

THINK ACT

BEYOND MAINSTREAM

8 milliards d'habitants en 2025
1,2 MILLIARDS DE SENIORS

Une croissance de +1% par an
pour la population mondiale
**UNE CROISSANCE
DE +2% PAR AN POUR
LA POPULATION SENIOR**



6,9 milliards d'habitants en 2010
700 MILLIONS DE SENIORS

L'ÉCONOMIE MONDIALE FACE AU MUR DU VIEILLISSEMENT

**Croissance, compétitivité, financement
de l'économie : les défis posés par le vieillissement**

JUIN 2014

Roland Berger
Strategy Consultants

THE BIG 3

 **39%**

En 2012, 39% des dépenses sociales des pays de l'OCDE sont consacrées aux seniors, alors qu'ils ne représentent que 15% de la population.
p. 20

 **9 000 G\$**

Selon le Fonds Monétaire International, l'offre d'actifs sûrs (AAA) pourrait diminuer de 9 000 milliards d'ici 2016. Le vieillissement de la population, qui accroît l'aversion au risque, y contribue fortement.
p. 30

 **0,8%**

Les prix de l'immobilier devraient chuter de 0,8% par an dans le monde, du seul fait du vieillissement de la population.
p. 31


« Le lien
PIB / taux
d'activité »
p. 16

Le monde vieillit, inéluctablement. Et cette dynamique transforme en profondeur nos sociétés, et plus spécifiquement encore leurs économies.

Et si un des obstacles les plus importants à une reprise durable de la croissance économique en Europe était le vieillissement de sa population ?

En effet si le monde vieillit, la population active décroît plus en Europe qu'ailleurs dans le monde. Les effets économiques et sociaux du vieillissement vont bien au-delà de la question des politiques de retraite et de santé : évolution de l'épargne, accès au crédit, évolution des prix de l'immobilier, tous ces fondamentaux économiques sont concernés par le vieillissement.

A première vue, le vieillissement est l'ennemi de la croissance et de la compétitivité. D'abord car vieillissement est synonyme de diminution du nombre d'actifs, eux-mêmes de plus en plus sous pression pour financer les retraites et la dépendance. Mais cela va plus loin. Une population plus âgée et dont la taille se réduit hésite à prendre des risques et a peu d'incitation à réaliser des projets à long terme. Le financement de l'innovation y est moins favorable. Enfin une société qui vieillit appelle le développement d'activités de services, à moindre valeur ajoutée.

Le Roland Berger Paris Institute propose ici un diagnostic global et un cadre d'analyse des défis posés par le vieillissement à l'échelle mondiale. Quels sont les liens entre vieillissement et compétitivité ? Quelles sont les conséquences du vieillissement sur les besoins de financement des économies ? Comment le vieillissement transforme-t-il les rapports de force entre économies émergentes et économies matures ?

Les décideurs politiques et économiques doivent aujourd'hui se saisir de ces questions pour identifier les défis de demain, mais également les opportunités liées à cette mutation majeure.

Car poser les bonnes questions est la première étape pour adapter nos économies à ce changement.



Un destin commun que tous les pays doivent anticiper. La population mondiale augmente mais vieillit.

Ce destin commun du vieillissement donne à voir un chemin sur lequel tous les pays sont engagés, à des degrés divers. Ainsi l'Éthiopie, pays très jeune avec 63% de la population entre 15 et 65 ans en 2010, devra faire face à des problèmes de financement des retraites dans 80 à 100 ans... tout comme le Japon aujourd'hui.

Le point d'avancement d'une société dans la transition démographique, et plus précisément la part des actifs au sein de sa population générale, façonnent largement les problématiques économiques de cette société, qu'il s'agisse de sa productivité ou de son niveau de dépenses sociales. Et parce qu'il est prévisible, le vieillissement dessine également les défis qu'elle affrontera demain.

A. Une population mondiale qui augmente mais vieillit

Malgré des tendances hétérogènes entre les régions, la population mondiale profite d'un dynamisme de la natalité et augmente constamment. Avec 6,9 mds d'habitants en 2010, la population devrait augmenter à un rythme de +1,0% par an **A** dans les quinze prochaines années, pour atteindre 8,0 mds d'habitants. Cette augmentation sera particulièrement marquée dans les régions en développement : la croissance mondiale de demain sera tirée par l'Afrique (+2,2% par an), suivie de l'Asie et de l'Amérique latine (+0,9% par an). Les populations en Amérique du nord et en Europe qui affichent des taux de natalité plus faibles devraient croître de +0,8% et +0,1% par an.

Mais cette dynamique d'augmentation générale de la population se conjugue à une dynamique de vieillissement.

La population âgée de plus de 60 ans augmentera fortement dans les pays développés compte tenu de l'arrivée de la génération du baby-boom à l'âge de la retraite, et dans les pays émergents compte tenu de l'allongement de l'espérance de vie lié à une meilleure santé des populations. Le nombre de seniors (plus de 60 ans) passera de 11% de la population mondiale en 2010 (0,7 mds) à 15% en 2025 (1,2 mds d'habitants).

En conséquence, à l'horizon 2025, la part des actifs dans la population totale devrait évoluer dans l'ensemble des régions du monde **B**. Dans les pays développés (Europe et Amérique de Nord), le ratio devrait dépasser 1 inactif pour 2 actifs. En Asie et Amérique latine, le ratio devrait atteindre 1 inactif pour 3 actifs (il est de 1 pour 4 actuellement). Seule l'Afrique devrait maintenir un ratio stable compte tenue de la jeunesse de la population actuelle.

B. Un même chemin, des degrés d'avancement divers

Les évolutions démographiques des pays émergents devraient suivre le même destin démographique que celui des pays développés. Le vieillissement d'une population se traduit par une baisse du nombre de jeunes et un nombre croissant de retraités. Même si la transition peut prendre près d'un siècle à s'accomplir, le phénomène est largement prévisible. **C**

Les problématiques que connaissent aujourd'hui la plupart des pays de l'OCDE pour faire face au vieillissement de leur population seront celles des pays émergents d'ici la fin du siècle. A l'inverse, les économies développées ont une position d'avant-garde dans le processus de vieillissement. Il leur revient d'inventer les nouveaux modèles de financement de l'économie et de solidarité intergénérationnelle d'un monde vieillissant.

8 mds

Les points
clé du
diagnostic

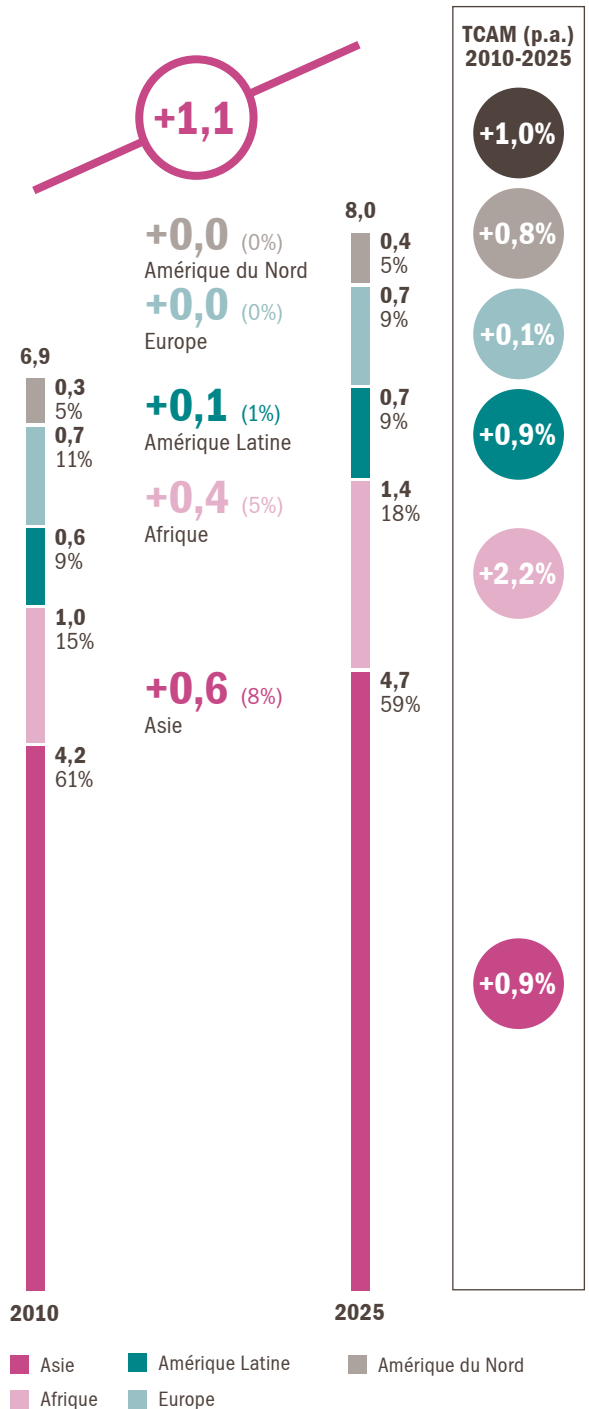
Avec 6,9 mds d'habitants en 2010, la population mondiale devrait augmenter à 8,0 mds en 2025. Cette augmentation ne sera pas homogène entre les régions du monde, avec une plus forte croissance dans les régions en développement.

En parallèle, la croissance de la population s'accompagne d'un vieillissement de celle-ci. La population âgée de 60+ ans devrait passer de 0,7 mds (11% de la population totale) en 2010 à 1,2 mds d'habitants en 2025 (15% de la population totale). L'Europe est la région du monde la plus avancée dans le vieillissement.

Le vieillissement des populations est une tendance prévisible à long terme, ce qui permet d'anticiper dès à présent les défis à venir et les solutions à mettre en œuvre.

A

PROJECTION DE LA POPULATION MONDIALE
[milliards d'habitants]



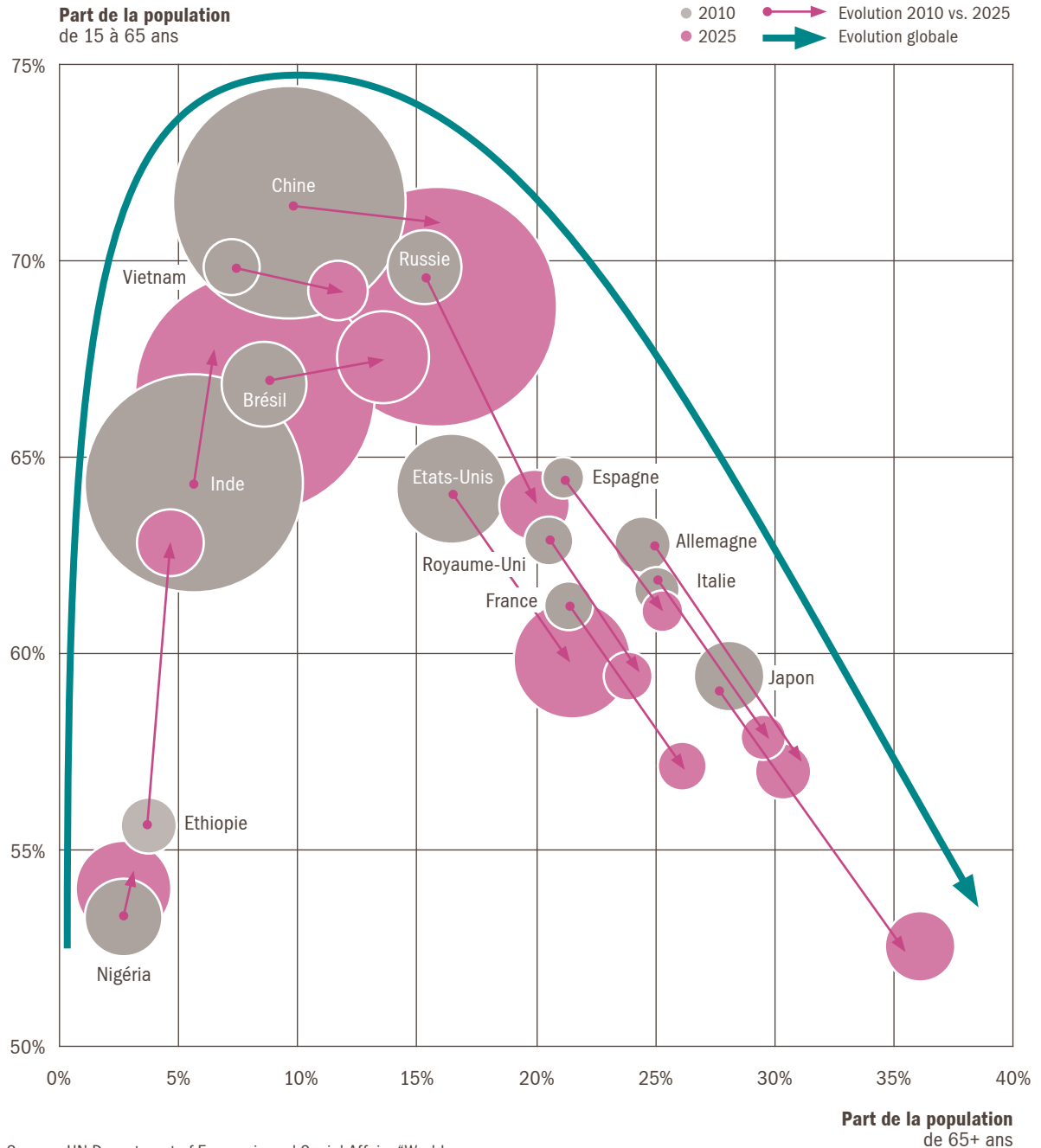
Source: UN Department of Economic and Social Affairs "World population Prospects, the 2010 Revision", analyse Roland Berger

UNE TRAJECTOIRE COMMUNE ET DES DEGRÉS D'AVANCEMENT DIVERS

B

PART DE LA POPULATION DE 65+ ANS VS 15-65 ANS

Evolution de 2010 à 2025



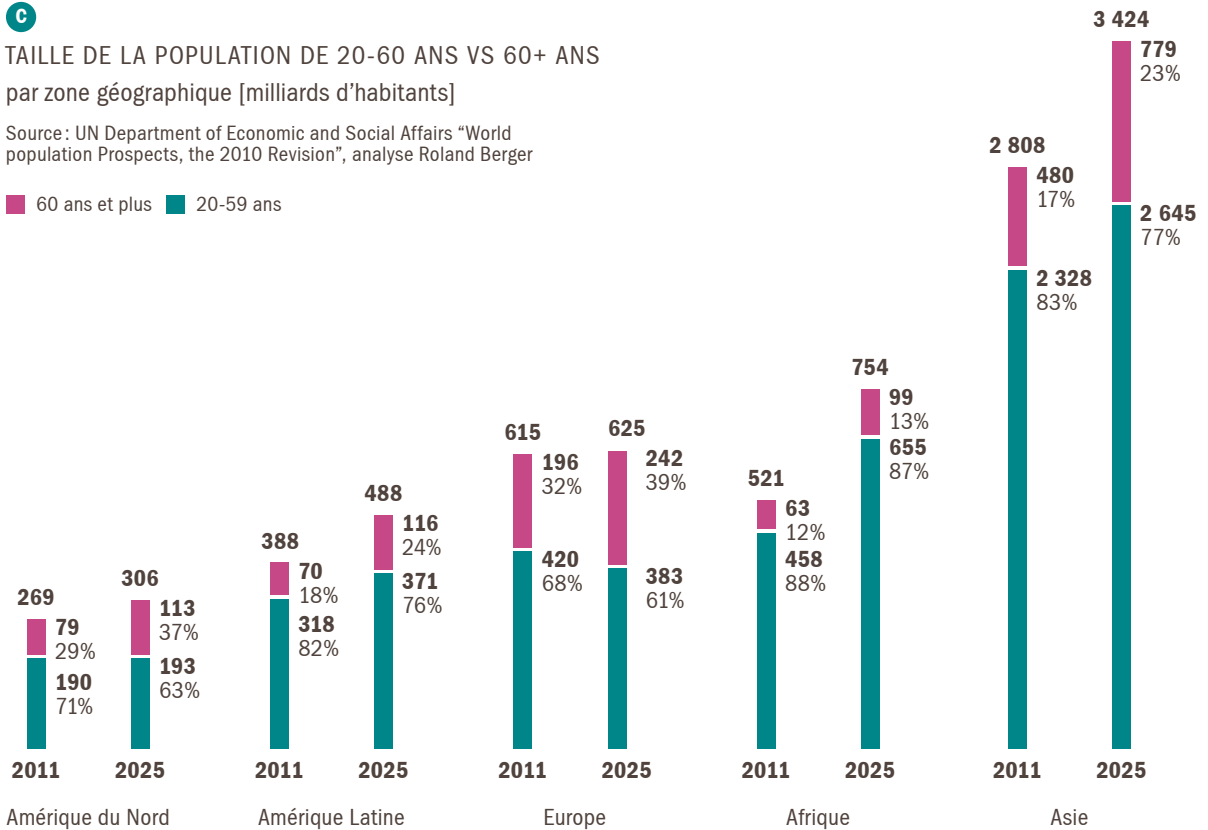
Source: UN Department of Economic and Social Affairs "World Population Prospects, the 2010 Revision", analyse Roland Berger

C

TAILLE DE LA POPULATION DE 20-60 ANS VS 60+ ANS par zone géographique [milliards d'habitants]

Source: UN Department of Economic and Social Affairs "World population Prospects, the 2010 Revision", analyse Roland Berger

■ 60 ans et plus ■ 20-59 ans



Le vieillissement est-il le meilleur ennemi de la croissance ?

Transition démographique et croissance sont deux dynamiques liées. Chaque étape de la transition a des effets sur le potentiel de croissance d'une économie. Ainsi l'augmentation du nombre d'actifs et la diminution du nombre d'enfants en bas âge, tandis que la population âgée n'est pas encore trop importante, sont des facteurs d'augmentation de la croissance. A l'inverse, en fin de processus, la baisse du nombre d'actifs et l'accroissement de la part de la population âgée pèsent sur les systèmes de protection sociale, tout en diminuant le potentiel productif d'une société.

Pour autant le lien entre augmentation du nombre d'actifs et croissance n'est pas strictement linéaire. Il l'est encore dans les pays émergents. Dans de nombreux pays développés en revanche, l'augmentation de la productivité du travail, l'investissement dans les infrastructures, ainsi que l'endettement, ont permis de maintenir la croissance du PIB par habitants, alors même que le nombre d'actifs stagnait.

Cette compensation a cependant eu un coût, souvent mal anticipé, qui pèse aujourd'hui sur la compétitivité des économies développées.

A. Chaque étape de la transition démographique a des effets sur le potentiel de croissance

Tout processus de développement économique se caractérise par le passage d'un modèle rural et agraire vers une société urbaine et industrielle. Cette évolution a des impacts forts sur la structure de la démographie, à travers une baisse significative à la fois des taux de mortalité et de fécondité. Ce phénomène – la transition démographique – s'opère en plusieurs étapes. Elles ont chacune des effets spécifiques sur le potentiel de croissance économique. **D**

1. FÉCONDITÉ ET MORTALITÉ ÉLEVÉES, CROISSANCE FAIBLE

A cette étape, la transition démographique n'a pas commencé, les taux de natalité et de mortalité sont élevés. Le ratio du nombre d'actifs sur la population générale est faible (Au Nigéria, la transition démographique démarre : figure **E**).

2. FÉCONDITÉ ÉLEVÉE ET MORTALITÉ EN BAISSE, DÉMARRAGE DE LA TRANSITION

La seconde étape marque le démarrage de la transition démographique. Le taux de fécondité diminue, tirant à la baisse le nombre de jeunes bouches à nourrir. Le ratio nombre d'actifs sur population générale reste faible, mais est en augmentation.

3. « DIVIDENDE DÉMOGRAPHIQUE », CROISSANCE RAPIDE

A cette étape, la population active, principalement composée d'une force de travail peu qualifiée, augmente plus vite que le total de la population. Les jeunes dépendants sont moins nombreux par rapport à la population en âge de travailler : moins d'investissements sont nécessaires pour les prendre en charge. Des ressources sont alors libérées pour financer l'investissement dans le développement économique ou le bien-être des populations, et le revenu par habitant augmente plus rapidement.

Ce bénéfice est appelé « dividende démographique ».

Le bénéfice de la transition en termes de croissance économique atteint son apogée (La Thaïlande, une transition « modèle » : figure **F**).

4. FAIBLE FÉCONDITÉ, FAIBLE MORTALITÉ, FAIBLE CROISSANCE

Un pays peut bénéficier du dividende pendant plus de 50 ans. Mais sur le long terme, la baisse du taux de fécondité affecte la croissance de la population active, tandis que la baisse du taux de mortalité accroît le nombre de seniors. On a alors moins d'actifs et plus de seniors, le ratio actifs sur population générale baisse : le dividende démographique devient négatif (Le Japon : une population en fin de transition démographique, qui se réduit : figure **G**).

AU NIGÉRIA, LA TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE DÉMARRE

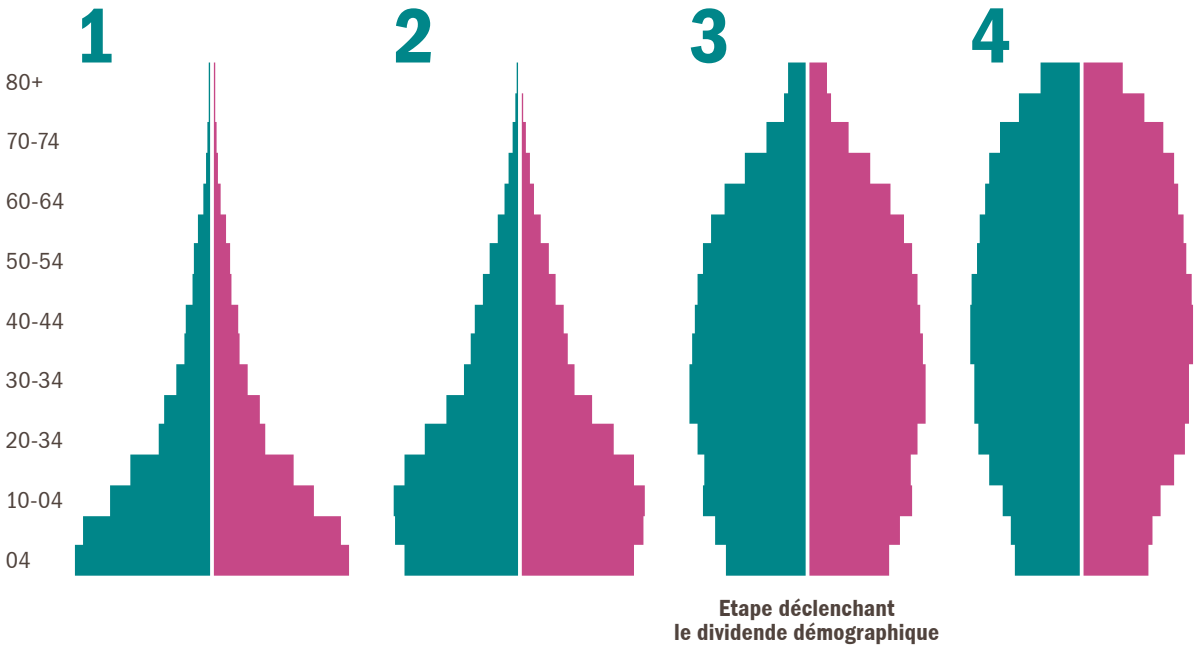
Avec une croissance de la population de plus de 2,5% par an, le Nigeria, qui compte 165 millions d'habitants pourrait atteindre 433 millions d'habitants en 2050 et devenir le 3ème pays le plus peuplé au monde, après la Chine et l'Inde.

Cette croissance s'explique par un taux de natalité élevé (5,5 enfants par femme en 2011), bien qu'en légère décroissance (6,8 en 1980). Le pays est le 3ème au monde en nombre de naissances annuelles, avec presque 8 fois plus de naissances qu'en France. Ce dynamisme est néanmoins altéré par un fort taux de mortalité : le Nigéria est le 2e pays par le nombre de décès annuels d'enfants de moins de un an avec un taux de mortalité infantile de 88 ‰ (contre 3 ‰ en France).

D

ÉTAPES DE LA TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE

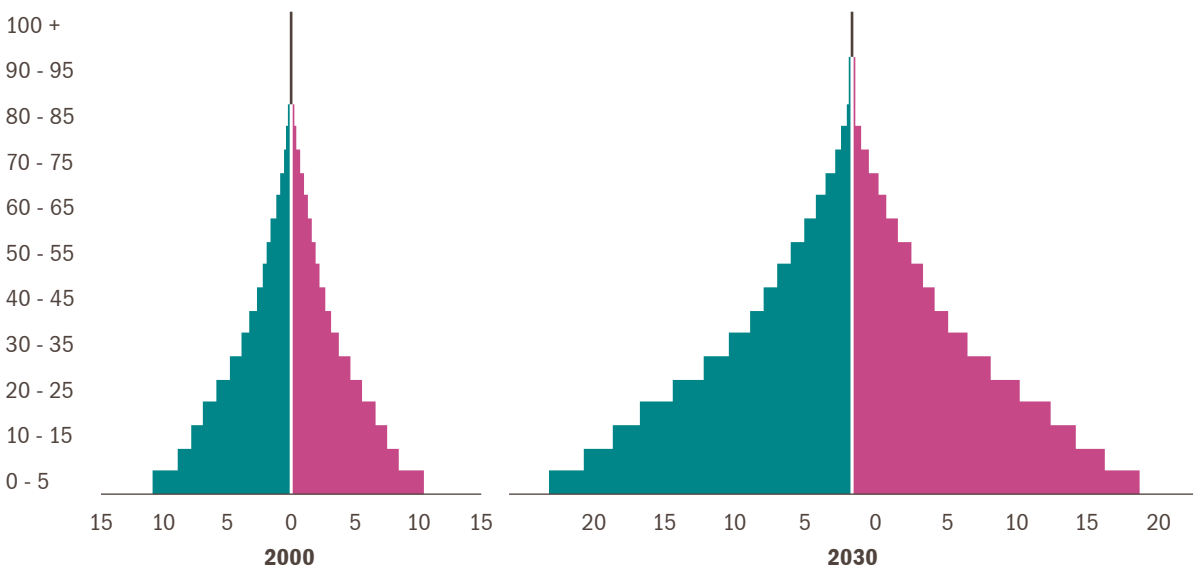
Pyramide des âges



E

NIGÉRIA - ÉVOLUTION DE LA PYRAMIDE DES ÂGES

[en millions d'habitants]



Source : UN World Population Prospects

Hommes Femmes

LA THAÏLANDE, UNE TRANSITION « MODÈLE »

La Thaïlande, qui a émergé dans les années 1980 comme une puissance économique de l'Asie du Sud-Est, est un des premiers pays à avoir cherché à piloter le ralentissement de sa croissance démographique, en élargissant l'accès et l'utilisation de la planification familiale volontaire. Cette approche volontariste est reconnue comme un succès.

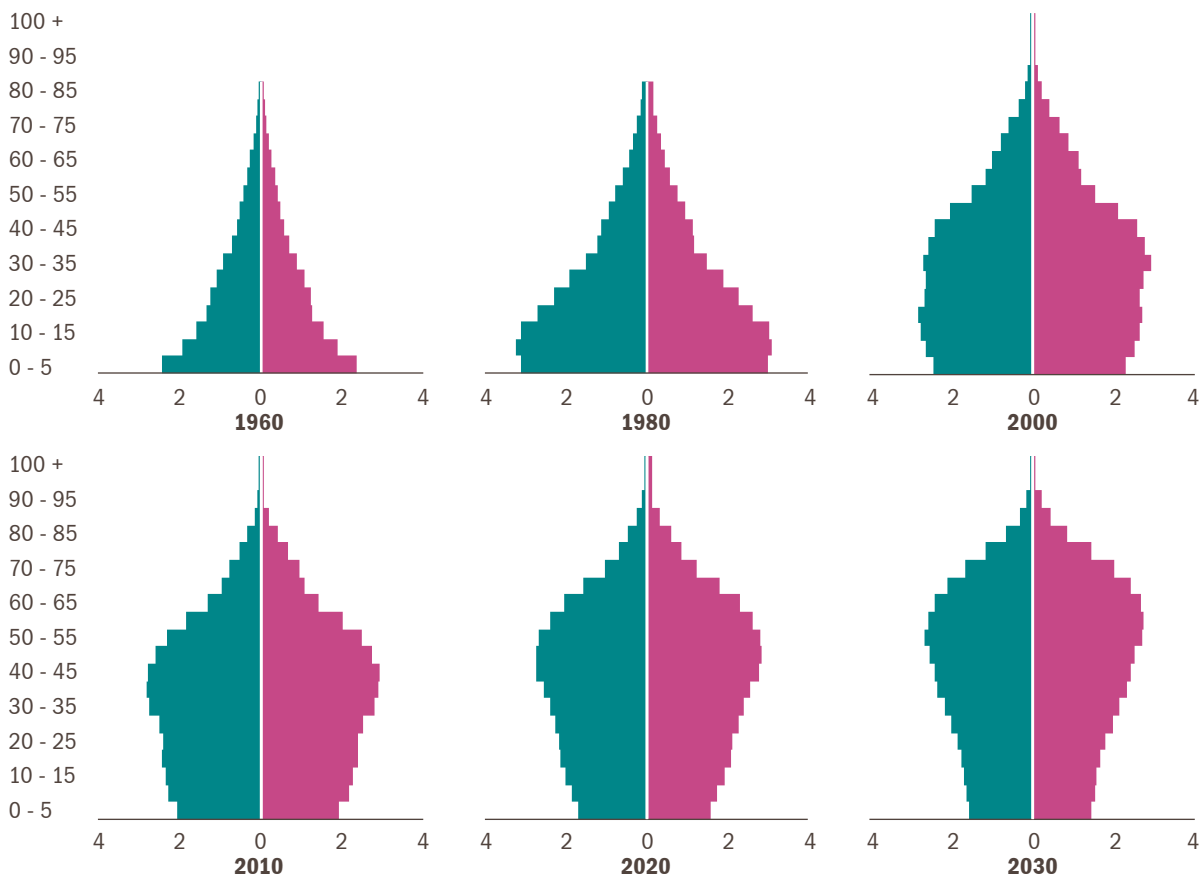
Dans les années 1960, la Thaïlande comptait en moyenne 6 enfants par femmes. Le taux de fécondité a baissé à 2 dans les années 1990.

Cette forte baisse du taux de fécondité (en 30 ans) s'explique par la réussite de la politique de planification familiale, et notamment le développement de la contraception. Aujourd'hui, la contraception est utilisée par 80% des femmes et le taux de fécondité est estimé à 1,5 enfants par femme. Cette évolution en a fait le plus gros succès de planification familiale en Asie.

L'évolution de la pyramides des âges traduit parfaitement la transition démographique en cours.

En Thaïlande, le dividende démographique a démarré dans les années 1990, et devrait s'achever dans les années 2020-2030.

F
THAÏLANDE - ÉVOLUTION DE LA PYRAMIDE DES ÂGES
[en millions d'habitants]



Source : UN World Population Prospects

LA CHINE, UN PAYS QUI VIEILLIT MAINTENANT TROP VITE

La Chine entame la troisième étape de sa transition démographique. En dépit d'une croissance économique record depuis 20 ans, la Chine pourrait désormais souffrir des conséquences de la politique de limitation des naissances mises en œuvre depuis la fin des années 1970. Celle-ci a provoqué deux conséquences majeures : la baisse du nombre de jeunes chinois, et un déséquilibre démographique entre hommes et femmes. La Chine est aujourd'hui un pays qui vieillit trop vite, au point de mettre en danger sa croissance.

La population en âge de travailler a baissé de 3,5 millions de personnes en 2012 et cette baisse devrait s'accroître dans les prochaines années.

D'ici 2020, la population de la Chine pourrait augmenter et atteindre 1,4 milliards d'habitants, mais la population âgée de 15 à 64 ans devrait baisser dans le même temps. Le progrès de l'espérance de vie (73 ans en 2009 contre 43 ans en 1960), conjugué à

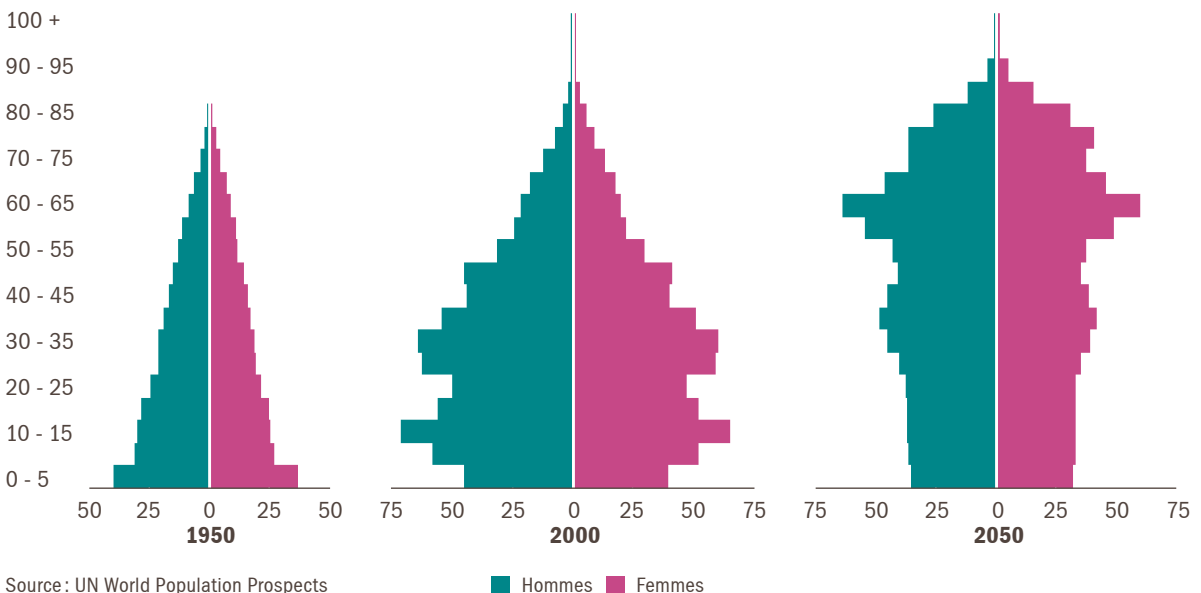
une baisse marquée du taux de fécondité (1,61 en 2009 contre 5,91 en 1967), se traduit par un vieillissement accéléré de la population : la part de la population de plus de 65 ans devrait doubler de 7% à 14% de la population totale en seulement 26 ans (de 2014 à 2030). A titre de comparaison, les Etats-Unis ont mis 69 ans à accomplir cette transition.

Cette évolution se traduira par une baisse rapide de la part des actifs dans la population. Actuellement de 5 actifs pour 1 personne âgée, le ratio devrait baisser à 3 actifs pour 2 personnes âgées en 2060.

En parallèle, les contraintes liées à la règle de l'enfant unique ont provoqué une forte préférence pour les garçons et faussé la démographie : il y a aujourd'hui 120 naissances (2004) de garçons pour 100 filles (au lieu de 105 naturellement)

La natalité était forte dans la Chine des années 1950 puis la natalité a commencé à baisser dans les années 1970. La Chine profite aujourd'hui du dividende démographique depuis les années 1990, mais cette dynamique devrait ralentir d'ici 2040-2050 avec l'arrivée des actifs d'aujourd'hui à l'âge de la retraite.

CHINE - ÉVOLUTION DE LA PYRAMIDE DES ÂGES
[en millions d'habitants]



LA FRANCE, AU SEUIL DE LA DERNIÈRE ÉTAPE DE LA TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE

La structure démographique française présente des spécificités liées à des facteurs « non naturels » que sont les guerres et le baby-boom qui a suivi la guerre de 1939-1945.

Avec près de 66 millions d'habitants en 2013, la France vieillit, tirée par l'allongement de la durée de vie des générations du baby-boom. Les habitants de 65+ ans représentent 17,5 % de la population, soit 1,4 point de plus qu'en 2003.

L'espérance de vie augmente régulièrement et atteint 84,5 ans pour les femmes et 77,8 ans pour les hommes en France métropolitaine.

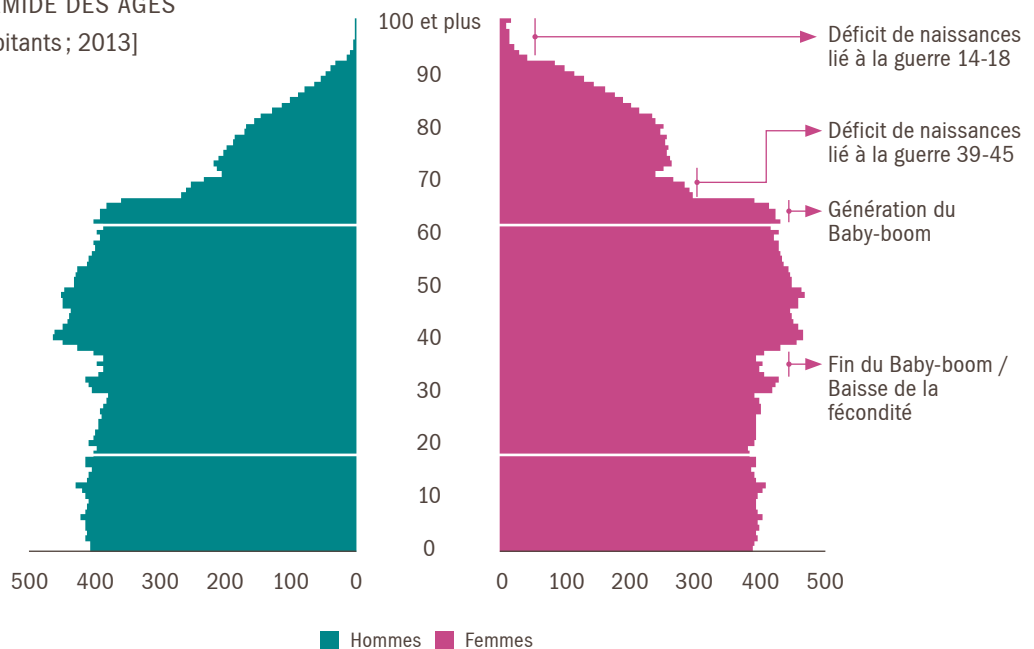
En termes d'évolution démographique, la France se situe en 2013 au début de la 4^{ème} phase de la transition. Le nombre de seniors augmentera fortement dans les prochaines décennies. Le dividende démographique (3^{ème} étape de la transition) a eu lieu à partir de la fin des années 1960 jusqu'aux années 2000 avec l'émergence de la génération du baby-boom.

Mais la France n'en a pas tiré tout le bénéfice de croissance potentielle. Elle a en effet souffert des chocs pétroliers et de la montée d'un chômage structurel.

Jusqu'en 2035, le nombre de personnes âgées de 60 ans ou plus devrait augmenter fortement, avec l'arrivée à ces âges des générations issues du baby-boom. L'âge moyen de la population en France métropolitaine (74 millions d'habitants en 2060) passerait à 43 ans en 2035, puis 45 ans en 2060. En 2060, une personne sur trois aurait ainsi plus de 60 ans, et la France pourrait compter 200 000 centenaires !

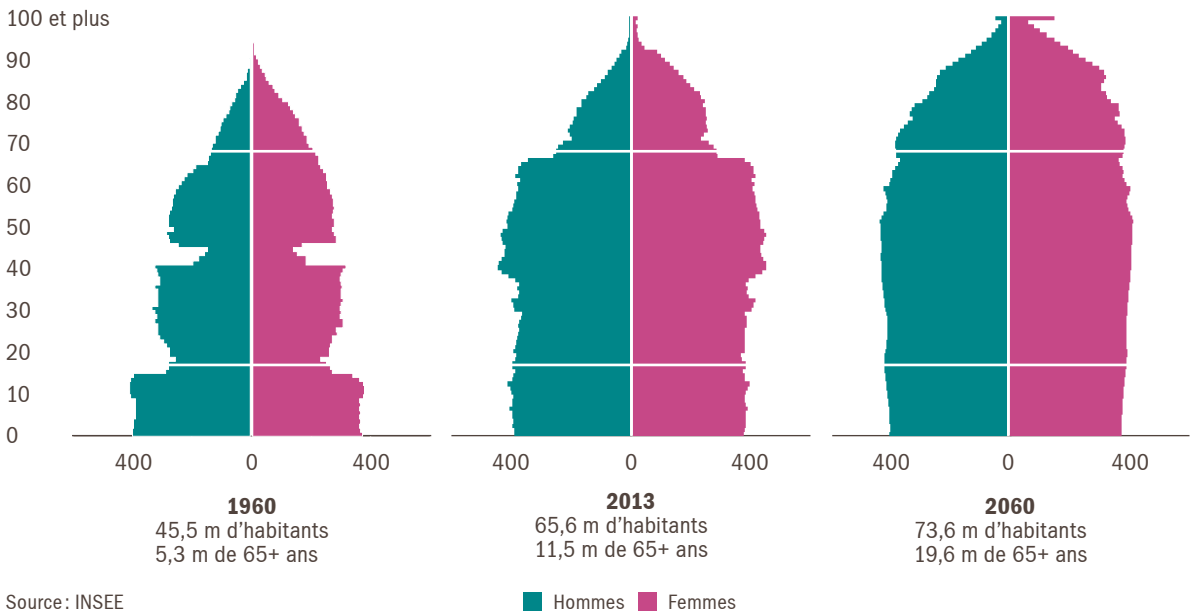
Si les tendances actuelles se poursuivent, le nombre des moins de 20 ans augmentera légèrement d'ici 2060, mais leur part dans la population baissera à 22 %. Les personnes de 20 à 59 ans représenteront 46 % de la population. La pyramide des âges de la France métropolitaine de 2060 renvoie l'image d'une répartition de la population par âge très équilibrée. L'empreinte des grands chocs démographiques passés (seconde guerre mondiale et baby-boom) aura en effet disparu.

FRANCE - PYRAMIDE DES ÂGES
[en milliers d'habitants ; 2013]



Source : INSEE

FRANCE - ÉVOLUTION DE LA PYRAMIDE DES ÂGES [en milliers d'habitants]



LE JAPON, UNE POPULATION EN FIN DE TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE, QUI SE RÉDUIT

Le Japon est un cas unique de pays où la population vieillit et se réduit, subissant l'achèvement de sa transition démographique. La population Japonaise en 1960 était jeune, suite au baby-boom d'après guerre de la fin des années 1940.

La pyramide des âges est alors « écrasée » avec une surreprésentation des moins de 15 ans. En 2010, cette génération a environ 60 ans. Le milieu de la pyramide s'élargit donc alors que la base se réduit compte tenu de la baisse de la natalité. En parallèle, l'espérance de vie s'allonge, et la pyramide s'élargit au sommet: le Japon arrive au 4ème stade de sa transition démographique.

De ces évolution démographiques, il résulte aujourd'hui une diminution rapide de la population totale. L'augmentation du nombre de décès, tirée par le vieillissement de la population, ne sera pas compensée par la natalité, en forte baisse.

En 2060, le Japon devrait compter 480 000 naissances pour 1 540 000 décès, soit une baisse nette de la population de environ 1 million d'habitants. Représentant 64% de la population en 2010, les actifs ne seront plus que 51% en 2060, alors que les seniors représenteront 40% de la population.

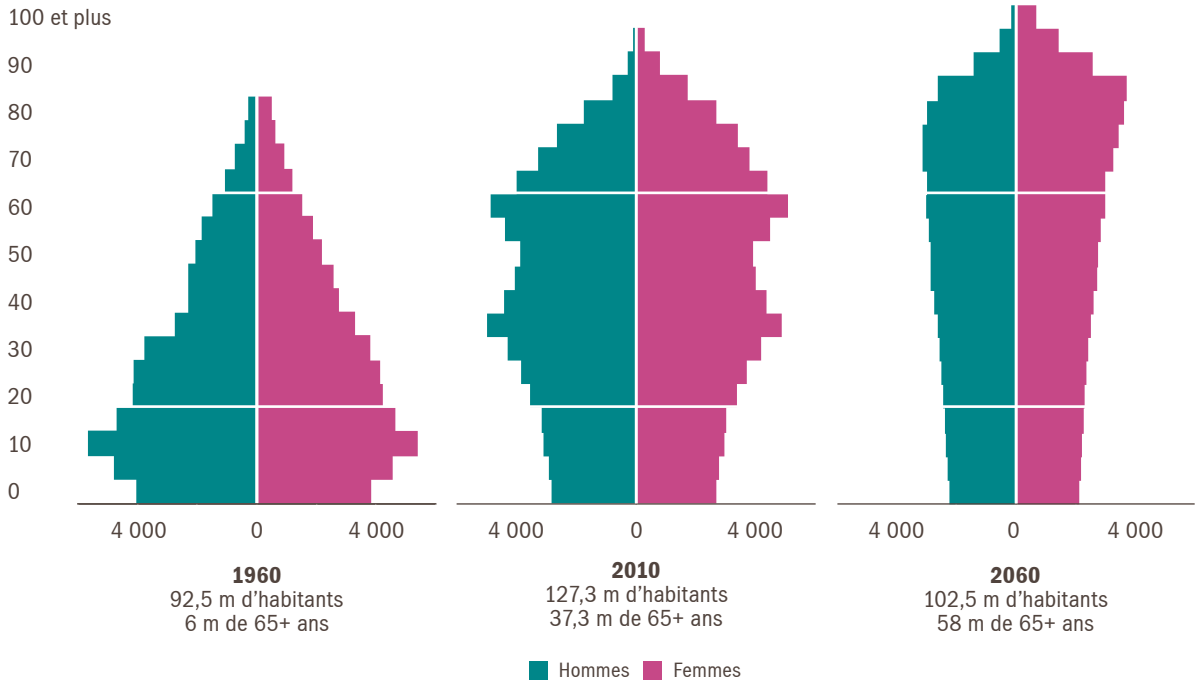
Compte tenu de l'importance de ces évolutions démographiques (vieillissement et baisse de la population), des impacts politiques, économiques et sociaux majeurs sont attendus.

Outre l'impact de la diminution de la population sur la poids politique du Japon sur la scène internationale, d'un point de vue économique, la baisse du taux d'activité de la population affectera sensiblement la croissance. La baisse de l'offre de main d'œuvre devrait favoriser l'augmentation des salaires et accroître l'écart de coût de travail entre le Japon et ses voisins asiatiques. Les métiers de la santé et du bien-être (qui devrait croître avec le vieillissement de la population) devrait souffrir de la pénurie de main d'œuvre et les postes nouvellement créés pourraient ne pas être pourvus. **H**

G

JAPON - ÉVOLUTION DE LA PYRAMIDE DES ÂGES

[en milliers d'habitants]

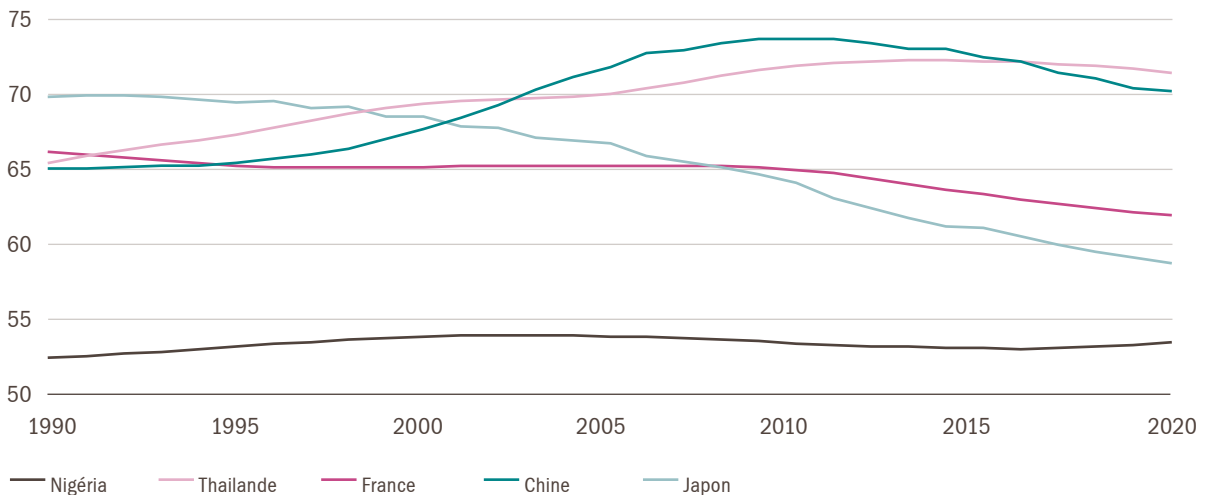


UN Department of Economic and Social Affairs "World population Prospects, the 2012 Revision", OCDE, analyse Roland Berger

H

ÉVOLUTION DE LA PART DES 15 À 65 ANS DANS LA POPULATION TOTALE

[en %]



Source: International Labor Organization, analyse Roland Berger

B. DANS LES PAYS ÉMERGENTS, l'augmentation du nombre d'actifs est corrélée à celle du PIB par habitant

Empiriquement, la transition démographique et l'augmentation du nombre d'actifs dans la population qui en découle est corrélée à la hausse du PIB par habitant dans les pays émergents. ①

Avec environ 2 enfants par foyers en 2010 (contre 6 en 1980), la démographie du Brésil a considérablement évolué et la part des jeunes dans la population a baissé. Le Brésil a su augmenter le taux d'activité des femmes, dont 44% travaillent aujourd'hui, contre 19% en 1980. En conséquence, la croissance économique s'est accélérée et le PIB par habitant a cru fortement.

Avec une augmentation constante du nombre d'actifs, l'Inde a généré de la croissance jusque dans les années 2000. La tendance s'est inversée ces dernières années avec une baisse du taux d'activité des femmes notamment. Alors que 80% des hommes en âge de travailler travaillent ou cherchent un emploi, seules 32% des femmes sont dans cette situation et le taux baisse. S'il est vrai que les femmes s'inscrivent de plus en plus dans l'enseignement secondaire, ce sont surtout les discriminations à l'embauche qui freinent le travail des femmes : celles-ci sont en effet confinées à l'agriculture, au commerce, ou aux services de base, alors que ces secteurs ne créent pas d'emploi. (source OIT). Néanmoins, l'Inde a su maintenir la croissance de son PIB / tête compte tenu de la croissance forte des services notamment.

A partir de la fin des années 1990, la Chine a connu une croissance exceptionnelle et s'est positionnée comme une des plus grandes économies industrialisées. La Chine est devenu le plus gros receveur d'investissements directs étrangers (IDE) au monde : cette croissance exceptionnelle s'explique d'abord par les facilités du rattrapage dans les premières étapes du développement et de l'abondance des ressources en homme (main d'œuvre peu qualifiée) et du capital (IDE notamment).

Ces facteurs ont favorisé l'activité de la population et la hausse du PIB par habitant qui en découle.

Les évolutions démographiques en cours constituent cependant un défi majeur. Elles nécessitent en effet de mettre en place un système de protection sociale (santé et retraite) tout en réinventant un modèle économique pour pérenniser la croissance. Le vieillissement pourrait ainsi réorienter les dépenses d'investissement vers le financement de la santé et des retraites des seniors, ce qui représente un risque majeur pour le dynamisme économique de la Chine. Le vieillissement implique également une baisse de la main d'œuvre disponible et une remise en cause de l'industrie manufacturière intensive à bas coût. Afin de limiter ces risques, la Chine doit faire évoluer son modèle de croissance et augmenter la part des produits à plus haute valeur ajoutée.

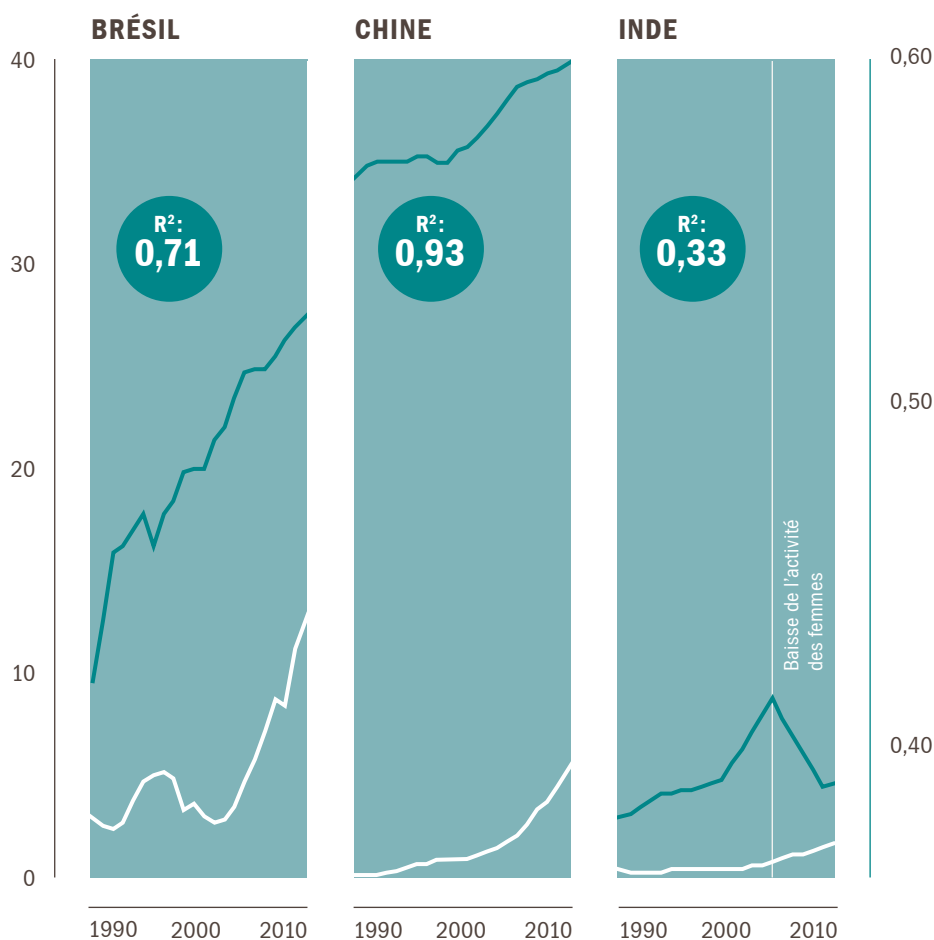
Un certain nombre de politiques publiques cherchent à anticiper ces évolutions : afin de sécuriser le financement des retraites, le ministère des Ressources humaines et de la Sécurité sociale préconise un allongement de la durée de travail au delà de 60 ans pour les hommes et 55 ans pour les femmes. En effet, l'âge légal de la retraite n'a pas évolué depuis près de 60 ans, l'espérance de vie étant passée de 50 ans à 73 ans.

DANS LES PAYS ÉMERGENTS...

UN LIEN ENTRE TAUX D'ACTIVITÉ ET ÉVOLUTION DU PIB

I

PAYS ÉMERGENTS - ÉVOLUTION DU PIB/HABITANT VERSUS TAUX D'ACTIVITÉ
[PIB par habitant en k USD]



— PIB par habitant — # actifs / population

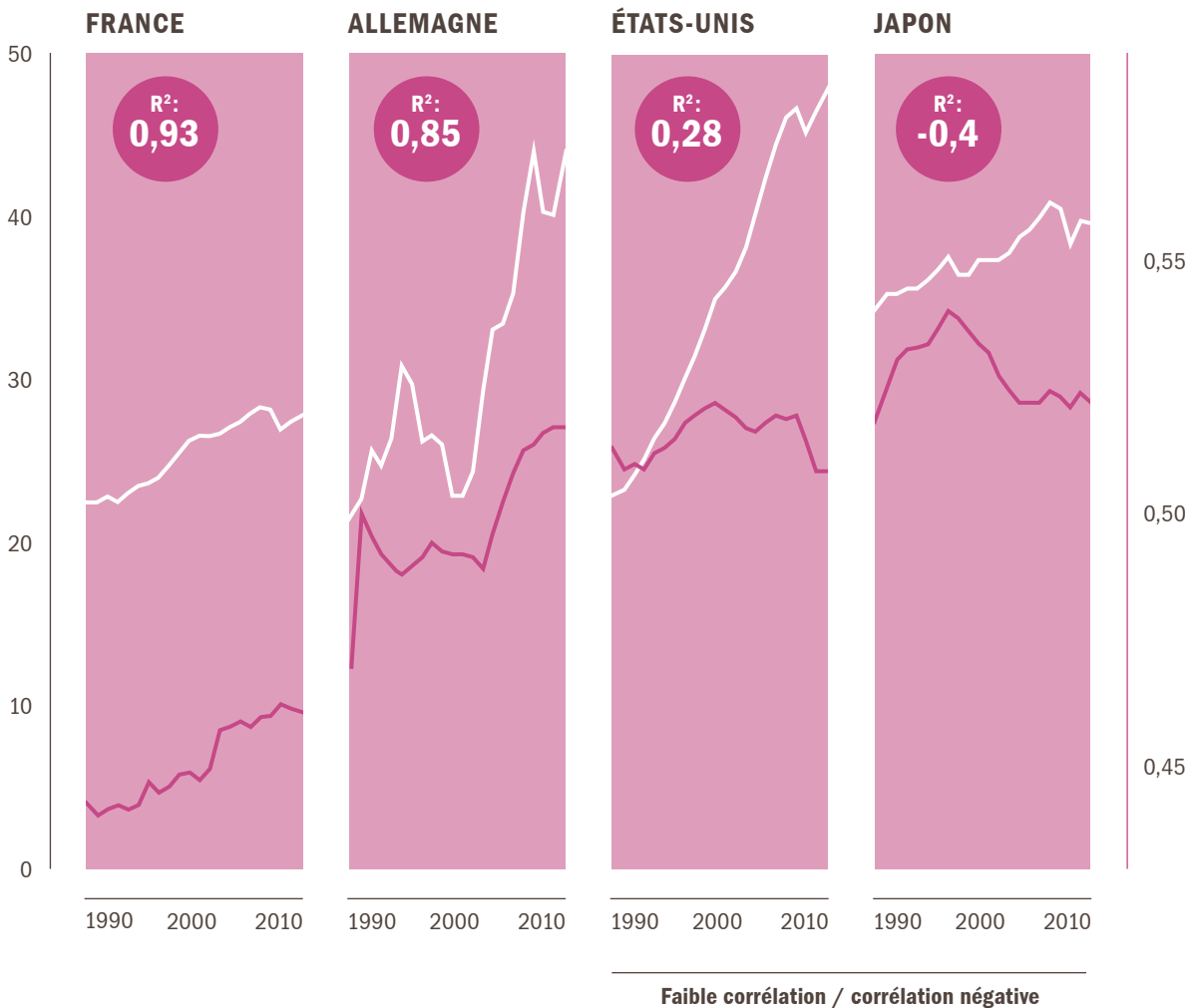
Source: International Labor Organization; EIU; analyse Roland Berger

...DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

TAUX D'ACTIVITÉ ET PIB ONT DES ÉVOLUTIONS DISJOINTES

J

PAYS DÉVELOPPÉS - ÉVOLUTION DU PIB/HABITANT VERSUS TAUX D'ACTIVITÉ
[PIB par habitant en k USD]



— PIB par habitant — # actifs / population

Source: International Labor Organization; EIU; analyse Roland Berger

C. DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS, la stagnation de la population active a été compensée par les gains de productivité et l'endettement

Dans les pays développés, la corrélation entre activité de la population et croissance est plus complexe. Elle existe quand le taux d'activité est à la hausse. En revanche la corrélation est faible quand le taux d'activité baisse, ce qui ne s'accompagne pas mécaniquement d'une diminution de la richesse par habitant. Autrement dit, cette dernière peut continuer de croître, même quand la part des actifs stagne.

L'Allemagne est parmi les pays développés un exemple de situation où le taux d'activité a fortement augmenté dans les années 2000, compte tenu du faible taux de natalité du pays et de l'allongement de

la durée d'activité suite à différentes réformes des retraites. Cette dynamique du taux d'activité a favorisé la croissance de la richesse par habitant.

Mais inversement, dans les pays développés marqués par une baisse du ratio actifs/population, le PIB par habitant n'a pas nécessairement décliné. **J** La stagnation du taux d'activité a été compensée, d'une part par des gains de productivité, et d'autre part par l'endettement. C'est notamment le cas des Etats-Unis où le PIB par habitant a augmenté malgré un taux d'activité quasi stable depuis 20 ans, du fait du développement du crédit hypothécaire. Cet accès facilité au crédit a été un moteur de croissance fort.

De même, au Japon, la croissance du PIB par habitant a été soutenue malgré le déclin de la population, portée par une accélération de l'endettement public qui atteint 219% du PIB en 2012.

K

FRANCE - RATIO ACTIFS / POPULATION ET PIB PAR HABITANT

PIB par habitant [EUR; 2005]

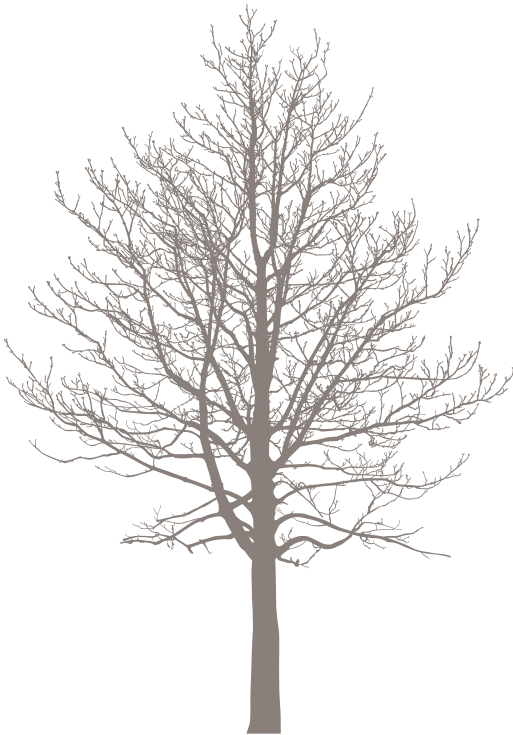


Source: International Labor Organization, analyse Roland Berger

Les points clé du diagnostic

En France, le PIB par habitant a suivi de très près les évolutions démographiques. La crise de 2008-2011 a dégradé le taux d'activité qui recule légèrement à cette date. Néanmoins, l'impact sur le PIB / habitant est resté limité compte tenu des amortisseurs sociaux (système d'indemnisation du chômage notamment) qui ont permis de maintenir de niveau de vie malgré la crise. **K**

La compensation de la stagnation du nombre d'actifs a cependant eu un coût, qui pèse aujourd'hui sur la compétitivité des économies développées. L'envol des dettes publiques dans la plupart de ces pays, en est le symptôme le plus manifeste.



Le facteur clé qui lie transition démographique et niveau de développement économique est l'évolution de la part des actifs dans la population générale : empiriquement, l'augmentation du PIB par habitant est corrélée à la part des actifs dans la population.

Favoriser la transition démographique d'un pays est donc un levier de développement économique majeur. Inversement, dans les économies vieillissantes, la stagnation voire la diminution du nombre d'actifs a dû être compensée, par les gains de productivité, mais également l'endettement.

Les enjeux

Dans les économies développées, la démographie ne sera plus facteur de croissance, comme c'est encore le cas dans les économies émergentes. Elle est devenue un facteur de coût. Il est nécessaire de s'interroger sur de nouveaux leviers de croissance pour demain, qui ne pourront reprendre les recettes du passé fondées notamment sur l'endettement.

Dans les pays émergents, l'enjeu est aujourd'hui double :

- > Continuer d'accompagner la transition démographique pour bénéficier du dividende démographique, et investir dans les conditions d'une croissance durable (infrastructures, systèmes de protection sociale et de redistribution...)
- > Anticiper dès aujourd'hui un vieillissement dont les effets pèseront rapidement sur le potentiel de croissance

Le vieillissement, menace pour la compétitivité ?

Le vieillissement représente un risque pour la compétitivité d'une économie. En effet, il se traduit par une diminution de la part des actifs qui assurent la marche de l'économie d'une part, et par une augmentation des dépenses liées à la prise en charge de personnes âgées toujours plus nombreuses d'autre part.

Economies émergentes et économies développées sont aujourd'hui dans des situations presque opposées. Alors que la productivité des pays développés augmente moins vite que leurs dépenses sociales, la productivité des pays émergents augmente rapidement, avec des dépenses sociales encore faibles. Toutefois, le développement rapide des systèmes de protection sociale dans les pays émergents, condition d'une croissance équilibrée et durable, préfigure des situations comparables à celles que les pays développés connaissent aujourd'hui.

En définitive, l'équilibre entre maintien de la compétitivité et prise en charge des seniors relève d'un choix éminemment politique, fonction des avantages qu'une société est prête à concéder à ses aînés.

A. DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS des avantages compétitifs acquis menacés par l'augmentation des dépenses liées au vieillissement

Les systèmes de santé et de retraite sont particulièrement affectés par le vieillissement des populations, faisant peser un risque fort sur la compétitivité des économies des pays développés. L'augmentation des dépenses de santé est notamment tirée par l'augmentation de maladies (cancer, diabètes, maladies cardio-vasculaires) de plus en plus coûteuses à soigner.

Le système de financement des retraites est quant à lui sous tension, victime d'un déséquilibre croissant entre actifs et population retraitée. Dans les pays de l'OCDE, l'augmentation des dépenses sociales (publiques) est constante depuis 1980. **L**

Dans ce contexte de tension sur le financement des retraites et de la dépendance liée au vieillissement, la crise économique de 2008 a encore alourdi les dépenses sociales, pénalisant les comptes de l'assurance chômage. En parallèle de la hausse des dépenses, le nombre d'actifs pour les financer baisse régulièrement dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Cette tendance historique devrait se maintenir et le nombre d'actifs par retraité devrait passer en France de 4 en 2010 à 2 en 2050. **M**

La structure démographique d'une société reste donc un déterminant majeur des politiques et du niveau de dépenses sociales. Ainsi au Mexique, où seulement 6% de la population est âgée de plus de 65 ans, les dépenses pour les seniors (incluant les retraites et la santé) ne comptent que pour 2,8% du PIB, alors que ces dépenses atteignent 11% en moyenne dans les pays de l'OCDE.

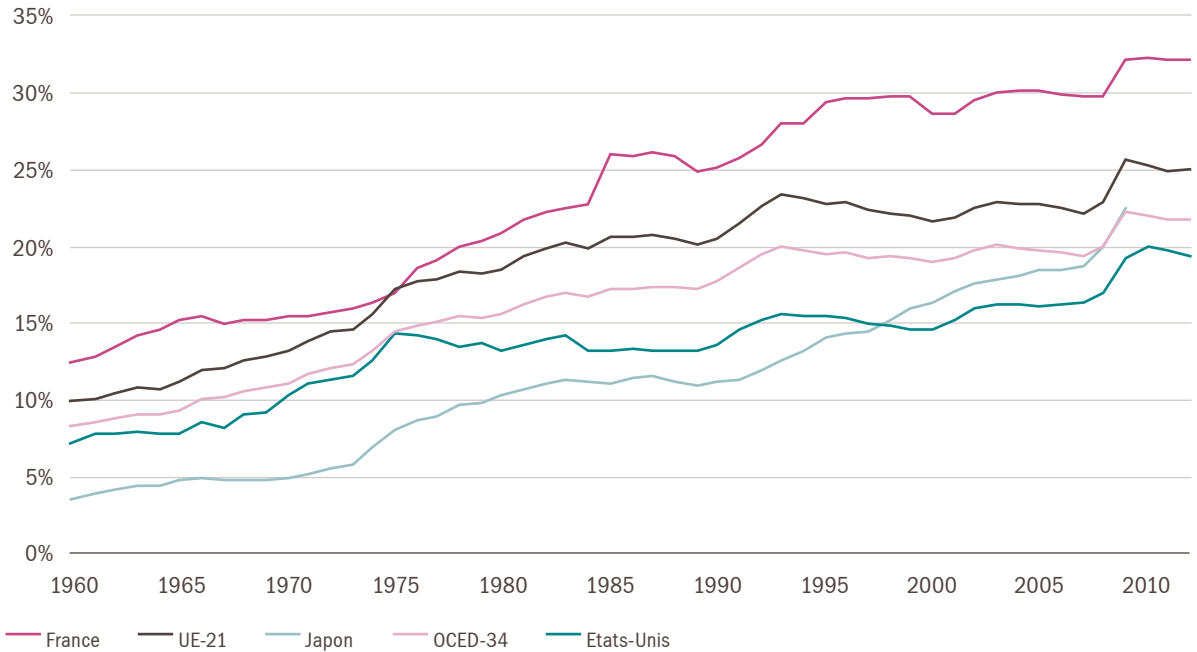
Par ailleurs les seniors sont les principaux bénéficiaires des dépenses sociales. En moyenne dans les pays de l'OCDE, les plus de 65 ans sont bénéficiaires de 39% des dépenses sociales, alors qu'ils ne représentent que 15% de la population. **N**



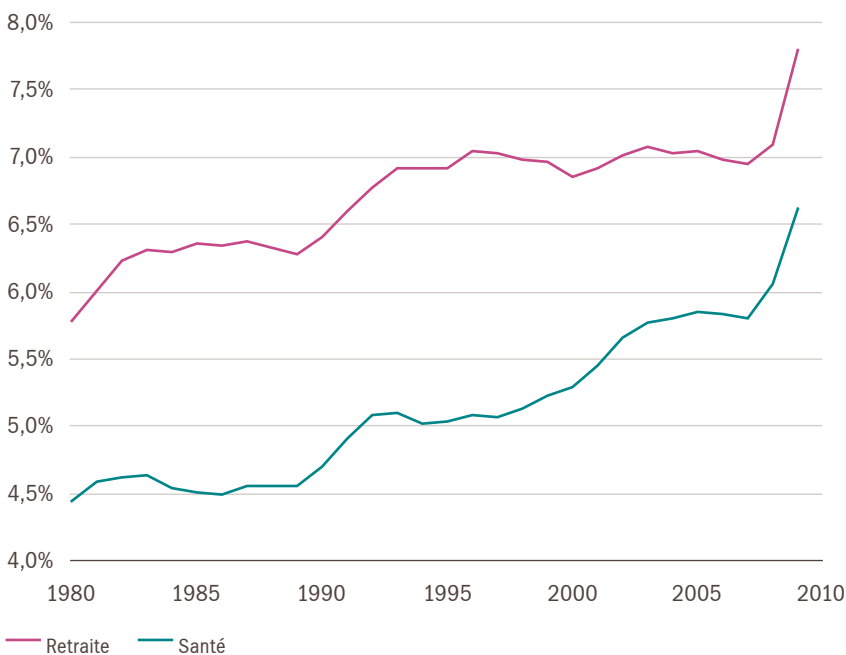
L

EVOLUTIONS DES DÉPENSES SOCIALES PUBLIQUES

Dépenses sociales [% du PIB]



Dépenses de retraite et de santé des pays de l'OCDE [% du PIB]



Δ POINTS
1980-1995

+1,1

+0,6

Δ POINTS
1995-2009

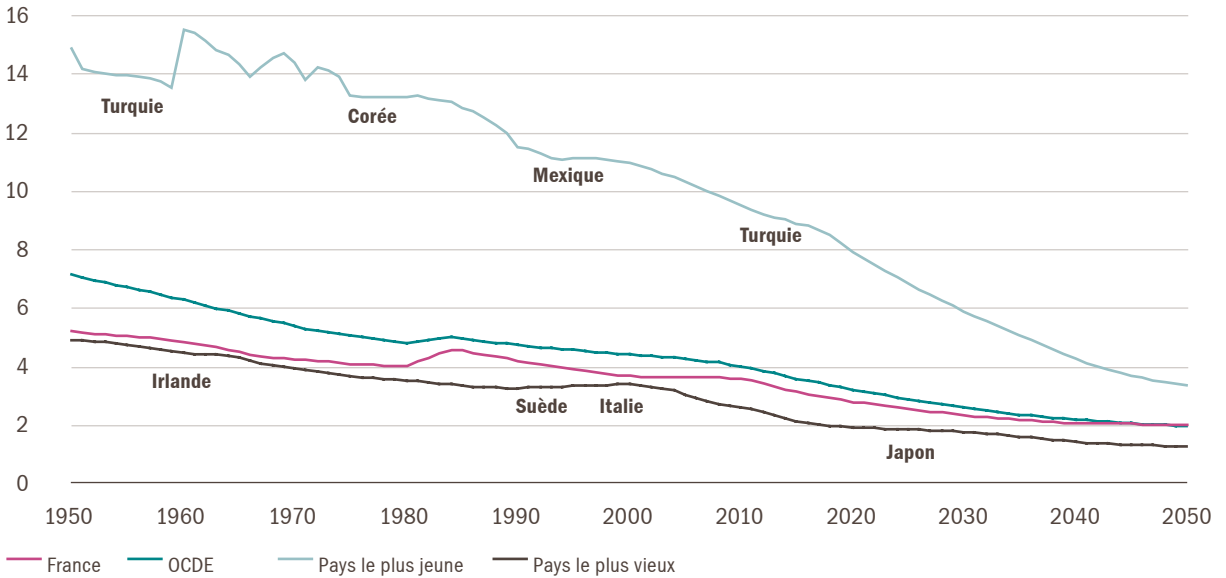
+0,9

+1,6

Source: OECD (2012), OECD Social Expenditure database

M

NOMBRE D'ACTIFS (20-64 ANS) PAR RETRAITÉ (65+ ANS) [OCDE 1950-2050]

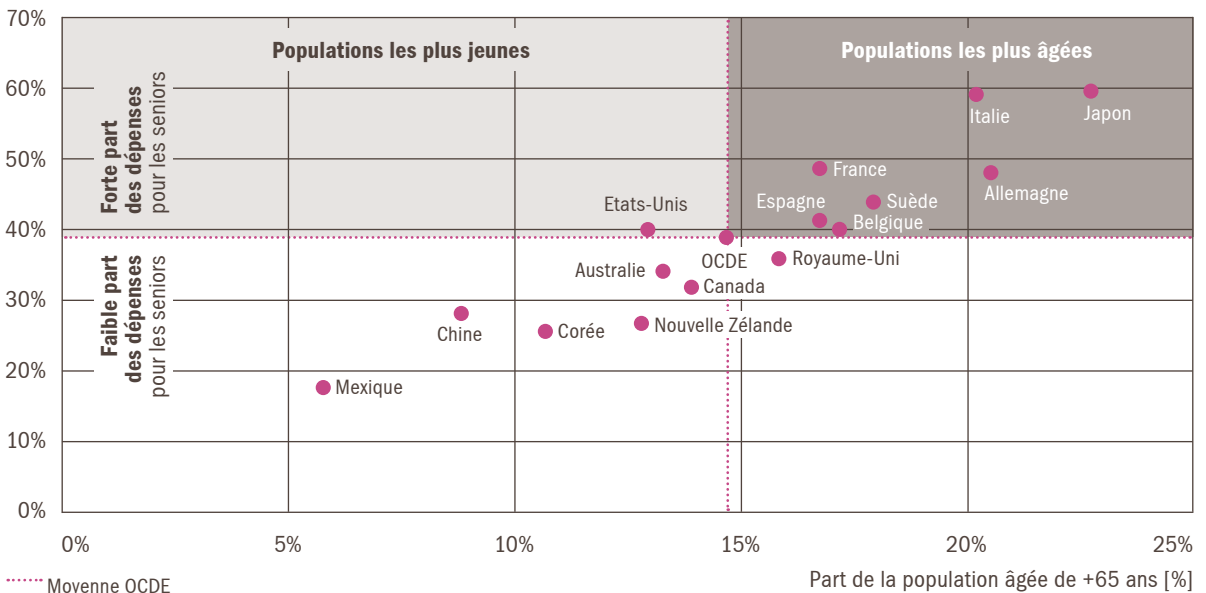


Source : OCDE, Pensions at a Glance 2009 : Retirement-income Systems in OECD Countries

N

PART DES DÉPENSES SOCIALES PUBLIQUES DÉDIÉES AUX SENIORS [OCDE ; 2009]

Part des dépenses sociales publiques et d'éducation dédiées aux seniors [%]



Source : OCDE, 2012 Social Spending during the crisis

L'existence de systèmes de protection sociale, de plus en plus sollicités du fait du vieillissement de la population n'est pas, en soi un facteur de dégradation de la compétitivité. En 2012, les pays développés (France, Japon, Etats-Unis...) maintiennent une avance importante en termes de productivité du travail par rapport aux pays émergents. Les travailleurs des pays développés produisent de 40 à 65 k\$ de richesse contre 10k à 20k\$ par an pour les pays émergents (en \$ constant). Mais cette tension sur les systèmes de protection sociale participe de l'augmentation générale le coût unitaire du travail¹, observée dans l'ensemble des pays développés à l'exception du Japon.

Parallèlement, l'écart avec les pays émergents en termes de productivité tend néanmoins à se réduire. Ces derniers ont en effet amélioré leur productivité du travail par des investissements dans les nouvelles technologies et par le recrutement de profils plus expérimentés et éduqués. Aussi, les entreprises les moins productives ont été remplacées par des entreprises plus efficaces. L'autre facteur est que les entreprises nouvelles investissent largement dans des capacités de production qui, en période de croissance soutenue, permette de bénéficier d'économies d'échelles importantes. **0**

Pour autant, le développement de leurs systèmes de protection sociale reste pour les pays émergents un chantier majeur pour garantir une croissance durable.

B. DANS LES PAYS ÉMERGENTS la recherche d'un équilibre entre compétitivité et protection sociale

Les pays émergents voient aujourd'hui leurs avantages compétitifs se redessiner: leur productivité du travail augmente leur permettant de réduire l'écart avec les pays développés. Parallèlement le développement des systèmes de protection sociale **P**, l'augmentation des salaires sont susceptibles d'affaiblir leur compétitivité, encore fondée sur le faible coût de la main d'œuvre.

Ainsi, au début des années 2000, la Chine a su conjuguer un faible coût du travail et une productivité croissante qui a permis de baisser le coût unitaire du travail. A partir de 2006, les salaires ont augmenté fortement et constamment: en 2012, le salaire moyen dans le secteur privé en milieu urbain a augmenté de 17,1 %, après une hausse de 18,3% en 2011.

Ces hausses majeures qui visent à doper la demande intérieure mettent en péril l'avantage compétitif du pays dont le faible coût de la main d'œuvre est un argument pour les investisseurs. Une tendance comparable est observée en Inde où la croissance rapide tire les salaires à la hausse.

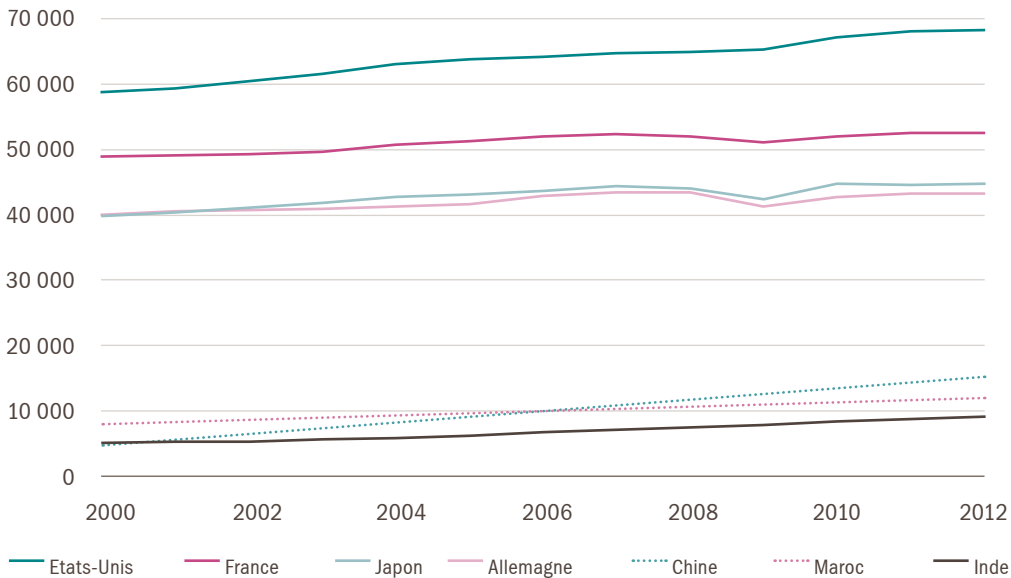
En définitive, pour les pays émergents comme pour les économies développées, l'enjeu des années à venir est de redéfinir un équilibre entre recherche de compétitivité et solidarité, notamment vis-à-vis des populations vieillissantes.

1) En rapprochant le coût du travail (salaires et charges) et la valeur ajoutée de la production, on obtient le coût unitaire du travail (Unit Labor Cost).

Source: OCDE 2012 database; Study on the cost competitiveness of European industry in the globalization; Ecorys

0

PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL PAR PERSONNE EMPLOYÉE [1990 ; USD]



TCAM
2010-2012

+1,3%

+0,6%

+1,0%

+0,7%

+10,4%

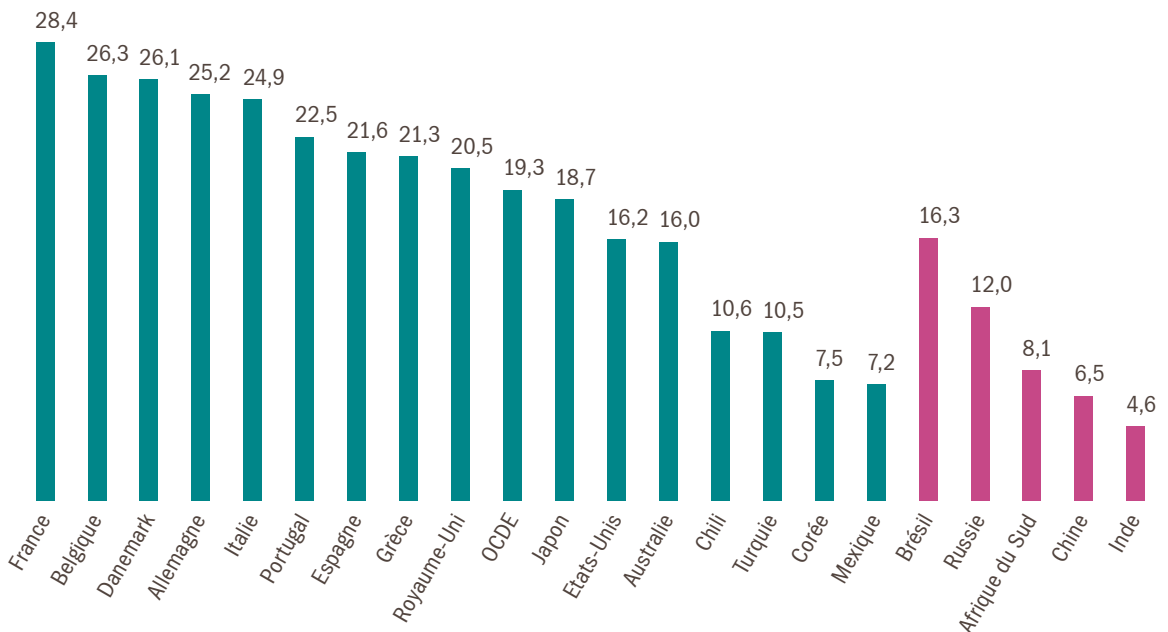
+3,5%

+5,1%

Source: The Conference Board Total Economy Database

P

DÉPENSES SOCIALES PUBLIQUES¹ [OCDE et BRIC ; % PIB ; 2007]



1) Retraite, Chômage, Santé, autres
Source: OCDE 2012 database

C. L'équilibre entre compétitivité et prise en charge des seniors : un choix politique

Afin de soutenir leur compétitivité, les pays développés ont dû adapter les modalités de mise en œuvre des politiques sociales. On constate que ce sont les pays qui ont vieilli le plus vite qui sont aujourd'hui les moins généreux avec leurs retraités. Afin de pérenniser leur système de retraite, l'Allemagne et le Japon ont fait le choix d'orienter le coût du système vers les retraités, avec un taux de remplacement inférieur à celui de la France.

Le Japon est aujourd'hui le cas emblématique d'une situation démographique particulièrement critique. En 2015, le pays comptera deux actifs pour un retraité, et ce ratio va encore décliner. Le Japon a donc mis en œuvre des réformes structurelles de son système de retraite.

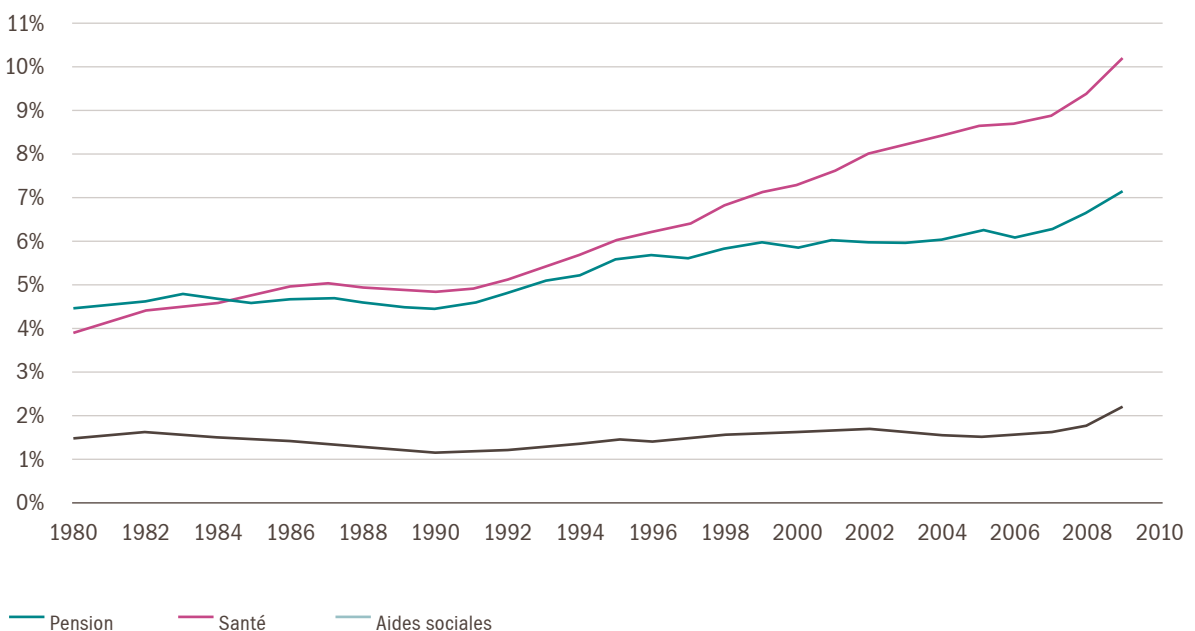
Alors que les aides sociales (compléments de revenus, minima sociaux...) ont peu augmenté depuis les années 1980, les dépenses de santé et de retraite ont fortement cru avec le vieillissement de la population. **Q**

Le système de retraite au Japon est le 2ème système le moins généreux avec les retraités de l'OCDE. Le taux de remplacement brut ne s'élève qu'à 36% pour un employé au salaire médian. **R**

Par comparaison, l'examen de la situation des seniors en France montre que le pays a fait des arbitrages différents, qui consistent à maintenir un taux de remplacement élevé pour les seniors.

En 2011, le revenu médians des seniors (plus de 65 ans) atteignait 20 100 € en France, soit 99% du revenu des 25-49 ans, contre 15 854€ en Allemagne, soit 86% du revenu des 25-49 ans. En France, le niveau de vie des retraités s'est fortement amélioré depuis les années 1970.

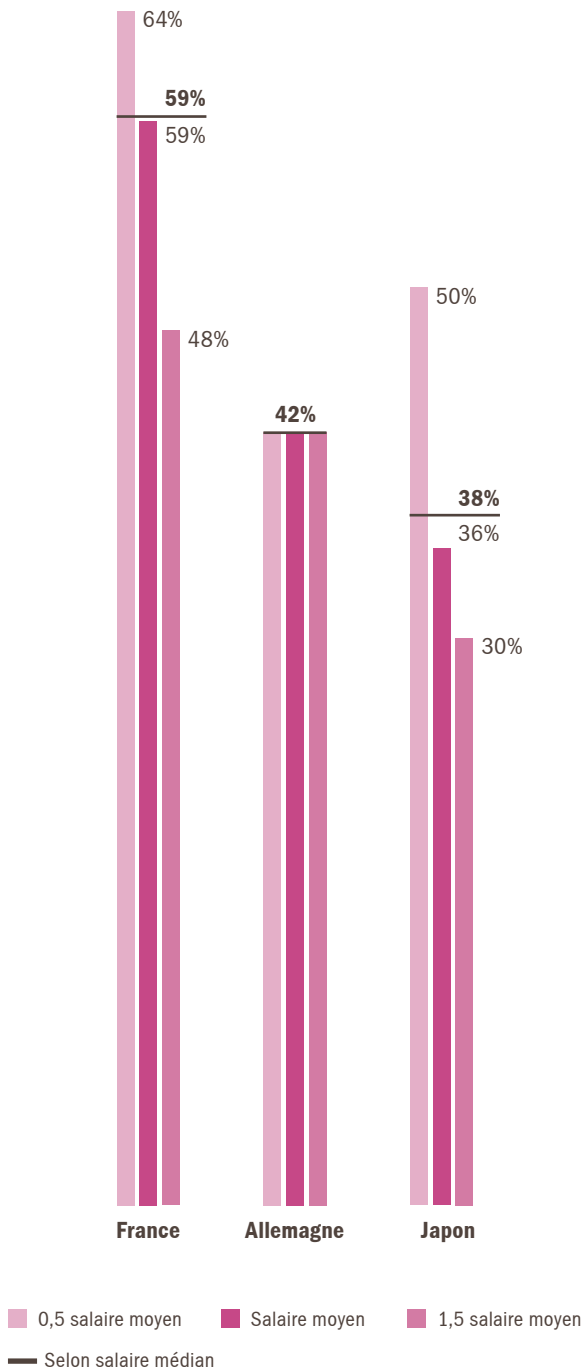
Q
JAPON - ÉVOLUTION DES DÉPENSES SOCIALES PUBLIQUES
[% du PIB]



Source: OCDE; analyse Roland Berger

R

TAUX DE REMPLACEMENT BRUT SELON LE SALAIRE [2012]



Source : OCDE

La Cour des comptes précise que si, en 1970, « le niveau de vie des retraités était encore inférieur de 20 % à celui des actifs », les deux sont aujourd'hui comparables. Aussi, en prenant en compte le patrimoine, 72 % des retraités étant propriétaires occupants, ce niveau de vie serait « légèrement supérieur à celui des actifs et supérieur de 15 % à celui de l'ensemble des retraités ». En 2009, si 9,9% des retraités sont considérés comme pauvres (niveau de vie inférieur à 60 % du niveau de vie médian), ce taux reste inférieur à celui des actifs (10,1%) et à celui de l'ensemble de la population (13,5%). S

Avec l'arrivée des générations du baby-boom à l'âge de la retraite, les systèmes de retraite en France et en Allemagne font face à un défi majeur, et plus encore en Allemagne où la natalité est moins dynamique qu'en France. Face à cette situation, l'Allemagne a fait deux choix structurants, différents de la France. Le premier est le développement d'un système par capitalisation qui représente 10% des pensions contre moins de 3% en France. Le second est la mise en œuvre de contraintes plus fortes dans le système de retraite (conditions d'âge pour l'ouverture des droits, revalorisation...).

Sur ce second point, l'Allemagne a fait le choix de faire reposer l'effort de financement des retraites sur les retraités, alors que la France l'a fait reposer prioritairement sur les actifs. un salarié touchant 0,5 fois le salaire moyen en France peut toucher 56% de son salaire en France, contre 42% en Allemagne. Le taux de remplacement est fonction (décroissante) du salaire touché durant l'activité en France, alors qu'il est stable en Allemagne.

En France, les plus de 60 ans sont davantage bénéficiaires qu'en Allemagne des transferts financiers entre générations : ces derniers bénéficient de 11,3% du PIB contre 9,1% en Allemagne. Cet écart s'explique par un taux de prélèvement obligatoire plus faible pour les seniors français que pour les allemands.

Les points clé du diagnostic

L'écart de compétitivité entre pays émergents et développés s'accroît avec le vieillissement des populations : les pays développés connaissent une faible croissance de la productivité et des dépenses sociales lourdes et croissantes. Les pays émergents profitent d'une forte croissance de la productivité et de dépenses sociales encore faibles.

Le besoin de financement des dépenses sociales progresse fortement dans les pays développés, et les seniors en sont les principaux bénéficiaires. Les systèmes de protection sociale, et en particulier de retraite, basés sur la répartition, sont sous tension compte tenu de la baisse du nombre d'actifs par retraité.

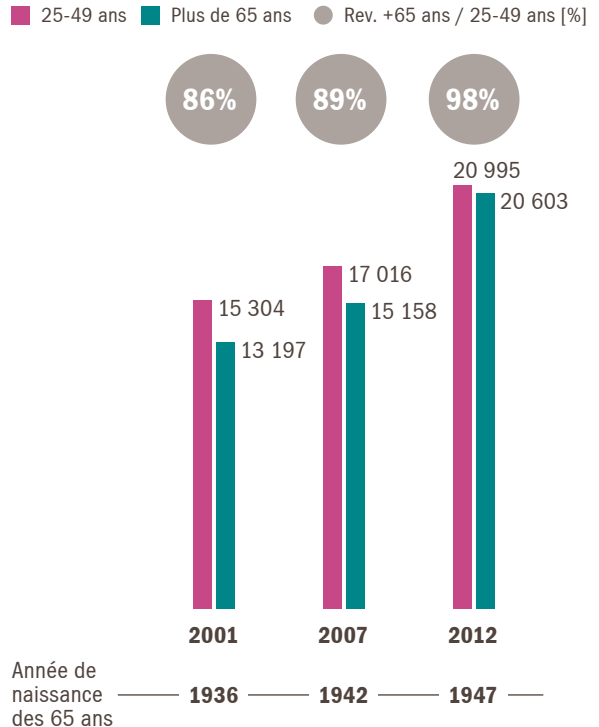
Les enjeux

Dans les pays développés, la diminution de la part des actifs nécessite de réinventer les modèles de solidarité intergénérationnelle. Entre une générosité à la française, où ce sont les actifs qui assument l'essentiel du coût des retraites, et les voies allemande ou japonaise qui mettent à contribution les retraités, de nouveaux choix politiques doivent être faits sur le partage des richesses entre générations.

Dans les pays émergents, dont les systèmes de protection sociale sont en cours de structuration, les enjeux portent davantage sur la place du vieillissement au regard des problématiques d'éducation, de lutte contre la pauvreté ou de santé. Les pays émergents peuvent être un laboratoire de formules innovantes qui incluront le vieillissement dans une prise en charge transverse, articulant par exemple santé et dépendance.

S

REVENUS DISPONIBLE MÉDIAN En France par tête [EUR]



En Allemagne par tête [EUR]

■ 25-49 ans ■ Plus de 65 ans ● Rev. +65 ans / 25-49 ans [%]

Source: INSEE

Comment financer l'économie d'un monde qui vieillit ?

Les effets du vieillissement sur la croissance et la compétitivité posent avec acuité la question du financement de l'économie dans une société qui vieillit. En effet de nouvelles marges de manœuvre doivent être dégagées pour financer les retraites et la dépendance des personnes âgées, avec une population active qui se réduit.

Par ailleurs, la dynamique de vieillissement a des effets sur les modalités de financement de l'économie : les comportements d'épargne se modifient pour favoriser une épargne liquide, et privilégier les actifs les plus sûrs. L'écart se creuse entre le besoin de financement en fonds propres des entreprises, et la demande d'actifs. C'est l'« equity gap ».

Dans ce contexte, la réflexion sur de nouveaux instruments de financement de l'économie, adaptés à la fois aux besoins des entreprises et à ceux d'une population vieillissante, est d'une importance stratégique majeure.

A. Le vieillissement induit une modification sensible des comportements d'épargne

DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS, LA PRÉFÉRENCE VA À L'ÉPARGNE LIQUIDE

Selon la théorie du cycle de vie **T**, les agents économiques épargnent durant leur période d'activité (B) puis en retirent le produit à l'âge de l'inactivité / retraite (C) pour financer leurs vieux jours. Dans les pays développés, le vieillissement devrait ainsi favoriser la demande pour des actifs sûrs et liquides, permettant aux retraités une « consommation » de l'épargne pour financer la retraite.

Au contraire, le coût du capital devrait augmenter, tiré par une difficulté croissante à trouver des financements pour des actifs risqués.

Le transfert d'actifs risqués à actifs sûrs pourrait être limité par des comportements d'épargne à « mi-chemin », vers des produits d'épargne sûre mais longue : afin de pouvoir assumer le coût de la dépendance tout au long de la retraite, les retraités devraient maintenir une épargne longue – une épargne de précaution – servant à financer le coût croissant de la santé et de la dépendance.

DANS LES PAYS ÉMERGENTS, LA TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE RÉSORBERA PEU À PEU L'EXCÈS D'ÉPARGNE

Bien que les pays émergents soient à des stades différents de la transition démographique, le développement dont ils vont profiter devrait avoir des conséquences sur le volume et la destination de leur épargne.

Les pays qui achèveront les premiers la transition démographique (Brésil, Chine, Malaisie, Thaïlande) ont encore 20 ou 30 ans pour mettre en œuvre des systèmes de protection sociale (santé, retraite...) qui couvrent l'ensemble de la population. Si la famille y est encore aujourd'hui la forme d'assurance-vieillesse et santé principale, elle est en passe de devenir insuffisante pour assumer les effets du vieillissement de la population.

Dans les pays émergents ayant mis en place des systèmes publics de retraite, le vieillissement aura des conséquences sur le financement de ces dispositifs. Les dépenses publiques de retraites dans les pays d'Asie de l'Est devraient passer de 1 à 2 points de PIB

en 2010 à 4 points de PIB en 2025, et atteindre plus de 10 points de PIB à l'horizon 2050 dans les pays dotés de systèmes complets de retraite (ex : Corée et Taïwan).

En parallèle, les gouvernements devront donc se concentrer sur le financement des pensions et sur la maîtrise des coûts budgétaires, tout en augmentant la couverture de certains types de prestations minimales, en particulier pour les plus pauvres. Le financement s'annonce d'autant plus complexe que la diminution du nombre d'enfants par famille réduira les possibilités de prise en charge par la famille des personnes âgées.

QUELLE CONSÉQUENCE SUR L'ÉPARGNE MONDIALE ?

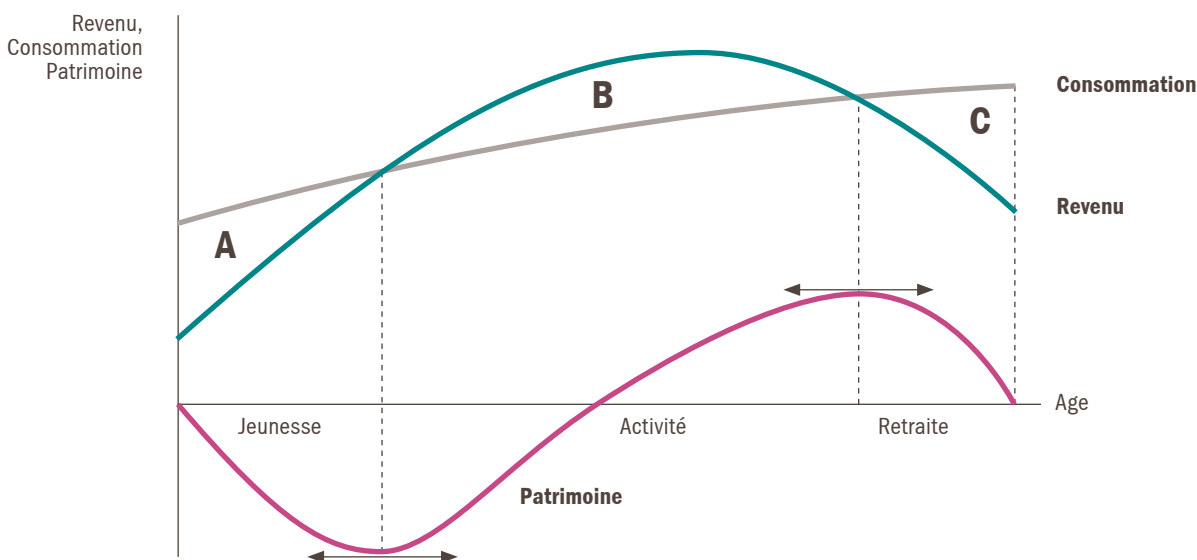
L'enjeu d'un développement financier bien maîtrisé dans les pays émergents est crucial pour assurer la pérennité des systèmes sociaux. Il y est nécessaire d'augmenter les dépenses publiques pour financer les retraites et de réduire l'auto-assurance de la population (qui explique en grande partie le niveau très élevé du taux d'épargne chinois).

A terme, le taux d'épargne devrait connaître une réduction significative en Chine et l'excès d'épargne des pays émergents (particulièrement celui de la Chine), tenu pour l'un des facteurs importants des grands déséquilibres mondiaux, devrait peu à peu se résorber.

Les émergents vont réorienter leur épargne vers leurs retraités. Ainsi, Les possibilités de financement extérieur seront donc réduites pour les États-Unis comme pour l'Europe, obligeant alors soit à limiter les déficits courants et publics, soit à imaginer de nouvelles formes de financement intérieur et de nouveaux moyens pour canaliser l'épargne intérieure vers des formes d'investissement de long terme. Ces changements auront des conséquences internationales : si les possibilités d'investissement intérieur sont accrues en Chine, alors les États-Unis devraient progressivement voir la demande d'actifs financiers (bons du Trésor notamment) baisser.

T

DIAGRAMME DU CYCLE DE VIE



B. Les effets du vieillissement sur les marchés financiers et l'immobilier

ÉVOLUTION DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS

Le vieillissement des populations, dans les pays développés et émergents devrait accroître la demande d'actifs sûrs et dans le même temps réduire l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués. Le déséquilibre entre l'offre et la demande d'actifs sans risque n'est pas nouveau, mais il tend à augmenter.

La crise de 2008-2009 a chamboulé la classification des actifs selon le niveau de risque et des actifs jusqu'alors considérés comme sûrs se sont révélés risqués. C'est le cas notamment de certaines dettes publiques qui sont aujourd'hui considérées comme risquées : celles des pays périphériques de la zone euro, avec le problème de solvabilité de ces pays ; celle des États-Unis, avec l'incapacité à stopper la dérive de la dette publique ; celle du Japon, avec le risque lié au vieillissement démographique ; celles de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie, avec l'incertitude sur la trajectoire future des dettes publiques compte tenu de la faiblesse de la croissance ; celles des pays émergents, avec le risque inflationniste dans ces pays.

Les seuls actifs sans risque qui semblent subsister sont les dettes publiques des pays du Nord de la zone Euro (Allemagne, Pays-Bas, Finlande, Norvège, Suède) ou de certains pays aux économies solides, comme Singapour.

 Ainsi, le nombre de pays notés dans la catégorie AAA diminue et leur qualité de crédit se dégrade. L'offre s'est contractée avec la détérioration des ratios de dettes publiques et les dégradations de notes qui ont suivi. Selon le FMI, l'offre de valeurs jugées sûres pourrait diminuer de quelque 9 000 milliards de dollars, soit approximativement 16%, d'ici 2016.

Parallèlement, depuis la chute de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, les banques centrales ont étendu leurs actions à des politiques monétaires dites « non conventionnelles ». La crise de 2008 ayant provoqué le blocage du marché inter-bancaire, les banques centrales ont été contraintes de fournir des liquidités directement aux banques pour fluidifier

le marché. Si les politiques dites « non conventionnelles » ont pris des formes différentes entre la FED et la BCE, il en a résulté une augmentation forte de la taille du bilan des banques centrales à travers la mise à disposition quasi illimitée de liquidités.

La BCE a privilégié la mise à disposition de liquidités aux banques, pour compenser le blocage du marché inter-bancaire. La hausse du bilan de la BCE, qui est passé de mi-2008 à mi-2011, de 1450 md€ à environ 2000 md€, est donc liée à une hausse de demande de liquidité de la part des banques. Cette approche répond à l'objectif fixé d'éviter une crise de liquidité et d'atténuer ainsi le « credit crunch ». La Fed à quant à elle augmenté son bilan par des rachats fermes de titres du trésor et de MBS (Titre adossé à des créances hypothécaires). Cette méthode vise à soutenir l'activité, en tirant les taux à la baisse et en soutenant les marchés actions notamment.

Cependant, peu à peu, les obligations émises (US, France...) sont apparues de moins en moins sûres aux yeux des investisseurs, et les politiques monétaires menées se sont traduites par un volume croissant de « faux actifs sûrs » sur le marché.

Les évolutions réglementaires vont accentuer la demande avec des nouvelles règles de liquidité (Bâle 3) qui poussent par exemple les banques à détenir un plus gros volume d'actifs sûrs et à l'utilisation croissante de ces actifs dans les opérations de politique monétaire (acquisitions de valeurs d'État par des banques centrales). D'autre part, la demande des pays émergents où les épargnants sont à la recherche d'actifs sans risque devrait rester soutenue.

En conséquence, la demande d'actifs sûrs va continuer de s'accroître à un rythme plus soutenu que l'offre d'actifs sûrs, dans un contexte d'incertitude des marchés financiers, de réformes réglementaires et de besoin croissant des banques centrales des économies avancées. La pénurie d'actifs sûrs pourrait se traduire par les évolutions suivantes :

> Une forte baisse des taux d'intérêt sur les dettes publiques sûres et une hausse des prix des actifs. La hausse des prix toucherait d'abord les valeurs considérées comme les plus sûres. Les investisseurs

qui ne pourront pas payer des prix plus élevés devront se contenter d'actifs présentant plus de risques. Ce phénomène de « Flight-to-quality », qui pousse les investisseurs à privilégier les actifs de meilleure qualité, affecte l'ensemble des actifs dans les périodes de crise financière.

- > La possibilité pour des Etats dont la qualité de la dette a baissé, de continuer de profiter de taux bas. Ces Etats, dont la France, bénéficient d'une demande forte des investisseurs tirant ainsi les taux à la baisse. Néanmoins, un risque fort pèse sur ces pays si les taux d'emprunt devaient augmenter de quelques points de bases. Le coût de la dette deviendrait alors critique.
- > L'apparition de nouveaux actifs considérés comme sans risque pour accroître l'offre totale de ces actifs (ex : eurobond)
- > Une forte appréciation des taux de change des pays émettant des dettes publiques (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon), en fonction du poids de ces pays dans l'ensemble des actifs sans risque.
- > Une incitation pour les gouvernement à arbitrer en faveur de la dépense publique pour soutenir l'activité, c'est-à-dire à l'accroissement de la dette publique, poussée par un accès plus aisé à du financement peu cher.

ÉVOLUTION DU MARCHÉ DES ACTIONS

Les marchés d'actions sont aujourd'hui influencés par des politiques monétaires visant à amorcer une sortie de crise. La politique de relance menée au Japon, en est, pour 2013, un exemple frappant. Le creusement du déficit budgétaire et l'émission de monnaie sans limites apparentes ont explosé depuis le début de l'année. Ainsi, de Janvier à Mai, l'indice Nikkei 225 a gagné plus de 40%, et plus de 60% sur 6 mois.

A l'inverse, en contrepartie d'une demande croissante pour les actifs sans risque, le vieillissement de la population devrait avoir une incidence sur le prix et les rendements des actifs risqués, et notamment les actions. Le vieillissement démographique conduit les seniors à vendre des actifs risqués pour assurer leur consommation.

CE COMPORTEMENT GÉNÈRE DEUX EFFETS MAJEURS :

AU NIVEAU NATIONAL, il devrait apparaître un excès d'offre et une baisse des prix sur les marchés des actifs vendus par les retraités.

AU NIVEAU INTERNATIONAL, la vente des actifs détenus à l'étranger devrait s'accélérer, générant des flux de capitaux sur le marché domestique, conduisant à une baisse des prix des actifs étrangers vendus et à un effet ambigu sur le taux de change (qui dépend de la dégradation de la balance courante, avec la baisse du taux d'épargne domestique et des rapatriements de capitaux, avec les ventes d'actifs étrangers).

Les ventes d'actifs domestiques devraient donc se traduire par une baisse des prix de ces actifs; En revanche, les ventes d'actifs étrangers ne devraient pas influencer fortement le prix des actifs domestiques.

ÉVOLUTION DU MARCHÉ IMMOBILIER

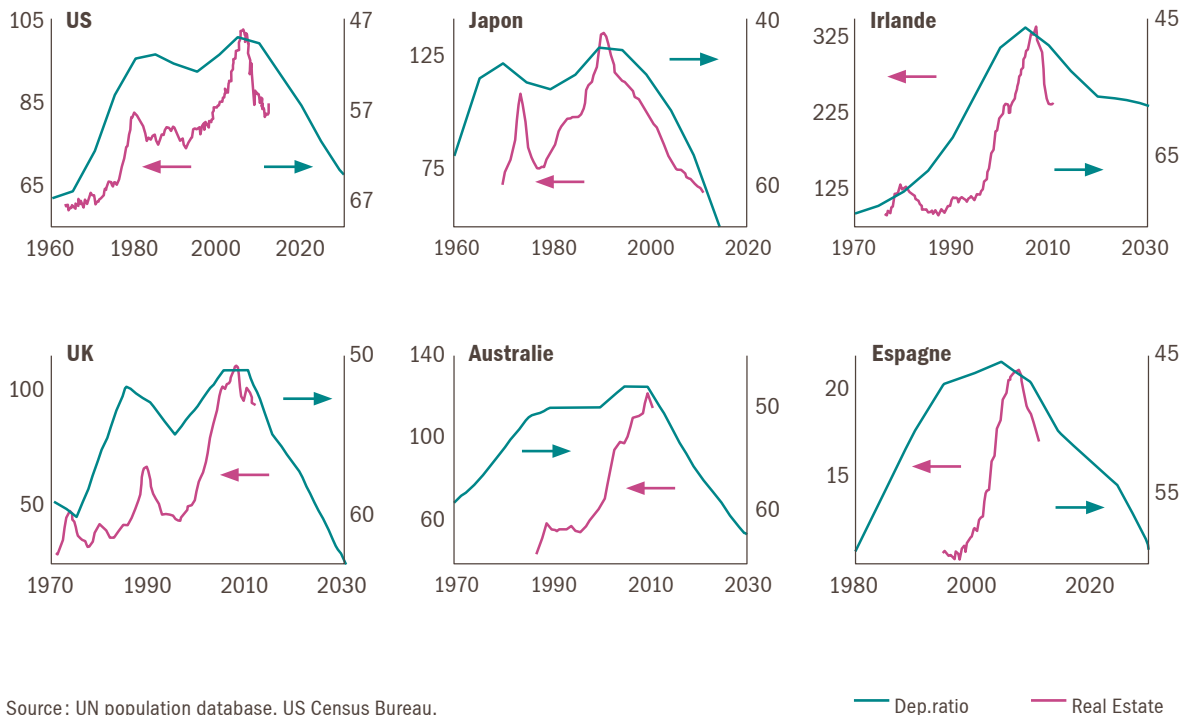
Enfin, le vieillissement est susceptible d'avoir des effets notables sur le marché de l'immobilier. L'analyse de l'évolution des prix de l'immobilier suggère une corrélation entre la part de la population qui est dépendante et le prix de l'immobilier . En effet, empiriquement, les prix de l'immobilier chutent lorsque la part de la population formée par « les moins de 15 ans et les plus de 64 ans » augmente fortement. C'est le cas au Japon, aux États-Unis, en Irlande, au Royaume-Uni, en Australie ou en Espagne.

Une étude menée par Elöd Takáts (2010), évalue à 80 points de base la baisse annuelle que subiraient les prix des actifs immobiliers pendant les quarante prochaines années. La baisse devrait être encore plus prononcée en Europe et au Japon.



U

ÉVOLUTION DES PRIX DE L'IMMOBILIER ET DU TAUX DE DÉPENDANCE



C. Les conséquences économiques de ces mutations

ÉCART ENTRE BESOIN DE FINANCEMENT ET DEMANDE D'ACTIFS...

La conséquence de l'évolution des besoins d'épargne liée à la démographie et de l'aversion croissante au risque est une plus faible demande pour les marchés d'actions. La différence entre le besoin de financement en fonds propres des entreprises et la demande d'actifs risqués (ex: actions) des investisseurs est appelée « equity gap » (ou « trou de financement »).

Dans les **PAYS DÉVELOPPÉS**, les investissements sont nécessaires à la relance de l'économie pour sortir de la crise économique. Ceux-ci sont par nature risqués puisqu'il s'agit d'investissement de long terme (innovation, R&D...) principalement financés sur les marchés (dont le marché des actions).

L'offre d'actifs risqués est donc soutenue, et les tensions entre la demande de financements (offre d'actions) et l'offre limitée de financements (demande d'actions exprimée par les agents non financiers et par les intermédiaires financiers) s'accroît.

Dans les **PAYS ÉMERGENTS**, l'offre d'actifs financiers devraient augmenter significativement, alors même que le comportement d'investissement des épargnants privés est différent avec une préférence forte pour les dépôts bancaires et peu d'investissement en actions. Aussi, le vieillissement des populations et la mise en œuvre progressive de systèmes de retraite devrait réduire encore la demande d'actifs risqués. La montée en puissance de ces économies devraient donc accentuer l'Equity gap.

Le développement économique dans les pays émergents devrait accroître les opportunités d'investissements à l'intérieur de ces économies, et réduire

Les points
clé du
diagnostic

ainsi la part des capitaux investis à l'étranger. Cette tendance devrait accentuer encore la moindre disponibilité des capitaux étrangers et une insuffisance d'épargne longue dans les pays développés.

L'enjeu d'une plus grande stabilité financière est donc très grand. Elle seule peut élargir l'offre d'actifs sans risque et relancer la demande d'actifs risqués. La préférence pour la liquidité baisse en effet quand la stabilité financière s'améliore de même que le regain de confiance des investisseurs réduit la réticence à détenir des actifs risqués.

... ET RELEVEMENT DU COÛT DU CAPITAL

Parallèlement au déséquilibre croissant entre besoin de fonds propre pour les entreprises et demande d'actifs, le coût du capital est tiré à la hausse, sous l'effet cumulé d'une moindre disponibilité des financements risqués, d'une recherche accrue de placements sans risque et de moindres possibilités de financements externes auprès des pays émergents au fur et à mesure que ces pays vont se développer économiquement, et réorienter vers eux-mêmes leur épargne disponible (résorption de l'excès d'épargne).

Moins d'épargne est alors disponible pour les investissements de long terme et une prime de liquidité plus élevée est nécessaire pour diriger l'épargne vers les actifs risqués.

A moyen-long terme, la sortie de crise dans les pays développés devrait tirer les taux directeurs à la hausse. Quand les banques centrales sortiront de la gestion de crise pour gérer l'après crise, elle devraient redéfinir le régime « normal » de la politique monétaire à un niveau plus élevé que dans les années 2000. Cela impliquerait un coût plus élevé du financement.

Les seniors privilégient les actifs sûrs et liquides pour sécuriser leur niveau de consommation à l'âge de la retraite. Avec le vieillissement des populations, la demande d'actifs sûrs va continuer de s'accroître à un rythme plus soutenu que l'offre d'actifs sûrs.

Le vieillissement des populations dans les pays émergents va réduire les opportunités de financement des pays développés du fait d'une réorientation de l'épargne des pays émergents vers leurs retraités.

Les enjeux

Il faut aujourd'hui trouver de nouveaux modes de financement de l'économie. Les politiques monétaires de « quantitative easing » menées aux Etats-Unis et aux Japon, qui assurent largement le financement de leur économie, ne pourront durer éternellement, les pays émergents réorientant progressivement leur épargne vers leurs retraités. Il convient d'anticiper dès aujourd'hui les impacts de ce basculement.

Le vieillissement fait naître de nouveaux besoin d'ordre sociétal (exclusion des personnes âgées, prise en charge des seniors par des actifs...) ou économique (financement de la dépendance, pouvoir d'achat des retraités...). Dans un contexte de ressources publiques, mais également privées (ménages et entreprises) sous pression, un enjeu majeur est la redéfinition de la place des institutions financières dans la gestion de l'écart entre besoins et ressources. Des réponses doivent être apportées sur l'ensemble de leurs activités : produits d'épargne, crédit, assurances...

Conclusion : les conditions d'une adaptation positive des économies au vieillissement

A la différence d'autres problématiques macro-économiques telles que la désindustrialisation ou le chômage des jeunes, le vieillissement est, lui, une fatalité. Insuffisamment anticipé, en particulier dans les pays développés qui sont à l'avant-garde de cette dynamique, il pose aujourd'hui des défis redoutables, et bouleverse nos économies.

Le Roland Berger Paris Institute a exploré les effets économiques du vieillissement à travers trois angles : la croissance, la compétitivité, le financement de l'économie. Sur la base de ce cadre d'analyse, les questions à traiter peuvent être précisément identifiées, et avec elles les conditions sous lesquelles les économies mondiales s'adapteront positivement au vieillissement des populations².

ENJEU N°1 **Redéfinir les pactes de solidarité intergénérationnelle**

Ce premier défi est éminemment politique. Le pacte de solidarité intergénérationnel est en cours de redéfinition dans de nombreux pays développés dont les systèmes de retraites, et plus largement de protection sociale, sont sous la pression d'une population âgée croissante.

L'accroissement continu dans de nombreux pays de l'espérance de vie, et plus encore de l'espérance de vie en bonne santé, constitue l'argument majeur en faveur d'une redéfinition du partage des richesses entre générations.

La France, pays particulièrement généreux avec ses seniors, a devant elle un débat politique d'ampleur sur la place de nos aînés dans son pacte social.

Mais les pays émergents, dont la transition démographique et la croissance économique rapide bouleversent les systèmes de solidarité familiale, doivent eux aussi réinventer un modèle, qui favorise la croissance durable à travers des systèmes de protection sociale performants, et assure à long terme l'équité économique et sociale entre les générations.

ENJEU N°2 **Maintenir un nombre d'actifs suffisant sur le marché du travail**

Le vieillissement constitue un frein à la croissance à travers un déterminant clé : la baisse du nombre des actifs qui font marcher l'économie. Le vieillissement de la population doit donc être compensé par des mesures dites « d'activation du marché du travail », qui consistent à amener à l'emploi des publics qui en sont éloignés.

Les seniors, tout d'abord, dont il faut favoriser le maintien en emploi, à travers la redéfinition des conditions d'accès à la retraite, des politiques de formation continue qui permettent de rester actif plus longtemps, mais également la mise en place de modes de travail adaptés. A cet égard les entreprises ont devant elles un chantier essentiel de réflexion sur l'adaptation des conditions de travail aux différents âges de la vie.

2) Roland Berger Strategy Consultants a également investi plus spécifiquement le sujet des opportunités économiques du vieillissement. Voir The promises of ageing, Think:act content, August 2013.

Le maintien d'un nombre d'actifs suffisant sur le marché du travail passera aussi par la mobilisation d'autres publics : les femmes et les jeunes, dont le taux d'activité est aujourd'hui notoirement insuffisant dans de nombreux pays. L'anticipation du vieillissement des actifs appelle donc des réponses transverses.

ENJEU N°3 **Faire des seniors un levier d'innovation et de compétitivité dans les entreprises**

Un certain nombre de travaux ont mis en évidence que l'innovation, l'entrepreneuriat, la productivité, ne sont pas l'apanage des jeunes générations, loin s'en faut. La fondation Kauffman a ainsi récemment mis en évidence que les taux les plus élevés de création d'entreprise réussies sont le fait d'individus âgés de 55 à 64 ans, ces derniers ayant deux fois plus de chance de succès que le groupe des 20 à 34 ans³.

Au sein des entreprises, on sait que la productivité et la créativité des plus âgés n'est pas moindre. En revanche, ce potentiel n'est pas pleinement utilisé par les employeurs, qui ont souvent privilégié l'embauche de jeunes jugés plus innovants et coûtant moins cher, à des travailleurs plus âgés dont ils cherchaient à accélérer la sortie. Les effets délétères de ces modes de gestion, sur le plan macro-économique, mais également au sein des collectifs de travail, sont maintenant identifiés. Pour autant, les entreprises doivent se saisir de la question de la valorisation du potentiel d'innovation et de productivité des seniors, au-delà de leurs obligations de maintien dans l'emploi.

ENJEU N°4 **Identifier les nouveaux besoins et les nouveaux marchés liés au vieillissement**

Enfin, le vieillissement fait émerger de nouveaux besoins. Des besoins financiers tout d'abord : parce qu'il modifie les comportements d'épargne à l'échelle mondiale, le vieillissement génère un écart croissant entre la demande d'actifs sûrs et les besoins de financement de l'économie. Des mesures doivent être mises en place pour freiner la demande d'actifs sans risques et en accroître l'offre pour réduire le déséquilibre. Cela passera par des réformes de la réglementation financière. Mais également par un rôle accru du secteur privé, et des institutions financières en particulier, dans le financement des nouveaux besoins liés au vieillissement, à travers de nouveaux produits en matière d'épargne, d'assurance, de crédit.

Mais le vieillissement ouvre également de nouveaux marchés. Car les seniors sont, dans la plupart des pays développés, une cible riche qui maintient un niveau de consommation élevé, avec des besoins divers. La réflexion sur l'adaptation des produits et services à ce marché en expansion est d'une importance stratégique majeure. Et cette réflexion doit également inclure les pays émergents, dont la population connaîtra rapidement une évolution comparable de ses besoins. ♦

3) Voir le Kauffman index of entrepreneurial activity 2012
<http://www.kauffman.org/research-and-policy/kauffman-index-of-entrepreneurial-activity.aspx>

RÉFÉRENCES

- Ined, *Population et société, Les défis de la Chine*, 2005
- Ined, *La Chine, un géant démographique aux pieds d'argile*, 2008
- Ined, *Population et société, Le Japon face au déclin annoncé de sa population*, 2008
- CAE, *Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire*, 2012
- CAS, *La protection sociale dans les BRICs*, 2012
- FMI, *Le prix des actifs jugés « sûrs » est appelé à s'accroître*, 2012
- INSEE, France, *Bilan démographique 2012*, 2012
- Ecorys, *Study on the cost competitiveness of European industry in the globalisation era - empirical evidence on the basis of relative unit labour costs (ULC) at sectoral level*, 2011
- ISSA, *Social Security Coverage Extension in the BRICS*, 2011
- OCDE, *Panorama des pensions 2011 : Les systèmes de retraites dans les pays de l'OCDE et du G20*, 2011
- United Nations Population Fund, *Impact of demographic change in Thailand*, 2010
- Population reference Bureau, *Le défi d'atteindre le dividende démographique*, 2012
- Natixis, *Flash Economie - Les effets à attendre du vieillissement démographique sur les marchés financiers*, 2013
- Natixis, *Flash Economie - Que se passera-t-il si la demande d'actifs de réserve sans risque devient supérieure à l'offre ?*, 2013
- Natixis, *Flash Economie - Que reste-t-il comme actif sans risque ?*, 2011
- Natixis, *Flash Economie - En Chine, comme au Japon, une utilisation inefficace de l'épargne qui finit par réduire fortement la croissance potentielle*, 2013
- vie-publique.fr, *Déficits des régimes de retraite : les leviers d'intervention*, 2013
- Rajeunissement et vieillissement de la France, *Une politique économique pour la jeunesse - JH Lorenzi, J Pelletan, A. Villemeur*,
- Ceros – Université Paris Ouest Nanterre La Défense, *Les marchés des actifs sûrs - Didier Folus*, 2012
- Données macro économiques, Banque mondiale, *Economist Intelligence Unit (EIU), Euromonitor*, 2013
- OCDE, *Economic Policy Reforms 2013*, 2012
- OCDE, OECD (2012), *“Social Spending during the Crisis, Social Expenditure (SOCX) Data Update 2012, 2012*
- IPSS (National Institute of Population and Social Security Research, Japan), *Population Projections for Japan (January 2012): 2011 to 2060, 2012*
- Bureau of Labor Statistics (US), *International Comparisons of Manufacturing Productivity and Unit Labor Cost Trends*, 2011
- OCDE, *Population and productivity statistics, Dernières versions disponibles*
- The Conference Board Total Economy Database, *Output, Labor and Labor Productivity Country Details, 1950-2012, 2013*
- United Nations, Population Division, *World Population Prospects: The 2010 Revision*, 2011
- INSEE, France, *Pyramide des âges au 1er janvier 2013*, 2013
- OCDE, *Tax statistics, Dernières versions disponibles*

ROLAND BERGER

Paris Institute

Aujourd'hui, un nombre important de sujets à la croisée des mondes politique et économique font la une des médias. Fort de notre expérience acquise aux côtés des entreprises et des gouvernements qui façonnent le monde de demain, le Roland Berger Paris Institute vise à être force de proposition dans le débat public. Ce think tank organise des manifestations de débat et de réflexion et a déjà publié un certain nombre de documents autour des thématiques suivantes :

Misperception of Risk and Return in Low Income Countries - Innovative Finance Serving Infrastructure Development: a Win-Win Deal
(Septembre 2012)

Innovation, compétitivité, réindustrialisation
(Octobre 2012)

Pour une flexisécurité à la française
(Mars 2013)

La coopération franco-allemande au service de la croissance en Europe
(Septembre 2013)

Les hydrocarbures non conventionnels en France, la décision du Conseil constitutionnel et après ?
(Octobre 2013)

Circuler en ville, pour une nouvelle mobilité
(Février 2014)

Industry 4.0. The new industrial revolution
(Mars 2014)

La divergence des économies européennes
Comment en faire une opportunité ?
(Mai 2014)

Hakim El Karoui

Partner

Coordonnateur du Roland Berger Paris Institute

POUR EN SAVOIR PLUS

Roland Berger Strategy Consultants

Fondé en 1967, Roland Berger Strategy Consultants est l'un des leaders mondiaux du conseil en Direction Générale et le premier cabinet d'origine européenne. Le cabinet conseille les Directions Générales des plus grandes entreprises françaises et internationales sur l'ensemble des problématiques de stratégie, de management, d'amélioration de la performance des entreprises et s'attache à proposer des solutions innovantes, avec une attention particulière portée à l'obtention de résultats concrets et mesurables.

Le cabinet compte 2500 collaborateurs et bénéficie d'un réseau international constitué de 51 bureaux dans 36 pays en Europe, aux Etats-Unis, en Amérique du Sud, en Afrique du Nord, au Moyen-Orient et en Asie. Son envergure internationale lui permet d'accompagner les plus grands groupes internationaux sur leurs problématiques clés en conjuguant approche locale et vision internationale.

Présent en France depuis 1990, le bureau de Paris avec 330 collaborateurs dont 250 consultants et 30 Partners, est reconnu comme une référence par les plus grands groupes industriels et de services : il accompagne plus de la moitié des entreprises du CAC 40.

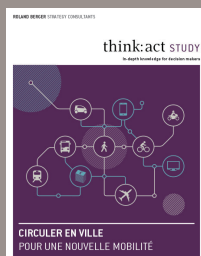
Version tablette

TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION KIOSK

Pour lire nos récentes publications sur votre tablette, recherchez « Roland Berger » sur iTunes App Store ou sur Google Play. Téléchargez gratuitement l'application Kiosk



Autres publications



CIRCULER EN VILLE : pour une nouvelle mobilité

Le cabinet Roland Berger explore les raisons du « paradoxe de la mobilité » dans les grandes villes à travers l'étude « Circuler en ville : pour une nouvelle mobilité », et montre qu'une transformation réelle et durable des conditions de mobilité,...



LA DIVERGENCE DES ÉCONOMIES EUROPÉENNES, comment en faire une opportunité ?

Les économies du Nord et du Sud de l'Europe continuent à diverger. Alors que l'on se concentre sur l'harmonisation des politiques économiques depuis le début de la crise, l'Europe bute sur un problème de modèle économique commun qui semble introuvable.

Liens & favoris

COMMANDER & TÉLÉCHARGER
www.think-act.com

RESTER CONNECTÉ
www.twitter.com/RBSCParis

AIMER & PARTAGER
www.facebook.com/RolandBergerStrategyConsultants

Editeur

**ROLAND BERGER
STRATEGY CONSULTANTS**

62-64, Rue de Lisbonne
75008 Paris
France
+33 1 53670-320
www.rolandberger.fr

Les auteurs accueillent vos questions, commentaires ou suggestions

DOMINIQUE GAUTIER

Partner
+33 1 53 67 03 41
dominique.gautier@rolandberger.com

CHRISTOPHE ANGOULVANT

Partner
+33 1 53 67 09 84
christophe.angoulvant@rolandberger.com

Rédacteur

ANNE DUJIN

Research Expert
+33 1 70 39 41 22
anne.dujin@rolandberger.com

HAKIM EL KAROUI

Partner
+33 1 70 39 42 88
hakim.elkaroui@rolandberger.com

Remerciements

CHARLES-EDOUARD BOUÉE

Directeur général groupe