



# L'impact du vieillissement global de la population sur la gestion d'actifs

## AUTEURS

*Laurent Viegnes  
Annick Masounave*

*Avec la collaboration de :  
Marc Levy-Walhain*

Durant les vingt prochaines années, le vieillissement global sera sans nul doute l'un des principaux sujets de préoccupation des leaders politiques et sociaux comme des dirigeants d'entreprises industrielles et de services. Mal connu du grand public, le phénomène commence à investir les médias au travers du débat français et européen sur la réforme du financement des retraites sans pour autant en avoir été clairement identifié comme la cause première, et ce, malgré la profusion des travaux de recherche et, disons-le, des efforts de pédagogie qui ont été menés lors de la dernière décennie.

Les impacts anticipés du vieillissement de la population sur les flux d'épargne ont, cependant, interpellé de nombreux acteurs de la sphère financière et, en particulier, de la gestion d'actifs. Dans ces professions, de larges mouvements d'industrialisation et de concentration sont déjà visibles et devraient s'amplifier au cours des prochaines années.

Nous souhaitons donc présenter ici un bref aperçu des principales composantes du vieillissement global qui constituent de facto un ensemble d'indicateurs socio-économiques majeurs dont la compréhension s'avère indispensable pour un pilotage efficace des sociétés de gestion et des fonds eux-mêmes.

## Qu'est-ce que le vieillissement global de la population ?

Le vieillissement global de la population résulte de la combinaison de deux grands phénomènes démographiques : la baisse du taux de fécondité et l'allongement de l'espérance de vie.

L'ONU indiquait en 2002 que la proportion des personnes âgées de plus de 60 ans devrait grimper de 10% en 2002 à 21% en 2050 au niveau mondial ; cette proportion culminerait à 33% pour les pays développés. Plus emblématique, le nombre de centenaires devrait être multiplié par 15, passant ainsi de 210 .000 en 2002 à 3,2 millions de personnes en 2050.

Le premier de ces phénomènes - la baisse de la fécondité - est récent, conjoncturel et réversible. Son impact se fera sentir jusqu'au milieu de ce siècle. Durant les trente dernières années, la fécondité s'est réduite de 5 à 2,7 au niveau mondial et s'est même effondrée à 1,6 pour les pays développés ; ces chiffres doivent être rapportés au taux de renouvellement des générations qui s'établit à 2,1. Si cette tendance se poursuit, la population de la quasi-totalité des nations de notre planète commencera à baisser vers 2026- 2030 (1). Ce phénomène est visiblement réversible, à l'exemple de la France qui présente désormais une fécondité encourageante (1,9 en 2002 contre l'inquiétante moyenne de 1,6 sur les années 1995-2000) mais insuffisante (2). Notons ici que les facteurs constitutifs de cette baisse globale de la fécondité (meilleur accès des femmes au travail, généralisation et allongement des études supérieures, large diffusion des moyens de contraception) structurent désormais profondément les sociétés occidentales.

Le second de ces phénomènes - l'allongement de l'espérance et de la durée de vie - est plus ancien, structurel et semble irréversible. Il constitue à lui seul une préoccupation biologique, politique et financière. L'espérance de vie s'allonge régulièrement depuis l'aube de l'humanité, mais a plus progressé dans les cinquante dernières années que durant les cinq millénaires qui ont précédé. Au niveau mondial, elle dépasse aujourd'hui 65 ans contre 45 en 1945. Dans les pays développés, elle dépasse désormais 75 ans (et même 80 au Japon). Au rythme généralement admis d'un trimestre de gain d'espérance de vie par année civile et sur la base des taux de fécondité actuels, les octogénaires japonais, italiens et allemands devraient en 2050 être plus nombreux que les moins de vingt ans !

Dans les pays en voie de développement, l'accroissement de la longévité est plus marqué que la baisse de la natalité, entraînant donc un accroissement simultané de l'âge moyen, de la population et donc de sa proportion au sein de la population mondiale. A titre d'illustration, le poids démographique des pays de l'OCDE continuerait ainsi à

régresser de 14,5 % en 2000 à 9,7 % vers 2050 (contre 23,5% en 1950).

Deux inconnues majeures affectent ces projections : une accélération de la croissance de l'espérance de vie au-delà du trimestre actuellement gagné chaque année ne peut être exclue, et l'âge biologique maximal que pourrait atteindre un être humain n'est pas à ce jour scientifiquement connu. Certains experts en gériatrie prédisent ainsi un accroissement de la longévité supérieur aux plus hautes prévisions actuelles des démographes et des gouvernements. Les impacts les plus médiatisés du vieillissement global concernent les dépenses de retraite et de santé des pays développés et donc les grands équilibres budgétaires. Selon l'OCDE, en 2001, les dépenses de retraites de ses pays membres représentent en moyenne 7,5 % du PIB.

Ces dépenses de retraite sont appelées à augmenter de 3 à 4 points de PIB d'ici à 2050. Les dépenses de santé représentent, quant à elles, 6 % du PIB en moyenne, avec une croissance attendue de plus de 3 points du PIB d'ici à 2050. Notons que la baisse des dépenses liées à l'enfance entraînerait une diminution moyenne d'un seul point de PIB. Les Etats ne peuvent combler ces nouveaux besoins de financement qu'au travers de mesures qui se révéleront forcément impopulaires : la constitution de larges déficits publics (incompatibles avec certaines législations ou traités), l'augmentation des taxations et des cotisations, la diminution des dépenses et prestations de retraite et de santé, des coupes dans d'autres dépenses et investissements publics...

A ce phénomène de vieillissement vient s'ajouter une diminution constante, ces dernières années, de l'âge moyen de départ à la retraite : dans l'ensemble des pays de l'Union européenne, les actifs partent en retraite avant l'âge légal moyen de 65 ans (3). L'élévation volontariste de l'âge du départ en retraite constitue ainsi, avec l'augmentation de la proportion des femmes actives et la réduction du chômage, l'une des trois armes utilisables pour relever directement le taux d'activité.

*L'ONU indiquait en 2002 que la proportion des personnes âgées de plus de 60 ans devrait grimper de 10 % en 2002 à 21 % en 2050 au niveau mondial*

A partir du constat démographique du vieillissement global de la population, quelles sont les conséquences pour les pays développés ? Quels sont les implications et les impacts pour la gestion d'actifs ? La principale conséquence est la diminution prévisible de la population active : sa part dans la population totale diminuera de 50 % en 2002 à 41 % en 2030(4). L'accroissement de la productivité qui accompagnerait ce recul ne pourrait qu'en modérer (et non en compenser) les effets négatifs.

## **Première implication de la baisse de la population active : la consommation**

Des classes entières de consommateurs vont se réduire, telle la population des 20-39 ans de la CEE qui diminuera de 13 % entre 2010 et 2020 (5), avec un impact très négatif sur les marchés des produits destinés entre autres aux jeunes ménages (immobilier, construction, voitures, mobilier et électroménager de premier équipement, santé et jouets de jeunes enfants, loisirs, services bancaires...). Ces évolutions affecteront puissamment les entreprises de ces secteurs, et provoqueront de profondes réallocations de métiers et d'activités au sein des grandes entreprises cotées. Pour les gérants d'actifs, elles induiront également de larges anticipations d'allocation et de diversification sectorielle.

## **Seconde implication de la baisse de la population active : la structure de l'épargne**

L'évolution de l'épargne dans les pays occidentaux est historiquement corrélée à celle de la population active (population à forte épargne). Les prélèvements imposés aux populations actives affecteront la propension à épargner qui pourrait diminuer pour tendre vers zéro en 2050 (6) en l'absence d'aménagements fiscaux incitatifs et coordonnés.

Une autre mutation profonde du paysage de l'épargne résultera probablement de la réduction déjà amorcée de la taille des cellules familiales. Dans certains pays développés, un enfant sur deux est un enfant unique. D'ici une génération, un enfant sur quatre n'aura ni frère, ni sœur, ni oncle, ni tante, ni cousin. Contrairement à ce qu'ont connu les siècles précédents (extension latérale), la famille s'étendra verticalement : multiplication par la longévité des ascendants vivants (grands-parents, arrière-grands-parents). L'impact de la hausse constante de l'âge moyen de maternité pourrait cependant avoir un effet adverse et ramener les générations de 4 (voire de 5) à 3, et donc rétrécir plus encore la taille de la cellule familiale. De nouveaux comportements en résulteront en matière

de préservation et de transmission de patrimoine, comportements auxquels l'industrie de la gestion de fortune répond déjà à titre d'illustration par des prestations de family office.

La démographie devient donc l'une des variables majeures à prendre en compte dans la conception de produits de gestion d'actifs et dans le pilotage du processus d'investissement. De nouveaux pôles de veille devront être constitués. Ils devront anticiper les comportements des porteurs de parts et des mandataires et adapter les politiques, les tactiques et les modèles de gestion (horizons de placement et de couverture, durée de détention et/ou d'exposition, profilage des gammes).

## **Les missions de la gestion d'actifs devraient, ainsi, s'enrichir et s'étendre sur trois grands axes :**

- le temps : les horizons de détention d'actifs vont s'allonger tant pour la population active (épargne salariale allongée avec la durée du travail, compléments de retraite) que retraitée (effet direct de l'allongement de la vie) au-delà de ceux actuellement pratiqués,
- la sécurité : la stabilité et la préservation du capital prendront une importance croissante pour les épargnants,
- la réactivité : les détenteurs d'actifs seront toujours plus avertis et plus exigeants sur les niveaux des frais, sur les impacts fiscaux, sur l'information fournie sur les performances.

## **Les processus de la gestion d'actifs devront être adaptés à ces évolutions :**

- la recherche d'une diversification croissante des actifs et l'industrialisation des modes de gestion (offres déjà véhiculées par la multigestion et par la gestion quantitative entre autres),
- la quête d'une protection des performances contre la volatilité des marchés qui favorise l'ingénierie et l'offre de produits et de stratégies décorrélés (un fort développement de la gestion et de la multigestion alternative est anticipé),
- une demande accrue de produits d'assurance de portefeuille et de produits structurés permettant de décorréliser les rendements ou de couvrir la volatilité et/ou la variance de classes d'actifs,
- une demande d'allongement de la durée des protections offertes par les dérivés actions, de crédit et de change (pour les trois grandes devises de réserve),
- le développement de nouvelles normes de mesures de performance et de track-record sur plusieurs décennies.

*D'ici une génération, un enfant sur quatre n'aura ni frère, ni sœur, ni oncle, ni tante, ni cousin. Contrairement à ce qu'ont connu les siècles précédents (extension latérale), la famille s'étendra verticalement*

Le vieillissement global ne peut qu'intensifier la focalisation des acteurs sur les prestations à forte valeur ajoutée (pilotage du processus d'investissement ou de sélection, relation avec la clientèle, conception des gammes et des produits) et l'externalisation des fonctions jugées périphériques (exécution, conservation ..). Il en résultera une dichotomie croissante entre métiers de compétences individuelles (gestion active, hedge funds) et métiers de compétences mutualisées (gestions passive et quantitative). Il s'ensuivra une concentration accrue des sociétés de gestion face à des exigences réglementaires et des pressions techniques qui imposent une taille critique ou un adossement pour les généralistes et une spécialisation poussée pour les acteurs de niche.

Pour les gérants de fonds, les dirigeants de sociétés de gestion, le vieillissement global doit s'imposer comme le cadre de référence. Dans un premier temps, le chargement des fonds de pension pour les pays réformant actuellement leurs systèmes de financement des retraites tirera la gestion d'actifs vers de nouveaux sommets en matière de volumes gérés. Dans un second temps, les flux vendeurs (décollecte ou rotations d'actifs) des fonds de pension des pays les premiers touchés par le vieillissement global viendront inverser la tendance, du moins pour les classes d'actifs les plus risquées telles les actions. De puissants mouvements de fonds contradictoires sont à anticiper. Ils sont susceptibles d'entretenir une volatilité élevée des marchés.

La recherche plus systématique de produits de taux très longs dans le cadre d'un meilleur équilibrage actif/passif des flux de reversement des retraites peut, tout à la fois, défavoriser les marchés d'actions et peser sur les rendements obligataires par une demande excessive. Le retour vers des déficits budgétaires de grande ampleur peut, au contraire, contribuer à une tension des taux et accroître les risques de credit crunch, dans des contextes domestiques par ailleurs peu porteurs (faible croissance, faible consommation, faible épargne...).

Quels que soient les scénarios retenus, il est à parier que le monde de la gestion ouvrira grand les bras aux démographes, aux sociologues et à une profession à créer: analyste des réformes.

- 
- (1) ONU ( 2002)
  - (2) Insee, Division des enquêtes et études démographiques
  - (3) OCDE : OECD study on the policy implications of ageing (1998)
  - (4) OCDE : perspectives économiques (2001)
  - (5) CSIS : Global Ageing (2002)
  - (6) Conseil d'analyse économique : Démographie et économie (2002)