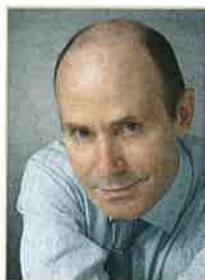


Éclairage international

ESPÉRANCE DE VIE ET COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE



DIDIER DAVYDOFF
Observatoire de l'épargne européenne



GRÉGOIRE NAACKE
Directeur
Observatoire de l'épargne européenne

Les comparaisons internationales permettent d'évaluer l'impact de l'allongement de la vie humaine et du vieillissement de la population sur le volume d'épargne des individus et sur la répartition des patrimoines entre les différentes classes d'actifs.

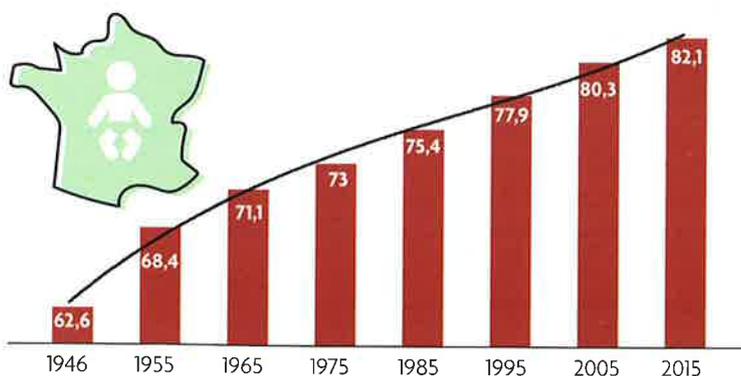
L'espérance de vie dans les sociétés développées a augmenté de manière significative au cours du demi-siècle écoulé et continue d'augmenter. En France, l'espérance de vie à la naissance est passée de 62 ans à 82 ans entre 1946 à 2015 (voir Graphique 1). Elle augmente encore chaque année d'un mois supplémentaire. Il en résulte

un alourdissement du poids des plus de 65 ans dans la population, et à 65 ans, les Européens ont encore une espérance de vie d'une vingtaine d'années. Les comparaisons internationales peuvent renseigner sur l'impact de l'allongement de la vie humaine et du vieillissement de la population sur l'intensité de l'effort d'épargne des individus et sur la répartition des patrimoines entre les différentes classes d'actifs.

Modigliani et ses coauteurs ont proposé, dès 1954, une interprétation des modes d'accumulation du capital des individus en fonction de leur âge selon leur stade dans le « cycle de vie » : recours au crédit dans leur jeunesse, épargne au cours de leur vie active, puis désépargne à la retraite pour compenser la perte ou la diminution du revenu. Cependant, le souhait altruiste de léguer un héritage aux descendants pourrait expliquer que les données d'enquête n'identifient pas de baisse des taux d'épargne avec l'âge. L'objectif de transmission incite à épargner, mais les donations et les héritages, qui n'ont en soi pas d'impact sur l'épargne de l'agrégat « ménages » de comptabilité nationale, pourraient diminuer le besoin d'épargne des jeunes ménages, en particulier pour l'accession à la propriété du logement.

GRAPHIQUE 1

Espérance de vie à la naissance en France (en années)



Source : INSEE.

TABLEAU 1

Taux de détention des actifs (en % de la population totale)

	Taux de détention réel				Différence : France - pays			Différence imputable à la démographie		
	France	Allemagne	Espagne	Italie	Allemagne	Espagne	Italie	Allemagne	Espagne	Italie
Immobilier	61	49	86	72	12	-25	-12	0	-2	-4
Obligations	2	5	1	15	-4	0	-13	0	0	-2
Actions cotées	15	11	10	5	4	4	10	0	-1	-1
OPCVM	11	17	6	6	-6	5	4	0	0	-1

Masson et ses coauteurs¹ ont régressé les taux d'épargne des ménages sur un ensemble de variables, incluant la démographie, dans 23 pays industrialisés et 40 pays en voie de développement sur la période 1971-1993 (pour les pays industrialisés) et 1982-1993 (pour les pays en voie de développement). Comme prévu par le modèle du cycle de vie, ils trouvent que le taux de dépendance (rapport entre la population de moins de 20 ans ou plus de 64 ans et la population de 20 à 64 ans) est négativement corrélé avec le taux d'épargne. Une hausse de 7 points du taux de dépendance fait baisser le taux d'épargne d'un point. Le vieillissement prévu de la population devrait donc faire baisser l'épargne des ménages dans l'avenir, toutes choses égales par ailleurs.

LES EFFETS SUR LE VOLUME DE L'ÉPARGNE

Mais ce qui est vrai (en théorie ou en pratique) au niveau de l'individu l'est-il aussi au niveau d'un pays entier? L'épargne nationale diminue-t-elle avec le vieillissement de la population? Les ménages sont normalement la seule catégorie d'agents économiques à épargner. Mais, à l'échelle d'un pays, les intermédiaires financiers, les administrations et même les entreprises détenues directement ou indirectement par des ménages, pourraient avoir des comportements d'épargne et d'investissement répondant aux intérêts de leurs « mandants », clients, membres, actionnaires ou citoyens. Une telle hypothèse, si elle était vérifiée, serait en contradiction avec le « principe d'équivalence ricardienne », selon lequel les ménages compenseraient par un effort d'épargne supplémentaire les hausses inconsidérées des déficits publics. Les États-Unis sont l'un des pays les plus jeunes et leur épargne nationale est faible. Le Japon est le pays développé le plus vieux et son flux d'épargne est abondant. En Europe, où la structure démographique de la population est relativement homogène, le taux d'épargne national semble tout de même diminuer lorsque la population vieillit: l'Italie, avec une part élevée des 65 ans et plus dans la population a maintenant un taux d'épargne national plus faible que la moyenne des autres pays d'Europe continentale.

LES EFFETS SUR LA COMPOSITION DE L'ÉPARGNE

La deuxième question que l'on peut se poser porte non plus sur le volume de l'épargne mais sur sa composition. La part des actions dans les flux et les stocks d'épargne diminue-t-elle avec le vieillissement de la population? La théorie moderne du portefeuille préconise une allocation d'actifs qui dépend de l'horizon d'investissement. Le portefeuille est « désensibilisé » à l'approche de son échéance. Par nature, une population plus jeune a un horizon d'investissement plus long et pourrait donc investir plus en actifs risqués.

Une étude réalisée à la demande de l'OEE² calcule dans quelle mesure les différences de taux de détention des différentes catégories d'actifs sont imputables aux différences démographiques entre les pays. Pour cela, les auteurs proposent une analyse « contre-factorielle » : quel serait le taux de détention d'ensemble d'un type d'actifs (par exemple les actions cotées) en France si on appliquait le taux de détention par classe d'âge d'un autre pays (par exemple l'Allemagne)? La partition démographique de chaque population est effectuée selon des critères d'âge, de genre, de statut marital et de présence ou non d'enfants dans le ménage. Cet exercice doit permettre d'induire l'impact qu'aura le vieillissement de la population sur la détention de chaque type d'actifs. On sait par exemple que la population allemande a vieilli plus vite que la population française et son comportement pourrait anticiper sur celui de la France.

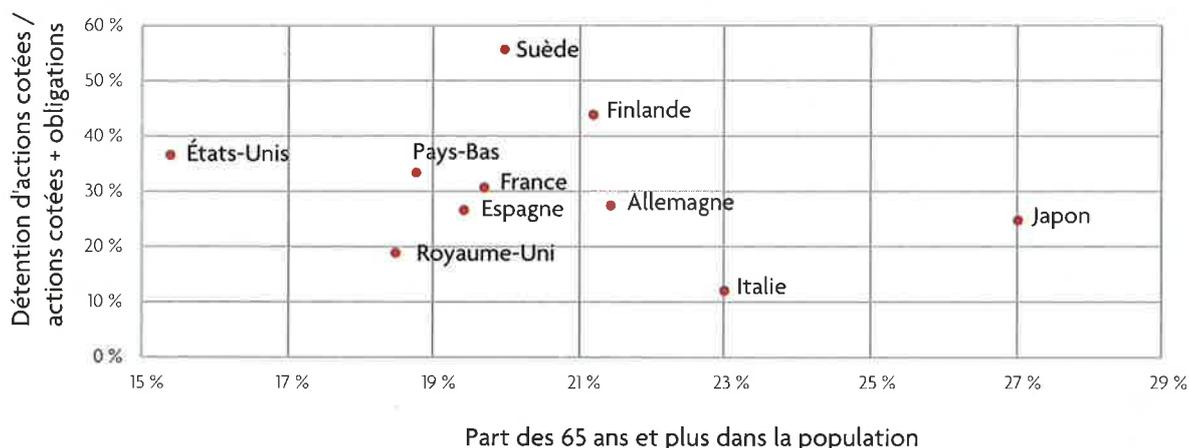
Or, comme le montre le Tableau 1, les différences de taux de détention entre la France d'un côté, l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie de l'autre, ne sont que faiblement imputables aux différences de structure démographique. Les Français sont relativement plus nombreux à détenir des actions cotées que les Allemands et les Italiens, mais la démographie ne contribue pas à ces différences. De même, il y a une différence de 13 points de pourcentage dans la détention d'obligations entre la France et l'Italie, mais la démographie contribue à cette différence à hauteur de deux points seulement. C'est seulement pour la détention de biens immobiliers que la démographie a

1. Paul R. Masson, Tamim Bayoumi et Hossein Samiei, « International Evidence on the Determinants of Private Saving », *The World Bank Economic Review* n° 3, vol. 12, 1998.

2. Mikkel Barslund, Ales Chmelar & Florence Legros, « Household Structure and Household Wealth: Evidence from Germany, France, Spain, Italy and Portugal », janvier 2014 : http://www.oee.fr/files/_household_structure_and_household_wealth_legros_and_al.pdf.

GRAPHIQUE 2

Part des 65 ans et plus dans la population et détention d'actions cotées par rapport aux obligations



un impact notable sur les écarts (61 % de propriétaires en France contre 72 % en Italie). En d'autres termes, ce n'est pas le vieillissement de la population, plus avancé en Allemagne et en Italie, qui explique que l'actionnariat individuel soit encore moins répandu dans ces pays qu'en France. De la même façon, les Français sont relativement moins nombreux que les Allemands et plus nombreux que les Italiens à détenir des parts d'OPCVM, mais la démographie n'y est pour rien.

On peut cependant s'interroger sur le point de savoir si une population plus vieille induit, à l'échelle d'un pays une moindre part d'actifs risqués dans le flux et les stocks d'épargne. Sur le Graphique 2 sont représentés les principaux pays selon le poids de la population de 65 ans et plus (en abscisses) et le ratio de la détention d'actions cotées par rapport aux obligations (en ordonnées). On constate qu'effectivement les pays « les plus vieux » (l'Italie et le Japon) investissent moins en actions alors que le pays « le plus jeune » (les États-Unis) investit plus dans cette classe d'actifs. En Europe, semble aussi se dessiner une relation inverse entre la part des plus de 65 ans dans la population et le rapport entre l'encours d'actions cotées et celui d'obligations par l'ensemble des résidents d'un pays.

CONCLUSION

On ne peut identifier de forte corrélation entre la part des plus de 65 ans dans la population et le taux d'épargne nationale, alors que des études limitées à l'épargne des ménages ont montré qu'il existait une certaine relation inverse entre le taux de dépendance et l'épargne des ménages. Cette relation inverse ne

se retrouve pas sur l'épargne nationale globale. Il est cependant instructif d'observer deux pays nettement « plus vieux » que les autres pays. En Italie, la part des plus de 65 ans dans la population était de 23 % en 2016, et elle était de 27 % au Japon, alors qu'elle est en moyenne de 20 % environ en Europe. Or ces deux pays ont certes des taux d'épargne nationale élevés, mais pas plus élevés que des pays comme la Suède, le Danemark et l'Allemagne dont le vieillissement est moins avancé. Parmi les grands pays développés, les États-Unis se caractérisent par la jeunesse de leur population. Leur taux d'épargne nationale est faible (18 % en 2016) mais plus élevé que celui de pays plus vieux, comme le Royaume-Uni par exemple.

La part des actions dans les placements de l'ensemble des agents économiques américains est plus élevée que dans la plupart des autres pays. À l'inverse, dans les pays « les plus vieux », Italie et Japon, les actions représentent moins du quart des placements. Mais d'autres facteurs que la structure démographique d'un pays exercent une influence prédominante, principalement les modalités historiques de placement de la dette publique : en Italie, les obligations du Trésor ont été offertes aux ménages directement. Au Japon, ce sont les banques qui portent les obligations d'État. En France, les ménages détiennent beaucoup d'obligations à travers les contrats d'assurance vie, mais les investisseurs internationaux jouent un rôle croissant dans le marché. Le placement de la dette publique – auprès des épargnants ou des investisseurs internationaux – aura plus d'importance que la démographie sur l'allocation d'actifs de l'épargne nationale. ●