

## CHRONIQUE N°23

### Le revenu locatif net : l'immobilier protège-t-il contre l'inflation ?

La première réponse que vous recevrez à la question « l'immobilier protège-t-il contre l'inflation ? » sera immanquablement « oui ». Et il y a de bonnes raisons à cela.

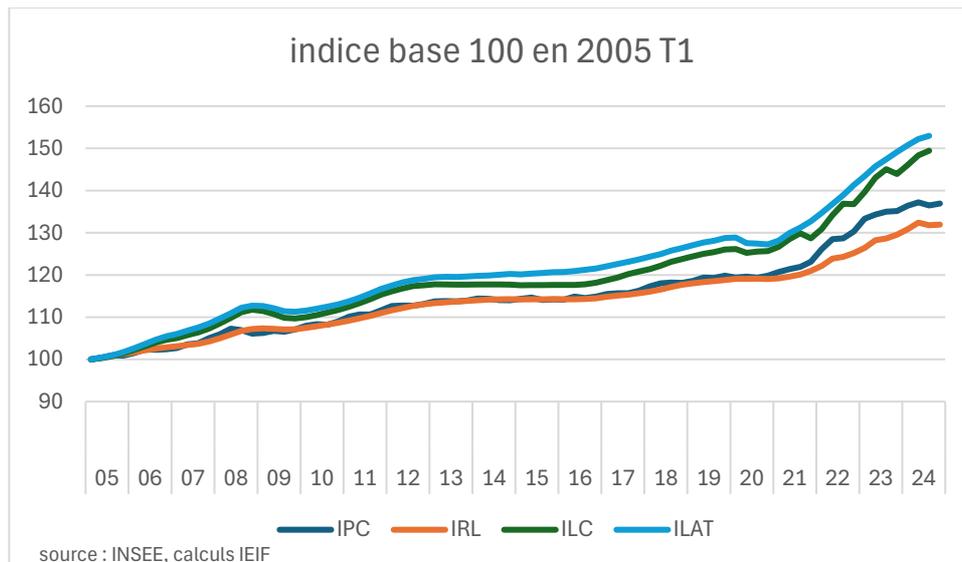
La France est sans doute le pays au monde qui dispose du plus grand nombre d'indices d'indexation des loyers immobiliers :

- l'indice de référence des loyers (IRL) qui sert de base aux révisions annuelles des loyers des logements. Il est calculé à partir de l'indice des prix à la consommation (IPC), hors tabac et hors loyer,
- l'indice des loyers commerciaux (ILC) destiné à l'indexation des baux commerciaux. Il est construit en prenant en compte l'indice des prix à la consommation (IPC) et l'indice des coûts de construction (ICC),
- l'indice des loyers des activités tertiaires (ILAT) qui concerne l'indexation des baux tertiaires autres que commerciaux. Il résulte d'une moyenne pondérée des indices des prix à la consommation (IPC), des coûts de construction (ICC) et du PIB en valeur.

Regardons tout d'abord comment se comportent ces différents indices par rapport à l'inflation, c'est-à-dire l'indice des prix à la consommation (IPC). (voir graphique ci-dessous)

On constate que la progression de l'ILAT (l'indice qui nous intéresse ici) est nettement plus importante que celle de l'IPC sur les 20 dernières années. Ainsi, structurellement, l'immobilier de bureaux fait plus que protéger contre l'inflation si l'on ne tient compte que de l'effet d'indexation.

En moyenne géométrique, entre 2005 et 2024, l'inflation a progressé de 1,6% par an tandis que l'ILAT a augmenté de presque 2,2% par an. L'écart est vraiment significatif. Ceci résulte notamment de l'utilisation de l'ICC dans le calcul de l'ILAT. En effet, l'ICC est très sensible aux variations du prix de l'énergie qui a régulièrement fortement augmenté au cours de la période étudiée.



Ainsi, si l'on s'en tient à analyser la dynamique des revenus locatifs durant la période ferme du bail, 3, 6 ou 9 ans selon les cas, il n'y a pas de doute : l'immobilier de bureau fait plus que protéger contre l'inflation.

Cela découle directement des résultats des **Chroniques n°10 à n°16** qui aboutissent à la conclusion que :

1. Sous les hypothèses simplificatrices d'un immeuble unique monolocataire pris à bail en partie (entre 0 et 100% de l'immeuble) à la date initiale  $t_0$ , calculé sur la durée ferme du bail,
2. en tenant compte simultanément de l'impact de l'indexation du loyer, des mesures d'accompagnement, des coûts de gestion et de la vacance,
3. alors le revenu net est égal au loyer diminué de l'impact des mesures d'accompagnement moyennes, des coûts de gestion et du taux de vacance (taux d'occupation) et le taux de croissance du revenu net est directement lié au taux d'indexation des loyers et au taux de croissance du taux d'occupation.

$$(1) \text{rvln}_{0,1} = (\text{loy}_{0,1} \cdot (1 - \text{mam}\%) - \text{ctg}_{0,1}) \cdot \text{occ}\%_{0,1}$$

$$(2) \text{rvln}\%_{t,t+1} \cong (1 + \text{il}\%) \cdot \frac{\text{occ}\%_{t,t+1} - 1}{\text{occ}\%_{t-1,t}}$$

avec :

<i>rvln</i>	: revenu locatif net
<i>rvln</i> %	: taux de croissance du revenu locatif net
<i>loy</i>	: loyer net
<i>il</i> %	: indexation du loyer (taux de croissance de l'indice)
<i>mam</i> %	: les mesures d'accompagnement moyennes (en % du loyer net sur la durée ferme du bail)
<i>ctg</i>	: coûts de gestion
<i>occ</i> %	: taux d'occupation

Et, comme le taux d'indexation est égal au taux de croissance de l'ILAT (ilat%) qui est lui-même structurellement supérieur au taux de croissance de l'IPC (ipc%) c'est-à-dire à l'inflation :

$$(3) \text{ilat\%} = \text{ilat\%} > \text{ipc\%} = \text{inflation}$$

On trouve donc logiquement en combinant les équations (2) et (3) :

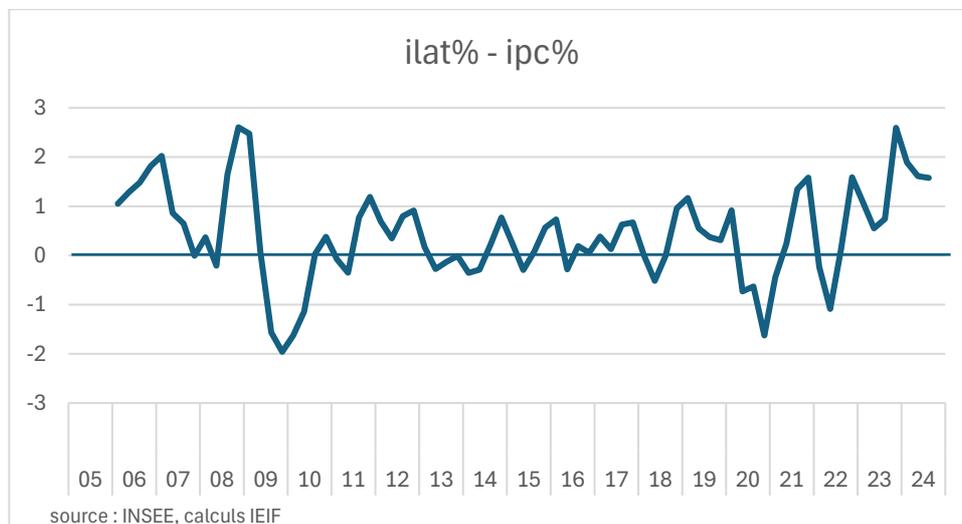
$$(2) \text{rvln\%}_{t,t+1} > (1 + \text{ipc\%}) \cdot \frac{\text{occ\%}_{t,t+1} - 1}{\text{occ\%}_{t-1,t}}$$

L'immobilier de bureau, en moyenne sur longue période, fait plus que protéger contre l'inflation... sur la durée ferme du bail.

Mais ce qui est vrai sur longue période est-il vrai tout le temps ?

Regardons pour chaque trimestre du passé comment se comporte la différence entre le taux de croissance de l'ILAT et le taux de croissance de l'IPC calculés sur un an glissant.

Et bien, sans surprise, l'ILAT est généralement supérieur à l'IPC, mais pas tout le temps... Sur la période analysée, le taux de croissance de l'ILAT dépasse celui de l'IPC 70% du temps. Mais cela veut dire que 30% du temps, essentiellement durant les périodes de baisse du prix de l'énergie, l'inflation est supérieure à l'indexation et donc, l'immobilier de bureau n'est alors pas totalement protégé contre l'inflation. Cela s'est produit deux fois récemment, en 2020 et en 2022.



Mais que se passe-t-il si l'on ne restreint pas l'analyse à la période ferme du bail ?

Nous nous retrouvons alors dans le cadre d'analyse des **Chroniques n°17 à n°21**, et la situation est beaucoup moins simple.

En effet, le résultat dépend alors étroitement de la dynamique relative de l'indexation des loyers et des loyers de marché mais également de l'horizon temporel retenu, supérieur ou non à la durée totale du bail (9 ans).

Les conclusions auxquelles nous sommes arrivés sont présentées dans la **Chronique n°22**. Illustrons simplement le sujet en reprenant l'exemple d'un bail classique 3/6/9 pris sur 9 ans et sur 18 ans

Sur une période de 9 ans (durée du bail), lorsque le taux de croissance du loyer de marché est supérieur ou est égal à l'indexation alors le taux de croissance moyen du revenu locatif net est égal à l'indexation (zones bleu et mauve).

$$\text{bail 3/6/9 sur 9 ans, si } (v_{lm}\% \geq i\%) \text{ alors } (r_{vln}\% = i\%)$$

Sur une période de 18 ans (durée de deux baux successifs), lorsque le loyer de marché bat l'indexation alors le taux de croissance moyen du revenu locatif net est supérieur à l'indexation (zone mauve).

$$\text{bail 3/6/9 sur 18 ans, si } (v_{lm}\% \geq i\%) \text{ alors } (r_{vln}\% = i\%)$$

Que ce soit sur une période de 9 ans ou de 18 ans, lorsque l'indexation bat le loyer de marché alors le taux de croissance du revenu locatif net est inférieur à l'indexation (zone verte)

$$\text{bail 3/6/9 sur 9 ou 18 ans, si } (v_{lm}\% < i\%) \text{ alors } (r_{vln}\% < i\%)$$

et, logiquement, plus l'écart entre le taux de croissance du loyer de marché et l'indexation est important, moins le revenu locatif net est protégé contre l'inflation.

On voit donc que **l'immobilier ne protège totalement contre l'inflation (voire sur-protège) que lorsque le taux de croissance du loyer de marché est supérieur ou égal à l'indexation. Dans le cas contraire l'immobilier n'est pas totalement protégé. Il est même d'autant moins protégé que le taux de croissance du loyer de marché est faible relativement à l'indexation.**

Exemple pour des baux classiques 3/6/9 ans :

taux de croissance moyen du revenu locatif net ( $r_{vln}\%$ )  
(sur 9 ans)

$i\%$							
5	1,43	2,11	2,81	3,53	4,26	5,00	
4	1,11	1,81	2,53	3,26	4,00	4,00	
3	0,81	1,53	2,26	3,00	3,00	3,00	
2	0,53	1,26	2,00	2,00	2,00	2,00	
1	0,26	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
	0	1	2	3	4	5	$v_{lm}\%$

taux de croissance moyen du revenu locatif net (rvln%)  
(sur 18 ans)

il%						
5	0,79	1,60	2,43	3,27	4,13	5,00
4	0,60	1,43	2,27	3,13	4,00	4,55
3	0,43	1,27	2,13	3,00	3,55	4,14
2	0,27	1,13	2,00	2,55	3,15	3,79
1	0,13	1,00	1,55	2,15	2,79	3,49
0	0,00	0,55	1,15	1,79	2,49	3,24
	0	1	2	3	4	5

vlm%

**Au final, la protection de l'immobilier contre l'inflation n'est ni systématique ni totale, en revanche il existe de nombreuses situations où l'immobilier fait plus que protéger contre l'inflation :**

- lorsque le taux de croissance de l'indice d'indexation, pris sur la période ferme du bail, est supérieur à l'inflation (c'est le cas pour l'ILAT 70% du temps au cours des 20 dernières années)
- lorsque le taux de croissance du revenu locatif net, pris sur plus de 9 ans, est supérieur à l'indice d'indexation.

---

Ces chroniques sont directement liées à mon activité de recherche à l'EIF, un centre d'études, de 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.