

CHRONIQUE N°29

Le rendement locatif net : l'utilisation de l'« OAT déflatée » dans les années 2000 et les années 2010

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 était plus pertinent d'utiliser l'OAT déflatée plutôt que l'OAT nominale pour analyser le rendement locatif net.

Par ailleurs, nous appellerons écart de taux déflaté la différence entre le rendement locatif net et le taux sans risque déflaté voir **Chroniques 26** et Graphique 2 et 3 ci-dessous :

$$(1) \text{rdln} = \text{OATd} + \text{ecd} \leftrightarrow \text{ecd} = \text{rdln} - \text{OATd}$$

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

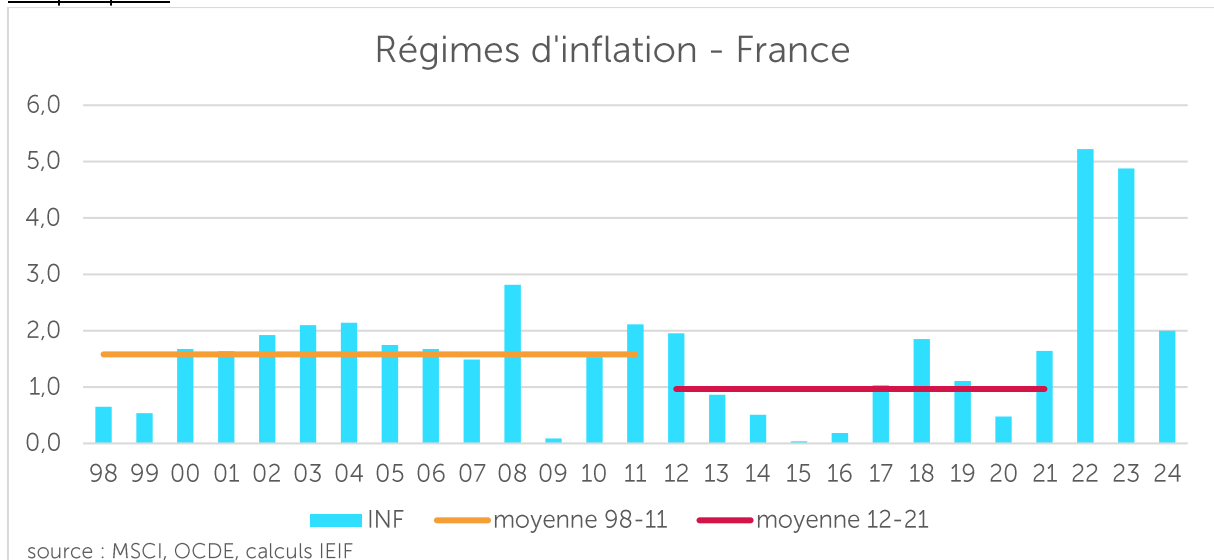
Si l'on étend l'analyse de l'écart de taux déflaté aux deux périodes mises en exergue dans la **Chronique 28** (1998-2011 et 2012-2021), la question est de savoir si cet indicateur reste pertinent malgré la rupture structurelle observée entre ces deux périodes.

Quel régime d'inflation retenir pour ces deux périodes ?

Commençons par examiner les régimes d'inflation propres à chacune des deux périodes.

L'inflation ayant été sensiblement plus faible entre 2012 et 2021 qu'entre 1998 et 2011, il n'est pas possible de retenir la moyenne de 1,6 % utilisée pour la première période. En effet, sur la seconde période, l'inflation moyenne ressort à environ 1 % (Graphique 1).

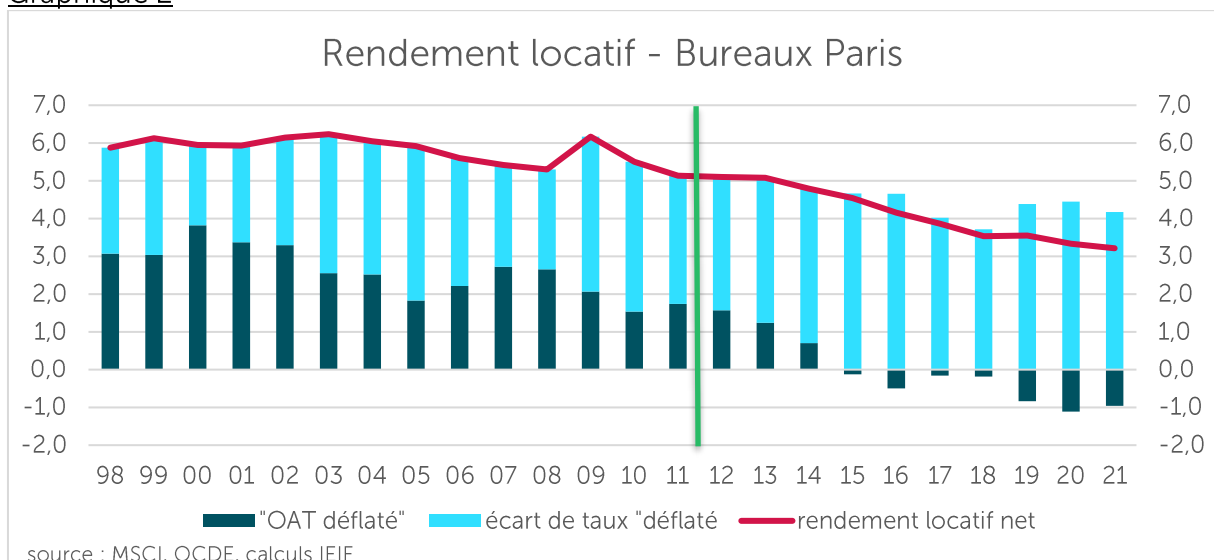
Graphique 1



Nous déflatons donc l'OAT de 1,6 % sur la période 1998-2011 et de 1 % sur la période 2012-2021.

En conséquence, l'OAT déflatée, qui demeurerait significativement supérieure à 1 % sur la première période, devient négative sur la seconde. Autrement dit, le taux sans risque ne protège plus contre l'inflation (Graphique 2).

Graphique 2



L'écart de taux déflaté : la rupture persiste-t-elle ?

La question centrale est alors la suivante :

la correction de l'OAT par l'inflation permet-elle de faire disparaître la rupture observée dans l'écart de taux entre les années 2000 et les années 2010 ?

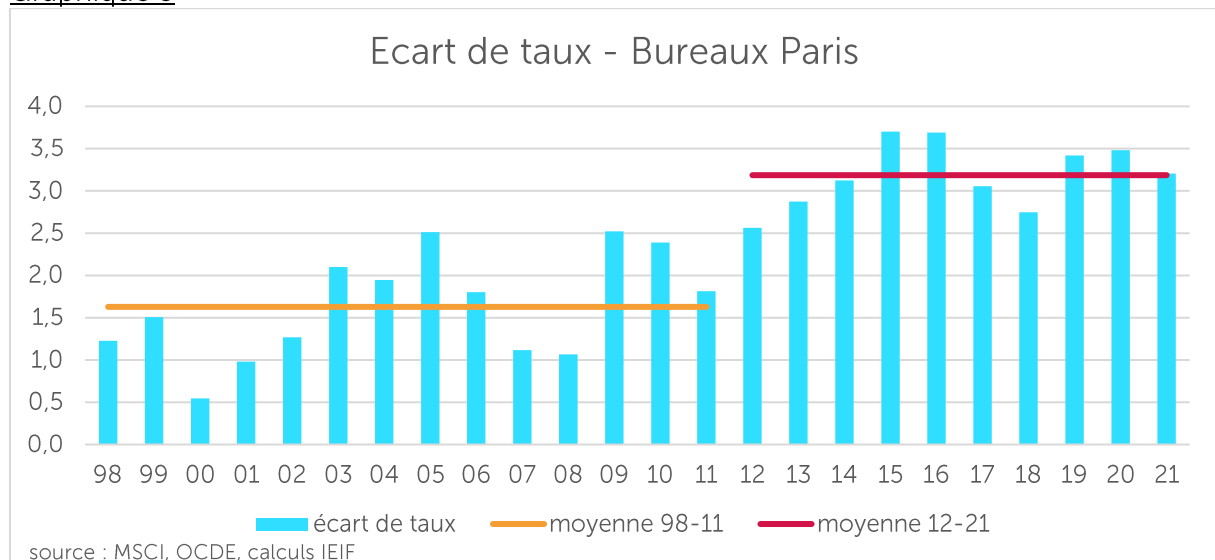
La réponse est non.

Malgré l'utilisation de l'OAT déflatée, la rupture de niveau de l'écart de taux persiste, entre les années 2000 et les années 2010, bien qu'elle soit atténuée. En effet :

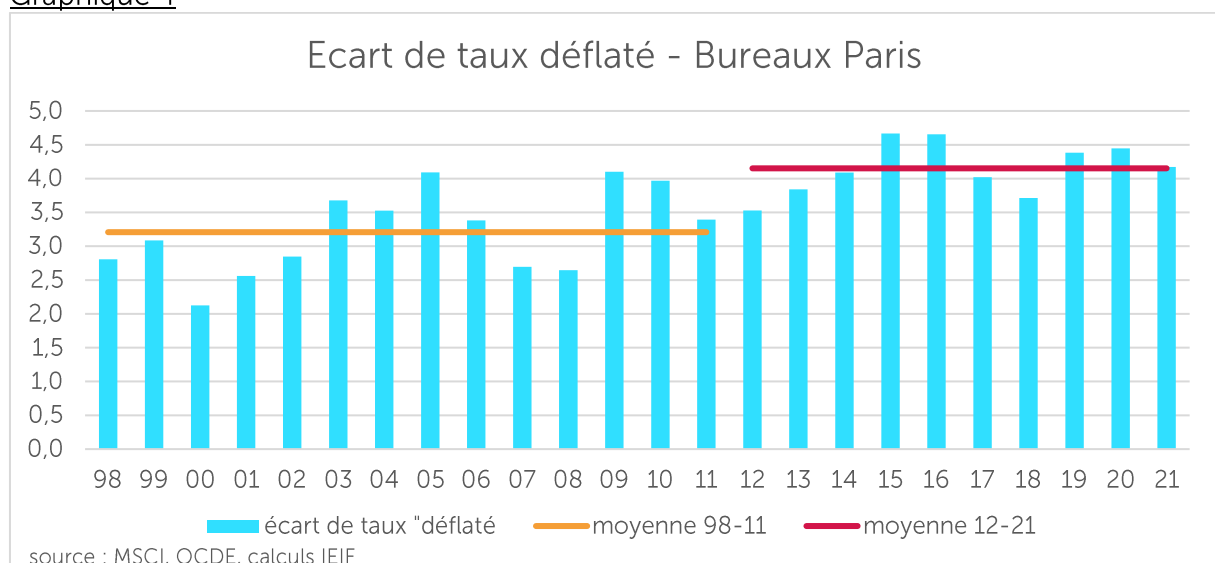
- l'écart de taux non déflaté (Graphique 3) est d'environ 150 points de base (pb)
- l'écart de taux déflaté est réduit à environ 100 pb (Graphique 4)

Cette réduction est significative, mais elle ne remet pas en cause le diagnostic fondamental. La rupture ne s'explique pas principalement par une augmentation du risque immobilier, mais plus vraisemblablement par des facteurs monétaires et financiers (**Chronique 28**).

Graphique 3



Graphique 4



Nous poursuivrons l'analyse de la correction de l'écart de taux par l'inflation.
Même si cette correction ne permet pas d'expliquer la rupture, elle en réduit l'ampleur.

Par ailleurs, il existe d'autres méthodes pour intégrer l'effet de l'inflation, que nous examinerons dans 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.