

CHRONIQUE N°16

Le revenu locatif net : discussion de l'hypothèse d'identité de l'indexation des loyers et de la croissance des coûts de gestion

Au cours des précédentes Chroniques nous avons posé l'hypothèse simplificatrice que l'indexation des loyers était égale au taux de croissance des coûts de gestion.

- Indexation des loyers = Tx de crois. coûts de gestion ($il\% = ctg\%$)

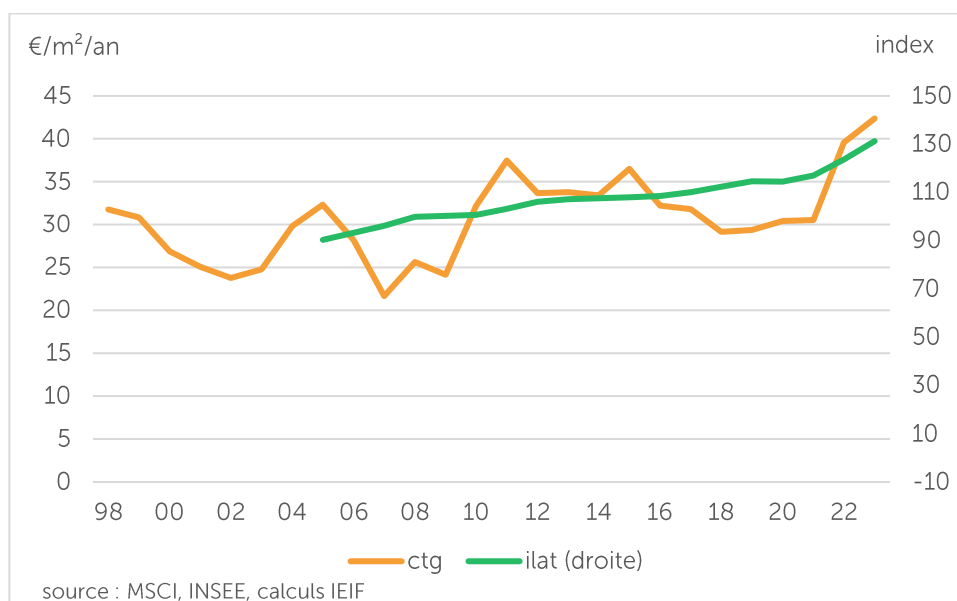
Or il n'y a aucune raison que cela soit vrai.

Examinons au travers d'un exemple (non généralisable car chaque marché peut avoir un comportement différent) ce qu'il en est. Comme depuis le début, nous allons travailler sur le secteur de marché des bureaux de Paris retenu par MSCI pour ce qui est de la série des coûts de gestion (net operating costs). Concernant l'indexation des loyers, comme nous sommes sur le marché français nous devons retenir l'Ilat (voir Chronique n°10).

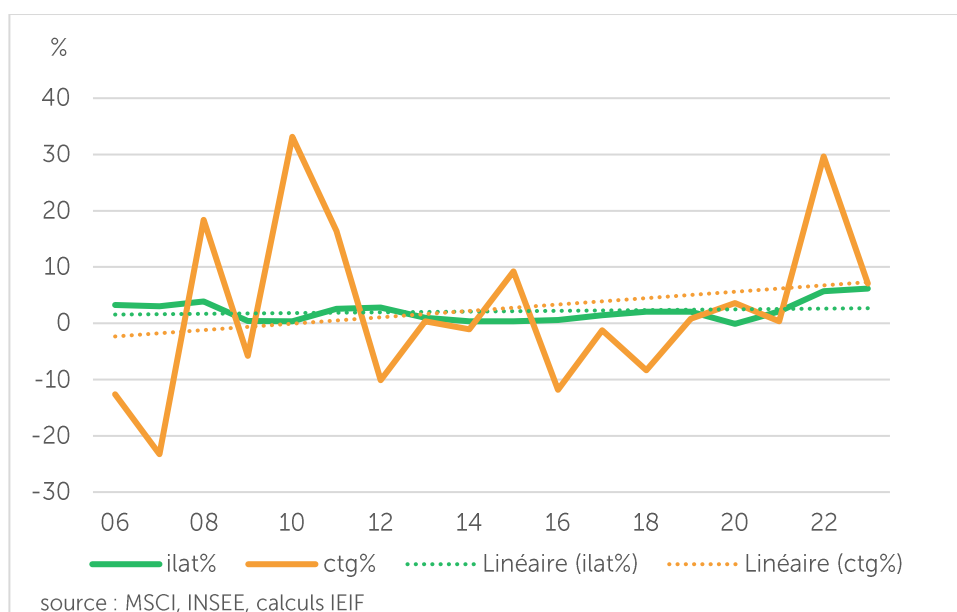
L'Ilat, produit par l'INSEE est un agrégat d'indices : 50% Indice des prix à la Consommation (IPC) + 25% Indice des prix à la construction (ICC) + 25% Indice de prix du PIB. Si les indices de prix à la consommation et du PIB sont des indices larges, fortement représentatifs de l'évolution des prix en France, l'ICC cible la construction et donc tout un ensemble de biens intermédiaires (ciment, béton, acier, verre...) très énergivore. L'ICC est donc très sensible aux variations du prix de l'énergie.

Les coûts de gestion (net operating cost) au sens de MSCI couvrent essentiellement les taxes, assurances et autres coûts fixes, les coûts de maintenance, les coûts de recherche de locataires et les coûts de gestion et d'administration proprement dits.

Examinons ces deux séries en niveau puis en taux de variation.



On constate une forte similitude de tendance haussière avec une très forte variabilité concernant les coûts de gestion. L'accélération de l'inflation en fin de période est également visible. Examinons ces dynamiques de plus près à partir de leur taux de croissance.



Il paraît au premier abord difficile de comparer ces deux séries tant leur variabilité est différente. Pour autant, lorsque l'on ajoute leur tendance linéaire (en pointillé) on se rend compte qu'elles sont à la fois proches et différentes. Sur cet exemple, les coûts de gestion croissent légèrement plus rapidement que l'indexation des loyers.

En fait, la moyenne des taux de croissance entre 2006 et 2023, est de 2,1% pour l'Ilat et de 2,5% pour les coûts de gestion.

Tandis que, si je m'arrête en 2021, avant la phase inflationniste, ces mêmes moyennes de taux de croissance (2006-2021) étaient de 1,6% pour l'Ilat et de seulement 0,5% pour les coûts de gestion.

Cela ne raconte pas du tout la même histoire et cette forte variabilité est problématique pour tirer des conclusions générales et définitives.

Les coûts de gestion semblent avoir été globalement maîtrisés jusqu'en 2021 et l'arrivée de la phase inflationniste a généré un rattrapage important.

Si vous avez des explications de ce phénomène (maîtrise puis rattrapage) n'hésitez pas à les partager en commentaire sur LinkedIn.

Examinons maintenant l'impact effectif de ces différents écarts de croissance, entre l'Ilat et les coûts de gestion, sur le revenu locatif net en absence de mesures d'accompagnement et de vacance (Chronique n°13). On s'en souvient, lors de cette Chronique, nous avons posé comme hypothèse que l'indexation des loyers était égale au taux de croissance des coûts de gestion ce qui entraînait que, toutes choses étant égales par ailleurs, le taux de croissance du revenu locatif net est égal à l'indexation des loyers.

On sait que cette hypothèse est fautive mais cela remet-il en cause l'approximation qui dit que, **toutes choses étant égales par ailleurs, le taux de croissance des revenus locatifs est presque égal à l'indexation des loyers ?**

Revenons aux équations de la **Chronique n°13** :

$$\begin{aligned} \text{Période 1} & : rvl_{0,1} = loy_{0,1} - ctg_{0,1} \\ \text{Période 2} & : rvl_{1,2} = loy_{1,2} - ctg_{1,2} = loy_{0,1} \cdot (1 + il\%) - ctg_{0,1} \cdot (1 + ctg\%) \end{aligned}$$

avec :

$rvln$:	revenu locatif net
loy	:	loyer net
$il\%$:	indexation du loyer (taux de croissance de l'indice)
ctg	:	coûts de gestion
$ctg\%$:	taux de croissance des coûts de gestion

Afin d'illustrer, le faible impact de cette différence de taux de croissance, je vais continuer sur l'exemple des bureaux à Paris de MSCI.

Je vais prendre les données minimales, moyennes et maximales des valeurs locatives de marché et des coûts de gestion pour balayer tout le champ des données passées. Concernant les taux de croissance respectifs de l'Ilat et des coûts de gestion je retiendrai les deux cas, très différents, mis en avant :

2006-2023 : llat% = 2,1% et ctg% = 2,5%
et 2006-2021 : llat% = 1,6% et ctg% = 0,5%.

Tableau 1 : $il\% = 2,1\%$ et $ctg\% = 2,5\%$

	Période 1			Période 2			rvln%	écart il%-rvln%
	loy	ctg	rvln1	loy.(1+il%)	ctg.(1+ctg%)	rvln2		
Min	406,7	21,7	385,0	415,2	22,2	393,0	2,0775	0,0225
Moy	493,6	31,8	461,8	504,0	32,6	471,4	2,0725	0,0275
Max	654,8	42,4	612,4	668,5	43,5	625,0	2,0723	0,0277

Source MSCI calculs IEIF

Tableau 2 : $il\% = 1,6\%$ et $ctg\% = 0,5\%$

	Période 1			Période 2			rvln%	écart il%-rvln%
	loy	ctg	rvln1	loy.(1+il%)	ctg.(1+ctg%)	rvln2		
Min	406,7	21,7	385,0	413,2	21,8	391,4	1,6620	-0,0620
Moy	493,6	31,8	461,8	501,5	32,0	469,6	1,6757	-0,0757
Max	654,8	42,4	612,4	665,2	42,6	622,6	1,6762	-0,0762

Source MSCI calculs IEIF

On constate que, dans le spectre de valeurs réelles, les écarts entre l'indexation, ici 2,1% ou 1,6%, et le taux de croissance effectif du revenu locatif net (rvln%) sont très faibles, de l'ordre du centième de pourcent...

Ce résultat est normal dans la mesure où les coûts de gestion ne représentent qu'une faible part du loyer de l'ordre de 5 à 7%. La variation de ceux-ci n'a donc que peu d'impact comparé aux variations du loyer.

Ainsi, même si l'hypothèse que les taux de croissance des coûts de gestion sont identiques à l'indexation des loyers est fautive, on peut tout de même considérer que l'indexation, toutes choses étant égales par ailleurs, reste une très bonne approximation, en moyenne, du taux de croissance du revenu net locatif.

Et, dans le cas général (voir Chronique n°15), on trouve donc que :

$$(1) \leftrightarrow rvln\%_{t,t+1} \cong (1 + il\%) \cdot \frac{occ\%_{t,t+1}}{occ\%_{t-1,t}} - 1$$

avec : $occ\%$: le taux d'occupation

Sous l'ensemble des hypothèses simplificatrices posées depuis la Chronique n°11, le cœur de la dynamique des revenus nets dépend essentiellement de la dynamique d'indexation des loyers et de la dynamique du taux d'occupation.

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.