



**PIERRE SABATIER EST PRÉSIDENT ET DIRECTEUR DES ÉTUDES DU CABINET INDÉPENDANT DE RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE PRIMEVIEW.**

Économiste français de la nouvelle génération, membre du cercle Turgot et du *Think tank* "Les Iconoclastes", il est également enseignant-conférencier en 3<sup>e</sup> cycle au sein d'AgroParisTech, l'IAE de Paris (Panthéon-Sorbonne) et au Conservatoire national des Arts et métiers (CNAM).

Pierre Sabatier est ingénieur agronome diplômé d'AgroParisTech et doctorant en sciences de gestion à l'Université Panthéon-Sorbonne. Co-auteur de *La Chine, une bombe à retardement* (Eyrolles, 2012), il a été récompensé d'une mention d'honneur lors du prix Turgot 2013 du jeune talent. Il vient de diriger le dernier ouvrage collectif du Cercle Turgot : *Après la récession... inflation ou déflation ?* (Eyrolles, 2014).

# Démographie et allocation d'actifs

Conséquence du vieillissement de l'Humanité, les modèles économiques, sociaux, voire politiques, des pays industrialisés comme émergents devront être réinventés. Les prix des actifs financiers, sensibles au niveau d'épargne et au degré d'aversion au risque, ne seront pas épargnés.

L'augmentation prévue de la population mondiale au cours des décennies à venir ne se fera pas sans poser de problème, que ce soit en termes d'accès aux ressources ou de flux migratoires, mais le fait démographique marquant des quarante prochaines années sera surtout le vieillissement généralisé de l'Humanité. Son ampleur nous obligera à réinventer nos modèles économiques, fondés sur des pyramides des âges fondamentalement plus jeunes. Outre l'impact du vieillissement de nos populations sur nos modèles économiques, sociaux voire politiques, les transformations démographiques à venir vont également changer la donne en ce qui concerne les prix des actifs (actions, obligations, immobilier, etc.).

Tout comme leurs comportements consuméristes, l'attrait pour telle ou telle classe d'actifs varie en effet en fonction de l'âge des ménages, selon deux facteurs principaux : le niveau d'épargne disponible bien sûr, mais

aussi le degré d'aversion pour le risque.

## LA TRANCHE D'ÂGE DES 20-39 ANS : IMMOBILIER ET ÉCONOMIE RÉELLE

Les personnes âgées de 20 à 39 ans se caractérisent surtout par leur capacité à apprendre et innover, à saisir des opportunités, à déménager vers des contrées plus prospères, mais aussi par une faible aversion au risque. C'est le

véritable socle démographique sur lequel une économie se construit un avenir prospère, avec un potentiel de productivité et de consommation élevé, préparant une période (les décennies à venir) durant laquelle la croissance atteindra des sommets. Cette classe d'âge, à l'épargne faible, investit ses revenus dans l'économie réelle, via des créations d'entreprises. En termes d'actifs, l'immobilier tient clairement la corde : les 20-44 ans constituent la catégorie des primo-accédants sur le marché, *i. e.* le flux de nouveaux acheteurs nécessaire pour pousser les prix vers le haut.

L'évolution de la classe d'âge des 20-39 ans dans les trois grandes zones industrialisées depuis 1950 permet d'ailleurs de mieux comprendre les différentiels de croissance expérimentés par ces dernières depuis 60 ans :

- Le Japon, qui n'a pas connu de « baby-boom », a bénéficié de son dividende démographique bien plus tôt que l'Europe ou les États-Unis. En effet, le nombre des 20-39 ans y a explosé entre 1950 et 1975

### AGEING PROCESS AND FINANCIAL ASSET ALLOCATION

*Households' attraction to a particular asset class depends, as their consumer spending, on their age, according to two main factors: the level of savings available on the one hand, but also the degree of aversion for risk on the other hand. How will the ageing process which industrialized and emerging countries are going to face in the coming years impact financial asset allocation?*

*Pierre Sabatier, PrimeView  
www.revueanalysefinanciere.com*

(+57 %). Portée par cette lame de fond démographique dynamique, l'économie nipponne culminera à la fin des années quatre-vingt...

- Les années soixante-dix à quatre-vingt dix ont été celles d'un passage de témoin entre le Japon et les États-Unis, permettant à ces derniers de poser les jalons de leur réussite au cours des deux décennies suivantes (1990-2008). La tranche d'âge des 20-39 ans a suivi la même trajectoire que celle du Japon, mais 20 ans plus tard (+53 % entre 1970 et 1990)... Cette dynamique démographique favorable a, en outre, été exacerbée à partir des années 2000 par la financiarisation à outrance des ménages américains.

- L'Europe fait figure d'intermédiaire: la hausse du nombre des 20-39 ans depuis 1955 a été régulière mais de moindre ampleur (+20 % entre 1955 et aujourd'hui). Rien d'étonnant à retrouver le vieux continent entre deux eaux en termes de croissance économique et de gains de productivité. En revanche, l'euphorie espagnole des années 1990-2008 se comprend d'autant mieux lorsque l'on observe l'explosion de sa population âgée de 20 à 39 ans entre 1975 et 2005 (+49 %). Couplée à l'effondrement des taux d'intérêt lié à l'intégration du pays dans la zone euro, les conditions d'une surchauffe dans l'immobilier étaient réunies.

À l'avenir, l'évolution de cette tranche d'âge reste favorable aux États-Unis, puisqu'elle devrait continuer à croître à un rythme régulier dans les décennies à venir (+6 % à horizon 2030). Le Japon se trouve dans une situation

particulièrement inquiétante: la baisse de cette tranche d'âge qui a véritablement débuté en 2000 (-18 % depuis 2000), va se prolonger jusqu'en 2030 (-19 %). L'Europe sera dans une situation similaire: elle devrait voir cette tranche d'âge s'effriter progressivement et sans discontinuer au cours des deux prochaines décennies (-19 % d'ici 2035).

#### LES 45-54 ANS: L'ÂGE D'OR POUR LES ACTIONS

Les 45-54 ans représentent la tranche d'âge la plus favorable sur le plan économique: celle qui gagne le plus et consomme le plus. Elle porte ainsi avec elle la croissance du PIB vers son apogée, soutenue par des dépenses des ménages en hausse régulière. L'aversion au risque des 45-54 ans étant relativement faible et ses besoins en immobilier diminuant, toutes les conditions semblent réunies pour que les actifs risqués en profitent, en premier lieu les actions. Ainsi, les marchés boursiers se comportent généralement le mieux lorsque le nombre de 45-54 ans augmente et inversement. Bien entendu, il faut considérer ce facteur comme une toile de fond, pouvant être masqué ou, au contraire, exacerbé par des éléments conjoncturels comme cela a pu se produire avec l'endettement des agents privés au Japon dans les années quatre-vingt et aux États-Unis dans les années 2000.

Le Japon est le pays qui a affiché le cycle le plus précoce pour la tranche d'âge des 45-54 ans (+83 % pour les 45-54 ans entre 1970 et 1995), expliquant la réussite de l'économie

**La tranche d'âge 45-54 ans — celle qui gagne le plus et consomme le plus — porte avec elle la croissance du PIB vers son apogée [...]. Leur aversion au risque relativement faible et des besoins en immobilier en diminution sont des conditions favorables aux actifs, en premier lieu les actions.**

doivent être mises en relation avec le retournement de la dynamique démographique, la tranche d'âge des 45-54 ans diminuant pour la première fois depuis 30 ans (-15 % entre 1995 et aujourd'hui).

Avec vingt ans de retard, les États-Unis ont profité d'un contexte démographique historiquement porteur pour les actifs risqués: la classe d'âge des 45-54 ans a augmenté de +75 % entre 1990 et 2010, ce qui explique en grande partie le formidable succès des actions aux États-Unis durant cette période. Le pays affiche désormais un profil moins favorable concernant les marchés actions selon le critère démographique: la classe d'âge des 45-54 ans a atteint son sommet en 2010 pour diminuer d'ici 2030 de -6 %.

Même phénomène en Europe, mais de plus faible ampleur: la population des 45-54 ans a augmenté de +29 % entre 1990 et 2010, portant ainsi les marchés actions. Mais ces derniers n'en profiteront plus: cette tranche d'âge va perdre 5 % de ses effectifs d'ici 2030.

#### LES 55 – 64 ANS: ACTIFS À REVENUS FIXES

Plus les ménages se rapprochent de l'âge de la retraite, plus la prise de risque est limitée: après 55 ans, les obligations sont souvent les actifs privilégiés par les ménages, avec des arbitrages de moins en moins favorables aux actions (il ne reste plus suffisamment de temps aux ménages pour se "refaire" en cas d'accident). C'est la situation dans laquelle se trouvent de nombreux pays industrialisés. ▶

► Au Japon, cette tranche d'âge a augmenté de +50 % entre 1985 et 2010 : on comprend mieux pourquoi le pays a pu supporter 220 % de PIB de dette publique, détenue à 95 % par des japonais. La classe d'âge des 55-64 ans, ayant encore des revenus élevés avec des dépenses en forte baisse, est particulièrement friande d'actifs sans risque à revenus fixes en dépit d'un rendement proposé faible. En conséquence, les arbitrages ont systématiquement été réalisés en faveur des obligations (le taux souverain à 10 ans est passé de 8 % au début des années quatre-vingt-dix à moins de 0.5 % aujourd'hui) au détriment des actifs plus risqués, comme le montrent les évolutions du Nikkei (-60 % par rapport à 1990) et de l'immobilier (-65 %) depuis 20 ans. Certes, l'économie est entrée en déflation, mais il faut surtout considérer ce mouvement comme une transformation structurelle de la prise de risque pour les japonais. Malheureusement pour le gouvernement nippon, ce temps semble révolu : cette tranche d'âge n'augmentera plus, ce qui laisse augurer de fortes tensions à venir sur la soutenabilité des finances publiques nippones et explique la politique monétaire suicidaire menée par la Bank of Japan depuis deux ans. Dans cette veine, les États-Unis semblent quelque peu protégés, puisque cette classe d'âge va continuer d'y croître jusqu'en 2020 (+5 %) avant de se replier : outre-Atlantique, les obligations devraient en conséquence mieux se comporter que les marchés actions durant

cette période (les taux resteront bas pendant longtemps même si des tensions peuvent ponctuellement apparaître).

Contre les idées reçues, notre vieille Europe est bien placée pour faire face à la soutenabilité de sa dette publique : d'une part, ses besoins de financement sont moins importants en pourcentage du PIB et la zone a d'ores et déjà mis en place des plans pour rétablir l'équilibre budgétaire dans un horizon de court terme ; d'autre part, la classe d'âge de 55-64 ans ne commencera à décliner qu'à partir de 2025.

### LES PLUS DE 65 ANS : LE TEMPS DE LA DÉSÉPARGNE

Vient alors le temps des plus de 65 ans, l'âge que les investisseurs aiment le moins, car il rime avec désépargne. Les revenus s'amenuisant, les ménages sont alors dans l'obligation de vendre leurs actifs pour financer leurs besoins. C'est la situation la moins favorable pour les actions, et dans un second temps pour les obligations lorsque l'épargne globale diminue. Pour le moment, seul le Japon a véritablement expérimenté la première phase de ce phénomène. Autre facteur négatif, le poids relatif des plus de 65 ans est susceptible de modifier le comportement des épargnants des tranches de population plus jeunes. En effet, ces derniers sont incités à consommer moins pour épargner plus, ce qui est également défavorable aux actions : les bénéficiaires reculent (chiffres d'affaires en baisse) et les épargnants prennent de moins en moins de risques en privilégiant les

obligations. Là encore, le Japon fait figure de précurseur : sa population de plus de 65 ans a plus que doublé depuis 1990 (+130 %), d'où la dérive des finances publiques et la difficulté du pays à sortir de la déflation et à retrouver le chemin de la croissance. La situation des États-Unis semble à cet égard plus inquiétante que celle de l'Europe : le nombre de seniors y augmentera bien plus fortement (+53 % d'ici 2030 contre +28 % en Europe), même si leur poids dans la population sera moindre (23 % aux États-Unis, 28 % en Europe).

### LE FACTEUR D'ÉQUILIBRE INSTABLE : LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Un facteur puissant pourrait toutefois provoquer ponctuellement des environnements dans lesquels l'allocation d'actifs à privilégier sera très différente de celle évoquée depuis le début de cet article, comme

cela est le cas depuis 2009 : l'action des banques centrales, qui empêche l'équilibre naturel de s'exprimer via leur intervention directe sur le marché. Ce faisant, ces dernières administrent de fait le prix des actifs, misant sur un effet richesse suffisamment fort pour *booster* la croissance. Si cela fonctionne à court terme, un tel comportement ne fait que repousser le retour à la position d'équilibre évoqué plus haut. Une politique de *Quantitative Easing*, lorsqu'elle n'a pas de date de fin prévisible (ce qui est le cas au Japon) mène indéniablement vers une perte de confiance de la part des investisseurs étrangers mais surtout des acteurs locaux dans la valeur de la monnaie concernée, qui se traduit par un effondrement monétaire concomitant à une déflation brutale pour tous les actifs libellés dans cette monnaie. ■

#### EN CONCLUSION, NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS EST LA SUIVANTE :

IMMOBILIER	
Japon	--
États-Unis	=
Europe	-
ACTIONS	
Japon	-
États-Unis	-
Europe	-
OBLIGATIONS	
Japon	=
États-Unis	+
Europe	+