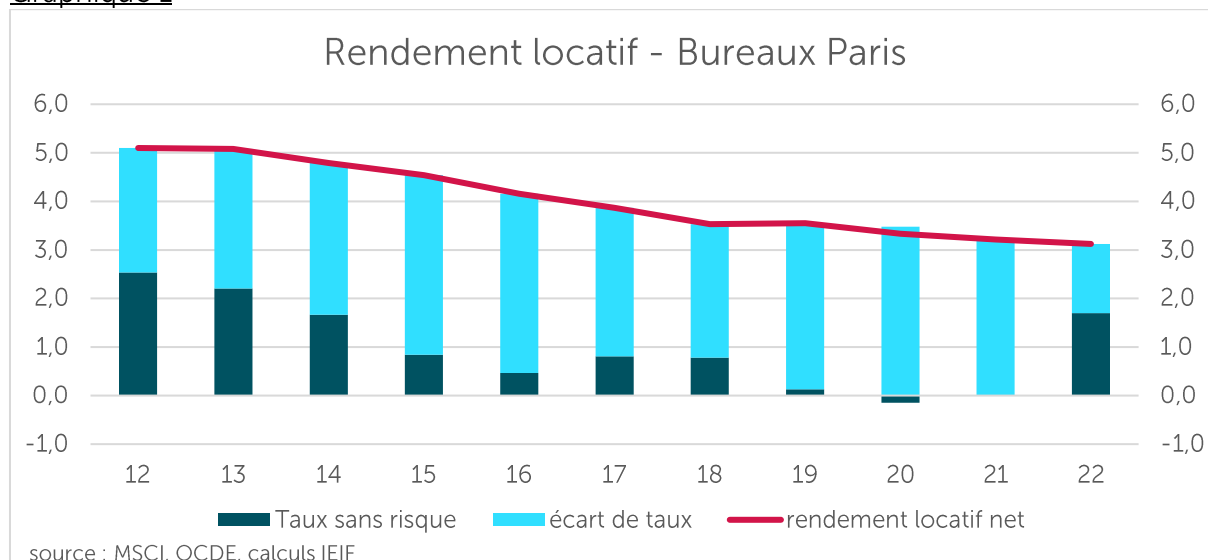
Nous aborderons la rupture structurelle — marquée par un doublement de cette moyenne de long terme — dans la **Chronique 28**. Pour l'heure, concentrons-nous sur les ressemblances et les différences des dynamiques autour de cette moyenne.

#### L'écart de taux comme la somme de facteurs de risques conjoncturels et structurels

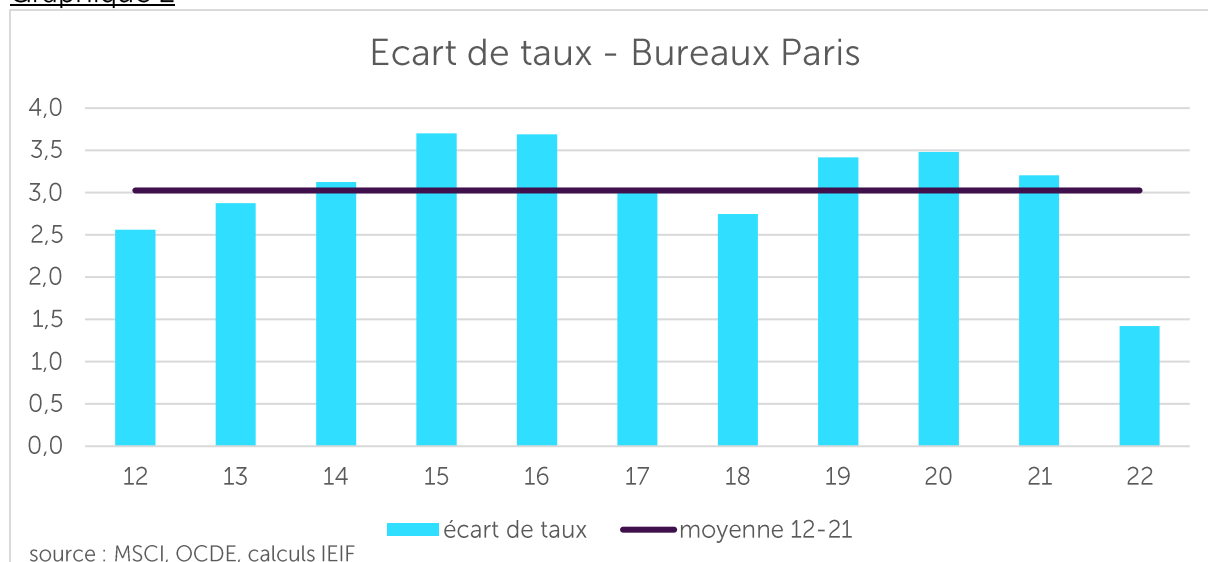
Contrairement aux années 2000, les années 2010 voient cet écart s'établir à un niveau bien plus élevé, autour de 300 pb (Graphique 2). Cette rupture structurelle, majeure, fera l'objet de notre prochaine Chronique.

Logiquement, l'écart entre le taux observé et sa moyenne de long terme devrait refléter la conjoncture immobilière : en période de tension sur les loyers, le risque perçu diminue et l'écart de taux se resserre sous sa moyenne ; à l'inverse, en période de faible croissance, il s'élargit au-dessus.

Graphique 1



Graphique 2



Nous postulons que l'écart de taux résulte de deux dynamiques distinctes : une composante de long terme, stable et représentée par la moyenne historique de l'écart, et une composante de court terme, sensible à la conjoncture immobilière. On peut alors modéliser l'écart de taux de la manière suivante :

$$(2) \text{ } ec = ec(CT) + ec(LT) = fr(conj.) + fr(struc.)$$

avec :

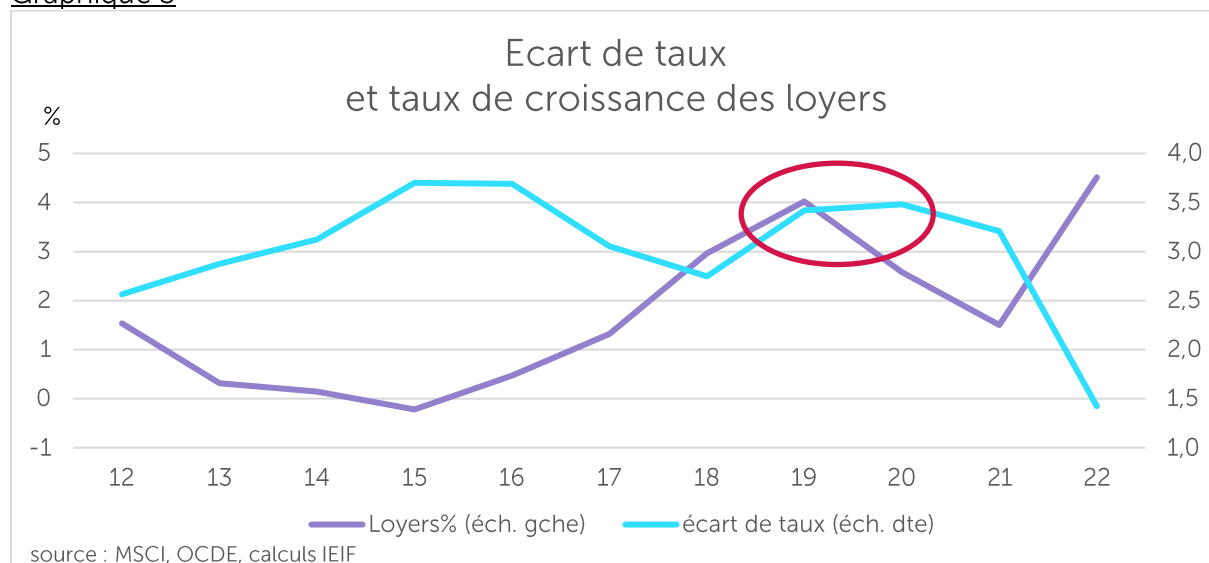
- $ec$  : l'écart de taux
- $ec(CT)$  : les explications de courts termes
- $ec(LT)$  : les explications de longs termes
- $fr(conj.)$  : les facteurs de risque conjoncturels
- $fr(struc.)$  : les facteurs de risque structurels

Les implications et les explications de cette modélisation ont été détaillées dans la **Chronique 25**.

Dans l'illustration ci-dessous, je me concentre uniquement sur la dynamique des loyers comme indicateur du risque conjoncturel, bien que d'autres facteurs – selon les marchés, les périodes ou les types de produits – puissent également jouer un rôle déterminant. La dynamique des loyers reste néanmoins un signal clé pour évaluer la santé conjoncturelle d'un marché.

Le graphique 3 confirme, jusqu'en 2018 puis à partir de 2021, la forte corrélation inverse entre le taux de croissance des loyers et l'écart de taux : lorsque la croissance des loyers ralentit, l'écart de taux tend à s'élargir, et vice versa.

Graphique 3



Mais alors, comment interpréter l'évolution atypique observée en 2019 et 2020, qui semble rompre avec cette logique ?

### L'intégralité de la hausse de l'écart de taux observée en 2019 s'explique par la chute brutale du taux sans risque

Un paradoxe apparent : des loyers en hausse malgré un écart de taux élevé

En 2019 et 2020, les niveaux et les variations de l'écart de taux auraient normalement dû refléter un marché immobilier en difficulté, se traduisant par une faible croissance des loyers, voire une baisse. Pourtant, en 2019, on observe une accélération marquée des loyers moyens (+3,5 %). En 2020, bien que le rythme de hausse ralentisse, la croissance reste soutenue (+2,6 %).

La pandémie, une explication insuffisante

Si l'on se limitait à l'année 2020, la réponse serait évidente : la crise sanitaire a introduit un risque macroéconomique majeur, poussant l'écart de taux à la hausse malgré la résilience du marché immobilier. Mais ce raisonnement ne tient pas pour 2019, la pandémie n'ayant émergé qu'en décembre 2019 et n'affectant significativement l'économie qu'à partir de 2020. Comment donc expliquer l'anomalie de 2019 ?

### *Le rôle clé du taux sans risque*

Un examen attentif du Graphique 1 révèle qu'entre 2018 et 2019, le taux de rendement locatif net est resté stable à 3,5 %, tandis que le taux sans risque a chuté en moyenne de 0,8 % à 0,1 %, puis à -0,1 % en 2020. La baisse brutale de 2019 est la conséquence de politiques actives de rachats d'obligations d'Etat par la Banque Centrale en vue de stimuler la croissance économique. Ainsi, la totalité de l'augmentation de l'écart de taux en 2019 provient de la baisse rapide et inédite du taux sans risque, atteignant des niveaux historiquement bas, voire négatifs.

### *Vers une nouvelle piste d'analyse*

Ce constat m'a conduit à reconsidérer l'impact de l'évolution « anormale » du taux sans risque, plutôt qu'à chercher en vain de nouveaux facteurs de risque immobilier pour justifier la hausse de l'écart de taux.

### *Une clé pour comprendre les années 2000 et 2010*

Nous verrons, à l'issue de cette série de Chroniques, que ce même facteur permet d'éclairer à la fois l'anomalie de 2019, partiellement celle de 2020 (où persiste un effet Covid-19, ce qui est logique), et la différence de niveau moyen entre les décennies 2000 et 2010 – un sujet que nous approfondirons dans notre prochaine Chronique.

---

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.