

## CHRONIQUE N°28

### Le rendement locatif net : le choc structurel entre les années 2000 et 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

Les **Chroniques 25 et 27** ont montré qu'au cours des années 2000 et des années 2010, prises séparément, l'écart de taux sur le marché parisien des bureaux évoluait autour d'une moyenne de long terme tandis que sa dynamique de court terme suivait de près l'évolution du taux de croissance des loyers.

Mais ces mêmes Chroniques ont également mis en évidence un point plus troublant : la moyenne de long terme autour de laquelle fluctuaient ces variations de court terme est très différente entre les années 2000 et les années 2010 (Graphique 2).

En moyenne, sur le marché des bureaux parisiens (Île-de-France) :

- entre 1998 et 2009, l'écart de taux s'établit à 150 points de base (pb) ;
- entre 2012 et 2022, il double pour atteindre en moyenne 300 pb.

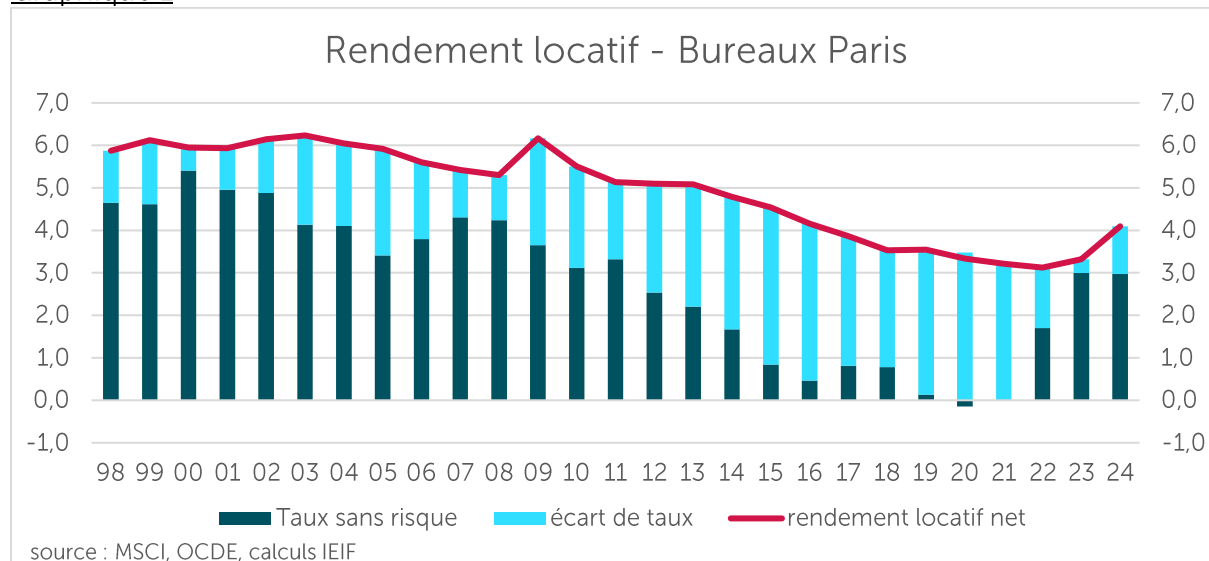
Autrement dit, toutes choses égales par ailleurs, l'immobilier de bureaux parisiens exige, dans les années 2010, une prime deux fois plus élevée par rapport au taux sans risque que dans les années 2000.

Comment expliquer un tel choc structurel ?

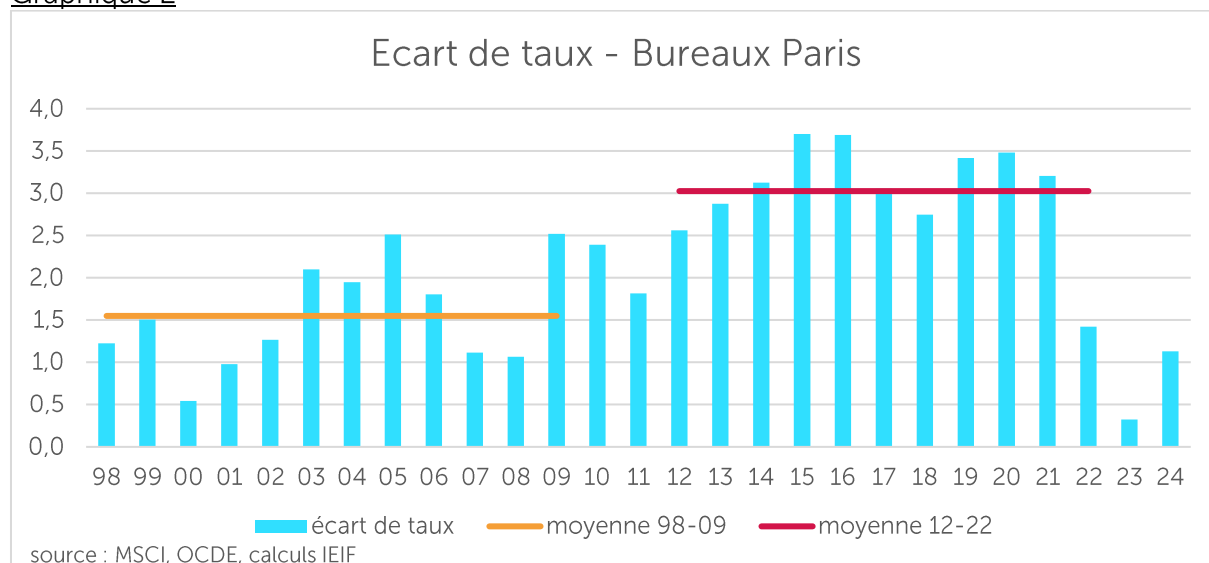
La première réaction consiste à envisager que l'investissement en bureaux parisiens serait soudainement devenu structurellement plus risqué. Mais, à ce jour, aucune modélisation empirique robuste n'a permis de valider clairement cette hypothèse.

L'autre piste est d'ordre monétaire et c'est sans doute là que se situe le cœur de l'explication.

Graphique 1



Graphique 2



### L'écart de taux moyen comme somme de risques immobiliers structurels ?

Quels pourraient être, a priori, les risques immobiliers structurels susceptibles d'expliquer le doublement de l'écart de taux de moyen entre la fin des années 2000 et le début des années 2010 ?

Les facteurs classiques de risque immobilier n'y parviennent pas.

Ni la volatilité des rendements globaux, ni la transparence du marché, ni sa liquidité, ni l'évolution du taux de vacance moyen, ni celle du taux de croissance moyen des loyers ne subissent, à cette époque, de chocs d'ampleur suffisante pour justifier un doublement durable de l'écart de taux.

On pourrait être tenté d'évoquer des risques qui nous semblent aujourd'hui évidents : réchauffement climatique, montée du télétravail, impact de l'intelligence artificielle... Mais au tournant des années 2010, aucun de ces sujets ne constitue encore un risque structurel identifié par les investisseurs institutionnels.

Pour ma part, tous les exercices de modélisation fondés exclusivement sur des variables immobilières se sont révélés peu concluants. Et je suis convaincu que nous avons été nombreux à chercher d'abord une explication immobilière avant d'accepter de nous tourner vers une lecture plus large, de nature monétaire ou financière.

## **L'écart de taux moyen doit intégrer également une dimension monétaire**

Depuis plusieurs années, ce sont précisément les modèles intégrant une dimension monétaire ou financière qui permettent le mieux d'expliquer le choc du tournant des années 2010. Ces travaux ne portent pas toujours explicitement sur l'écart de taux en tant que tel. Ils s'intéressent également à des notions voisines : prime de risque et dynamique des prix.

L'intuition sous-jacente est cependant la même.

Les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre après la crise financière ont conduit à une création monétaire d'une ampleur inédite. Elles ont poussé les taux sans risque vers des planchers historiques et ce mouvement a profondément modifié les comportements des investisseurs.

Dans un environnement de taux souverains extrêmement faibles, les flux de capitaux se sont réorientés vers des actifs plus risqués — actions, immobilier — dans une logique de recherche de rendements. Cette compétition accrue entre classes d'actifs a soutenu les prix et comprimé les rendements.

Je retiens de cette situation deux enseignements essentiels :

- Les politiques monétaires non conventionnelles ont exercé un effet nouveau et massif sur les marchés immobiliers.
- L'afflux de liquidités et la concurrence accrue entre actifs ont poussé les prix vers le haut et les rendements vers le bas.

Il devient alors nécessaire d'introduire explicitement une dimension monétaire dans l'explication de l'écart de taux :

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

avec :

$ec$	:	l'écart de taux
$ec(CT)$	:	les explications de court terme
$ec(LT)$	:	les explications de long terme (moyenne)
$ec(Mo)$	:	l'explication des évolutions monétaires
$fr(conj.)$	:	les facteurs de risque conjoncturels
$fr(struc.)$	:	les facteurs de risque structurels
$fr(Mo)$	:	les facteurs de risque monétaires

L'enjeu consiste désormais à identifier une méthode simple, intelligible et opérationnelle permettant de modéliser ces facteurs monétaires qui ont affecté l'écart de taux dans l'immobilier.

Les recherches académiques mobilisent des dispositifs économétriques parfois sophistiqués et des variables explicatives telles que :

- l'évolution des masses monétaires des pays d'origine des investisseurs (pondérées par leur poids relatif dans le marché étudié) ;
- une moyenne pondérée des rendements obligataires selon différentes catégories de notation (AA, A, BBB) ;
- l'évolution de la dette hypothécaire en pourcentage du PIB ;
- et bien d'autres indicateurs financiers...

Ces approches ont le mérite d'introduire une causalité financière ou monétaire pour expliquer une conséquence immobilière.

Mais elles présentent un inconvénient majeur : elles sont difficilement reproductibles pour des analystes ne disposant pas d'un accès étendu à des bases de données financières internationales.

Dans les prochaines Chroniques, nous chercherons donc à construire une approche plus simple, plus transparente et potentiellement plus efficace pour éclairer l'énigme du choc structurel qui a affecté l'écart de taux de long terme entre les années 2000 et les années 2010.

---

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.