

## ALLONS-NOUS DEVENIR UNE NATION D'HERITIERS?

**D**ans notre société vieillissante, il est rassurant de constater que la hausse du niveau de vie va de pair avec un accroissement du patrimoine. Cela signifie-t-il également que la génération du baby-boom bénéficiera d'un 'boom' des héritages? Dans une nation d'héritiers, le trou financier qui menace les caisses des pensions pourrait probablement être compensé par la manne financière des successions. Pour la génération grisonnante du baby-boom, il serait néanmoins trop téméraire de ne pas épargner davantage et de tout miser sur ce que la génération précédente lui lèguera.

### dans ce numéro

- 12 Investir**  
Stratégie d'investissement  
L'ère post-Electrabel  
Moitié de la capitalisation  
partie à l'étranger
- 19 Index 2005**  
Index des articles  
parus en 2005

Pour se faire une idée de l'évolution future des successions, il faut disposer de chiffres concernant le patrimoine des ménages belges. En ce qui concerne le patrimoine financier net (actifs moins passifs), la Belgique était en 2002 le pays le plus fortuné de la zone euro (voir tableau 1) : avec 214% du PIB, notre pays se classait au premier rang, devant des pays comme l'Italie (166%), le Royaume-Uni (162%) et les Pays-Bas (145%). Cette performance est imputable tant aux considérables actifs financiers (256% du PIB pour une moyenne de 197% dans l'UE) qu'au très faible endettement des ménages belges (à peine 42% pour une moyenne de 65% dans l'UE).

### Composition du patrimoine

Globalement, la composition du patrimoine des Belges semble surtout se différencier de la moyenne européenne par la part importante des obligations en portefeuille, ainsi que la faible part des réserves d'assurances (voir tableau 2). Le poids élevé des obligations (24%

en Belgique, contre 11% dans la zone euro et 8% dans l'UE) est indissociable de l'endettement substantiel des pouvoirs publics. Ceci est confirmé par le chiffre élevé affiché par l'Italie. Les ménages belges détiennent au total plus de 178 milliards d'euros en obligations.

Les divergences en matière de réserves d'assurances sont à mettre sur le compte des différences au niveau des systèmes de pension, qui sont basés soit sur la capitalisation, soit sur la répartition. Dans les pays où les pensions sont largement financées par la capitalisation, (surtout au Royaume-Uni et aux Pays-Bas), cette composante est en effet plus importante.

Les chiffres de la comptabilité nationale ne nous donnent malheureusement pas une vue complète sur le patrimoine du ménage moyen et certainement pas sur le patrimoine du ménage médian. Les actions restent détenues par une minorité, tandis que pour la plupart des ménages, l'habitation constitue la majeure partie du patrimoine. Selon l'INS, 72% des



**Tableau 1 : Patrimoine financier net des ménages dans l'union européenne (en 2000 et 2002)**

|             | 2000              |          | 2002              |          |
|-------------|-------------------|----------|-------------------|----------|
|             | milliards d'euros | % du PIB | milliards d'euros | % du PIB |
| Belgique    | 635               | 256      | 557               | 214      |
| Italie      | 2.421             | 208      | 2.095             | 166      |
| Royaume-Uni | 3.883             | 249      | 2.679             | 162      |
| Pays-Bas    | 835               | 207      | 646               | 145      |
| France      | 2.428             | 171      | 2.119             | 139      |
| EU          | 13.902            | 167      | 11.726            | 132      |
| Zone euro   | 9.622             | 152      | 8.736             | 129      |
| Portugal    | 133               | 115      | 148               | 114      |
| Allemagne   | 2.141             | 105      | 2.196             | 104      |
| Espagne     | 735               | 120      | 685               | 98       |
| Suède       | 285               | 110      | 245               | 96       |
| Autriche    | 192               | 92       | 199               | 91       |
| Finlande    | 101               | 78       | 92                | 65       |
| Danemark    | 112               | 66       | 66                | 36       |
| Norvège     | 48                | 27       | 46                | 23       |

Source: Eurostat.

ménages belges possèdent leur propre logement, ce qui excède largement les pourcentages des pays voisins : 39% pour l'Allemagne, 53% pour les Pays-Bas et 58% pour la France. Pourtant, les Belges s'endettent nettement moins que les autres Européens pour acheter leur habitation. La dette hypothécaire s'élevait en 2001 à 28% du PIB en Belgique, contre 39% pour l'UE et, à l'extrémité du classement, 74% pour les Pays-Bas et 60% pour le Royaume-Uni.

Selon des chiffres de la Commission pour l'inventaire du patrimoine

de l'Etat, les ménages belges possédaient 758 milliards d'euros en biens immobiliers et 135 milliards d'euros en biens mobiliers à la fin de 1999. Compte tenu de l'endettement, nous obtenons un patrimoine net de 1.555 milliards d'euros en 1999, de sorte qu'aujourd'hui, le patrimoine immobilier représente certainement la moitié du patrimoine total eu égard aux performances relatives de l'immobilier et de la bourse.

Que savons-nous de la répartition de ce patrimoine selon l'âge? On trouve dans la littérature interna-

tionale plusieurs conclusions qui peuvent nous éclairer à ce propos. Nous savons ainsi que la part investie dans les actifs financiers à risque (actions, options, fonds de placement) augmente avec la valeur du patrimoine. En outre, une plus grande probabilité de problèmes de liquidité et un risque accru en matière de revenus (en raison, par exemple, d'un emploi instable) incitent à un comportement d'investissement moins téméraire. Un horizon de placement plus éloigné conduit, en revanche, à des investissements plus risqués.

Les modèles classiques ne peuvent expliquer pourquoi les ménages investissent si peu en actions. Selon une récente étude<sup>1</sup>, l'explication réside dans le caractère spécifique de l'immobilier. La quantité optimale d'immobilier dans une perspective de portefeuille peut en effet fortement diverger de la quantité motivée par la consommation. Ce sont surtout les jeunes ménages qui sont présents de façon disproportionnée dans ce type d'actif<sup>2</sup>. Le fait que les ménages acquièrent une habitation en premier lieu pour y vivre (et y consacrent donc davantage de capitaux que ce qui est souhaitable sur la base de l'analyse pure des investissements) et soient prêts à s'endetter à cet effet signifie qu'ils sont soumis à un important effet de levier. Cette présence d'un risque non souhaité est compensée par une part des actions moins élevée que ce qui est optimal (compte tenu de la prime des actions). La possession d'une habitation induit en fait un schéma dépendant du cycle de vie pour les autres composantes du patrimoine (surtout actions et obligations). Avec l'âge, le ratio immobilier/patrimoine net diminuera progressivement. Les jeunes sont confrontés à une grande concentration de leur patrimoine dans leur propre habitation, tandis que les plus âgés ont accumulé un patrimoine financier plus substantiel. Cette répartition du patrimoine fluctuant avec l'âge se retrouve également dans les données pour les Etats-Unis (voir tableau 3).

**Tableau 2 : Composition des actifs financiers dans l'Union européenne**

|             | Dépôts | Obligations | Actions | Réserves d'assurances |
|-------------|--------|-------------|---------|-----------------------|
| Belgique    | 30     | 24          | 28      | 17                    |
| Allemagne   | 36     | 11          | 21      | 30                    |
| Espagne     | 42     | 2           | 37      | 15                    |
| France      | 32     | 2           | 33      | 29                    |
| Italie      | 29     | 25          | 30      | 16                    |
| Pays-Bas    | 24     | 4           | 12      | 57                    |
| Autriche    | 56     | 8           | 14      | 22                    |
| Portugal    | 44     | 9           | 28      | 17                    |
| Finlande    | 34     | 1           | 39      | 21                    |
| Zone euro   | 34     | 11          | 27      | 27                    |
| Danemark    | 27     | 9           | 19      | 44                    |
| Suède       | 18     | 3           | 30      | 40                    |
| Royaume-Uni | 28     | 1           | 16      | 52                    |
| EU          | 32     | 8           | 24      | 33                    |
| Norvège     | 37     | 2           | 15      | 35                    |

Source: Eurostat.

Tableau 3 : Composition du patrimoine tout au long du cycle de vie aux Etats-Unis (% du patrimoine net)

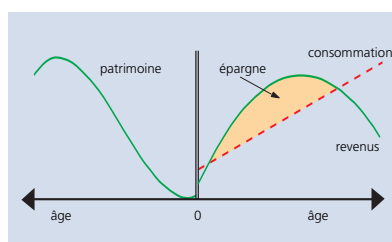
| Age   | Liquidités | Obligations | Actions | Immobilier | Hypothèque | Total |
|-------|------------|-------------|---------|------------|------------|-------|
| 18-30 | 19,3%      | 7,2%        | 5,6%    | 351,1%     | -283,3%    | 100   |
| 31-40 | 16,9%      | 6,7%        | 6,8%    | 236,6%     | -167,1%    | 100   |
| 41-50 | 14,8%      | 6,0%        | 8,5%    | 158,8%     | -88,2%     | 100   |
| 51-60 | 20,0%      | 5,8%        | 9,2%    | 96,9%      | -31,9%     | 100   |
| 61-70 | 25,4%      | 4,8%        | 11,3%   | 75,7%      | -17,1%     | 100   |
| 71+   | 26,4%      | 2,9%        | 9,8%    | 64,8%      | -3,8%      | 100   |

Source: Flavin, M. en T. Yamashita, 1998 *Owner Occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio Over the Life Cycle*, American Economic Review, vol 92, nr 1, p. 345-358.

## Répartition du patrimoine

Bien que nous disposions à peine de chiffres sur la répartition du patrimoine selon l'âge pour la Belgique, plusieurs éléments nous permettent de supposer que le patrimoine est concentré auprès de la tranche d'âge des 50 à 60 ans. En vertu de l'hypothèse du *cycle de vie*, on peut premièrement présumer qu'à partir d'un certain âge, les revenus commencent à excéder la consommation et que le patrimoine est alors étoffé. Plus tard, ce patrimoine sera utilisé pour maintenir la consommation à niveau alors que les revenus diminuent

Graphique 1 : Représentation graphique de l'évolution des revenus, de l'épargne et du patrimoine tout au long du cycle de vie



(voir graphique 1). En Belgique, ceci est encore renforcé par l'évolution typique du salaire résultant de l'importante prime d'ancienneté. Deuxièmement, il ressort d'une récente enquête que c'est surtout vers cet âge que les gens bénéficient d'un héritage (voir tableau 4).

Les mesures nécessaires pour inciter la génération du baby-boom (née après la seconde guerre mondiale) à travailler plus longtemps ont déjà fait couler beaucoup d'encre. Des incitants financiers octroyant un bonus à ceux qui travaillent plus longtemps et un malus à ceux qui arrêtent trop tôt sont notamment envisageables.

La question que nous nous posons ici est de savoir dans quelle mesure de tels incitants financiers influenceront le comportement s'ils sont contrecarrés par la perception de capitaux plus ou moins importants à la suite d'un héritage. Les personnes bénéficiant d'un héritage réduiront en effet leur offre de travail. Holtz-Eakin et d'autres<sup>3</sup> ont ainsi montré que la perception d'un héritage de 350.000 dollars fait baisser le taux de participation de 12 points de pourcentage pour

Tableau 4 : Age des héritiers (% du total)

|           | <25  | 25-34 | 35-44 | 45-54        | 55-64        | 65-74 | 75-89 |
|-----------|------|-------|-------|--------------|--------------|-------|-------|
| Suède     | 1,84 | 7,82  | 17,81 | <b>34,19</b> | <b>27,27</b> | 7,66  | 3,40  |
| Danemark  | 1,94 | 6,34  | 14,44 | <b>39,84</b> | <b>27,70</b> | 8,38  | 1,38  |
| Allemagne | 4,79 | 9,77  | 18,05 | <b>35,12</b> | <b>25,42</b> | 5,29  | 1,57  |
| Pays-Bas  | 2,92 | 6,82  | 22,87 | <b>35,73</b> | <b>23,84</b> | 5,99  | 1,82  |
| France    | 2,00 | 8,67  | 13,32 | <b>32,62</b> | <b>24,69</b> | 15,69 | 3,00  |
| Suisse    | 2,10 | 8,88  | 16,05 | <b>36,06</b> | <b>26,61</b> | 7,77  | 2,53  |
| Autriche  | 8,30 | 16,60 | 20,00 | <b>27,92</b> | <b>18,11</b> | 7,55  | 1,51  |
| Italie    | 3,13 | 6,78  | 24,67 | <b>33,39</b> | <b>23,65</b> | 7,27  | 1,10  |
| Espagne   | 3,54 | 7,19  | 27,82 | <b>36,63</b> | <b>18,03</b> | 4,99  | 1,81  |
| Grèce     | 5,78 | 17,04 | 28,12 | <b>28,42</b> | <b>14,71</b> | 5,73  | 0,20  |

Source: Börsch-Supan et al. (eds.) *Health, Ageing and Retirement in Europe*, Mannheim, 2005.

les isolés et augmente dans les ménages la probabilité que l'un des deux partenaires se retire du circuit du travail. D'autre part, ces mêmes chercheurs ont démontré dans des études ultérieures qu'un

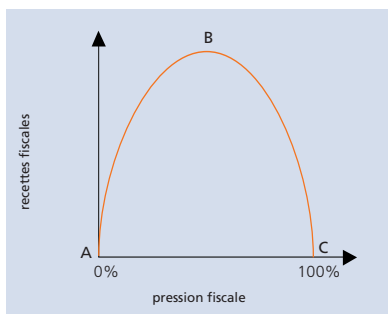
héritage accroît également la probabilité qu'une société soit créée et qu'elle survive et prospère. Ce qu'il faut cependant garder à l'esprit, c'est qu'une importante part des héritiers (peut-être la médiane) ont, eux aussi, déjà atteint l'âge de la retraite. Par ailleurs, il convient de remarquer que les transferts financiers entre générations ne se font pas uniquement via les héritages, mais aussi via les donations et la sécurité sociale. Les régimes publics comme les pensions n'ont en effet pas un effet neutre sur les générations.

## Droits de succession...

Une dure réalité est qu'il s'avère très cher de transférer un patrimoine. En ligne directe, la région flamande retient au maximum 27% sur un héritage et en région wallonne et à Bruxelles, la retenue peut atteindre 30%.

L'approche purement idéologique et dogmatique est de plus en plus considérée comme surannée. La population trouve les droits de succession tout à fait injustes, comme en témoigne la différence entre le patrimoine hérité déclaré

Graphique 2 : Courbe de Laffer



et ce qui pourrait être raisonnablement attendu<sup>4</sup>. En 1995, le patrimoine déclaré en cas de décès s'est ainsi élevé à 5,5 milliards d'euros, par rapport à un patrimoine total de 960 milliards. Etant donné que le taux de mortalité est demeuré stable à environ 10 pour mille depuis les années nonante, on pourrait s'attendre à ce que 1% du patrimoine soit hérité chaque année. Or, 5,5 milliards d'euros représentent à peine 57% de 9,6 milliards d'euros.

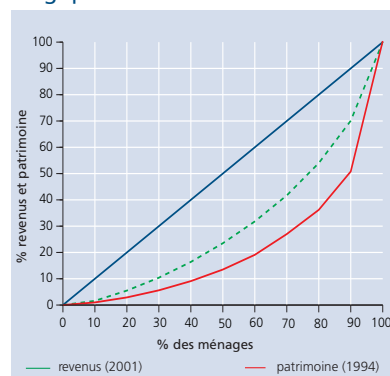
L'injustice perçue est largement imputable au fait dérangeant que l'on est taxé à trois reprises : une première fois via l'impôt sur les revenus, une seconde fois sur le produit de l'épargne (précompte mobilier) et, enfin, lors du décès. Etant donné que ce sentiment d'injustice est déjà très vivace en ligne directe (avec des taux allant jusqu'à 27% en Flandre et 30% en Wallonie et à Bruxelles), il va sans dire que les taux en ligne indirecte (65% en Flandre et plus de 70% en Wallonie et à Bruxelles) sont carrément

considérés comme une dépossession de patrimoine, ce que les conseillers en planning successoral qualifient d'euthanasie fiscale.

En Flandre, ceci est encore aggravé par le fait qu'à partir du troisième degré (neveux et nièces, oncles et tantes ou tierces personnes), chaque héritier individuel paie le taux marginal comme s'il recevait la totalité de l'héritage. Si les fiscalistes vont déjà jusqu'à conseiller à leurs clients de déménager afin de bénéficier de taux plus favorables, il est clair que cette intervention de l'Etat affecte dans une large mesure la vie privée.

Pour tous ceux qui suivent la problématique de près, il est dès lors évident que ramener les droits de succession à des niveaux plus raisonnables entraînerait une hausse de recettes pour l'Etat. Pour expliciter ceci, nous utilisons la courbe dite de Laffer (voir graphique 2), qui illustre la relation entre la pression fiscale et les recettes fiscales. S'il n'y a pas d'impôt, il n'y a bien sûr pas de recettes (point A). Lorsque l'on augmente les taux d'imposition graduellement, les recettes deviennent positives. La hausse des recettes n'est cependant pas linéaire : plus les taux sont élevés, plus les stratégies d'évasion (mais aussi de fraude) augmentent. Il existe même un seuil critique au delà duquel un taux plus élevé entraîne une contraction des recettes (point B). Pour prendre conscience qu'il ne s'agit

Graphique 4 : Répartition du patrimoine et des revenus en Belgique



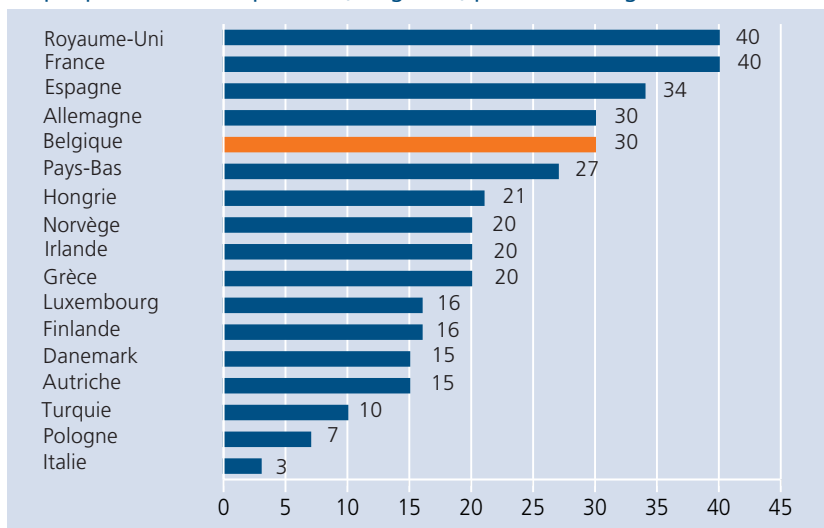
Source: Statistiques fiscales, INS, 2001, Vuchelen en Raedemakers, 1998, traitement ING.

pas d'une fiction, il suffit de se demander ce que les recettes fiscales seraient si les pouvoirs publics confisquaient tous les revenus (pratiquaient en d'autres termes un taux de 100%, point C sur le graphique). Généralement, les économistes utilisent de tels raisonnements car le recours aux situations extrêmes est pédagogiquement plus parlant. Dans le cas des droits de succession, de tels niveaux de confiscation existent néanmoins et il s'agit d'une source de recettes qui attend d'être exploitée.

Le fait qu'une diminution des droits de succession puisse porter atteinte au sentiment d'équité de certains doit dès lors être opposé aux bénéfices sociaux résultant du recyclage des recettes fiscales accrues. Le gouvernement flamand a constaté de façon empirique que la courbe de Laffer se vérifiait pour les taux d'imposition très élevés : en dépit d'un allègement significatif des droits de succession en ligne directe en 1997 (grâce notamment à une scission entre le patrimoine mobilier et immobilier), les recettes ont effectué un important bond en avant.

En outre, le système actuel confronte de plus en plus de personnes à des tarifs exubérants. Premièrement, les tranches ne sont pas indexées (contrairement à celles de l'impôt sur le revenu depuis la récente réforme fiscale). On est donc davantage taxé uniquement parce que les biens se sont renchérissés. C'est ce que l'on appelle le *bracket*

Graphique 3 : Taux d'imposition (marginaux) pour les héritages en 2005



Source: Pricewaterhouse Coopers, LLP, 2005



creep ou la hausse insidieuse de l'impôt à la suite de la non-indexation. Deuxièmement, la hausse moyenne de la prospérité a pour conséquence que davantage de personnes doivent payer davantage de droits de succession, ce qui constitue le *real bracket creep*. La première forme a entraîné un triplement de la pression depuis les années septante, tandis que la deuxième l'a encore augmentée d'un facteur deux. A cet égard, l'expérience en Grande-Bretagne est éloquent. La hausse incroyable des prix des logements a entraîné un net accroissement du patrimoine de la classe moyenne. Selon Hamnett, Harmer et Williams<sup>5</sup>, le 'boom' des prix immobiliers a entraîné une redistribution du patrimoine en faveur de déciles inférieurs de l'échelle des revenus, un phénomène susceptible de s'étendre à l'avenir aux ménages se situant encore plus bas sur l'échelle des revenus (il convient toutefois de s'interroger sur le caractère durable de la hausse des prix immobiliers). Par ailleurs, il faut éviter qu'un déséquilibre s'installe entre les droits de donation et les droits de succession, sous peine de *gaming*, soit le passage en revue des possibilités de 'planning patrimonial' incitant les individus à se déposséder involontairement de leurs avoirs de façon précoce.

### ... et changements de comportement

Les droits de succession ne sont pas seulement populaires auprès des hommes politiques afin de remplir les caisses de l'Etat, mais intéressent également les économistes. Dans la théorie économique, on est depuis toujours à la recherche d'impôts provoquant le moins de distorsions possibles dans l'économie. L'impôt sur le revenu entraîne, par exemple, une diminution de l'offre et la demande sur le marché du travail, avec pour conséquence une hausse du chômage et un faible taux de participation. Une taxe fera toujours glisser des revenus du contribuable vers l'Etat (c'est en effet

Tableau 5 : Répartition du patrimoine en perspective internationale

|            | Part du patrimoine aux mains des ménages en % |    |      | Coefficient Gini |
|------------|---|----|------|------------------|
|            | 1%  | 5% | 10%  |                  |
| Etats-Unis | 35  | 56 |      | 0,79             |
| France     | 26  | 43 |      | 0,71             |
| Danemark   | 25  | 48 | 65   | 0,69             |
| Allemagne  | 23  |    |      |                  |
| Canada     | 17  | 38 | 51   | 0,69             |
| Australie  | 20  | 41 | 55   |                  |
| Italie     | 13  | 32 | 45   | 0,60             |
| Corée      | 14  | 31 | 43   | 0,58             |
| Irlande    | 10  | 29 | 43   |                  |
| Japon      |   | 25 |      |                  |
| Suède      | 16  | 37 | 53   | 0,59             |
| Belgique   | 19,7  | 38 | 49,7 | 0,65             |

Sources: Davies, J. et A. Shorrocks, 2000, Vuchelen en Raedemakers, 1998, calculs ING.

généralement son objectif), mais certaines provoquent moins de changements de comportement que d'autres. Les impôts ne causant véritablement aucune distorsion (*lump sum*) sont cependant rares : au Royaume-Uni, une taxe sur le nombre de fenêtres par habitation a un jour été introduite, ce qui a eu pour résultat que de nombreuses fenêtres ont été murées. L'impôt sur la barbe introduite en 1535 par Henri VIII n'a pas fait long feu non plus.

Il est néanmoins impossible d'échapper à sa condition mortelle, ce qui a poussé des économistes tels que John Stuart Mill (1848) à souligner l'attrait d'une taxation des héritages d'un point de vue économique (aux Etats-Unis, la date de décès déclarée s'est cependant avérée sensible aux réductions des droits de succession). Pourtant, le fait que les droits de succession génèrent uniquement des effets de revenus et non des effets de substitution est de plus en plus remis en question : compte tenu des possibilités d'arbitrage internationales, nombreux sont ceux (en général les plus nantis) qui parviennent à soustraire leur patrimoine au champ d'action du fisc. Le graphique 3 montre en effet qu'en Europe, la Belgique se révèle chère pour le défunt et l'héritier, sans parler de certains pays (Chypre, Tchéquie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Portugal, Slovaquie, Slovénie et Suède) où les héritages ne sont pas taxés

du tout.

L'idée selon laquelle les droits de succession ne peuvent pas provoquer de changements de comportement semble également négliger certains aspects<sup>6</sup> : un impôt sur le transfert d'un héritage incitera ainsi à moins épargner. Kotlikoff et Summers<sup>7</sup> estiment que 80% du patrimoine connu proviennent des transferts intergénérationnels, ce qui ne laisse que 20% à l'épargne du vivant. Ils ont en outre calculé que chaque dollar de moins transmis à la génération suivante en raison de la taxation réduit le patrimoine total à long terme (le *steady state*) de 70 cents. Il existe néanmoins une certaine controverse quant à la mesure dans laquelle l'épargne propre et les transferts contribuent au patrimoine. Modigliani<sup>8</sup> est d'avis que les paiements que les parents effectuent pour la formation de leurs enfants adultes ne peuvent pas être considérés comme un transfert intergénérationnel, pas plus que les intérêts sur ces transferts (soit l'élément de capitalisation). Ceci, combiné à quelques autres ajustements, conduit, selon lui, à un patrimoine composé à hauteur de 80% par l'épargne du vivant et à hauteur de 20% par les transferts. Etant donné que plusieurs études attribuent déjà 20% du patrimoine aux transferts *inter vivos* (donations du vivant), on peut néanmoins supposer que les transferts jouent un rôle plus important que ce que

Modigliani affirmait.

Pour la Belgique, il existe très peu d'études, mais nous savons cependant que la répartition du patrimoine est plus inégale que celle des revenus. Cette inégalité est illustrée au tableau 5 via le coefficient de Gini, qui affiche une valeur de 1 si le patrimoine total est aux mains d'un seul ménage et une valeur de 0 pour une répartition parfaitement égale. Ceci est représenté graphiquement par la courbe de Lorenz (graphique 4) pour le patrimoine (en 1994) et les revenus (en 2001). Une répartition parfaitement égale des revenus impliquerait, par exemple, que les 10% de déclarations les plus élevées concernent également 10% des revenus. En réalité, ces déclarations portent sur 30,2% des revenus. Le patrimoine est encore davantage concentré auprès du décile le plus élevé : celui-ci détient 49,7% du patrimoine total. Tant aux Etats-Unis qu'en Belgique, les 5% de personnes les mieux rémunérées perçoivent environ un cinquième des revenus totaux, tandis que les 5% de personnes les plus fortunées possèdent plus de 56% du patrimoine total aux Etats-Unis, contre 38% seulement chez nous. Ceci indique que le patrimoine ne provient pas seulement de l'épargne du vivant, mais que les transferts de patrimoine constituent aussi un facteur important, lequel joue probablement davantage aux Etats-Unis qu'en Belgique.

Sur le plan fondamental, l'effet d'un impôt sur les héritages dépend également de ce qui a motivé l'héritage : ce dernier est-il volontaire (motif d'altruisme par exemple) ou est-il plutôt accidentel à la suite d'une mauvaise estimation de l'espérance de vie<sup>9</sup> ?

Pour autant que les héritages ne soient pas accidentels, les droits de succession auront des répercussions sur le comportement du défunt. En d'autres termes, cet impôt ne constitue pas uniquement une redistribution des moyens, mais implique également une destruction de valeur économique (*deadweight loss*). Tout comme

l'impôt sur le travail, il pénalise le fait de travailler et d'épargner afin de pouvoir léguer des capitaux à ses proches. C'est ce que l'on appelle l'effet de substitution : il devient plus cher de laisser une succession. Il peut également se produire un effet de revenus jouant en sens contraire : si les successions sont taxées, certaines personnes peuvent être incitées à épargner justement davantage afin qu'après l'imposition, il subsiste des moyens substantiels pour leurs héritiers.

En dehors de l'effet sur le comportement du défunt, il y a également les éventuelles conséquences pour celui qui hérite. La perception d'un héritage considérable semble entraîner une réduction de l'offre de travail. Ceci peut prendre la forme d'un retrait du circuit du travail ou du passage à un emploi à temps partiel. Dans la mesure où ce transfert de patrimoine est réellement perçu comme une 'aubaine' (*windfall gain*), une plus grande partie en sera consommée.

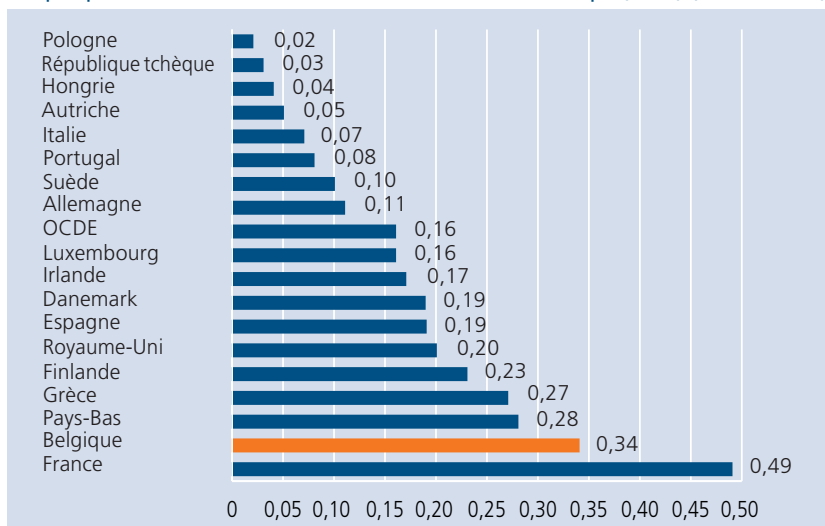
La motivation classique du législateur pour taxer les successions est d'inspiration méritocratique : la richesse accumulée par les parents n'est pas méritée par les enfants. En d'autres termes, chaque génération bénéficierait de la même position de départ si les héritages étaient totalement confisqués par le fisc. Ceci n'est bien sûr qu'une vue fragmentaire de la réalité : les positions de départ sont faussées dès la naissance car certains enfants peuvent bénéficier d'une meilleure éducation, de connexions, etc., tandis que certaines capacités (par exemple cognitives) sont déterminées par les gènes<sup>10</sup>. Ces facteurs sont en outre beaucoup plus déterminants pour les chances que l'on reçoit dans la vie qu'un héritage perçu à 55 ans. On peut dès lors se demander dans quelle mesure une telle motivation n'est pas uniquement basée sur la jalousie : l'ensemble de la société, y compris les moins nantis, a peut-être intérêt à ce que certains bénéficient d'une position de départ favorable. L'économie n'est, en ef-

fet, pas un jeu à somme zéro (*zero sum game*) dans lequel ce que l'un gagne est nécessairement perdu par l'autre.

Une comparaison avec l'idéal défendu par Platon dans sa République est éloquent : pour éviter que certains enfants soient avantagés par rapport à d'autres, Platon proposait qu'ils soient retirés à leurs parents et éduqués par la communauté. Toute le monde comprendra que ceci ne constitue pas seulement une forme extrême d'intervention de l'Etat dans la vie privée, mais que l'on peut également se demander si une telle intervention égalitariste bénéficie à la société (y compris aux plus faibles). Personne ne jouira d'une position de départ privilégiée, mais la société collective en sera peut-être plus mal lotie. Dans la pratique, cet idéal semble en tout cas difficilement réalisable via les droits de succession. En témoigne le constat que nulle part dans le monde, l'imposition des héritages ne génère des recettes substantielles (voir graphique 5). Il existe apparemment une énorme opposition à cette forme d'impôt, plus importante encore que pour d'autres taxes. D'un point de vue pratique, nombreux sont ceux qui sont dès lors déjà arrivés à la conclusion que les droits de succession ne constituent pas la manière la plus efficace de créer des chances égales (contrairement, par exemple, à un accès aisé à des biens publics tels que l'enseignement).

En outre, il n'est pas évident pour les économistes que les droits de succession et de donation contribueront à réduire les inégalités. Si ces taxes découragent l'épargne, elle conduiront à une diminution de la formation de capital et abaisseront le rendement du travail, ce qui est susceptible d'avoir pour résultat une répartition encore plus inégale des revenus. L'attrait des droits de succession pour l'électeur moyen sur base du fait qu'il s'agit d'un impôt que les autres paient résulte donc d'un manque de connaissance des mécanismes économiques.

Graphique 5 : Revenus des taxes sur les transferts en Europe (1997) (en % du PIB)



Source: OCDE, Revenue Statistics 1999

## Les motifs des transferts de patrimoine

Il est improbable que tous les héritages résultent d'une mauvaise estimation de l'espérance de vie et de l'absence d'annuités parfaites. Les donations du vivant et la conclusion d'assurances vie et autres reflètent clairement des motifs de transferts intentionnels.

L'absence d'un marché d'annuités parfaites a d'ailleurs toujours constitué un grand mystère pour les économistes, mais une hypothèse très intéressante est que la famille joue en fait ce rôle. Les personnes âgées ne disposant plus de moyens suffisants peuvent compter sur leurs proches. Les donations *inter vivos* et la promesse implicite d'un héritage s'il leur reste malgré tout des avoirs constituent la prime d'assurance qu'elles paient à cette fin<sup>11</sup>.

Le motif le plus évident des transferts entre proches est l'**altruisme**. Becker<sup>12</sup> affirmait que les héritages étaient différenciés entre les enfants afin de compenser des différences d'intelligence, par exemple, ou d'autres facteurs entraînant des différences en matière de statut économique. Selon des études empiriques plus récentes, ceci tend toutefois à être infirmé : un tel traitement inégal semble en contradiction avec les normes sociales qui veulent que les enfants aux reve-

nus élevés reçoivent autant que les enfants aux revenus faibles<sup>13</sup> (en ce qui concerne les donations *inter vivos*, les différences de traitement semblent toutefois plus fréquentes).

Un autre résultat discutable du modèle altruiste est que les donations et les héritages ne sont pas 'à somme zéro' : le donateur pourra moins consommer et le bénéficiaire davantage, mais étant donné que le bénéficiaire appréciera davantage son gain que le donateur sa perte, on peut parler d'une externalité positive. Sur le plan économique, on peut dès lors argumenter qu'il est plus avantageux de subventionner de tels transferts que de les taxer. Ceci dépend toutefois de la façon dont le bénéficiaire va adapter son comportement à l'héritage attendu. Si un héritage incite à la surconsommation, avec par conséquent un endettement excessif (afin d'obtenir de la sorte un héritage plus important), il se produit ce que l'on appelle dans la littérature un dilemme samaritain. Dans ce cas, une imposition des héritages peut avoir des effets de richesse positifs. Si l'altruisme est un motif majeur, ceci joue aussi un rôle important pour les donations *inter vivos*. Le donateur voudra, en effet, surtout donner un coup de pouce lorsque le besoin se fait le plus sentir. En témoigne le fait que les parents accordent en Belgique de plus en plus un soutien financier à leurs enfants

pour l'achat de la maison de ces derniers (ce qui est, paradoxalement, l'une des causes de la forte hausse des prix). Pourtant, le fait que les transferts via héritage restent tellement plus importants que les donations demeure une énigme pour les économistes. Peut-être ne tiennent-ils pas assez compte de la maxime 'mieux vaut ne pas céder son bien avant de mourir'.

Un autre motif des transferts intergénérationnels est le motif d'*échange stratégique* : en échange de leur héritage, les parents tentent d'obtenir de l'attention ou d'autres faveurs. Ils présument également avoir davantage d'influence sur de nombreux choix de leur descendance (éducation, mariage, carrière, résidence). Il est naturellement aussi possible que le fait de donner réponde à un certain besoin parental (l'effet *warm glow*).

En dehors du motif accidentel, altruiste et stratégique des héritages, on distingue également dans la littérature le motif **paternaliste** (qui, contrairement au motif altruiste, ne tient pas compte des souhaits des enfants<sup>14</sup>, mais plutôt de la perception par le défunt de ce qui est bon pour ses enfants), le motif **rétrospectif** (le défunt reproduisant ce que ses parents ont fait pour lui), le motif d'**échange pur** (les enfants constituant une assurance implicite pour les vieux jours, ce qui est surtout présent dans les sociétés traditionnelles) et le motif de **dynastie** (la majeure partie du patrimoine ne servant jamais à des fins de consommation, mais menant une propre vie, cf. la fortune de J.D. Rockefeller dont de nombreuses fondations et bonnes oeuvres dépendent)<sup>15</sup>.

Selon une récente enquête européenne, un petit tiers des ménages bénéficie d'un héritage ou d'une donation. Le graphique 6 montre qu'il existe d'importantes différences internationales en ce qui concerne tant le pourcentage de personnes percevant un héritage que l'ampleur même de ces héritages. Aux Pays-Bas, en Suède

## Moins de droits de succession? plus d'héritages?

ING Belgique réalise tous les mois un sondage sur la confiance des investisseurs et profite de ce baromètre des investisseurs pour poser également quelques questions sur un sujet spécifique. Nos questions portaient cette fois sur l'expérience en matière d'héritages, ce qui nous a donné des indications intéressantes en ce qui concerne l'impact du niveau des droits de succession.

Tout d'abord, nous voulions savoir combien de personnes interrogées avaient elles-mêmes hérité. 46,6% des sondés nous ont répondu par l'affirmative. Dans le groupe des moins de 35 ans, la part était de 24,7%, mais le pourcentage montait à 41,7% pour le groupe des 45 à 54 ans et à près de 75% pour les plus de 55 ans (voir question 1). Il ressort en outre que les plus nantis perçoivent également les plus gros héritages (plus de 20.000 euros), tandis que les héritages de moins de 5.000 euros représentent presque un tiers du total parmi les moins fortunés.

### Question 1: Avez-vous, vous ou votre partenaire, déjà hérité de capitaux ou de biens?

|     | <35  | 35-44 | 45-54 | 55+  | Total |
|-----|------|-------|-------|------|-------|
| Oui | 24,7 | 36,5  | 41,7  | 74,8 | 46,6  |
| Non | 75,3 | 63,5  | 58,3  | 25,2 | 53,4  |

Parmi les personnes interrogées disposant d'un revenu mensuel net de moins de 2.000 euros, les héritages semblent essentiellement fluctuer entre 5.000 et 20.000 euros (question 2). Parmi les ménages gagnant entre 2.000 et 3.000 euros par mois, 41,3% ont reçu un héritage de plus de 20.000 euros, tandis qu'environ un quart a bénéficié d'un héritage de moins de 5.000 euros et un autre quart d'un héritage compris entre 5.000 et 20.000 euros. Chez les ménages disposant d'un revenu de plus de 3.000 euros, les héritages plus substantiels sont clairement la règle.

### Question 2: A combien s'élevait l'héritage?

| Montant de l'héritage   | Revenu mens. net du ménage |                 |                 |
|-------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|
|                         | moins de 2.000 €           | 2.000 à 3.000 € | plus de 3.000 € |
| Moins de 5.000 €        | 2,1                        | 26,1            | 10,4            |
| Entre 5.000 et 20.000 € | 50                         | 23,9            | 27,1            |
| plus de 20.000 €        | 31,3                       | 41,3            | 58,3            |

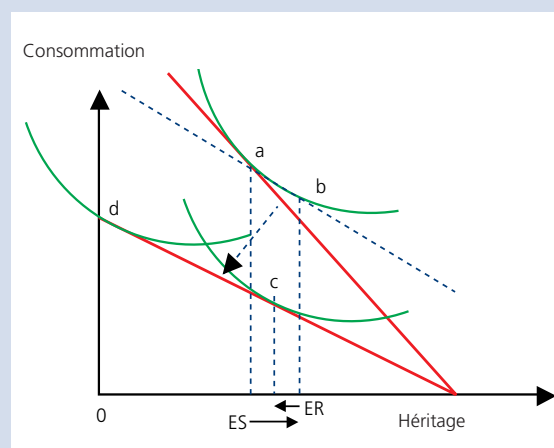
A la question de savoir si elles pensaient elles-mêmes laisser un héritage, la grande majorité des personnes interrogées (89,7%) a répondu par l'affirmative. Elles ont en outre l'intention de léguer tant des biens immobiliers que des moyens financiers. Seule une minorité pense laisser uniquement des moyens financiers (6,7%) ou des biens immobiliers (14,1%).

Une dernière question concernait l'influence des droits de succession sur l'intention de laisser un héritage aux proches. Pas moins de 59,5% des personnes interrogées ont répondu qu'elles légueraient davantage si les droits de succession étaient moins élevés (voir question 3). Si l'on expurge ces chiffres des personnes ne pensant pas laisser d'héritage du tout, on obtient un pourcentage de 61,3%. Les résultats suggèrent toutefois aussi que 4,5% des sondés ne laisseraient un héritage qu'à la condition expresse que les droits de succession soient réduits. En cas d'allègement des droits de succession, il y a donc des personnes qui s'efforceraient d'épargner davantage pour leurs héritiers, ainsi que des personnes qui ne laisseraient un héritage qu'à cette condition.

### Question 3: Léguez-vous davantage à vos proches en cas de droits de succession moins élevés?

|     | Total |     | Total |
|-----|-------|-----|-------|
| Oui | 59,5  | Non | 40,5  |

Cela signifie par conséquent que pour la plupart des individus, l'effet de substitution (ES) est supérieur à l'effet de revenu (ER) (voir aussi article de fond). Grâce à une réduction des droits de succession, le prix relatif de la transmission d'un bien diminue (la ligne rouge du budget bascule vers la gauche dans le graphique). Si, parallèlement à la baisse des droits de succession, on soustrait une quantité de revenus telle que le niveau de richesse originel du ménage soit maintenu, on constate une hausse de l'héritage laissé (effet de substitution de a vers b). Une réduction des droits de succession permet toutefois également de laisser un montant identique en épargnant moins (effet de revenu de b vers c). Pour la majorité, il y a donc un effet positif (glissement de a vers c). De surcroît, on peut s'attendre à ce qu'un certain nombre de personnes (4,5% des sondés) ne laissant aujourd'hui aucun héritage, le fassent malgré tout en cas d'abaissement des droits de succession (soit un saut de d - où rien n'est légué - vers c) : effet de récupération assuré!





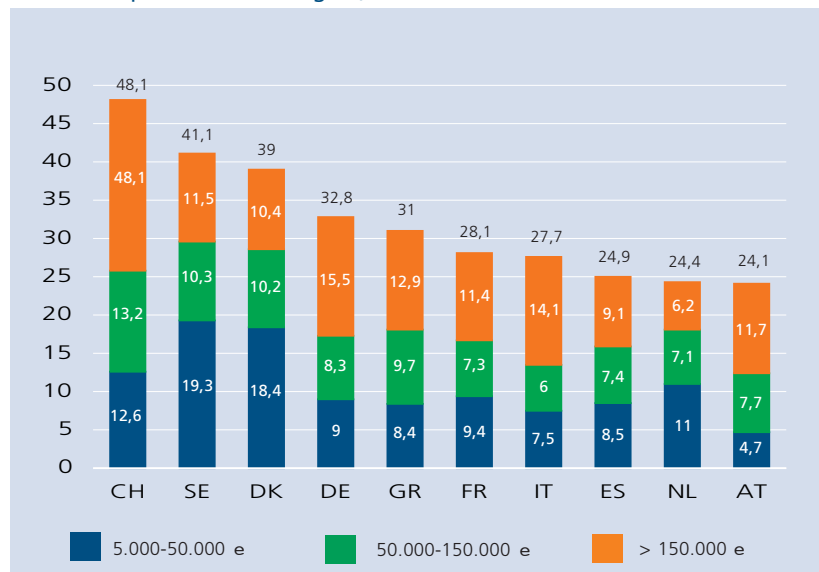
et au Danemark, les petits transferts (entre 5.000 et 50.000 euros) dominent, mais dans la plupart des pays, les transferts supérieurs à 150.000 euros sont les plus fréquents. Ces résultats sont intéressants dans la mesure où ils nous donnent également une idée de la mesure dans laquelle le patrimoine provient de l'épargne du vivant et des transferts. Un ménage moyen reçoit des transferts (donations et/ou héritage) à concurrence de 92.300 euros, tandis que le patrimoine moyen de l'enquête s'élève à 217.060 euros. En d'autres termes, le rapport est de 57,5% pour l'épargne du vivant et de 42,5% pour les transferts de patrimoine.

## La génération du baby-boom

Dans de nombreux pays, on redoute que la génération du baby-boom surestime largement la future pension (légale) et sous-estime le coût des vieux jours. Depuis quelques années, cette crainte est contrebalancée par les calculs concernant les sommes faramineuses dont la génération née entre 1945 et 1960 héritera. Pour les Etats-Unis, ces estimations vont de 10<sup>16</sup> à 41 trillions de dollars<sup>17</sup> (on parle en l'occurrence de la 'marée montante' des héritages). La génération belge du baby-boom peut-elle compter sur une telle manne financière pour compléter sa pension légale ou devra-t-elle épargner davantage, voire travailler plus longtemps?

Certaines indications semblent suggérer que les pensionnés d'aujourd'hui ont une autre attitude vis-à-vis des héritages que les générations précédentes. D'une part, ils déclarent souvent dans les enquêtes que leurs enfants gagnent plus qu'ils ne l'ont jamais fait et que ceux-ci n'ont dès lors pas besoin de compter sur leur générosité. Ils sont quelque peu envieux des habitudes de consommation des générations plus jeunes (qui prennent, par exemple, plusieurs vacances par an). D'autre part, ils sont préoccupés par leur propre position financière au soir de leur

Graphique 6 : Répartition des recettes des donations et héritages (% du nombre de personnes interrogées)



Source: Börsch-Supan et al. (eds.) *Health, Ageing and Retirement in Europe*, Mannheim, 2005.

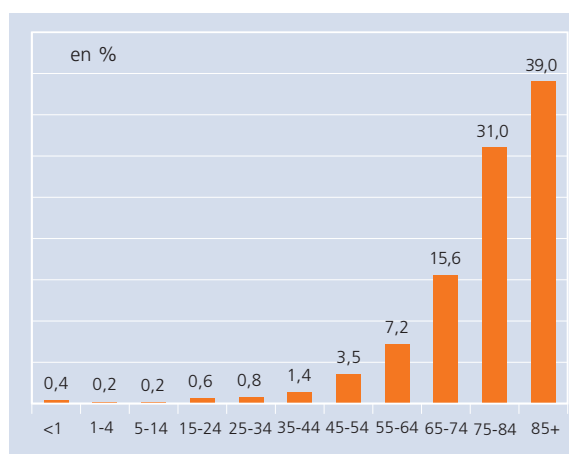
vie. Ils redoutent notamment le coût des soins de santé et des soins à long terme (maison de retraite) dont ils savent qu'il peut monter en flèche.

Typiquement, leurs enfants peuvent encore compter obtenir la maison familiale, mais non des transferts financiers substantiels. L'expérience dans les pays anglosaxons montre toutefois que les ménages retirent de plus en plus un pouvoir d'achat supplémentaire de la hausse de la valeur de leur habitation. L'usage plus répandu des systèmes de *reverse mortgage* amène également à se demander si les maisons resteront l'objet ultime de l'héritage<sup>18</sup>. La tradition d'héritage semble donc perdre du terrain. Les sociologues s'efforcent de trouver une explication à ce déclin, mais il va de soi que le fait que les enfants ne s'occupent plus eux-mêmes de leurs parents à la fin de leur vie, mais 'soustraient' leurs soins à des professionnels (maisons de repos...) accroît, d'une part, le coût des vieux jours de sorte que l'héritage est écorné et implique, d'autre part, en vertu du

motif stratégique des héritages (cf. supra), que les parents se sentent moins obligés de léguer quelque chose en échange.

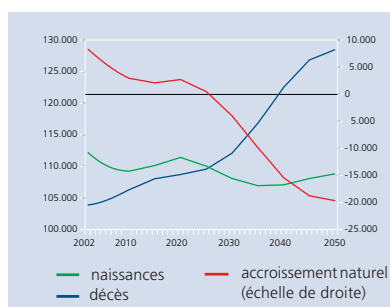
Pour se faire une idée du moment où le planning successoral est souhaitable, notons tout d'abord que le nombre de Belges fortunés de moins de 25 ans est plutôt limité et deuxièmement que le nombre de décès est très faible avant cet âge (voir graphique 7). En 2001, plus de 70% des décès se sont produits dans la tranche d'âge des plus de 75 ans. Ce chiffre n'est pas stable dans le temps : le phénomène du vieillissement aura un double impact sur la mortalité. D'une part, la mortalité tend à diminuer en raison de l'allongement de l'espérance de vie (une tendance qui est

Graphique 7 : Age lors du décès (2001) : part du total



Source: Banque de données nationale, tableaux de mortalité 2001.

**Graphique 8 : Projections pour le nombre de décès, naissances et l'accroissement naturel : 2002-2050**



Source: Démographie mathématique, prévisions démographiques, INS 2001.

perceptible depuis la fin de la deuxième guerre mondiale) alors que, d'autre part, la nombreuse génération du baby-boom va prochainement atteindre une tranche d'âge affichant une probabilité de mortalité plus élevée. Le graphique 8 montre qu'après 2025, le nombre de décès excédera le nombre de naissances, de sorte que l'accroissement naturel de la population belge sera alors négatif. A moins, bien sûr, que les autorités n'optent pour la migration de remplacement afin de contrer cette évolution<sup>19</sup>.

L'évolution démographique semble suggérer une hausse potentielle des héritages de 22%. Pourtant, ceci ne signifie pas pour autant que le citoyen moyen né entre 1945 et 1960 recevra une plus grande part du gâteau. La génération du baby-

boom est en effet plus nombreuse que la génération précédente, de sorte que le rapport entre le nombre d'enfants et de parents est plus élevé que pour les générations précédentes. Cela signifie donc qu'il faudra davantage partager et que l'héritage moyen n'excédera guère celui des générations antérieures.

Si l'on se base sur l'estimation de la Commission pour l'inventaire du patrimoine de l'Etat de 1.555 milliards d'euros pour le patrimoine net des ménages en 1999, on obtient pour 2004 un chiffre de 1.800 milliards, soit 173.137 euros par Belge (ou 417.000 euros par ménage). Si nous répétons pour 2004 l'opération qui précède sur base des 107.000 décès de 2003 (ou 1,03% de la population, ce qui dépasse légèrement le 1% supposé précédemment), on arrive à un patrimoine hérité de 18,5 milliards d'euros. Il est évident que ceci doit constituer une grossière sous-estimation du patrimoine réel qui est hérité. Ce calcul suppose en effet implicitement que toutes les tranches d'âge ont une probabilité de mortalité aussi élevée (et que le patrimoine est réparti de façon uniforme). Ceci n'est bien sûr pas le cas, comme en témoignent les tables de mortalité de 2001.

Pour déterminer la masse réelle héritée sur un an, il faut toutefois

connaître non seulement le nombre de personnes qui meurent par tranche d'âge, mais aussi le patrimoine moyen par tranche d'âge. Or, ces données n'existent pas pour la Belgique. Afin de nous faire malgré tout une idée de l'ordre de grandeur, nous utilisons les résultats d'une enquête néerlandaise sur la répartition du patrimoine selon l'âge<sup>20</sup>. Le tableau 6 montrent comment nous obtenons, en utilisant ces chiffres, un montant de 24,2 milliards d'euros, soit 31% de plus que le premier calcul plus naïf. Nous estimons que ceci correspond à plus de cinq fois le montant d'il y a environ 30 ans. Il convient naturellement de tenir également compte du fait que les revenus ont presque quintuplé durant cette période. Les héritages ne semblent dès lors pas avoir beaucoup augmenté en tant que complément des revenus. Par ailleurs, il n'est pas évident qu'au cours des prochaines décennies, le rendement du capital dépassera considérablement celui du facteur travail.

Bien que, pour les projections futures, nous utilisons la croissance de la productivité pour la hausse tant des revenus que de l'héritage moyen, il n'est guère difficile d'imaginer des perspectives souriantes : si les probabilités de mortalité spécifiques aux âges devaient rester inchangées, les transferts intergénérationnels augmenteraient *ceteris paribus* de 66,8% en volume.

Cette estimation n'est cependant pas réaliste : alors que jusqu'à la fin du dix-neuvième siècle, l'espérance de vie s'est surtout allongée à la suite de la baisse de la mortalité à la naissance, l'amélioration que l'on peut attendre dans ce domaine au cours des cinquante prochaines années proviendra essentiellement de la diminution de la mortalité chez les aînés. Sur l'augmentation de l'espérance de vie de 8 ans escomptée par les démographes entre 2005 et 2050, 5 ans sont attribuables à l'allongement de l'espérance de vie des plus de 65 ans.

**Tableau 6 : Données concernant la démographie et le patrimoine en fonction de l'âge**

| Age    | Part de la population | Patrimoine moyen | Probabilité de décès | Hérité en cas de probabilité de décès uniforme (1) | Hérité compte tenu de la probabilité de décès réelle |
|--------|-----------------------|------------------|----------------------|--|--|
| <25    | 29,50%                | 16.283           | 0,05%                | 513  | 23   |
| 25-29  | 6,30%                 | 72.027           | 0,06%                | 487  | 31   |
| 30-34  | 6,80%                 | 172.094          | 0,06%                | 1.259  | 75   |
| 35-39  | 7,30%                 | 231.718          | 0,08%                | 1.807  | 137  |
| 40-44  | 7,70%                 | 251.542          | 0,12%                | 2.077  | 239  |
| 45-49  | 7,40%                 | 250.650          | 0,20%                | 1.975  | 386  |
| 50-54  | 6,70%                 | 333.278          | 0,32%                | 2.402  | 747  |
| 55-59  | 6,30%                 | 352.939          | 0,50%                | 2.382  | 1.149  |
| 60-64  | 4,80%                 | 285.521          | 0,90%                | 1.460  | 1.283  |
| 65-69  | 4,70%                 | 254.578          | 1,36%                | 1.292  | 1.715  |
| 70-74  | 4,50%                 | 242.829          | 2,12%                | 1.168  | 2.407  |
| 75-79  | 3,70%                 | 166.884          | 3,76%                | 654  | 2.391  |
| 80+    | 4,30%                 | 224.024          | 13,55%               | 1.031  | 13.589   |
| Totaal | 100%                  | 172.818          | 1,03%                | 18.507   | 24.172   |

Sources : INS, traitement ING (1)Donc 1,03% pour toutes les tranches d'âge.

**Tableau 7 : Concentration des capitaux hérités auprès du top 10%, 5%, et 1% des ménages**

|           | Top 10% | Top 5% | Top 1% |
|-----------|---------|--------|--------|
| Suède     | 79,4    | 65,2   | 32,4   |
| Danemark  | 78,8    | 62,2   | 30,9   |
| Allemagne | 73,2    | 56,6   | 26,2   |
| Pays-Bas  | 83,4    | 67,0   | 28,3   |
| France    | 87,3    | 72,4   | 33,1   |
| Suisse    | 71,4    | 52,0   | 24,2   |
| Autriche  | 85,5    | 70,6   | 34,5   |
| Italie    | 83,2    | 66,3   | 32,2   |
| Espagne   | 88,7    | 76,7   | 39,5   |
| Grèce     | 90,5    | 76,3   | 32,3   |

Source: Eurostat.

Si le patrimoine n'était pas entamé après l'âge de la pension comme l'hypothèse du cycle de vie le stipule, l'ampleur des héritages augmenterait selon nos simulations de presque 30% en volume. A nouveau, force est de constater que ceci est contredit par l'évidence scientifique. Bien que les motifs altruistes et stratégiques et les effets *warm glow* empêchent une dilapidation complète du patrimoine, le modèle du cycle de vie implique une réduction du patrimoine comprise entre 3% (incertitude quant à la durée de vie) et 7% par an (sans cette incertitude) après l'âge de la pension, ce que les études empiriques confirment.

## Pas d'influence marquée

La conclusion est que même si le total des héritages est appelé à augmenter en pourcentage du revenu, l'héritier moyen ne recevra guère plus. Le fait que la hausse attendue ne se matérialisera surtout qu'après 2030 (+7,3% en volume en 2030 passant à +17,3% en 2040) porte le coup de grâce à l'hypothèse de la 'marée montante' des héritages qui viendrait soulager les besoins de la génération du baby-boom. Ce seront donc plutôt les héritiers de la génération du baby-boom que cette génération même qui en profiteront.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue que la répartition des héritages est très inégale et que l'héritage que la plupart des 'baby-boomers' per-

cevront sera très limité. L'étude européenne déjà mentionnée révèle que le décile supérieur en ce qui concerne la répartition des revenus bénéficie de la majeure partie des héritages (voir tableau 7).

Bref, l'évolution future des héritages demeure difficile à évaluer. Les développements démographiques (hausse du nombre de décès) conduisent à l'attente *a priori* d'un accroissement des héritages. On peut cependant s'interroger sur leur ampleur moyenne. D'une part, l'évolution de la valeur tant des actifs financiers que des biens immobiliers est bien sûr incertaine. D'autre part, la motivation pour la transmission d'un héritage est influencée par la perception du bien-être des proches et l'estimation de sa propre situation financière face au coût véritable des vieux jours. Or, la pension à laquelle on a droit est souvent surestimée, tandis que l'on est dans la plus grande incertitude en ce qui concerne le coût des soins futurs. La génération du baby-boom (de même que la suivante) a donc tout intérêt à épargner pour une pension complémentaire et à ne pas trop compter sur un héritage qui, pour beaucoup, se révélera très modeste.

- 1 Flavin, M. et T. Yamashita, 1998, *Owner Occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio Over the Life Cycle*, American Economic Review, vol. 92, n° 1, p. 345-358.
- 2 En théorie, un ménage peut parfaitement séparer les deux perspectives (motif de portefeuille et de consommation) grâce à l'existence du marché locatif. En Belgique, celui-ci n'est cependant pas un marché parallèle à part entière.
- 3 Holtz-Eakin, Douglas, David Joulfaian, et Hervey S. Rosen, 1993, *The Carnegie Conjecture: Some Empirical Evidence*, Quarterly Journal of Economics (mai): 413-435.
- 4 Pacolet, J., I. Van De Putte et V. Coudron, 2004, *Zonder pardon. Spaarfiscaliteit, vermogensbelasting en fiscale amnestie*, Hoger Instituut voor de Arbeid, KULeuven.
- 5 Hamnett, Chris, Michael Harmer, et Peter Williams. 1991. *Safe as Houses: Housing Inheritance in Britain*. London: Paul Chapman Publishing Ltd.
- 6 La seule taxe ne causant pas de distorsion pour laquelle il n'y a pas de discussions est l'impôt foncier étant donné que l'offre de terrain est inélastique. Voir J. Cohen et C.

Coughlin, *An introduction to two-rate taxation of land and buildings*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87 (3), 2005, p. 359-74.

- 7 Kotlikoff, Laurence & Summers, Lawrence, 1981. *The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation*, Journal of Political Economy, vol. 89(4), p. 706-32.
- 8 Modigliani, Franco, 1988, *The Role of Intergenerational Transfers and Life Cycle Saving in the Accumulation of Wealth*, Journal of Economic Perspectives, vol. 2(2), p. 15-40.
- 9 Davies, J. B., 1981, *Uncertain lifetime, consumption, and dissaving in retirement*, Journal of Political Economy 89(3), p. 561-577.
- 10 Meade, J. (1973), *The inheritance of inequalities: some biological, demographic, social, and economic factors*, Third Keynes lecture in economics, Oxford University Press.
- 11 Kotlikoff, L. et A. Spivak, *The Family as an Incomplete Annuities Market*, Journal of Political Economy, Vol. 89, No. 2, p. 372-91, avril 1981.
- 12 Becker, G. S., 1974, *A theory of social interactions*, Journal of Political Economy 82(6), 1063-1093.
- 13 Cette norme peut s'expliquer sur le plan économique : un engagement des parents à répartir leurs biens de façon égale évite que la perspective d'un héritage incite l'un des enfants à moins travailler (un problème de *moral hazard*).
- 14 Les enfants ne sont bien sûr pas les seuls héritiers potentiels, mais les études indiquent que 82% des héritages vont à des membres de la famille.
- 15 Voir aussi Masson A. et P. Pestieau, 1997, *Bequests motives and models of inheritance: A survey of the literature*, in G. Erreygers and T. Vandevelde, ed., *Is Inheritance Legitimate?*, p. 54-88. Springer Verlag, Berlin.
- 16 Robert B. Avery et Michael S. Rendall, *Estimating the Size and Distribution of Baby Boomers' Prospective Inheritances*, in the American Statistical Association's 1993 Proceedings of the Social Statistics Section, 1993, p. 11-19.
- 17 Havens, John J. et Paul G. Schervish, 1999. *Millionaires and the Millennium: New Estimates of the Forthcoming Wealth Transfer and the Prospects for a Golden Age of Philanthropy*, Social Welfare Research Institute, Boston College.
- 18 Voir aussi Van de Cloot, I., *Propriété immobilière : une solution au vieillissement?*, Bulletin Financier, mars-avril 2005.
- 19 Voir aussi Van de Cloot, I., *L'immigration entraîne-t-elle un gain économique?*, Bulletin Financier, novembre-décembre 2004.
- 20 Le *Sociaal-Economisch Panelonderzoek* du Centraal Bureau voor Statistiek constitue une source unique, avec des chiffres concernant les avoirs et les dettes sur une base annuelle. D'autres sources concernent surtout les Etats-Unis comme le *US Panel Study of Income Dynamics* (tous les 5 ans) utilisé dans le tableau 3 et le Survey of Consumer Finances (tous les 3 ans).



## LES TAUX ANNONCENT-ILS UNE RECESSION?

**D**epuis quelque temps, la banque centrale américaine appuie sur le frein monétaire en vue d'endiguer les pressions inflationnistes. Mais force est de constater que ces resserrements manquent, dans une large mesure, leur objectif.

Jusqu'à présent, les resserrements n'ont apparemment pas affecté les taux à long terme, ouvrant la voie à un scénario de courbe inversée, à savoir une structure où les taux à court terme sont plus élevés que ceux à long terme. De nombreux observateurs estiment qu'une courbe inversée (ou un net aplatissement de celle-ci) constitue le signe avant-coureur d'une détérioration conjoncturelle. ING Investment Management se montre plus nuancé.

Un des fondements essentiels de l'affirmation selon laquelle les courbes de taux inversées annoncent une détérioration économique consiste à dire que les taux à long terme ne sont, en fait, rien d'autre qu'une juxtaposition de taux à court terme. Selon cette théorie, une courbe des taux inversée implique que les taux à court terme vont diminuer dans le futur. Les taux à long terme relativement bas dans ce contexte signifient qu'on s'attend soit à des taux réels plus bas soit à une inflation plus faible. Ces deux possibilités sont considérées comme le signe d'une croissance économique (réelle) faible. Le fait que les investisseurs exigent une prime de risque/volatilité pour un placement à plus long terme renforce cet effet. Cela a pour conséquence que même si les prévisions de croissance sont nulles, la courbe des taux est orientée vers le haut. C'est la raison pour laquelle une courbe des taux orientée vers le haut est considérée comme "normale".

Toutefois, certains facteurs viennent contredire la théorie selon laquelle une courbe des taux est, par définition, annonciatrice de difficultés économiques. A l'heure actuelle, la faiblesse des taux à long terme constitue un mystère pour de nombreux économistes. Le ren-

forcement de la croissance économique réelle de ces dernières années n'a pas entraîné une hausse des taux à long terme. Certains facteurs exceptionnels semblent, en effet, jouer un rôle majeur dans la formation de la courbe, en particulier au niveau des taux longs. Cela va de l'excédent de l'épargne mondiale aux interventions des banques centrales asiatiques sur les marchés des changes en passant par la législation qui incite les fonds de pension de certains pays à acquérir des obligations à plus longue échéance. Cela nous amène à la conclusion que les courbes de taux inversées perdent de leur valeur prévisionnelle lorsque les taux longs sont fortement influencés par des facteurs exceptionnels.

Aucun signe de récession ne transparait dans les chiffres macroéconomiques. La croissance de l'économie mondiale reste saine (3% à 4% par an), sous l'impulsion des marchés émergents et des Etats-Unis. Quant au Japon, il constitue la bonne surprise du moment. Nous pensons également que l'économie américaine va subir les conséquences négatives des ouragans au cours des derniers mois de l'année pour ensuite reprendre un rythme de croissance annuel de 3,4%, grâce aux travaux de reconstruction et aux aides de l'Etat aux régions sinistrées.

Dans ce contexte, ING Investment Management pense que les taux vont progressivement grimper. La pression inflationniste va inciter la Fed à relever les Fed Funds à des niveaux plus neutres (4,5% au premier trimestre de 2006). Dans la zone euro, nous nous attendons aussi à un resserrement de la politique monétaire au cours du premier semestre de 2006. Notre modèle de *fair value* montre également que les rende-

ments obligataires sont fondamentalement trop bas aux Etats-Unis. Les facteurs qui détournent les marchés obligataires de la situation fondamentale vont peu à peu disparaître. Les rendements obligataires de la zone euro vont suivre le mouvement à la hausse des taux américains, bien que dans une moindre mesure. Cela va permettre aux courbes de taux, tant aux Etats-Unis que dans la zone euro, de reprendre progressivement une orientation haussière, mais également de continuer à s'aplatir, dans les prochains mois.

Les marchés d'actions ne montrent pas non plus de signes de récession. Ainsi la croissance bénéficiaire a été revue à la hausse à 10% pour 2005. Nous pensons toutefois que la croissance bénéficiaire des entreprises devrait ralentir (à 6%) en 2006 en raison de la hausse des coûts et du *pricing power* limité. En dépit de cette perspective de ralentissement de la croissance bénéficiaire, les valorisations des actions demeurent peu élevées, en particulier en comparaison avec les valorisations d'autres catégories de placement (immobilier, obligations).

Nous pensons que les actions vont rapporter +/- 6% au cours des 12 prochains mois, même si les marchés devraient stagner dans un premier temps. L'accroissement des pressions inflationnistes va clairement peser sur la performance des marchés obligataires. D'un point de vue tactique, il est donc intéressant de surpondérer les actions au sein d'un portefeuille mixte.



**Steven Steyaert**  
ING Investment  
Management

[steven.steyaert@ingim.com](mailto:steven.steyaert@ingim.com)



## L'ERE POST-ELECTRABEL

**L**a Bourse de Bruxelles ne va pas perdre son caractère défensif après la reprise d'Electrabel par Suez. Elle offrira toujours des alternatives de placement attrayantes avec un profil assez comparable. A ce stade du cycle économique, on pourrait être tenté d'éviter le secteur des services aux collectivités ou le marché belge, mais soulignons néanmoins que le marché belge devrait profiter du réinvestissement des liquidités dégagées par la transaction Suez/Electrabel.

Nous avons dressé deux listes d'alternatives à Electrabel. L'une regroupant les valeurs belges, l'autre centrée sur le secteur des services aux collectivités (voir tableau 1). Toutes les actions reprises dans la sélection belge ne bénéficient pas d'une recommandation à l'achat (comme c'était le cas pour Electrabel), par contraste avec celles sélectionnées dans la liste des services aux collectivités.

### Peu de différence au niveau du rendement...

Le 9 août, Suez a lancé une offre sur les minoritaires d'Electrabel pour un montant de €11,2 milliards. La proposition porte sur 4 actions Suez plus €322 en numéraire (ajusté par la suite à €323.5) contre 1 action Electrabel, ce qui valorise le titre Electrabel à €416,6. Les cours des actions Electrabel et

Suez ont tous les deux bien réagi à cette annonce.

Cette transaction était, dans une large mesure, attendue par le marché, même si le moment choisi a surpris la plupart des observateurs. Suez a d'ailleurs admis que sa décision avait dû être accélérée en raison de l'excellente performance du titre Electrabel au cours des semaines ayant précédé l'opération. Celle-ci semble être motivée tant sur le plan industriel (concentration sur le pôle énergétique) que sur le plan financier (accès à l'intégralité de l'important cash-flow d'Electrabel plutôt qu'à 50% de son dividende). Ci-dessous, nous passons en revue les principales caractéristiques du groupe Suez.

La différence de rendement du dividende entre Suez et Electrabel ne s'avère pas aussi importante que d'aucuns semblent le penser. Rappelons que le rendement du dividende d'Electrabel a fondu depuis la flambée du titre. Le rendement du dividende brut d'Electrabel attendu pour l'exercice 2005 s'élève à 3,9%, soit à peine plus que les 3,6% de Suez. En ce qui concerne la politique du dividende et en ne tenant pas compte des éventuelles divergences dans l'évolution des cours, la croissance du dividende de Suez s'est avérée supérieure à celle d'Electrabel dans le passé. Electrabel a réalisé une augmentation annuelle moyenne historique de 4%, ce chiffre excédant même les 10% si on exclut 2002 et 2003, années pendant lesquelles le dividende n'a pas été modifié en raison de lourdes pertes.

La direction de Suez a annoncé que le dividende allait augmenter

de 10% cette année. Au-delà de 2005, nous tablons sur une croissance du dividende d'environ 5-6% par an (Suez disposant d'une certaine marge pour relever son taux de distribution), soit davantage que le taux de croissance du dividende d'Electrabel jusqu'à présent.

En d'autres termes, en ne tenant pas compte d'éventuelles divergences dans l'évolution des cours ou la croissance du BPA et étant donné le taux de distribution nettement supérieur chez Electrabel (estimé à 80%, contre 63% chez Suez pour 2005), les prévisions de croissance du dividende plaident, pour l'heure, en faveur de Suez.

### ... mais bien au niveau du précompte

Pour les particuliers belges, le précompte mobilier devrait considérablement augmenter, sauf si une solution technique devait être agréée dans l'entretemps, puisqu'ils vont devoir payer la taxe belge (25%) ainsi que la taxe française (25% également) (voir tableau 2). Le coût d'opportunité s'avère d'autant plus élevé lorsqu'on tient compte du strip VVPR. Pour rappel, les strips VVPR (= Verlaagde Voorheffing/Précompte Réduit) correspondent à la matérialisation d'un avantage fiscal généralement lié aux augmentations de capital réalisées après 1994. Cet avantage fiscal consiste en un précompte mobilier sur les dividendes inférieur (15%) à celui qui prévaut généralement (25%). Le strip VVPR représente la différence entre les deux taux de précompte.

Tableau 1 : Alternatives de placement pour Electrabel

| En Belgique              | Dans le secteur des services aux collectivités |
|--------------------------|--|
| - Belgacom               | - Eon  |
| - Dexia                  | - Iberdrola                                    |
| - KBC                    | - Enagas                                       |
| - Solvay                 | - Gas Natural                                  |
| - UCB                    | - National Grid                                |
| - GIMV                   | - Centrica                                     |
| - Ackermans & van Haaren |  |
| - CNP                    |  |
| - Umicore                |  |
| - Duvel                  |  |
| - Van de Velde           |  |
| - Intervest Offices      |  |
| - Intervest Retail       |  |

Source : ING Wholesale Banking.

Tableau 2 : Précompte mobilier sur le dividende d'Electrabel et de Suez

| 2005   | Electrabel | Suez  |
|--|------------|-------|
| Dividende brut (en euro)                             | 16,39      | 0,88  |
| Rendement brut                                       | 3,90%      | 3,60% |
| Rendement après PM de 25%                            | 2,90%      |       |
| Rendement après PM de 25% (avec strip VVPR)          | 3,30%      |       |
| Rendement après PM belge de 25% + PM français de 25% |            | 2,00% |
| Rendement après PM belge de 25% + PM français de 15% |            | 2,40% |

Source : ING Wholesale Banking.

En outre, le précompte mobilier français pourrait passer de 25% à 15% en cas d'application du traité franco-belge contre la double imposition.

En pratique, l'actionnaire d'Electrabel pourrait recevoir un dividende brut de €16,39 en 2005 (rendement de 3,9%), soit €12,29 après déduction du précompte mobilier de 25% et €13,93 avec les strips VVPR. L'actionnaire de Suez pourrait toucher un dividende brut de €0,88 (rendement de 3,6%), soit €0,50 après le calcul du précompte mobilier belge.

## Suez : plus que de l'électricité

Il est important de connaître les principales caractéristiques du groupe Suez afin de savoir s'il est intéressant d'investir dans l'action, en particulier pour un ancien actionnaire d'Electrabel.

Le rachat des parts minoritaires d'Electrabel n'aura pas beaucoup d'impact sur la composition de Suez, vu qu'Electrabel était déjà entièrement consolidé. Suez exerce quatre métiers de base. La branche 'European Electricity & Gas' se compose d'Electrabel, de Distrigaz et de Fluxys et constitue le plus grand contributeur à la valeur de Suez (environ 45%). Suez Environnement, un des leaders mondiaux dans le traitement des eaux et des déchets avec Veolia et RWE, représente 30% de la valeur du groupe. Suez Energy International - électricité & gaz en dehors de l'Europe - détient d'importantes positions aux États-Unis, en Amérique du Sud, au Moyen-Orient et sur les marchés du

gaz naturel liquéfié (LNG) et contribue à hauteur de 20% à la valeur de Suez. Enfin, Suez Energy Services regroupe différentes activités de services liés à l'énergie et équivaut à 5%-10% de la valeur de l'entreprise.

Bien que l'opération devrait considérablement peser sur la dette de Suez, l'augmentation de capital de €2,5 milliards et les désinvestissements de €2 milliards prévus devraient permettre de maintenir celle-ci dans des limites acceptables.

## Bruxelles : pas si bon marché

La reprise d'Electrabel aura d'importantes répercussions sur la Bourse de Bruxelles. Une importante quantité de capitaux va être libérée à cette occasion. La partie numéraire de l'offre équivaut à €8,8 milliards, soit 3,8% de la capitalisation totale du marché belge ou 5% de la capitalisation de marché du BEL20.

Il est évident qu'une partie de cet argent sera réinvestie sur le marché belge. C'est pourquoi nous proposons, dans le tableau 1, quelques idées de réinvestissement en tenant compte d'un style d'investissement le plus proche possible de celui lié à l'action Electrabel (notamment la régularité de l'augmentation du dividende et le niveau élevé du rendement du dividende par rapport à la moyenne du marché).

Mais le marché belge, avec un rendement du dividende de 2,7% pour 2005, n'est plus le moins cher d'Europe, comme il l'a été pendant

des années. Cela s'explique par le fait que le rapport cours/bénéfice (P/E), estimé à 13,7 pour 2005, n'est désormais plus le plus bas d'Europe. A titre d'illustration, le tableau 3 donne le rendement des 50 actions belges suivies par ING Wholesale Banking.

Cette situation résulte de l'excellente performance du marché belge en 2004 et depuis le début de cette année. L'attrait du rendement du dividende et la régularité des politiques de dividende ont probablement joué un rôle majeur dans cette performance, en plus de la faible dépendance au USD. Le résultat : le marché de Bruxelles n'offre désormais plus les meilleures perspectives en matière de rendement du dividende.

A l'avenir, la politique de dividende des sociétés belges pourrait être influencée par les facteurs suivants :

- L'application des normes IFRS pourrait théoriquement peser sur la politique de dividende, et pas seulement en raison de l'accroissement de la volatilité des bénéfices. Selon la loi européenne, les sociétés ne peuvent distribuer un dividende que si elles disposent de réserves distribuables positives. Mais avec les nouvelles normes IFRS, toute une série d'éléments hors caisse - tels que les déficits sur les fonds de pension, les coûts des stock options et les portefeuilles dérivés - sont incorporés dans les comptes pour la première fois et sont susceptibles de faire fondre les réserves. Les sociétés les plus vulnérables sont celles accusant d'importants déficits dans leurs fonds de pension. Cela ne semble pas vraiment concerner les valeurs belges.
- De nouvelles mesures fiscales ont été lancées afin de stimuler le capital à risque, avec effet en 2007. En fait, ces mesures permettent de déduire un certain montant en fonction de l'importance des fonds propres. Selon nous, cela n'aura qu'un impact indirect assez limité sur la politique de dividende puisque la déduction est

Tableau 3 :  
Rendement du dividende des actions belges suivies par ING

| Société                | Rendement brut | Rendement net |           | Capitalisation boursière<br>(mln. euro) | Free float (%) |
|------------------------|----------------|---------------|-----------|---|----------------|
|                        | 2005 (%)       | 2005 (%)      | avec VVPR |   |                |
| Intervest Offices      | 7,4            | 6,3           | –         | 358                                     | 48,7           |
| WDP                    | 6,1            | 5,2           | –         | 319                                     | 70,0           |
| Intervest Retail       | 6,1            | 5,2           | –         | 201                                     | 0,0            |
| Retail Estates         | 5,9            | 5,0           | –         | 149                                     | 69,7           |
| Befimmo                | 5,6            | 4,8           | –         | 833                                     | 60,7           |
| Cofinimmo              | 5,6            | 4,7           | –         | 1243                                    | 70,3           |
| Wereldhave Belgium     | 5,3            | 4,5           | –         | 371                                     | 31,8           |
| Belgacom               | 5,3            | 4,5           | –         | 9732                                    | 0,4            |
| Melexis                | 4,8            | 3,6           | –         | 452                                     | 51,5           |
| Leasinvest             | 4,4            | 3,3           | –         | 231                                     | 0,6            |
| Tessengerlo            | 4,3            | 3,2           | 3,6       | 763                                     | 73,6           |
| Electrabel             | 4,0            | 3,0           | 3,4       | 22714                                   | 45,0           |
| Home Invest            | 3,9            | 3,9           | –         | 84                                      | 60,6           |
| Barco                  | 3,7            | 2,8           | 3,1       | 734                                     | 90,5           |
| Dexia                  | 3,6            | 2,7           | 3,0       | 19866                                   | 53,5           |
| Mobistar               | 3,5            | 2,6           | –         | 3916                                    | 42,5           |
| KBC                    | 3,5            | 2,6           | 3,0       | 24498                                   | 30,0           |
| Agfa-Gevaert           | 3,4            | 2,6           | –         | 2587                                    | 75,0           |
| Dolmen                 | 3,4            | 2,5           | –         | 83                                      | 46,0           |
| Solvay                 | 3,2            | 2,4           | –         | 7274                                    | 74,0           |
| Bekaert                | 3,0            | 2,3           | 2,6       | 1444                                    | 60,0           |
| Brantano               | 2,7            | 2,1           | –         | 131                                     | 39,6           |
| Econocom               | 2,7            | 2,0           | –         | 192                                     | 45,9           |
| Sioen Industries       | 2,5            | 1,9           | –         | 186                                     | 34,7           |
| Delhaize               | 2,5            | 1,8           | –         | 4597                                    | 0,0            |
| Colruyt                | 2,4            | 1,8           | 2,1       | 3805                                    | 40,0           |
| Umicore                | 2,3            | 1,7           | 1,9       | 1939                                    | 92,0           |
| Recticel               | 2,2            | 1,7           | –         | 215                                     | 34,2           |
| Duvel Moortgat         | 2,2            | 1,7           | 1,9       | 145                                     | 23,6           |
| Van de Velde           | 2,1            | 1,6           | –         | 362                                     | 40,6           |
| UCB                    | 2,0            | 1,5           | –         | 6664                                    | 58,5           |
| RTL                    | 1,9            | 1,4           | –         | 8787                                    | 8,8            |
| Roularta Media Group   | 1,6            | 1,2           | 1,4       | 496                                     | 25,7           |
| EVS                    | 1,6            | 1,2           | –         | 337                                     | 42,9           |
| InBev                  | 1,3            | 1,0           | 1,1       | 18277                                   | 28,0           |
| D'leteren              | 1,3            | 1,0           | 1,1       | 1051                                    | 41,5           |
| IRIS                   | 1,3            | 0,9           | 1,1       | 49                                      | 86,5           |
| Deceuninck             | 1,0            | 0,7           | –         | 542                                     | 59,0           |
| Solvus                 | 0,7            | 0,5           | 0,6       | 582                                     | 49,2           |
| Resilux                | 0,6            | 0,5           | –         | 77                                      | 45,4           |
| Omega Pharma           | 0,6            | 0,4           | –         | 1307                                    | 64,0           |
| IBA                    | 0,0            | 0,0           | –         | 160                                     | 55,1           |
| Innogenetics           | 0,0            | 0,0           | –         | 275                                     | 0,7            |
| ICOS Vision Systems    | 0,0            | 0,0           | –         | 263                                     | 74,2           |
| Option                 | 0,0            | 0,0           | –         | 388                                     | 81,1           |
| Systemat               | 0              | 0,0           | –         | 47                                      | 75,1           |
| Telindus               | 0,0            | 0,0           | –         | 373                                     | 64,0           |
| Ackermans & van Haaren | 2,1            | 1,6           | 1,8       | 1198                                    | 67,0           |
| Bois Sauvage           | 4,6            | 3,5           | –         | 333                                     | 0,5            |
| Brederode              | 2,9            | 2,2           | 2,5       | 804                                     | 0,0            |
| Nationale Port. Mij    | 2,5            | 1,8           | 2,1       | 3731                                    | 0,0            |
| GBL                    | 2,9            | 2,2           | 2,5       | 10718                                   | 0,0            |
| GIMV                   | 5,5            | 4,1           | –         | 958                                     | 0,0            |
| Quest for Growth       | 0,0            | 0,0           | –         | 47                                      | 92,0           |

Source : ING Wholesale Banking.

liée à l'importance des fonds propres et pas à la politique de distribution des bénéfices.

- Nous ne pouvons pas exclure que la suppression du système de double imposition des dividendes - tant au niveau des sociétés qu'au niveau des particuliers - aux Etats-Unis puisse, dans une certaine mesure, inspirer les pays européens à plus long terme. La gestion d'une politique de dividende pourrait alors devenir un instrument financier plus flexible que les rachats d'actions. Ces derniers devraient néanmoins rester possibles étant donné la solidité des bilans.

## Le caractère défensif subsiste

L'offre de Suez sur Electrabel ne va pas nécessairement entraîner de grands bouleversements sur le Bel20, non seulement parce que le règlement du Bel20 semble permettre l'entrée de Suez dans l'indice une fois la transaction finalisée, mais aussi parce que le marché belge comprend d'autres actions attrayantes pour leur dividende et leur politique en la matière.

Retirer Electrabel du Bel20 avant de le remplacer par Suez ne va pas totalement bouleverser les possibilités de placements alternatifs.

Dans l'ensemble, le caractère défensif du marché n'a pas vraiment changé par rapport aux années précédentes. Dans une perspective pluriannuelle, la sortie d'Electrabel est compensée par l'entrée d'Inbev et de Belgacom.

La petite taille du marché belge entraîne une certaine hétérogénéité en termes de représentation sectorielle. On peut néanmoins affirmer que le marché a toujours été considéré comme un marché sensible à l'évolution des taux d'intérêt, puisque les valeurs financières, les services aux collectivités et les holdings représentent ensemble 59% de la capitalisation de marché de l'indice Bel20, qui lui-même compte pour 78% de la capitalisation totale du marché belge.

En terme d'allocation d'actions, le marché belge est actuellement sous-pondéré en raison des positions prises sur les principaux secteurs qui le composent. Il faut néanmoins reconnaître que la répartition géographique a repris un peu de terrain face à la répartition sectorielle en Europe de l'Ouest au cours de l'année écoulée, même si cela concerne moins les petits pays, qui, par définition, ne reproduisent pas la même répartition sectorielle que celle présente au niveau européen ou mondial.

Dans quel contexte le marché belge est-il sous-pondéré ? Les actions européennes ont quasi systématiquement surperformé les obligations depuis le début de l'année. Le return total du FTSE Eurofirst 100 depuis le début de l'année s'élève à 14,2%, soit légèrement en dessous du return du secteur des services aux collectivités et mieux que les obligations à 10 ans européennes.

Cela contraste fortement avec la situation en 2004, année au cours de laquelle les deux classes d'actifs avaient évolué de concert. A l'époque, les obligations avaient réalisé le même return total que les actions, mais avec une volatilité moindre, ce qui les rendait plus attrayantes sur une base ajustée de risque. La situation a changé depuis lors.

Viser une augmentation des bénéfices ou une augmentation du ratio cours/bénéfice produit des effets quasi similaires, mais ce dernier dissimule néanmoins d'importantes divergences au niveau des facteurs qui le composent. Les prévisions des taux longs ont chuté de 4,5% à 3,5% alors que l'inflation des prix à la consommation (headline CPI) a grimpé de 1,6% à 2,9%.

Nous pensons que l'appétit pour le risque est en train de s'inverser, ou plutôt qu'il n'est pas possible qu'il diminue davantage. En d'autres termes, la progression des actions est surtout due à l'effondrement des taux à long terme réels et pas vraiment au recul de la prime de risque. Depuis le début du mois de mai, la prime de risque des actions avoisine les 6,7%, soit son niveau le plus élevé en dix ans. Sur base d'une meilleure visibilité des bénéfices - l'écart moyen des estimations des analystes autour du consensus -, la prime de risque devrait être plus basse. Toutefois, alors que les prix pétroliers demeurent élevés, les actions devraient continuer à s'échanger nettement en dessous de leur 'fair value'.

Nous pensons aussi qu'une grande partie de la pression à la vente liée aux modifications structurelles a disparu. Depuis le début

de l'année, aucun investisseur n'a encore été forcé de vendre des actions pour des raisons de solvabilité ou de réglementation. S'ils venaient à devoir réduire leurs positions en actions à moyen terme, les investisseurs pourraient le faire en consacrant de nouveaux flux de capitaux à d'autres actifs, plutôt qu'en vendant des actions directement.

Cela étant dit, seuls quelques secteurs bénéficient d'une surpondération, à savoir les ressources de base, les soins de santé, les biens & services industriels, les assurances et les télécommunications. Les secteurs sous-pondérés sont l'industrie chimique, l'alimentation & les boissons et les services aux collectivités.



**Jean-Marie  
Caucheteux**  
ING Wholesale  
Banking

[jean-marie.caucheteux@ing.be](mailto:jean-marie.caucheteux@ing.be)



## MOITIE DE LA CAPITALISATION PARTIE A L'ETRANGER

**A**vec la reprise d'Electrabel par Suez, l'un des poids lourds de la Bourse de Bruxelles - environ 10% de la capitalisation totale - est appelé à disparaître. Il ne s'agit pas du premier 'joyau de la couronne' passant en mains étrangères. Les 10 principales acquisitions de la décennie écoulée ont amputé la capitalisation boursière de près de la moitié.

La reprise du géant du secteur de l'électricité Electrabel par la société française Suez est jusqu'ici la dernière d'une longue série. Depuis la moitié des années nonante, les acquisitions de sociétés phares belges par des entreprises étrangères ont été légion. Il est difficile de chiffrer précisément l'impact de ces opérations sur la capitalisation boursière et l'influence étrangère dans l'actionariat, puisque les reprises ont eu lieu à des moments différents et que le nombre d'actions, les sociétés cotées et leur capitalisation sont en perpétuel mouvement. Il n'existe qu'un moyen pour établir un bilan global, même si celui-ci reste approximatif : remonter à une époque assez éloignée dans le passé pour que tous les joyaux disparus y soient encore cotés. Il est alors possible de vérifier ce que l'impact aurait été si les sociétés concernées avaient à ce moment toutes été reprises et retirées de la cote de façon concomitante. Le département d'études d'ING Belgique, qui publie chaque année une analyse de l'actionariat des sociétés belges de la Bourse de Bruxelles, s'est plongé dans ses archives et en a ressorti la cote de fin 1995.

### 50 survivants

L'étude réalisée au début de 1996 nous apprend qu'à la fin de l'année 1995, 139 actions belges étaient cotées à la Bourse de Bruxelles. Parmi celles-ci, 89 ont tiré leur révérence. Seuls 50 noms d'alors se retrouvent tels quels dans la cote actuelle. Nous parlons ici de "noms", car certaines sociétés ont tout simplement requinqué leur enseigne, comme Corona Lotus qui

est devenu Lotus Bakeries. Il faut, en revanche, être déjà plus féru en la matière pour savoir que derrière Zenitel se cache l'ancien SAIT Electronics ou que le groupe immobilier Atenor s'appelait jusqu'en 1997 Lonhro et plus tôt encore Cominière. D'autres sociétés ont subi une restructuration en profondeur et ont été incorporées, après des fusions et acquisitions, dans un ensemble plus vaste portant un autre nom, tels Almanij, Gevaert et l'ancienne Kredietbank qui font aujourd'hui partie de KBC.

En réalité, le nombre de sociétés qui ont subsisté est donc supérieur à 50, même si ceci ne peut être déterminé avec une précision scientifique. Pour établir le véritable bilan des vicissitudes de la Bourse de Bruxelles, il faudrait également tenir compte des nouvelles entreprises qui sont venues s'ajouter à la cote, comme Belgacom et InBev. Si le nombre d'actions cotées avoisine toujours les 130 aujourd'hui, c'est dû, par ailleurs, à l'intégration suc-

cessive d'autres bourses ou marchés au sein d'Euronext Brussels : le Euro-NM, l'Easdaq, le Nasdaq et, depuis le début de cette année, le Second Marché ont amené tour à tour une série d'actions de petite taille en Bourse de Bruxelles.

### Les Français en tête

Il n'en reste pas moins que les principales sociétés ont disparu au cours de la décennie écoulée et que, quasiment dans tous les cas, elles sont passées en mains étrangères. En considérant la cote de 1995, il est possible de vérifier le poids des 10 principales sociétés acquises par des étrangers (voir tableau). Ensemble, elles représentaient à la fin de 1995 une capitalisation boursière de 1.398 milliards de francs belges de l'époque, soit 43,2% de la capitalisation boursière de 3.238 milliards de francs de 1995. On peut dès lors dire qu'à la suite des reprises par des sociétés non belges, près de la moitié de la capitalisation est passée sous

Tableau : Top 10 des reprises étrangères en % de la capitalisation boursière de 1995

| Année   | Société             | Acquéreur           | Nat. | % capitalisation de 1995 |
|---|---------------------|---------------------|------|--------------------------|
| 1997  | BBL                 | ING                 | NL   | 3,49%                    |
| 1998  | ROYALE BELGE        | AXA                 | FR   | 3,16%                    |
| 1998  | GEN. MIJ VAN BELGIË | SUEZ                | FR   | 5,56%                    |
| 1999  | PETROFINA           | TOTAL               | FR   | 6,46%                    |
| 1999  | TRACTEBEL           | SUEZ                | FR   | 5,66%                    |
| 1999  | CBR                 | HEIDELBERGER ZEMENT | D    | 1,67%                    |
| 2000  | COCKERILL-SAMBRE    | USINOR/ARCELOR      | FR   | 1,74%                    |
| 2002  | COBEP               | BNP-PARIBAS         | FR   | 1,60%                    |
| 2002  | GIB                 | CARREFOUR           | FR   | 1,42%                    |
| 2005  | ELECTRABEL          | SUEZ                | FR   | 12,41%                   |
| <b>TOTAL DES 10 REPRISES</b>                        |                     |                     |      | <b>43,18%</b>            |
| <b>TOTAL DE LA CAPITALISATION BOURSIERE DE 1995</b> |                     |                     |      | <b>100%</b>              |

contrôle étranger (et a finalement disparu de la bourse car les actions ont été retirées de la cote après la reprise intégrale de l'entreprise).

Les groupes français ont racheté 38% de la capitalisation boursière. Suez a donné le ton avec la prise de contrôle de la Société Générale, de Tractebel et, désormais, d'Electrabel. La Royale Belge a été reprise par Axa, Petrofina par Total, Cockerill-Sambre par Usinor, Cobepa par BNP-Paribas et GIB par Carrefour. Les Néerlandais ont acquis 3,5% de la capitalisation (reprise de la BBL par ING) et les Allemands 1,7% (reprise de CBR par Heidelberger Cement). Les acquisitions étrangères ont atteint au total un peu plus de 43,2% de la capitalisation, car nous nous limitons ici aux 10 principales transactions. Le pourcentage total ne devrait cependant guère être supérieur. En effet, la onzième reprise concerne Glaverbel (passé sous le contrôle de la société japonaise Asahi Glass), qui représente à peine 0,7% de la capitalisation boursière. Les autres acquisitions portent donc sur de très petites capitalisations (comme Walibi, Desimpel, Société belge des Bétons) qui n'influencent guère sur le résultat, à l'inverse des "big caps" qui ont changé de propriétaires.

Pour la bonne règle : ceci signifie que l'autre moitié de la capitalisation boursière de 1995 n'a pas été reprise par des actionnaires étrangers et qu'une multitude de sociétés d'alors ont continué à croître

sous pavillon belge. Parmi celles-ci, on trouve de grands noms tels que Solvay, UCB, Union Minière (désormais sous l'enseigne Umicore), Bekaert et Delhaize, ainsi que les regroupements au sein des groupes KBC, Fortis et GBL.

## Plus ou moins ?

Dans l'analyse annuelle qu'ING Belgique consacre à l'actionnariat, les nombreuses acquisitions de grandes sociétés belges cotées par des étrangers ont pour résultat singulier que l'influence étrangère ne cesse de régresser en Bourse de Bruxelles. Les sociétés rachetées sont, en effet, rapidement retirées de la cote, de sorte que la part des actions restantes contrôlées par l'étranger diminue. En réalité, l'influence des entreprises étrangères dans la vie économique belge a bien sûr augmenté. Le département d'études d'ING a dès lors réalisé une simulation en imaginant que les 10 principales reprises aient porté sur 99,9% des actions et que la cotation des actions restantes et donc des sociétés acquises n'ait pas été supprimée. Que serait-il advenu dans ce cas de l'influence étrangère sur la capitalisation boursière, laquelle s'élevait à 35,6% en 1995 ? On constate de la sorte que 57,1% de la capitalisation boursière de 1995 seraient contrôlés par l'étranger.

Cet exercice peut paraître quelque peu irréaliste, mais il n'est pas moins irréaliste que l'évolution qui res-

sort des études annuelles sur l'actionnariat, soit un recul systématique de l'influence étrangère sur la Bourse de Bruxelles (de 35,6% de la capitalisation en 1995 à 15,1% en 2004), alors qu'il n'y a jamais eu autant de grandes sociétés en mains étrangères.

La Belgique n'est pas pour rien le pays du surréalisme. Bientôt, la société française Suez sera cotée sur Euronext Brussels et sera même incorporée dans le BEL 20, l'indice des principales actions belges. D'importants événements socio-économiques se déroulant en France, comme l'élection d'un nouveau président ou gouvernement, auront dès lors un impact sur le baromètre de la place boursière bruxelloise.



**Jerry van Waterschoot**  
*Etudes Economiques*

[jerry.vanwaterschoot@ing.be](mailto:jerry.vanwaterschoot@ing.be)

## INDEX DES ARTICLES PARUS EN 2005

| BOURSE ET INVESTISSEMENTS   | N°   | DATE              |
|---|------|-------------------|
| Stratégie d'investissement : vivre avec les bénéfiques du doute . . . . .                         | 2400 | Janvier/Février   |
| Marché d'actions : value stocks pour bien débuter l'année . . . . .                               | 2400 | Janvier/Février   |
| Stratégie d'investissement : l'année du coq, l'année des changements . . . . .                    | 2401 | Mars/Avril        |
| Marchés obligataires internationaux :<br>les obligations «supersubordonnées» : oui, mais. . . . . | 2401 | Mars/Avril        |
| Un vent nouveau souffle sur l'actionariat . . . . .   | 2402 | Mai/Juin          |
| Stratégie d'investissement : diversifier son portefeuille via l'immobilier . . . . .              | 2402 | Mai/Juin          |
| Marché des changes : devises de l'Est : dernière ligne droite pour le SME II . . . . .            | 2402 | Mai/Juin          |
| Fonds de placement : Hedge funds : les chiffres ne disent pas tout . . . . .                      | 2403 | Juillet/Août      |
| Composez un portefeuille «stylé» . . . . .  | 2404 | Septembre/Octobre |
| Stratégie d'investissement : les marchés d'actions en roue libre. . . . .                         | 2404 | Septembre/Octobre |
| Stratégie d'investissement : les taux prévoient-ils une récession ? . . . . .                     | 2405 | Novembre/Décembre |
| Marché d'actions: l'ère post-Electrabel . . . . .   | 2405 | Novembre/Décembre |
| Bourse de Bruxelles : moitié de la capitalisation partie à l'étranger . . . . .                   | 2405 | Novembre/Décembre |

| ECONOMIE BELGE  | N°   | DATE              |
|---|------|-------------------|
| La Belgique se porte mieux . . . . .                              | 2400 | Janvier/Février   |
| Propriété immobilière : une solution au vieillissement? . . . . . | 2401 | Mars/Avril        |
| L'économie belge dans l'impasse . . . . .                         | 2403 | Juillet/Août      |
| Les Belges et l'entreprenariat . . . . .                          | 2404 | Septembre/Octobre |
| Devenons-nous une nation d'héritiers? . . . . .                   | 2405 | Novembre/Décembre |

| ECONOMIE INTERNATIONALE                 | N°   | DATE            |
|---|------|-----------------|
| L'économie mondiale temporise . . . . . | 2400 | Janvier/Février |
| Le calvaire de Lisbonne . . . . .       | 2401 | Mars/Avril      |

### Bulletin Financier ING Belgique SA

ING Belgique SA  
Avenue Marnix 24 – 1000 Bruxelles  
Tel. : (02) 547.34.31 - Fax : (02) 547.80.63  
E-mail : bulfinber@ing.be

**Editeur responsable:**  
A. de Kerchove de Denterghem  
Avenue Marnix 24 - 1000 Bruxelles

**Rédacteur en chef :**  
Jerry van Waterschoot

**Copyright :**  
Reproduction autorisée  
sous réserve de mention de la source

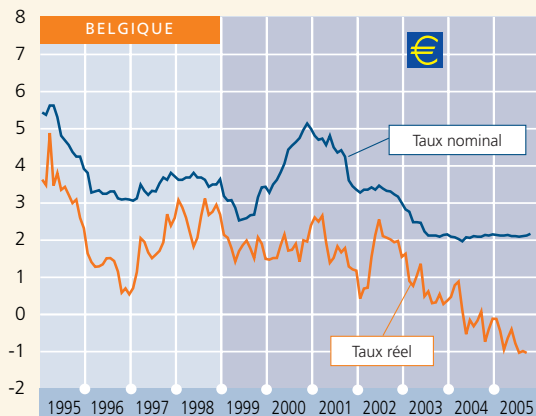
**N° ISSN :** 0771-6273      **Photo :** Masterfile

Le Bulletin Financier peut également être consulté sur le site d'ING Belgique : [www.ing.be/private/publications.jsp](http://www.ing.be/private/publications.jsp)

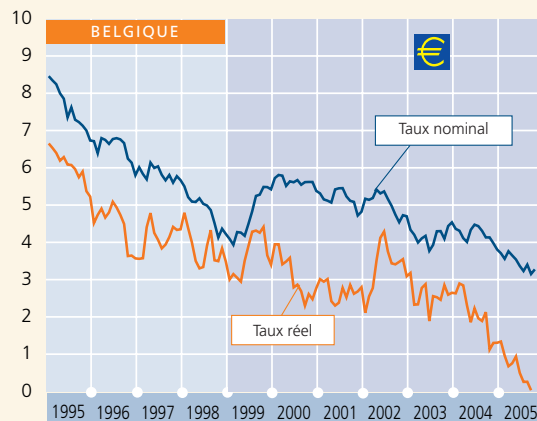
Les analyses et prévisions proviennent de divers départements d'ING Belgique. Elles sont livrées dans un but exclusif d'information.

# LES TAUX D'INTÉRÊT EN GRAPHIQUES

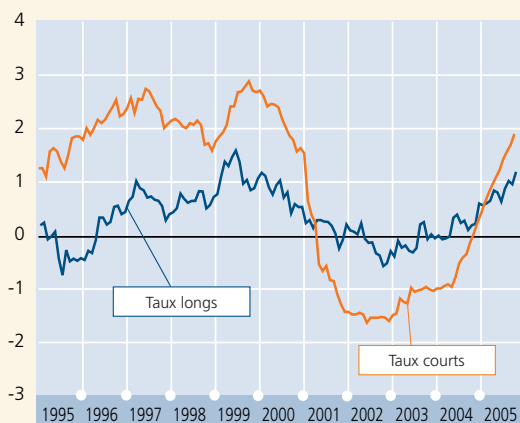
### TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



### TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME

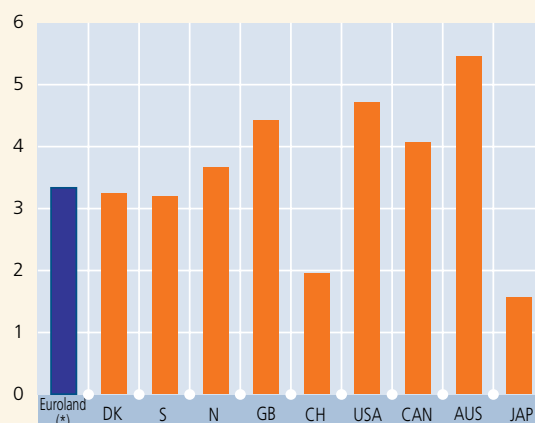


### DIFFÉRENTIEL D'INTÉRÊT USA-EUROLAND (\*)



(\*) taux allemand

### COMPARAISON DES TAUX À LONG TERME (18.10.05)



(\*) taux allemand

### INDICE ING SICAFI

| Fin du mois | Indice return | Rendement |
|-------------|---------------|-----------|
| Sept. 04    | 184,15        | 5,60%     |
| Oct. 04     | 185,78        | 5,54%     |
| Nov. 04     | 190,49        | 5,40%     |
| Déc. 04     | 191,78        | 5,47%     |
| Jan. 05     | 198,19        | 5,30%     |
| Fév. 05     | 200,36        | 5,25%     |
| Mars 05     | 196,89        | 5,34%     |
| Avril 05    | 203,90        | 5,18%     |
| Mai 05      | 209,81        | 5,17%     |
| Juin 05     | 215,50        | 5,03%     |
| Juillet 05  | 217,19        | 5,02%     |
| Août 05     | 226,70        | 4,81%     |
| Sept. 05    | 228,82        | 4,78%     |

### INDICE ING 30

(VALEURS INSTITUTIONNELLES BELGES)

| Fin 1963 = 100 | 26 octobre 2005 |               |            |       |      |         | Extrêmes 2005 |      | ± % depuis 1 an |
|----------------|-----------------|---------------|------------|-------|------|---------|---------------|------|-----------------|
|                | Indice          | Rendt. (en %) | Net B/Div. | P/E   | P/CF | Max.    | Min.          |      |                 |
| Industr.       | 715,7           | 2,43          | 1,13       | 14,07 | 8,0  | 737,9   | 640,3         | 13,1 |                 |
| Distrib.       | 1.518,0         | 1,70          | 1,61       | 13,13 | 7,5  | 1.831,6 | 1.449,6       | -3,3 |                 |
| Util. pub.     | 1.298,9         | 2,88          | 0,95       | 22,09 | 12,8 | 1.326,4 | 1.016,5       | 40,3 |                 |
| Financ.        | 1.166,4         | 2,45          | 1,11       | 11,55 | 9,5* | 1.212,3 | 983,1         | 31,2 |                 |
| Général        | 1.053,1         | 2,46          | 1,11       | 13,14 | 8,9  | 1.086,0 | 920,8         | 24,2 |                 |

Net B/Div.= Net Bond/Dividend yield (rapport «rendement net des emprunts d'Etat/rendement net des actions» sur base des dividendes acquis).

P/E= Price/earnings (rapport cours/bénéfices nets).

P/CF= Price/cash flow (rapport cours/bénéfices nets + amortissements).

\* ce chiffre ne concerne que le secteur bancaire.

### INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

|            | Base 1996 |        | Base 1988 |        |
|------------|-----------|--------|-----------|--------|
|            | Général   | Santé  | Général   | Santé  |
| Sept. 04   | 115,52    | 114,08 | 141,78    | 137,55 |
| Oct. 04    | 116,08    | 114,49 | 142,46    | 138,04 |
| Nov. 04    | 115,94    | 114,48 | 142,29    | 138,03 |
| Déc. 04    | 115,56    | 114,25 | 141,83    | 137,75 |
| Jan. 05    | 115,88    | 114,68 | 142,22    | 138,27 |
| Fév. 05    | 116,66    | 115,28 | 143,18    | 138,99 |
| Mars 05    | 117,41    | 115,90 | 144,10    | 139,74 |
| Avril 05   | 117,68    | 115,87 | 144,43    | 139,70 |
| Mai 05     | 117,85    | 116,09 | 144,64    | 139,97 |
| Juin 05    | 118,21    | 116,29 | 145,08    | 140,21 |
| Juillet 05 | 118,92    | 116,76 | 145,95    | 140,78 |
| Août 05    | 119,03    | 116,78 | 146,09    | 140,80 |
| Sept. 05   | 119,17    | 116,65 | 146,26    | 140,64 |