

## Conjoncture à moyen terme

Les taux d'intérêt  
sous la pression des retraites

*L'introduction polémique des fonds de pension en France ne se résume pas à la viabilité ou non de notre système par répartition. Avec le départ à la retraite de la génération du baby-boom, elle risque de provoquer une hausse du niveau des taux d'intérêt réels. De la nécessité de prendre en compte le facteur démographique dans les prévisions de taux.*

**A**VEC PLUS DE 10 000 MILLIARDS de dollars d'actifs sous gestion, les fonds de pension régissent l'activité des marchés dans le monde. Pour autant, les prévisions de taux d'intérêt à 20 ans oublient totalement l'effet de choc prévisible que provoquera le départ à la retraite des baby-boomers. Il est central de traduire et de prévoir l'impact de ce rapport de force qui prévaudra entre ceux, préparant leur retraite, qui seront des acheteurs nets de titres (épargnants) et les vendeurs une fois à la retraite (consommateurs).

Nos premiers tests <sup>1</sup> montrent que ce challenge n'est pas impossible et que les modèles financiers de prévisions des taux d'intérêt omettent, à tort, l'effet de ce choc démographique.

**LE TAUX RÉEL, SYNTHÈSE  
DU RAPPORT DE FORCE  
DÉMOGRAPHIQUE  
ÉPARGNANTS/CONSOMMATEURS**

En Europe, la part des plus de 60 ans va passer de 21 % aujourd'hui à 34 % en 2050. Aux États-Unis, cette part va doubler. Aujourd'hui,

l'excès de l'épargne et la faiblesse du marché intérieur conduisent à une demande importante de titres. Mais en 2020 ? A cette date les baby-boomers seront arrivés à l'âge de la retraite, et «l'épargne nouvelle sera faible puisque les désépargnants seront nombreux», analyse Patrick Artus <sup>2</sup>.

Les travaux récents de Jérémie Siegel prévoient une baisse du cours des actions lorsque la génération du baby-boom atteindra la retraite. En effet, la généralisation du financement de la retraite par capitalisation induit une phase d'épargne lorsque la génération active est acheteuse nette d'actions par le biais de son

“ L'exemple américain révèle une hausse des taux d'intérêt avant l'entrée des baby-boomers dans la phase de préparation à la retraite. ”

fonds de pension. Une fois à la retraite, la consommation se maintient grâce à la vente progressive des actifs (actions, obligations).

Nous avons donc fait l'hypothèse que le déséquilibre majeur lié à l'évolution de la pyramide des âges allait modifier le taux réel. Ce taux synthétise le rapport de force entre les prêteurs, épargnants entre 40 et 60 ans pour leur retraite et les emprunteurs de plus de 60 ans qui consomment.

**L'EXEMPLE DU  
BABY-BOOM AMÉRICAIN**

Le rapport démographique que nous avons testé est celui des 40-60 ans et des plus de 60 ans sur le marché américain. Le tableau 1 montre que jusqu'en 1985, l'augmentation de la longévité a fait décroître ce rapport.

Mais il a ensuite augmenté avec l'entrée des baby-boomers de l'après-guerre dans la tranche d'âge des 40-60 ans.

Corrélativement, le tableau révèle une hausse du taux d'intérêt réel avant l'en-

trée des baby-boomers dans la phase d'épargne, puis une chute une fois ces derniers passés dans la tranche d'âge des 40-60 ans.

**DENIS DUPRÉ**  
Maître  
de conférences

**PASCAL LOUVET**  
Professeur  
ESA de Grenoble

**OLLIVIER  
TARAMASCO**  
Professeur  
ENSIMAG

Il y a donc un lien fort entre démographie et loi de l'offre et de la demande d'argent sur les marchés financiers.

### DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS DE 10 % EN 2020 AUX ETATS-UNIS !

Cette relation n'est pas envisagée sinon les modèles de valorisation d'actifs anticiperaient dès aujourd'hui une forte montée des taux à venir. À partir des prévisions démographiques de la Banque mondiale, nous pouvons établir ces anticipations sur le niveau du taux réel aux Etats-Unis (tableau 2).

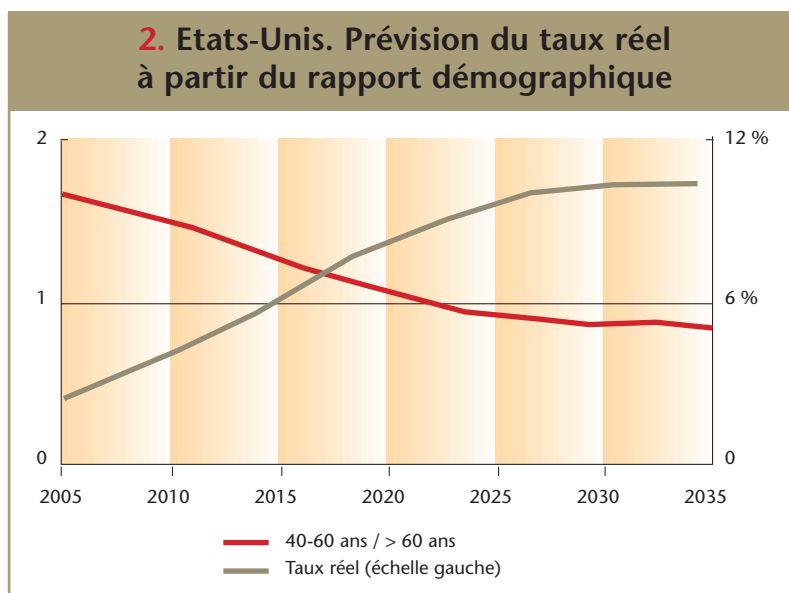
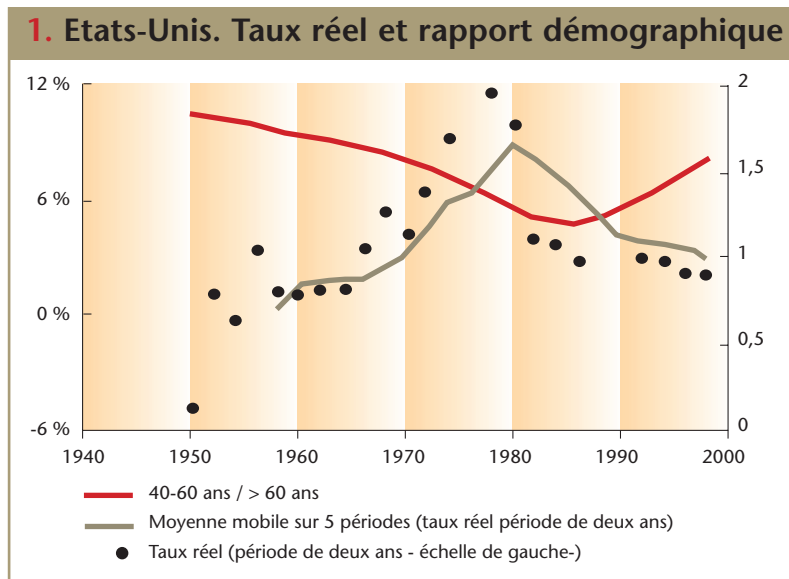
À compter de 2020, le rapport démographique (entre les 40-60

“ L'effet démographique pourrait induire une chute de la bourse à partir de 2005 et jusqu'en 2020. ”

ans et les plus de 60 ans) devrait redescendre autour de 1 avec le vieillissement de la population. Sous le seul effet de cet impact démographique, le taux réel devrait remonter autour de 10 %.

Les conséquences de cette étude sont multiples. Pour ne prendre qu'un exemple récent, analysons l'intérêt pour l'Etat d'une émission d'environ 7 milliards d'euros d'obligations indexées sur l'inflation. Ce type d'actif est fortement apprécié des gestionnaires pour garantir une évolution du pouvoir d'achat à long terme. Cependant, les conditions offertes garantissant 3 % au-dessus de l'inflation, correspondent à un bon *market-timing* de refinancement pour l'Etat : l'argent pourrait coûter demain, beaucoup plus cher !

Avec la hausse des taux, l'effet démographique pourrait de fait induire une chute de la bourse à partir de 2005 et jusqu'en 2020. Bien



sûr, à ces conditions structurelles viendront s'ajouter des conditions conjoncturelles liées aux cycles de croissance et de récession beaucoup plus imprévisibles sur le long terme.

Il reste que l'effet démographique est une option cachée. C'est le prix correspondant au risque de dépréciation du titre à sa revente, en raison des modifications des besoins de financement pour la retraite des générations futures. Le fait de ne pas calculer le prix de cette option cachée conduit à créer une partie des bulles spéculatives dues au

manque d'anticipations rationnelles sur la démographie. Ce phénomène est le même qui a longtemps fait surestimer aux banques les actifs de leur bilan (les prêts avec l'option cachée de remboursement anticipé, les dépôts avec l'option de retrait, ou l'épargne logement). ■

1 Dupré, D., Louvet P., et Taramasco O. (2002), «Un nouveau modèle de valorisation à long terme : l'option démographique», dans Option et gestion des risques, *Economica*.

2 Artus, P., (1999), «Démographie, équilibre et stratégie d'investissement à long terme», *Etudes CDC Marchés*, 5 Octobre 1999, n° 99-16.