

## CHRONIQUE N°30

### Le rendement locatif net : rupture ou évolution de l'écart de taux dans 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** :

$$(2) \text{rdln} = \text{OATd} + \text{ecd} \leftrightarrow \text{ecd} = \text{rdln} - \text{OATd}$$

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

La **Chronique 29** a montré que, malgré l'utilisation de l'OAT déflatée, la rupture de niveau de l'écart de taux persiste entre les années 2000 (environ 100 points de base) et les années 2010 (environ 150 pb), bien qu'elle soit atténuée.

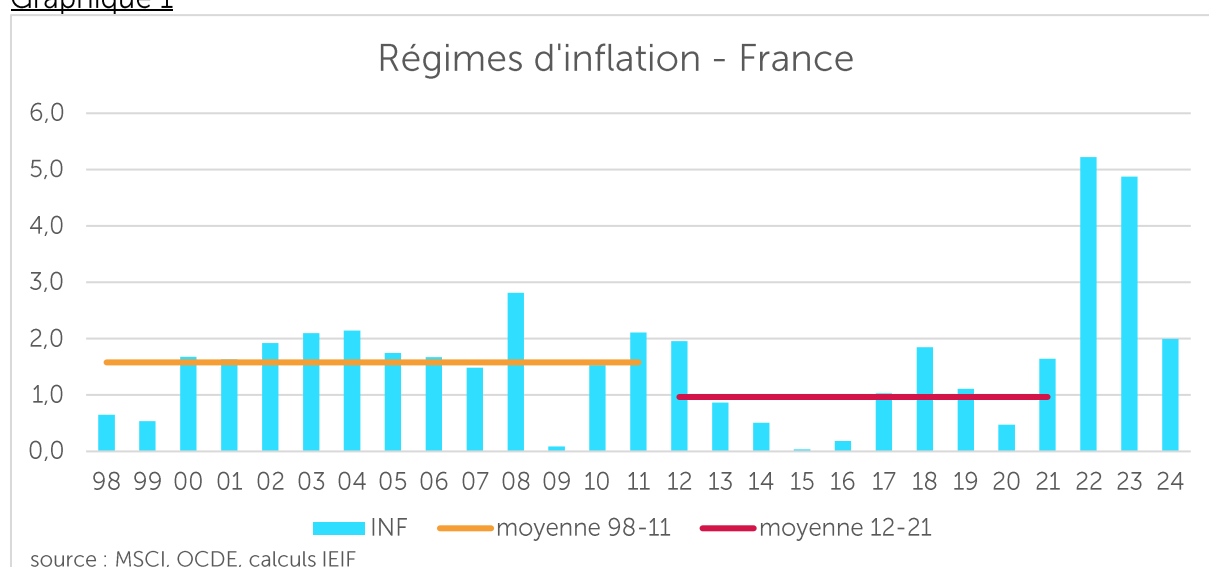
Mais a-t-on affaire à une rupture ou à une simple évolution ? Dans notre contexte, nous définirions une rupture comme une évolution brutale, datée, ayant un impact significatif sur la moyenne de la dynamique étudiée. À l'inverse, une évolution se caractériserait par une progression lente de cette moyenne, sans datation spécifique.

En fait, cette question, en apparence simple, nous accompagnera implicitement au fil de nombreuses Chroniques, et l'explication finale s'avérera très éloignée de nos hypothèses initiales...

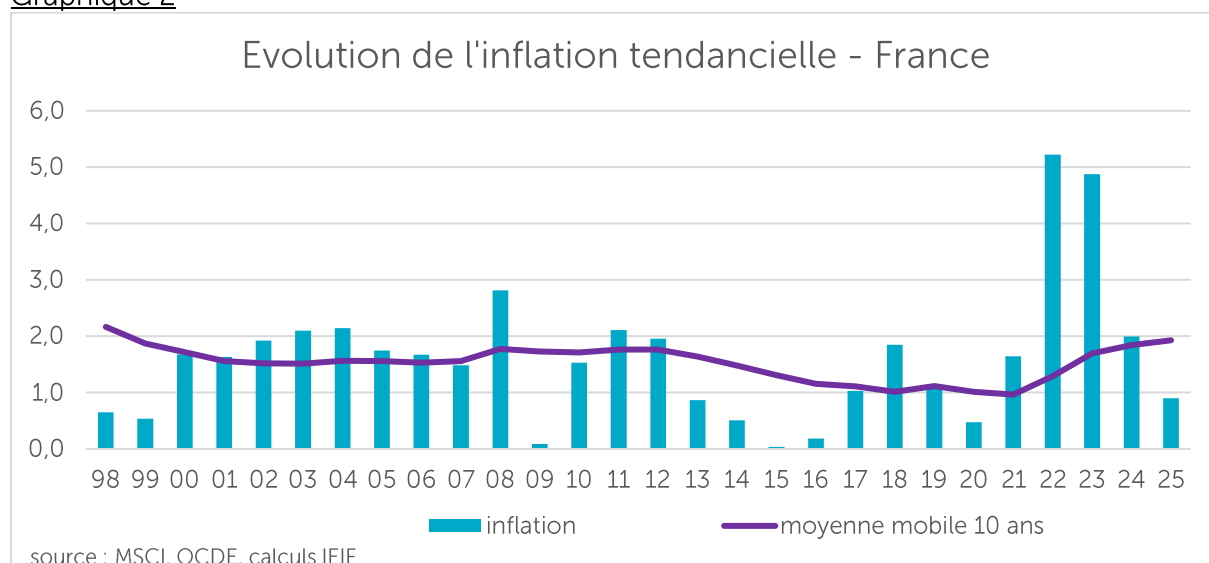
Commençons toutefois par le début et examinons le résultat obtenu si nous traitons, apriori, l'écart de taux comme une évolution plutôt que comme une rupture.

Pour cela, il convient d'abord de considérer le processus d'inflation de long terme lui-même comme une évolution. Contrairement à la Chronique précédente, dans laquelle nous avons distingué deux périodes manifestement différentes en termes d'inflation moyenne (1998-2011 et 2012-2021) (Graphique 1), nous retenons ici une approche en moyenne mobile sur 10 ans, afin de représenter l'inflation de long terme comme un processus en évolution continue (Graphique 2).

Graphique 1



Graphique 2



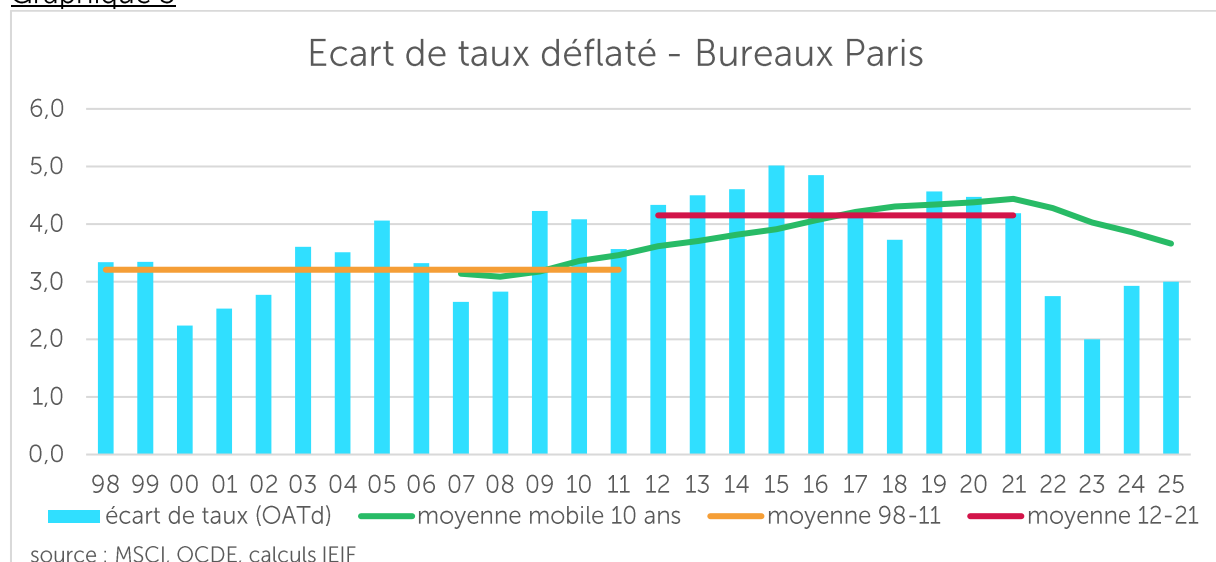
Il s'agit des mêmes données d'inflation annuelles, mais leur représentation moyenne diffère, car elle repose sur une hypothèse initiale distincte : rupture ou évolution ?

Toutefois, dans les faits, quelle que soit la représentation retenue, l'inflation, qui évoluait autour de 1,5 % dans les années 2000, diminue à partir de 2013 pour se stabiliser autour de 1 % en moyenne dans la seconde moitié des années 2010.

Par la suite, sous l'effet du choc de prix lié à la désorganisation du commerce mondial et à l'intensification de la guerre en Ukraine, la moyenne glissante sur 10 ans de l'inflation est rapidement remontée pour atteindre 2 % en 2025. Ce point est suffisamment structurant pour que nous consacrons l'intégralité de notre prochaine Chronique à l'analyse de cette remontée brutale de l'inflation.

Pour le moment, contentons-nous d'analyser les conséquences, sur l'écart de taux déflaté, d'une approche fondée sur une hypothèse d'évolution plutôt que sur une hypothèse de rupture (Graphique 3).

Graphique 3



À la lecture du graphique, il est difficile d'affirmer qu'une hypothèse l'emporte clairement sur l'autre. Les moyennes sur les périodes 1998–2011 et 2012–2021 sont bien significativement distinctes. Toutefois, il demeure difficile d'identifier précisément une date à partir de laquelle le changement se serait opéré, même si 2009 ou 2012 peuvent apparaître comme des candidats plausibles. Le simple fait d'hésiter entre plusieurs dates fragilise toutefois l'hypothèse d'une rupture brutale.

L'examen de l'écart de taux déflaté annuel montre qu'entre 2009 et 2021, celui-ci dépasse presque systématiquement 400 pb, alors que, dans les périodes précédentes et suivantes, cela ne se produit qu'une seule fois... La crise financière globale déclenchée en 2008, qui s'est traduite par le recours croissant à des politiques monétaires non conventionnelles, constitue sans aucun doute le facteur déclencheur de ce changement. Pour autant, cela ne permet pas de trancher entre une rupture intervenue en quelques mois et une évolution progressive sur plusieurs années.

Graphiquement, les deux lectures peuvent donc se défendre, même si je privilégie l'hypothèse d'une évolution, davantage en phase avec la montée en puissance graduelle des politiques non conventionnelles des banques centrales : baisses successives des taux,

jusqu'à leur passage en territoire négatif, puis mise en œuvre de programmes d'achats d'actifs, d'abord publics puis privés, de plus en plus massifs. Autrement dit, une transformation progressive plutôt qu'une rupture immédiate.

Un autre argument en faveur d'une lecture en termes d'évolution tient à la difficulté actuelle de définir un niveau « d'équilibre » incontestable de l'écart de taux pour la période ouverte en 2022. Faut-il retenir 300 pb, comme avant la crise financière globale ? Ou plutôt 250 pb, comme semblent l'indiquer les tendances récentes ? L'hypothèse de rupture laisse subsister une forte incertitude sur ce point.

À l'inverse, l'hypothèse d'évolution permet de décrire plus simplement la dynamique observée année après année : l'écart de taux se corrige rapidement. Mais cette lecture est-elle réellement satisfaisante ? C'est ce que nous examinerons 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.