

L'intérêt réel des placements en Belgique

EC 40
23-9-1994

née considérée et le mois de décembre de l'année précédente.

L'intérêt apparent est le taux de rendement moyen à l'émission pour le souscripteur des obligations à plus

(d'un an émises par le secteur public en francs belges). Pour une année, on peut en calculer la moyenne arithmétique. On peut aussi calculer une moyenne pondérée en supposant

que les taux évoluent linéairement entre chaque échéance d'émission.

En pratique, la différence entre la moyenne arithmétique et la moyenne ainsi pondérée est très faible.

D'autre part, chaque année étant caractérisée par un seul taux moyen, on suppose implicitement que la «yield curve» est plate, c'est-à-dire

que les taux de rendement sont les mêmes quelle que soit la durée des obligations.

ÉVOLUTION DANS LE TEMPS

L'évolution de l'intérêt apparent, de l'inflation et de l'intérêt réel dans le

temps est illustrée par les graphiques 1 et 2. On distingue deux sous-périodes 1950-1973 et 1976-1993 séparées par le pic d'inflation des années 1974-75. Les moyennes sont

repris dans le tableau 1. On observe que les sous-périodes 1950-1970 et 1971-1993, bien que très diffé-

rentes quant à l'intérêt apparent et à l'inflation, fournissent un intérêt réel

moyen voisin de la moyenne générale de 3,63%.

Le graphique 1 suggère un certain parallélisme dans le temps entre l'intérêt apparent et l'index au cours de chacune des 2 sous-périodes 1950-

1973 et 1976-1993. Un parallélisme exact signifierait que l'écart, c'est-à-dire l'intérêt réel, est sensiblement constant dans le temps, donc représenté par une droite horizontale.

Après une vue, le graphique 2 suggère que l'intérêt réel peut effectivement être représenté par une droite à peu près horizontale. Pour y voir plus clair, on ajuste l'intérêt réel par une droite dite de régression, qui

«passe le mieux au travers» des points représentatifs. Le graphique 2 reproduit également la droite de régression de l'intérêt réel. Cette

droite, bien que peu inclinée, indique une tendance à la hausse de

l'intérêt réel au cours de la période 1950-1993. Bien entendu, il serait téméraire d'extrapoler cette tendance pour le futur! Pour s'en convaincre, il suffit de considérer la

tendance des 10 dernières années, soit la période 1984-1993, illustrée par une droite de régression résolument inclinée à la baisse.

Le graphique 3 reproduit les points dont l'abscisse indique les intérêts apparents et l'ordonnée, l'intérêt réel correspondant. La droite de régression montre que l'intérêt réel n'a que très faiblement tendance à

augmenter lorsque l'intérêt apparent augmente. Cette faible corrélation est confirmée par le tableau 2, qui fournit les coefficients de corrélation. Il s'agit d'un pourcentage compris entre -100% et +100% utilisé par les statisticiens pour mesurer

l'intensité de la liaison linéaire entre 2 variables. Au cours de chacune des sous-périodes 1950-1973 et 1976-1993, la corrélation est encore plus faible. Quel que soit l'intérêt apparent, l'intérêt réel a tendance à demeurer dans le voisinage de sa

moyenne qui, rappelons-le, est de 3,63%.

EFFETS PERVERS DE L'INFLATION

La fiscalité s'exerce sous forme d'un impôt (précompte) qui s'applique à l'intérêt apparent. Le tableau 3 fournit l'intérêt réel net d'impôt dans quelques hypothèses d'imposition: 0% (c'est-à-dire intérêt réel brut), 15% et 25%.

Au cours de la période 1950-1970 (intérêt apparent: 5,78% en moyenne), un précompte de 15% aurait ramené l'intérêt réel moyen brut de 3,36% à 2,51%, soit une ponction fiscale de 25% (=1-251/336) de sa valeur. Coïncidence: au cours de la période 1971-1993 (intérêt apparent: 9,58% en moyenne), un précompte de 15% aurait ramené l'intérêt réel moyen brut de 3,87% au même niveau de 2,51%, mais la ponction fiscale aurait atteint 35% (=1-251/387) de sa valeur. Avec un précompte de 25%, la ponction fiscale aurait été respectivement de 42% et 58% de l'intérêt réel brut.

Le graphique 1 suggère un certain parallélisme dans le temps entre l'intérêt apparent et l'index au cours de chacune des 2 sous-périodes 1950-

1973 et 1976-1993. Un parallélisme exact signifierait que l'écart, c'est-à-dire l'intérêt réel, est sensiblement constant dans le temps, donc représenté par une droite horizontale.

Après une vue, le graphique 2 suggère que l'intérêt réel peut effectivement être représenté par une droite à peu près horizontale. Pour y voir plus clair, on ajuste l'intérêt réel par une droite dite de régression, qui

«passe le mieux au travers» des points représentatifs. Le graphique 2 reproduit également la droite de régression de l'intérêt réel. Cette

droite, bien que peu inclinée, indique une tendance à la hausse de

l'intérêt réel au cours de la période 1950-1993. Bien entendu, il serait téméraire d'extrapoler cette tendance pour le futur! Pour s'en convaincre, il suffit de considérer la

tendance des 10 dernières années, soit la période 1984-1993, illustrée par une droite de régression résolument inclinée à la baisse.

Le graphique 3 reproduit les points dont l'abscisse indique les intérêts apparents et l'ordonnée, l'intérêt réel correspondant. La droite de régression montre que l'intérêt réel n'a que très faiblement tendance à

augmenter lorsque l'intérêt apparent augmente. Cette faible corrélation est confirmée par le tableau 2, qui fournit les coefficients de corrélation. Il s'agit d'un pourcentage compris entre -100% et +100% utilisé par les statisticiens pour mesurer

l'intensité de la liaison linéaire entre 2 variables. Au cours de chacune des sous-périodes 1950-1973 et 1976-1993, la corrélation est encore plus faible. Quel que soit l'intérêt apparent, l'intérêt réel a tendance à demeurer dans le voisinage de sa

moyenne qui, rappelons-le, est de 3,63%.

EFFETS PERVERS DE L'INFLATION

La fiscalité s'exerce sous forme d'un impôt (précompte) qui s'applique à l'intérêt apparent. Le tableau 3 fournit l'intérêt réel net d'impôt dans quelques hypothèses d'imposition: 0% (c'est-à-dire intérêt réel brut), 15% et 25%.

Au cours de la période 1950-1970 (intérêt apparent: 5,78% en moyenne), un précompte de 15% aurait ramené l'intérêt réel moyen brut de 3,36% à 2,51%, soit une ponction fiscale de 25% (=1-251/336) de sa valeur. Coïncidence: au cours de la période 1971-1993 (intérêt apparent: 9,58% en moyenne), un précompte de 15% aurait ramené l'intérêt réel moyen brut de 3,87% au même niveau de 2,51%, mais la ponction fiscale aurait atteint 35% (=1-251/387) de sa valeur. Avec un précompte de 25%, la ponction fiscale aurait été respectivement de 42% et 58% de l'intérêt réel brut.

Les effets pervers de l'inflation se trouvent ainsi mis en évidence:

• l'inflation entraîne une ponction fiscale nettement plus lourde sur l'intérêt réel que sur l'intérêt apparent;

• pour un même intérêt réel, cette ponction est d'autant plus lourde que l'intérêt apparent est plus grand;

• l'inflation peut modifier le classement des intérêts réels nets, comme le montrent les 2 dernières lignes du tableau 3.

INTÉRÊT RÉEL ET CROISSANCE DU REVENU NATIONAL

Les sous-périodes 1950-1970 et 1971-1993, bien que très différentes quant à l'intérêt apparent et à l'inflation, fournissent non seulement un intérêt réel moyen brut voisin de la

moyenne générale de 3,63% mais aussi, dans l'hypothèse d'un précompte de 15%, un intérêt réel moyen net égal à la moyenne générale de 2,51%. Ce niveau de 2,51% est plus proche du taux de croissance du revenu national (au mieux 3%?), auquel l'intérêt réel ne saurait être indéfiniment supérieur. Même si, au cours de la sous-période 1976-1993, l'intérêt réel moyen a atteint 5,20% brut (3,77% net). Et même si, pour 1994, on ne peut exclure un résultat du même ordre de grandeur.

En Belgique, l'inflation a ramené l'intérêt des placements à long terme autour de 3,5% en moyenne depuis 1950, avant impôt. Quel que soit l'intérêt apparent, l'intérêt réel a tendance à demeurer dans le voisinage de cette moyenne, sous-ligne Christian Jaumain, professeur à l'UCL (1).

Période	Intérêt apparent	Inflation	Intérêt réel
1950-1993	7,77%	4,05%	3,63%
1950-1973	5,99%	2,89%	3,06%
1976-1993	9,98%	4,56%	5,20%
1950-1970	5,78%	2,38%	3,36%
1971-1993	9,58%	5,57%	3,87%

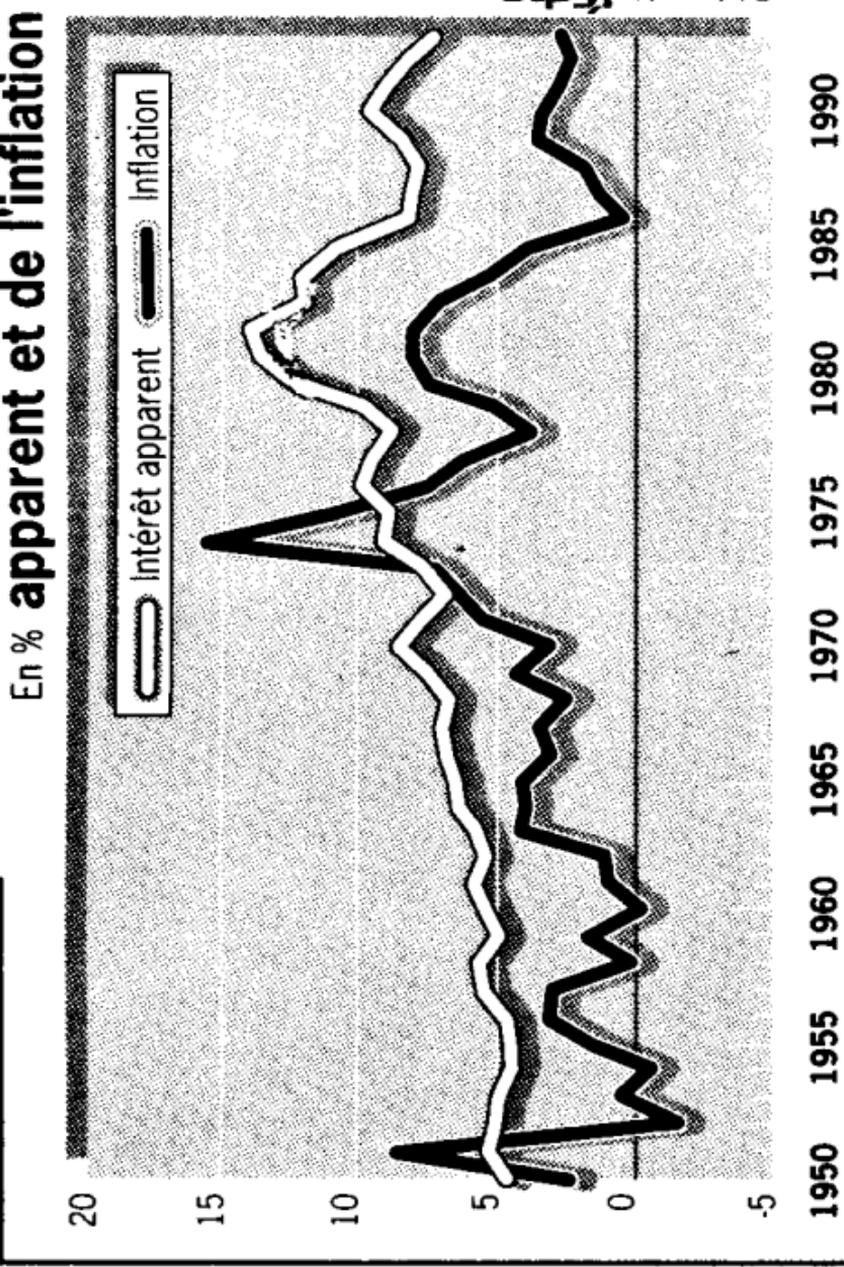
Période	Entre intérêt apparent et intérêt réel
1950-1993	20,31%
1950-1973	- 9,10%
1950-1970	- 7,14%

Précompte	0%	15%	25%
1950-1993	3,63%	2,51%	1,77%
1950-1970	3,36%	2,51%	1,95%
1971-1993	3,87%	2,51%	1,61%

(1) Cet article est le résumé d'une étude qui peut être obtenue sur demande adressée à l'auteur, BP 10, 1380 Lasne. Joindre 48 F de timbres-poste pour frais.

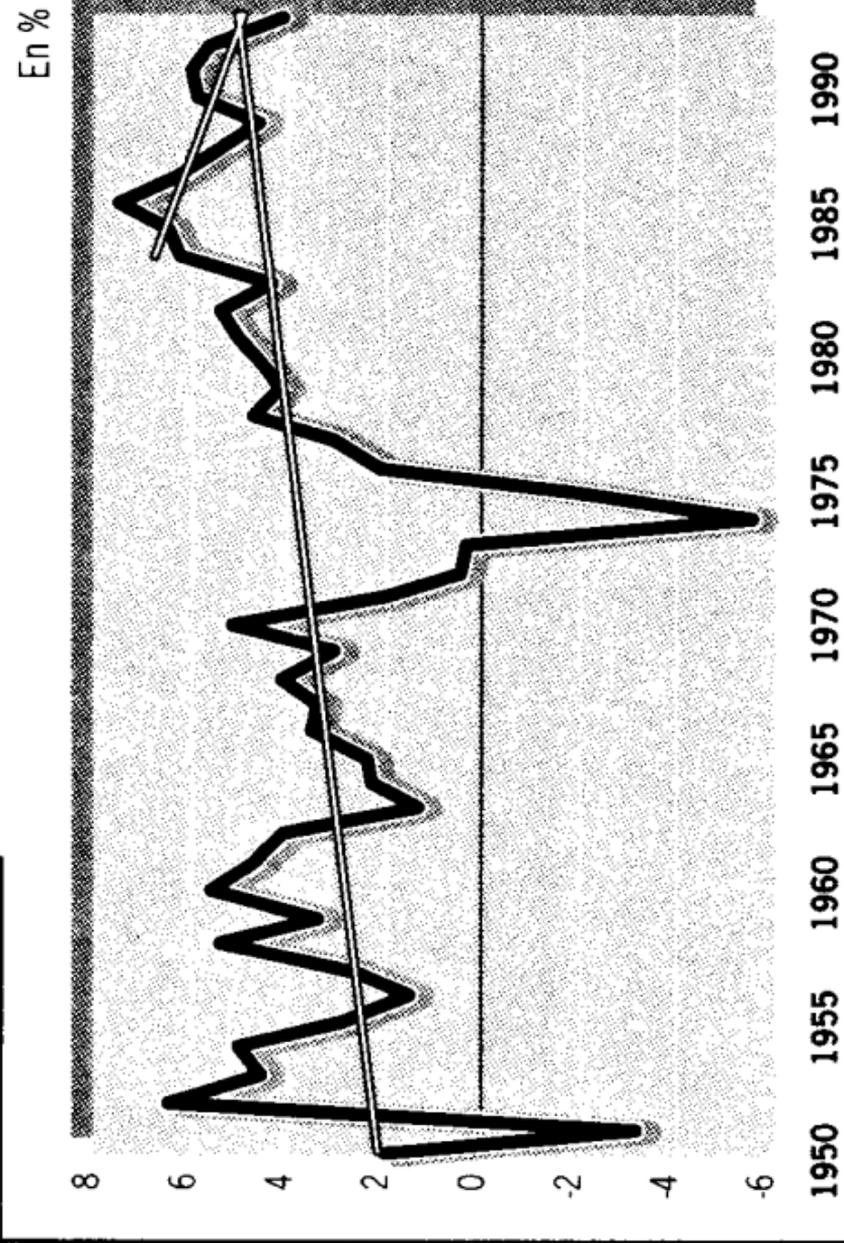
Graphique n°1

**Evolution de l'intérêt
apparent et de l'inflation**



Graphique n°2

Evolution de l'intérêt réel



Graphique n°3

