



Le vieillissement de la population : quels effets sur l'inflation ?

Bastien Drut, Stratégiste Senior chez CPR AM

Cela n'est un secret pour personne : la population vieillit dans les sociétés occidentales. Toutefois, les conséquences de ce phénomène sur l'économie sont encore loin d'être claires. En particulier, ses conséquences sur l'inflation font encore débat. L'exemple du Japon, qui est le pays développé où le phénomène du vieillissement de la population est le plus avancé et qui a connu trois décennies d'inflation très faible, tendrait à faire croire que le vieillissement de la population est déflationniste. Pourtant, les choses sont loin d'être aussi claires.

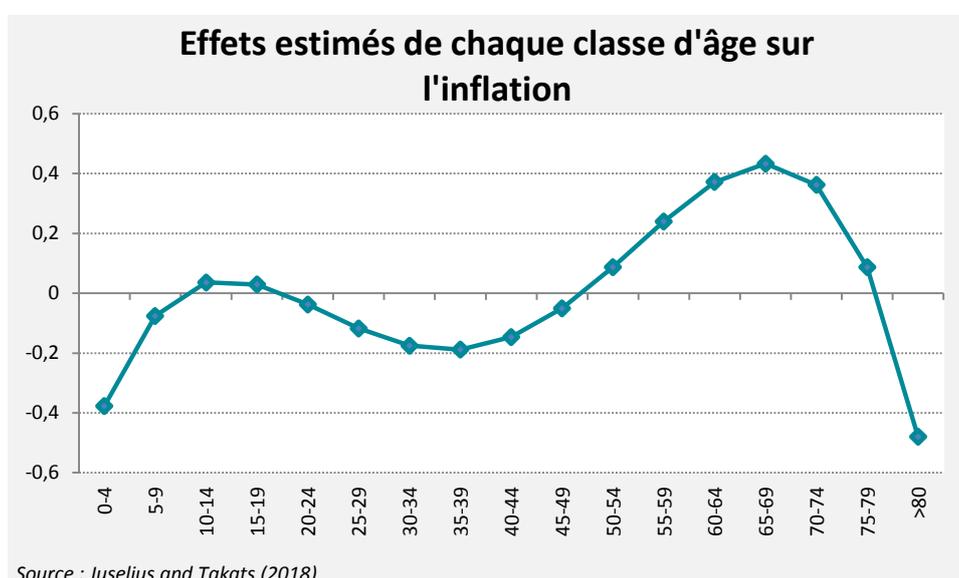
Il n'existe pas de théorie économique formalisant explicitement un lien entre démographie et inflation. Toutefois, les évolutions démographiques affectent directement la structure du marché du travail et en particulier la taille de la population active - et par ricochet les comportements par rapport à l'épargne. Ainsi, il existe plusieurs canaux via lesquels la démographie peut théoriquement jouer sur l'inflation :

- L'allongement de la durée de la vie devrait exercer une pression baissière sur le taux naturel¹ (taux d'intérêt réel d'équilibre) car les agents économiques épargnent davantage en anticipation d'une période de retraite plus longue (voir par exemple « *Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism* », 2016, working paper de la Fed de San Francisco)
- Une augmentation de la part de la population dépendante (population trop jeune ou trop âgée pour pouvoir travailler) devrait diminuer le taux d'épargne et donc contribuer à faire monter le taux naturel. La population en âge de travailler épargne davantage par rapport aux jeunes et aux personnes plus âgées. Les personnes retraitées consomment en ayant recours à l'épargne accumulée au cours de leur carrières.

¹ Les taux directs ayant une limite inférieure à zéro ou légèrement inférieure à zéro, l'abaissement du taux naturel peut empêcher de mener une politique monétaire suffisamment accommodante pour ramener l'inflation à la cible.

- Les préférences du niveau d'inflation varient selon les classes d'âge. Les jeunes sont généralement endettés et peuvent donc préférer une inflation plus forte. Les personnes plus âgées consomment une plus grande part de leurs revenus et peuvent donc préférer une inflation moins forte.

L'étude empirique la plus complète sur les liens entre la structure des classes d'âge et l'inflation a été réalisée par Mikael Juselius de la Banque de Finlande et Elod Takats de la BRI (« *The enduring link between demography and inflation* », 2018, working paper de la BRI). Les deux chercheurs ont étudié 22 pays sur une très longue période (1870-2016), au cours de laquelle les différents pays ont connu des cycles démographiques qui leur sont propres. Cette étude se distingue des précédentes, qui ne se focalisaient que sur la période d'après-guerre. Pour chaque pays, ils ont suivi l'évolution de la part dans la population totale de 17 classes d'âge: les 0 à 4 ans, les 5 à 9 ans, les 10 à 14 ans ... les 75 à 79 ans et les plus de 80 ans. Les auteurs ont ensuite regardé l'impact sur l'inflation de la structure de la population par classe d'âge en contrôlant un certain nombre de variables économiques comme l'output gap, les taux d'intérêt réels, les agrégats monétaires et la dette publique. **Globalement, Mikael Juselius et Elod Takats arrivent à la conclusion² qu'une augmentation de la part de la population dépendante (personnes trop jeunes ou trop âgées pour travailler) est associée à une inflation plus élevée alors qu'une augmentation de la part de la population en âge de travailler est associée à une inflation plus faible. Toutefois, les auteurs notent que la part de la population de plus de 80 ans a un effet très négatif sur l'inflation.**



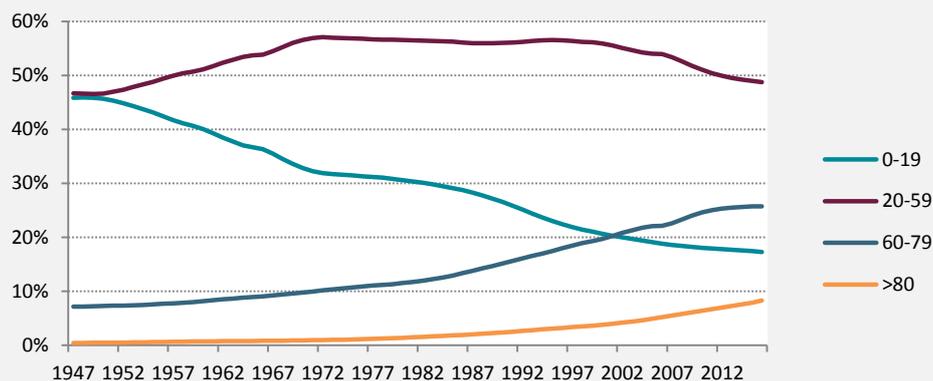
NB : ici sont représentés les coefficients de la part relative de chaque classe d'âge dans la principale régression faite par les auteurs. Il s'agit d'une régression en panel où les auteurs cherchent à expliquer l'inflation par la part relative des classes d'âge et différentes variables économiques de contrôle.

Une fois leurs résultats établis, Juselius et Takats ont estimé l'évolution des changements de répartition des classes d'âge sur l'inflation pour chaque pays (pour vérifier qu'il ne s'agit pas d'un artéfact statistique) et ont constaté que « les effets de la structure des classes d'âge représentaient une large part des évolutions basse fréquence de l'inflation. »

Quid du Japon, alors ? Au Japon, la part des 60-79 ans dans la population totale a déjà beaucoup monté sur les décennies 1990 et 2000, au contraire des Etats-Unis et de l'Europe où elle ne fait que commencer à monter et sera beaucoup plus forte dans quelques années. Cet effet est inflationniste. Mais la part des plus de 80 ans a monté significativement elle aussi, ce qui est déflationniste selon les résultats de Juselius et Takats. In fine, les deux effets se compensent. En réalité, la faiblesse de l'inflation au Japon sur les dernières décennies a vraisemblablement été causée par des facteurs autres que les facteurs démographiques.

² Plusieurs spécifications ont été testées et les résultats sont robustes.

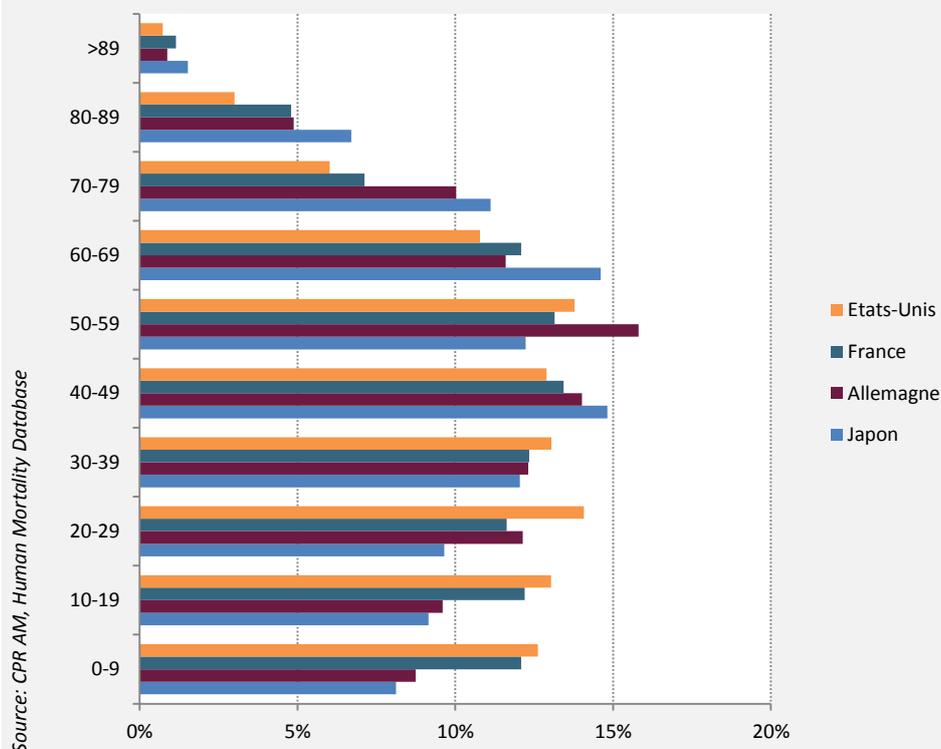
Japon : répartition de la population par classe d'âge



Source: CPR AM, Human Mortality Database

Quels effets de la démographie sur l'inflation dans le futur ? Sur la base de leurs résultats et de l'évolution anticipée de la pyramide des âges, Juselius et Takats font l'hypothèse que les évolutions démographiques joueront positivement sur l'inflation sur la période 2010-2050 pour l'ensemble des pays développés alors qu'ils ont plutôt joué négativement sur la période 1980-2010. La part des personnes ayant entre 60 et 80 ans dans la population va augmenter nettement, ce qui devrait tendre à faire monter l'inflation. Cela devrait notamment être le cas pour les Etats-Unis et l'Europe.

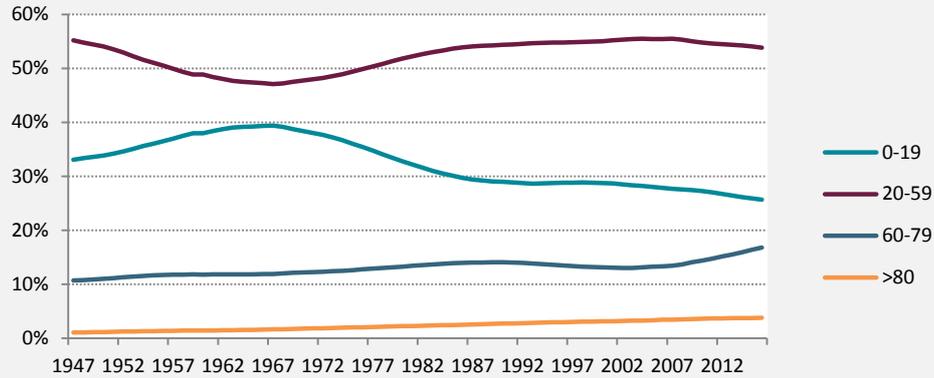
Répartition de la population totale par classe d'âge (2016)



Source: CPR AM, Human Mortality Database

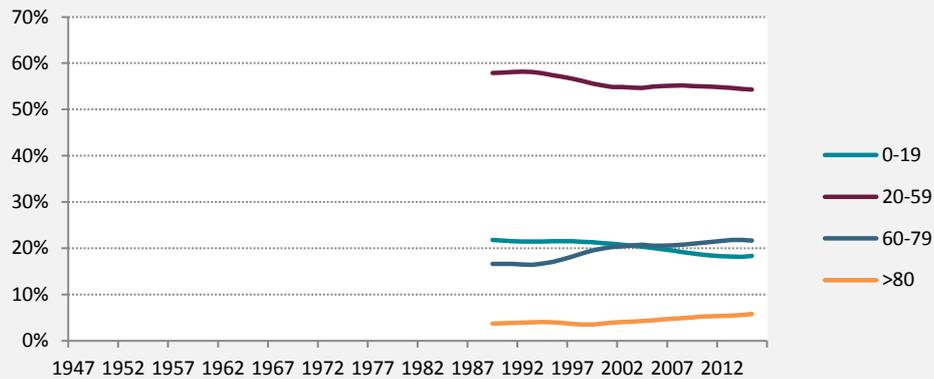
Annexe

Etats-Unis : répartition de la population par classe d'âge



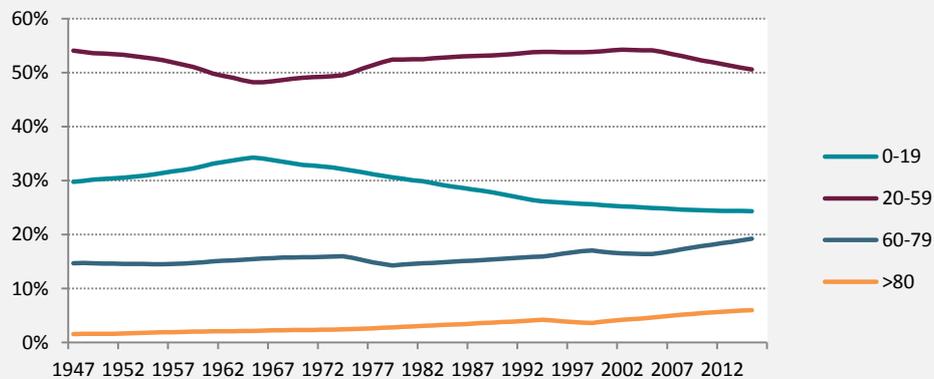
Source: CPR AM, Human Mortality Database

Allemagne : répartition de la population par classe d'âge



Source: CPR AM, Human Mortality Database

France : répartition de la population par classe d'âge



Source: CPR AM, Human Mortality Database

Achévé de rédiger – Juin 2018

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion. Les performances passées ne sont pas constantes dans le temps et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures.

A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

CPR AM en chiffres (fin décembre 2017)

- Plus de 46 milliards d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la gestion

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

