

CHRONIQUE N°10

Le revenu locatif net : introduction

Nous l'avons vu tout au long des précédentes Chroniques, le revenu locatif net est un élément central de la valorisation des biens immobiliers.

On le retrouve dans la définition initiale du rendement global au numérateur du rendement locatif net (Chronique 1) :

$$(1) \text{rdg} = \text{rdln} + \text{rdc} = \frac{\text{rvln}}{\text{pxA} + \text{capex}} + \left(\frac{\Delta\text{px}}{\text{pxA} + \text{capex}} - \frac{\text{capex}}{\text{pxA} + \text{capex}} \right)$$

avec :

- rdg* : le rendement global
- rdln* : le rendement locatif net
- rdc* : le rendement en capital
- rvln* : le revenu locatif net
- Δpx : la variation de prix
- capex* : les investissements ou dépenses en capital (*capital expenditure*)
- pxA* : le prix d'achat frais de transaction inclus

On le retrouve ensuite dans notre transformation du rendement en capital sous la forme de son taux de croissance (Chronique 3) :

$$(2) \text{rdc} \cong (1 + \partial\text{rvln}) / (1 + \partial\text{rdln}) - 1 - \text{capex}\%$$

avec :

- ∂rvln : le taux de croissance du revenu locatif net
- ∂rdln : le taux de croissance du rendement locatif net
- capex%* : le taux de capex (capex divisé par prix initial)

On le retrouve aussi dans la définition du prix d'un actif comme somme actualisée des revenus futurs (Chronique 6) :

$$(3) P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{rvln_t}{(1+r)^t}$$

avec : P_0 : le prix aujourd'hui
 $rvln_t$: le revenu locatif net pendant la période t
 r : le taux d'actualisation

On le trouve finalement comme clé de voute de du modèle de Gordon-Shapiro sous la forme de sa valeur initiale en période 1 et de son taux de croissance imposé comme constant (Chronique 6) :

$$(4) rdg = rdl_n_1 + g \Leftrightarrow P_0 = \frac{rvln_1}{r - g}$$

avec : $rdln_1$: le rendement locatif net initial
 $rvln_1$: le revenu locatif net initial
 g : le taux de croissance du revenu locatif net (supposé constant)

On le voit, le revenu locatif net joue un rôle essentiel surtout sous la forme de son taux de croissance. C'est pour cela que nous allons maintenant passer de nombreuses Chroniques à l'analyser lui et son taux de croissance.

Dans notre première série de Chroniques concernant le revenu locatif net nous partons de l'hypothèse simplificatrice que nous travaillerons sur un bien unique et monolocataire. Nous desserrerons cette hypothèse très contraignante ultérieurement.

La décomposition du revenu locatif net ($rvln$) en ses éléments constitutifs que sont le loyer net (loy), l'indexation des loyers ($il\%$), les mesures d'accompagnement moyennes (le taux moyen sur la durée ferme du bail) ($mam\%$), les coûts de gestion (ctg) ou encore le taux de vacance ($vac\%$)/le taux d'occupation ($occ\%$), nous permettra de comprendre le lien et la distance qu'entretiennent le revenu locatif net et le loyer mais également le taux de croissance du revenu locatif net et le taux de croissance de l'indice d'indexation des loyers.

$$(5) rvln = (loy \cdot (1 + il\%) \cdot (1 - mam\%) - ctg) \cdot (1 - vac\%)$$

$$(6) rvln = (loy \cdot (1 + il\%) \cdot (1 - mam\%) - ctg) \cdot (occ\%)$$

Ces équations seront largement expliquées et commentées tout au long des prochaines Chroniques.

Pour conclure, et avant d'entrer dans le cœur de l'analyse, examinons graphiquement ces différentes séries que sont le revenu locatif net (*rvln*), le loyer de marché (*vlm*) et l'indice d'indexation des loyers de bureaux (*ilat*).

Comme nous utiliserons les données MSCI du marché des bureaux de Paris, nous allons substituer au loyer de marché moyen (c'est-à-dire des valeurs de transactions effectives) la valeur locative de marché calculée par MSCI (c'est-à-dire des valeurs d'expertises). Je sais pertinemment que les deux séries présentent des caractéristiques très différentes que nous analyserons dans une Chronique ultérieure.

Pour les besoins de cette première série de Chronique concernant l'analyse du revenu locatif net, l'utilisation de la valeur locative de marché ne pose pas de problèmes. Si vous en juger autrement, n'hésitez pas à le mentionner dans vos commentaires.

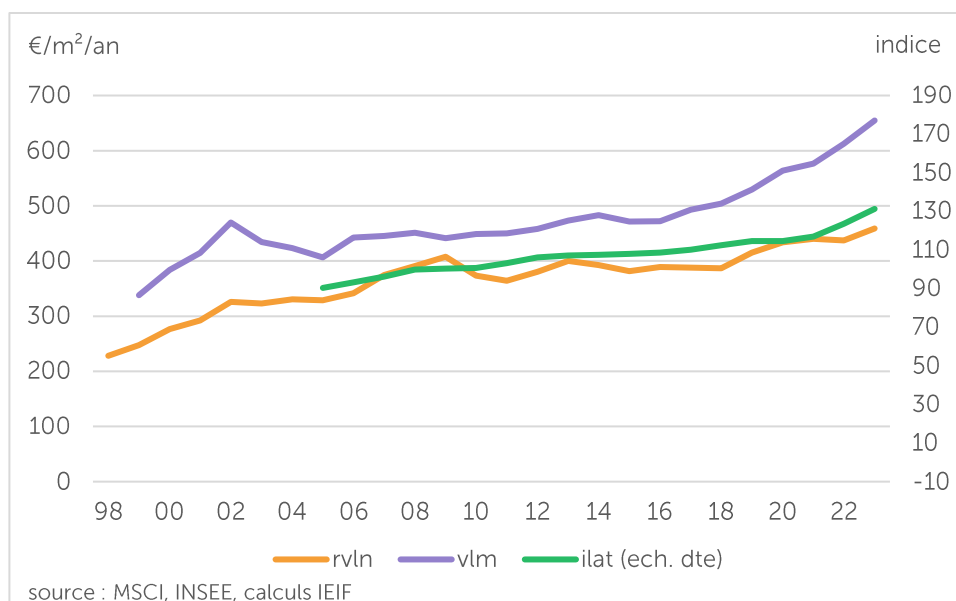
L'ilat, quant à lui, est l'Indice des Loyers des Activités Tertiaires et il est utilisé en France pour indexer les baux professionnels concernant les activités autres que commerciales. Vous pourrez trouver sa méthodologie ici :

<https://www.insee.fr/fr/metadonnees/source/indicateur/p1641/documentation-methodologique>

Et la série est disponible à cette adresse :

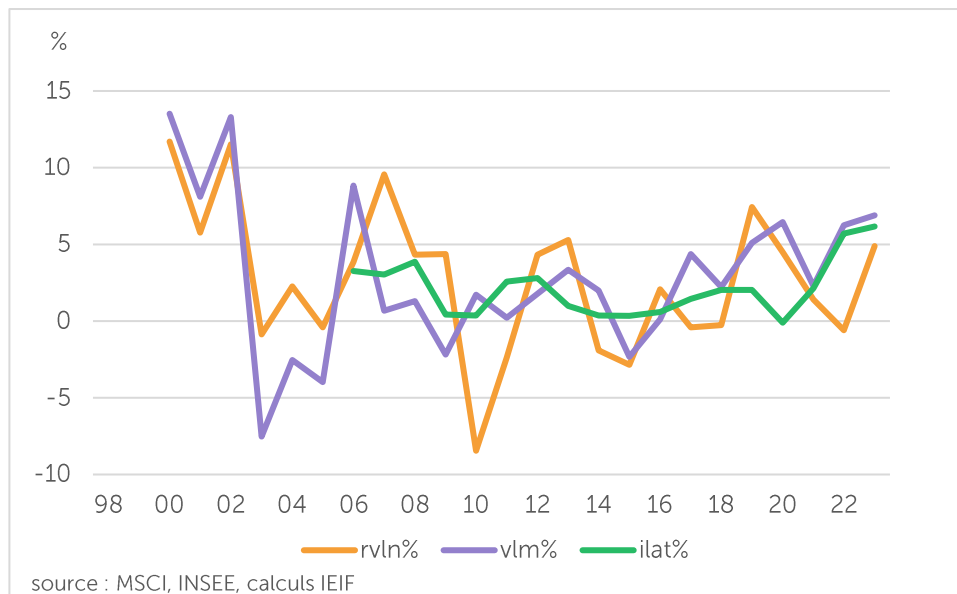
<https://www.insee.fr/fr/statistiques/serie/001617112#Tableau>

Voici les trois séries en niveau.



On constate une forte similitude d'évolution entre le revenu locatif net et l'ilat, tandis que la dynamique de la vlm diverge parfois. Par ailleurs, fort logiquement, la valeur locative de marché moyenne reste toujours supérieure au revenu locatif net moyen. Mais, l'écart qui les sépare varie dans le temps.

En regardant ces mêmes séries en taux de croissance, il existe certaines similitudes entre le taux de croissance du revenu locatif net et le taux de croissance de la valeur locative de marché, surtout en début de période, mais il existe également parfois de fortes divergences.



Enfin, si j'examine le taux de croissance géométrique moyen des trois séries sur leur période commune, entre 2005 et 2023, je constate une grande proximité d'évolution moyenne entre le revenu locatif net (+1,9%) et l'ilat (+2,1%) tandis que la série de la valeur locative de marché croît significativement plus rapidement en moyenne (+2,7%).

Comme nous l'avons fait précédemment avec le rendement global, nous allons analyser le revenu locatif net à partir de l'analyse de l'ensemble de ses composantes tout au long de 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.