

CHRONIQUE N°22

Le revenu locatif net : synthèse

Il est sans doute temps, après onze Chroniques dédiées au revenu locatif, de réaliser une seconde synthèse.

La première synthèse a été réalisée dans la **Chronique n°15**. Elle synthétisait les travaux des Chroniques n°10 à n°14 et concluait 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 avec un taux de croissance des coûts de gestion identique à l'indexation des loyers,
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.

$$(1) rvl_{0,1} = (loy_{0,1} \cdot (1 - mam\%) - ctg_{0,1}) \cdot occ\%_{0,1}$$

$$(2) rvl\%_{t,t+1} = (1 + il\%) \cdot \frac{occ\%_{t,t+1} - 1}{occ\%_{t-1,t}}$$

avec :

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

La **Chronique n°16** montre que, en levant l'hypothèse simplificatrice (mais fautive) de l'identité du taux de croissance des coûts de gestion avec l'indexation des loyers, 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.

On trouve donc :

$$(3) rvl\%_{t,t+1} \cong (1 + il\%) \cdot \frac{occ\%_{t,t+1}}{occ\%_{t-1,t}} - 1$$

Les **Chroniques n°17 à n°21** lèvent l'hypothèse beaucoup trop restrictive d'une analyse limitée à la période ferme du bail pour l'étendre sur des horizons de 9 et 18 ans pour des baux classiques 3/6/9, 6 ans ferme et 9 ans ferme.

Nous montrons alors que l'horizon temporel retenu (9 ou 18 années), le type de bail (classique, 6 ou 9 ans ferme) ainsi que le taux de croissance relatif de la valeur locative de marché et du loyer couru (le loyer réellement payé par le locataire c'est-à-dire le loyer initial augmenté de l'indexation) deviennent des variables décisives du taux de croissance du revenu locatif net.

Pour être complet il convient bien évidemment de réintroduire la dynamique du taux d'occupation.

$$(4) rvl\%_{t,t+T} = f(T, TdB, vlm\%, il\%, occ\%)$$

avec :

$rvl\%$: taux de croissance moyen du revenu locatif net
T	: horizon temporel d'analyse
TdB	: type de bail
$vlm\%$: taux de croissance de la valeur locative de marché
$il\%$: indexation du loyer (taux de croissance de l'indice)
$occ\%$: taux d'occupation

Commençons par résumer les conclusions les plus intuitives tirées de ces Chroniques, toutes choses étant égales par ailleurs :

- **Plus le taux d'occupation augmente, plus le taux de croissance moyen du revenu locatif net s'accroît,**
- **Plus la durée ferme du bail s'allonge, plus le taux de croissance moyen du revenu locatif net s'accroît,**
- **Plus l'indexation des loyers augmente, plus le taux de croissance moyen du revenu locatif net s'accroît,**
- **Plus la valeur locative de marché augmente, plus le taux de croissance moyen du revenu locatif net s'accroît ou stagne (suivant le moment et l'horizon temporel retenu).**

Concernant l'impact de l'horizon temporel retenu, c'est encore plus compliqué car cela va dépendre, en même temps, du taux de croissance relatif de la valeur locative de marché et de l'indexation.

Si le marché bat l'indexation (le taux de croissance de la valeur locative de marché est supérieur à l'indexation) alors, sur plus de 9 ans, le taux de croissance moyen du revenu locatif net bat l'indexation et devient supérieur au taux de croissance moyen du revenu locatif net pris sur un horizon temporel de moins de 9 ans.

Tandis que, si c'est l'indexation qui bat le marché alors, sur plus de 9 ans, le taux de croissance moyen du revenu locatif net est non seulement battu par l'indexation (ce qui est normal) mais il devient inférieur au taux de croissance moyen du revenu locatif net pris sur un horizon temporel de moins de 9 ans.

On voit donc que **sur une durée de plus de 9 ans, dépassant la durée du bail, l'investisseur prend un risque supplémentaire qui peut s'avérer payant si la valeur locative de marché bat l'indexation ou perdant dans le cas contraire.**

La comparaison des tableaux des Chroniques n°19 et n°21 est très explicite.

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

taux de croissance moyen du revenu locatif net (rvln%)
(sur 9 ans)

il%							
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	vlm%

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%

Comme nous sommes arrivés au point où l'analyse ne peut plus être menée à travers de simples équations mais nécessite la réalisation de simulations, nous allons clore temporairement ce chapitre sur le revenu locatif net avec notre prochaine Chronique. Celle-ci utilisera nos travaux sur le revenu locatif et nos conclusions pour aborder et questionner l'affirmation souvent lue et entendue selon laquelle l'immobilier protège contre l'inflation...

Ces chroniques sont directement liées à mon activité de recherche à l'EIF, 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.