

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

2 avril 2010 – N° 146

Comment les pays préparent-ils le vieillissement ?

Avant que le vieillissement démographique ne commence, les pays doivent accumuler des actifs qui généreront des revenus lorsque le vieillissement sera présent, réduisant ainsi la perte de revenu par tête.

Il faut donc qu'il y ait épargne supplémentaire et accumulation d'actifs, et que de plus ces actifs puissent fournir des revenus qui s'ajoutent au PIB.

Comment juger de ce point de vue la situation des différents pays :

- l'épargne des japonais a été investie en quelques actifs extérieurs mais surtout en dette publique qui n'est contrepartie d'aucun capital fournissant des revenus ; la situation du Japon va donc être difficile, même si le capital productif des entreprises a aussi augmenté ;*
- les Etats-Unis ont une dette extérieure importante et une épargne domestique très faible, de plus immobilisée pour une partie substantielle en actifs immobiliers, leur situation est encore plus difficile que celle du Japon ;*
- la Chine accumule des actifs extérieurs, mais leur rendement est faible (titres publics) ; une partie du capital domestique est sans doute inefficace (infrastructures inutiles, immobilier spéculatif) ; cependant le capital productif et les infrastructures publiques qui génèrent des externalités positives ont considérablement augmenté ;*
- la zone euro a très peu d'actifs extérieurs et n'a pas fait un effort particulier d'épargne ; sa situation sera donc aussi difficile.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

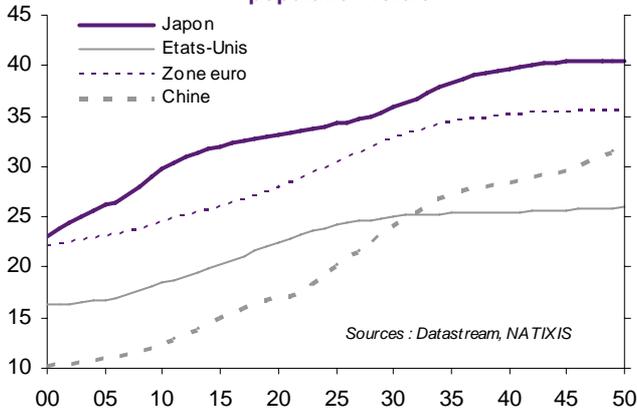
Rédacteur :

Patrick ARTUS

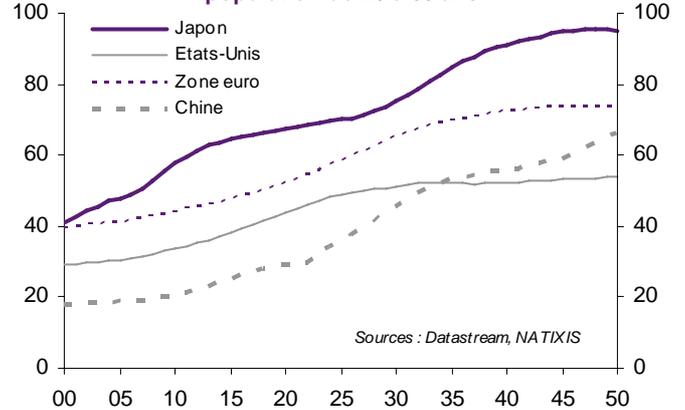
Préparation du vieillissement

Nous allons nous intéresser aux situations du Japon, des Etats-Unis, de la zone euro, de la Chine, tous pays où le vieillissement est déjà ou bien va être important (graphiques 1 a – b), à un moindre degré aux Etats-Unis.

Graphique 1 a
Population supérieure à 60 ans en % de la population totale



Graphique 1 b
Population supérieure à 60ans en % de la population de 20 à 60 ans



En préparation du vieillissement (permanent), les pays doivent en pratique, avant qu'il soit effectivement présent :

- épargner davantage pour accumuler ces actifs ;
- choisir ces actifs de manière à ce qu'ils versent un revenu, qui s'ajoutera au PIB lorsque le vieillissement sera présent, ce qui réduira la baisse du revenu par tête d'habitant.

Il ne s'agit pas en effet de vendre les actifs accumulés (ce qui ne compenserait le vieillissement que transitoirement), mais d'utiliser le revenu qu'ils fournissent pour accroître le revenu disponible total.

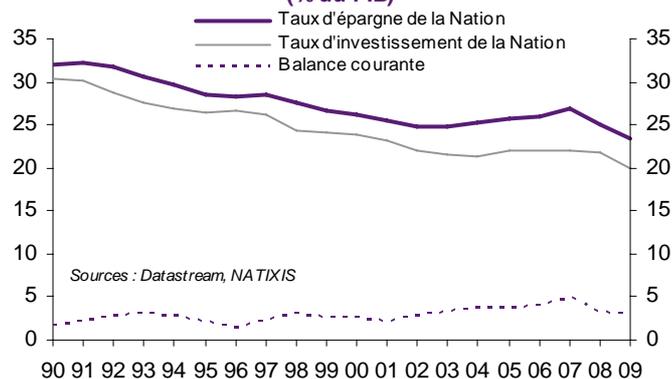
Nous examinons comment, de ce point de vue, le Japon, les Etats-Unis, la zone euro et la Chine ont préparé le vieillissement.

Comment les autres pays ont-ils préparé le vieillissement ?

N° 1 – Japon : un cas difficile avec l'accumulation de dette publique

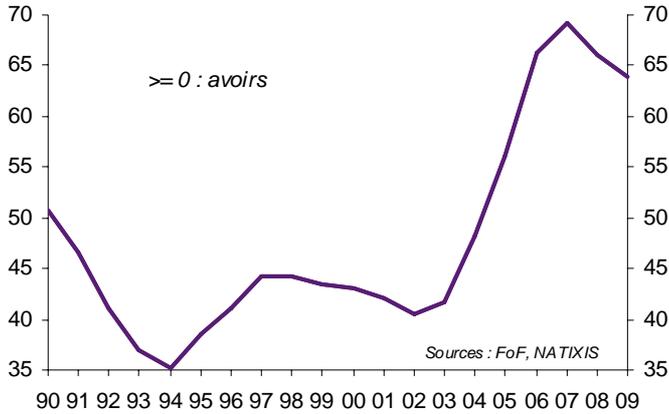
Le taux d'épargne du Japon est resté très élevé, d'où les excédents courants (graphique 2).

Graphique 2
Japon : taux d'épargne de la Nation, taux d'investissement et balance courante (% du PIB)

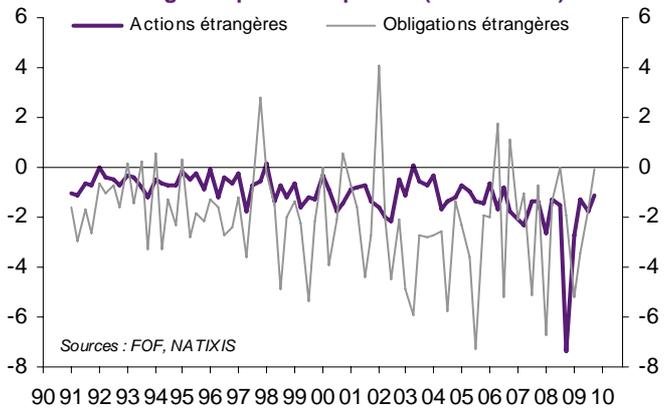


Le Japon détient ainsi des actifs extérieurs (graphiques 3 a – b) qui procurent des revenus (il s'agit d'actions, d'obligations).

Graphique 3 a
Japon : actifs extérieurs nets (en % du PIB)



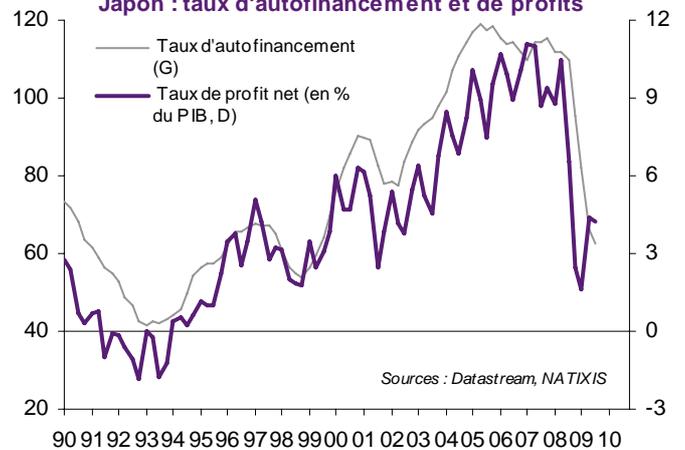
Graphique 3 b
Japon : achats nets d'obligations et d'actions étrangères par les Japonais (en % du PIB)



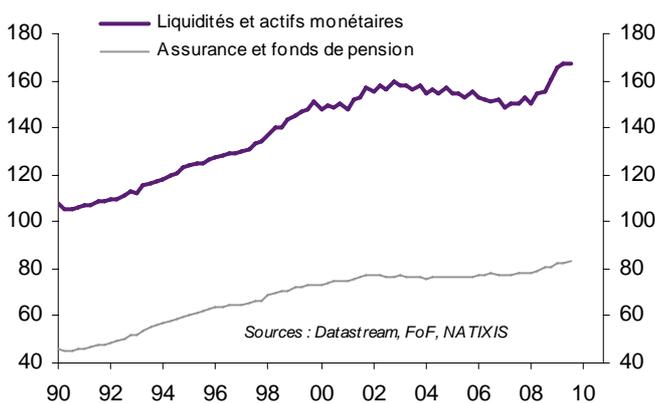
L'épargne des Japonais se partage entre :

- **l'épargne des entreprises**, qui a fortement remonté entre la fin des années 1990 et la crise, et qui a autofinancé l'accumulation de capital productif (graphique 4) ;
- **l'épargne des ménages**, qui va essentiellement financer l'Etat au travers des intermédiaires financiers (graphiques 5 a – b).

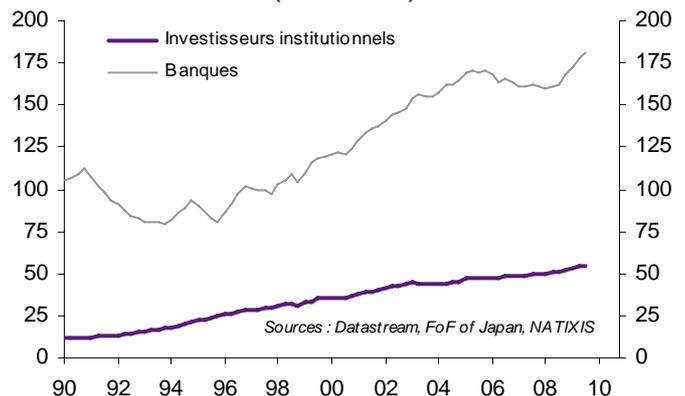
Graphique 4
Japon : taux d'autofinancement et de profits



Graphique 5 a
Japon : actifs financiers des ménages (en % du PIB)

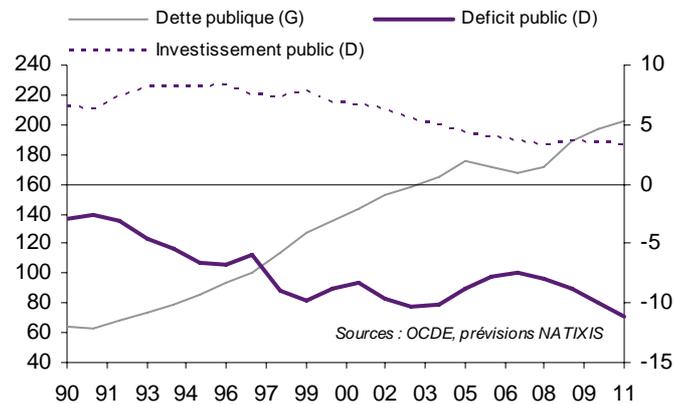


Graphique 5 b
Japon : encours d'obligations détenues par (en % du PIB)



C'est ici que se situe l'énorme problème du Japon : la dette publique énorme qui a été accumulée en contrepartie de l'épargne des japonais (graphique 6) ne paiera pas de revenus : elle n'a pas été investie en capital productif ou efficace, mais elle a financé le déficit budgétaire courant et des infrastructures publiques inutiles.

Graphique 6
Japon : déficit, dette et investissement publics
(en % du PIB)

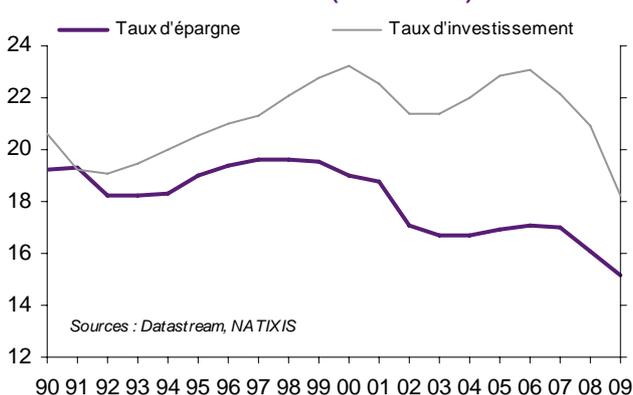


Cette dette publique du Japon ne peut donc pas jouer le rôle de réserves en vue du vieillissement, elle n'accroît pas le revenu national, puisque les intérêts payés sont financés à chaque période par des levées d'impôts.

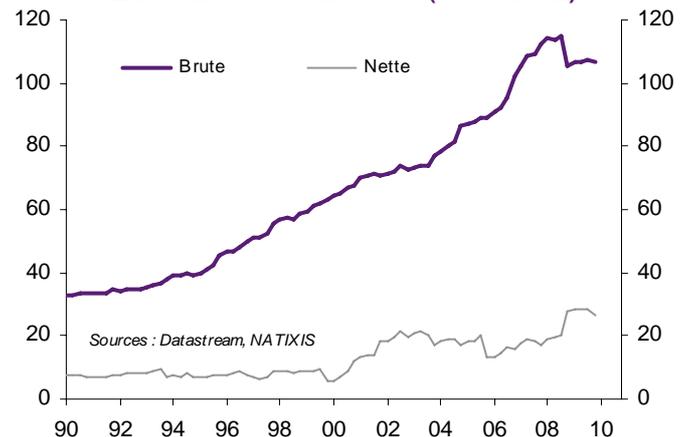
N° 2 – Etats-Unis : cas très difficile avec l'insuffisance de l'épargne

Les Etats-Unis ont, on le sait un déficit d'épargne et une dette extérieure (graphiques 7 a – b).

Graphique 7 a
Etats-Unis : taux d'épargne et d'investissement
de la Nation (en % du PIB)



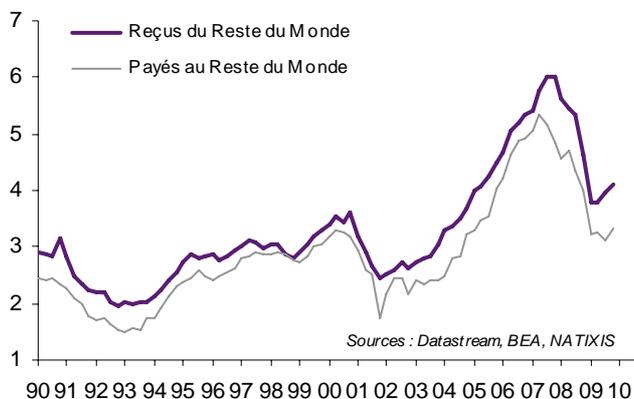
Graphique 7 b
Etats-Unis : dette extérieure (en % du PIB)



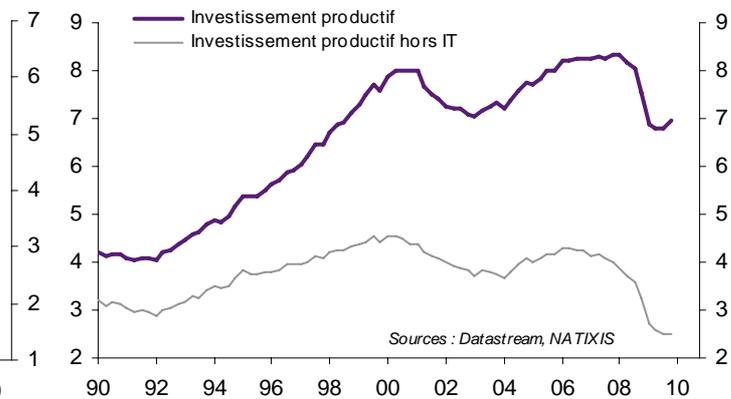
La situation d'endettement extérieur est allégée cependant par le fait que le rendement des actifs étrangers détenus par les américains (actifs d'entreprise) est supérieur à celui de la dette extérieure brute des Etats-Unis (titres publics, agences..., **graphique 8**).

Le taux d'investissement productif (hors IT) a beaucoup baissé aux Etats-Unis (**graphique 9 a**), et une partie importante de l'épargne a été investie en actifs immobiliers (**graphique 9 b**) qui ont subi une forte baisse de prix (**graphique 9 c**).

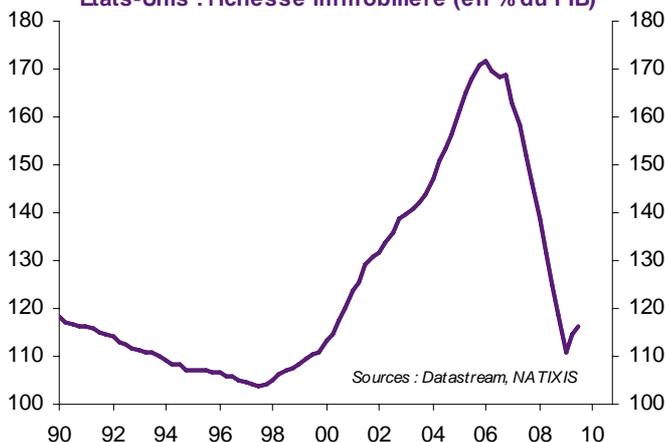
Graphique 8
Etats-Unis : intérêt et dividendes du revenu du capital avec le Reste du Monde (en % du PIB)



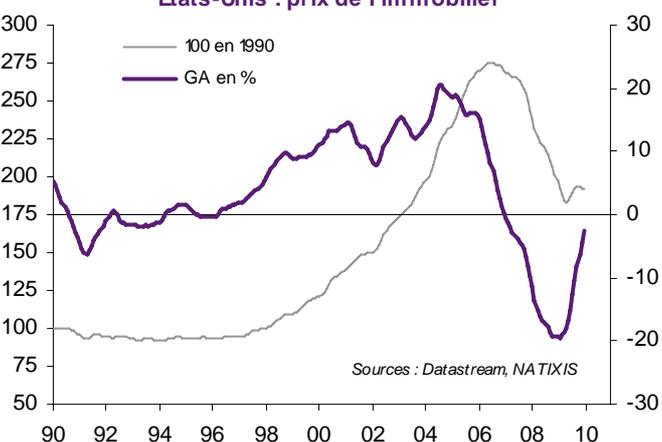
Graphique 9 a
Etats-Unis : investissement productif (volume, en % du PIB)



Graphique 9 b
Etats-Unis : richesse immobilière (en % du PIB)



Graphique 9 c
Etats-Unis : prix de l'immobilier



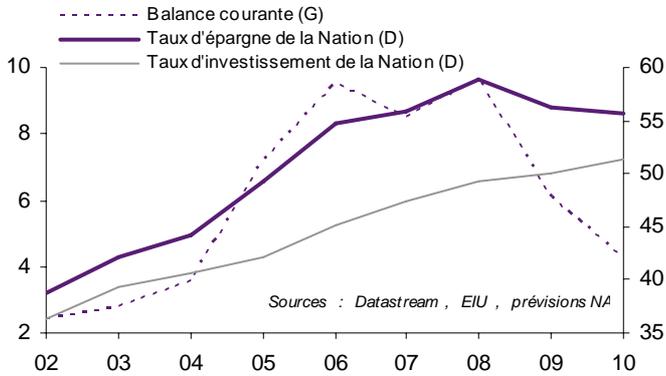
La préparation du vieillissement par les Etats-Unis semble donc très mauvaise avec la faiblesse de l'épargne dont en plus une partie importante a été immobilisée en actifs immobiliers (qui ne fournissent des revenus que fictifs et pas réels).

N° 3 - Chine : une position assez favorable face au vieillissement

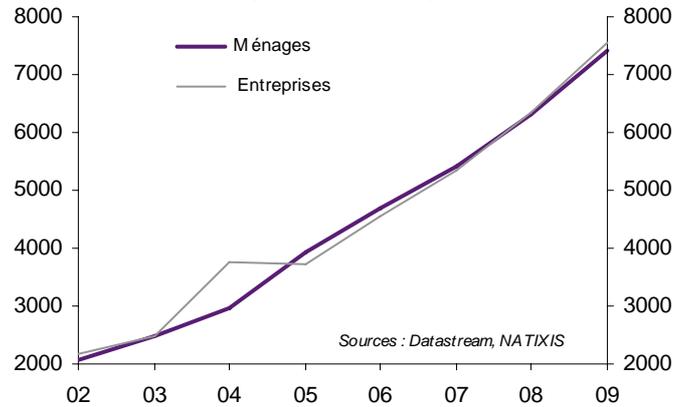
La Chine a un taux d'épargne à la fois des ménages et des entreprises, très élevés (graphiques 10 a – b) et accumule des avoirs extérieurs essentiellement au travers des réserves de change de la Banque Centrale, puisqu'il y a des entrées de capitaux privés et peu de sorties avec le contrôle des capitaux (graphique 11).

Par ailleurs, le taux d'investissement de la Chine est très élevé (graphique 12 a), et il y a croissance potentielle très rapide (graphiques 12 b – c).

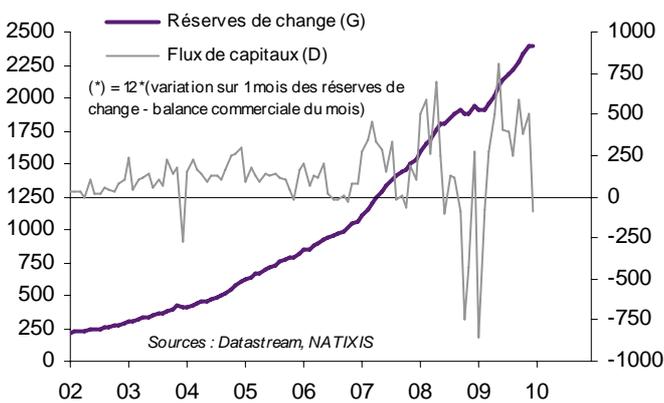
Graphique 10 a
Chine : taux d'épargne, taux d'investissement de la Nation et balance courante (valeur, en % du PIB)



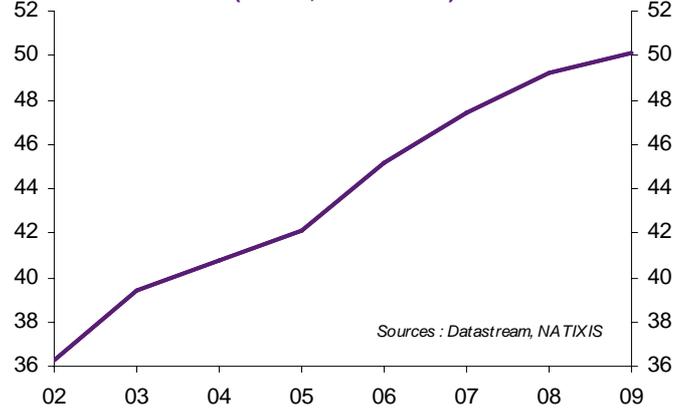
Graphique 10 b
Chine : épargne par agent économique (en Mds de RMB)



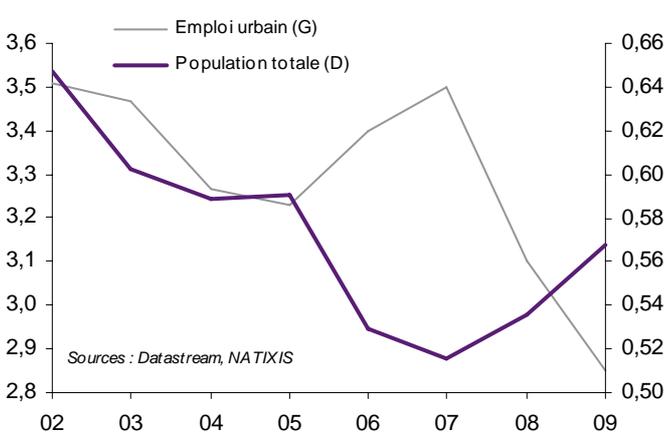
Graphique 11
Chine : réserves de change et flux de capitaux (en Mds de dollars par an)



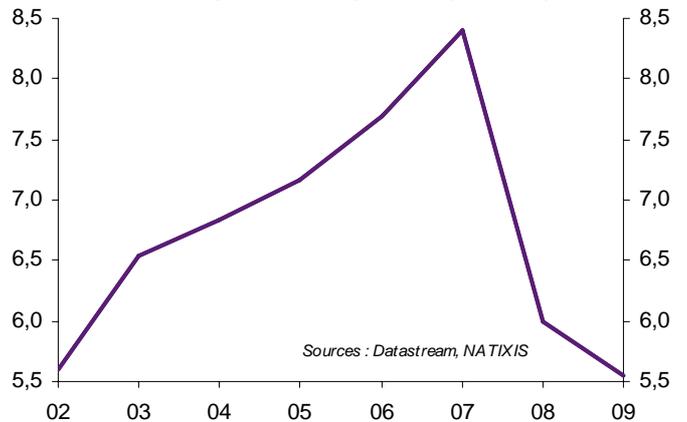
Graphique 12 a
Chine : taux d'investissement total (valeur, en % du PIB)



Graphique 12 b
Chine : population (% par an)



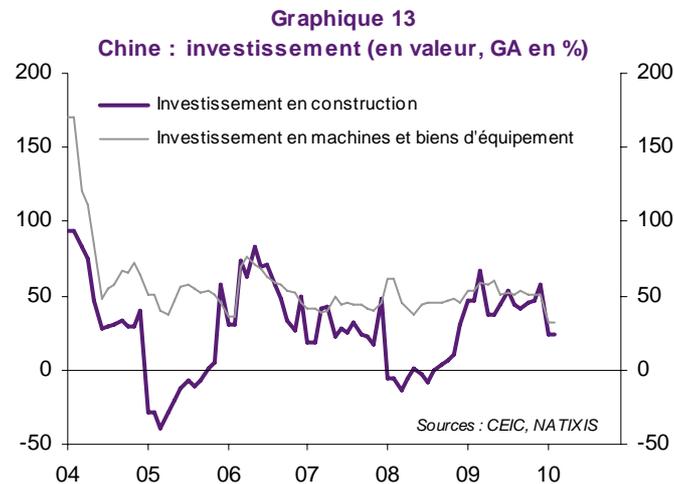
Graphique 12 c
Chine : productivité par tête (GA en %)



La Chine prépare donc efficacement, en apparence, le vieillissement démographique, mais il y a cependant plusieurs difficultés :

- les réserves de change (graphique 11 plus haut) sont investies en actifs à très faible rendement (dépôts, titres publics) : elles génèrent donc un revenu, mais il est faible, et il s'agit d'une allocation inefficace de l'épargne ;

- à l'intérieur de l'investissement, une partie est utile et productive (investissement en biens d'équipement, investissement en infrastructures publiques générant des externalités positives. Encadré 1) mais une partie est spéculative et inutile (ne générera pas de revenus au moment du vieillissement : spéculation immobilière..., graphique 13).



Encadré 1

Programmes d'infrastructures publiques dans le plan de relance budgétaire de la Chine

L'essentiel du programme de relance budgétaire chinois annoncé le 8 novembre 08 est consacré à des grands travaux d'infrastructure et à des politiques sociales. Il prévoit :

- de nouvelles constructions d'autoroutes, des lignes de chemin de fer et d'aéroports,
- la modernisation du réseau électrique,
- des investissements en éducation,
- l'injection de RMB100mds supplémentaires au secteur de la construction,
- des subventions aux populations rurales,
- des aides au logement,
- des investissements pour la protection de l'environnement (traitement des déchets, potabilisation de l'eau...),
- l'accélération de la reconstruction des zones dévastées par le tremblement de terre de 2008 (Wunchuan) et par tempêtes de neiges de l'hiver 2008, et
- la réforme du régime de la TVA qui devrait permettre aux entreprises d'économiser plus de RMB120 mds par an en exonérations d'impôts sur leurs investissements en équipement.

Le programme de relance engage la somme de RMB 4trillions, soit USD 580 mds en trois ans, ce qui représente chaque année à peu près 8 % du PIB. Cependant, l'annonce inclut des dépenses déjà enclenchées comme par exemple celles de reconstruction des zones dévastées par des désastres naturels et les dépenses en infrastructure de transport (le Conseil d'Etat avait récemment approuvé un plan de RMB 2 trillions pour construire des chemins de fer d'ici à 2020). Les nouvelles sommes engagées par le gouvernement chinois ne représentent en réalité qu'un tiers du montant du programme annoncé. L'impulsion budgétaire est de l'ordre chaque année de 2,5% du PIB, d'ici à 2011 (sous l'hypothèse que les dépenses se font de façon échelonnées à part égale).

Par rapport aux modalités de financement du plan de relance, un peu plus d'un quart du financement sera assuré par le gouvernement central (RMB1,1 trillion). Le reste viendra des gouvernements régionaux ainsi que des émissions des entreprises publiques et des collectivités locales. Le plan de relance devrait contribuer à éloigner le risque d'une décélération forte en 2009 en rajoutant environ 2 points de PIB à la croissance. Le plan semble tout à fait raisonnable et viable compte tenu des marges de manœuvre dont disposent les finances publiques chinoises (la dette publique rapportée au PIB se situe en 2008 dans des niveaux inférieurs à 20 % du PIB).

Encadré 1 (suite)

Chine : détails du plan de relance budgétaire 2009-2010

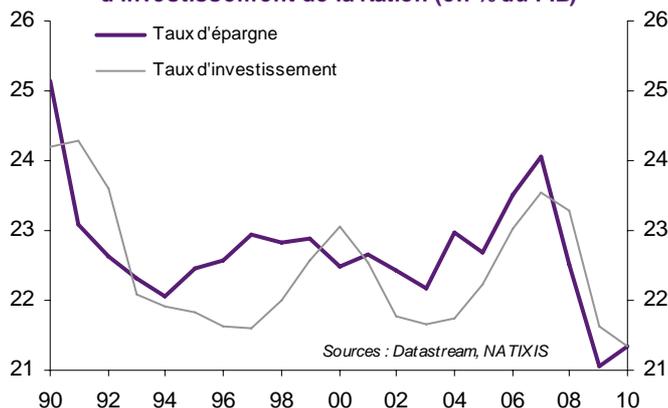
	Milliards de RMB	% du Total
Infrastructure publique		
Reconstruction après tremblement de terre	1 500	37,5
Système de sécurité sociale	1 000	25
Développement rural	400	10
Investissement en technologique et restructuration de l'industrie	370	9,25
Développement soutenable	370	9,25
Education et projets culturels	210	5,25
	150	3,75
TOTAL	4 000	100

Source : National Development and Reform Commission

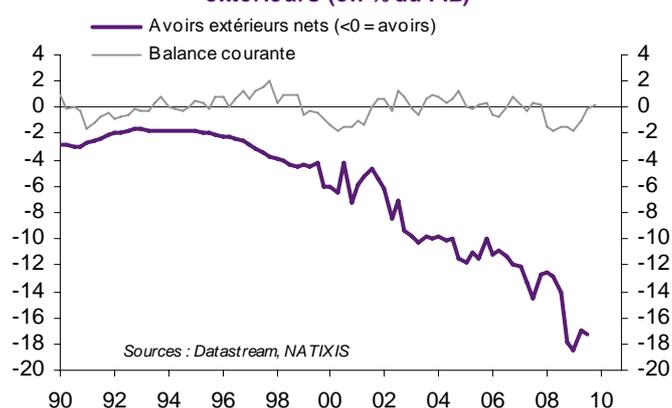
N° 4 – Zone euro : une situation assez défavorable, sans doute moins que celle des Etats-Unis

Le taux d'épargne de la zone euro est voisin de son taux d'investissement, et le taux d'investissement n'est pas très élevé (**graphique 14 a**) ; cependant la zone euro a des avoirs extérieurs nets (assez faibles : 17 % du PIB, **graphique 14 b**). **Les gains de productivité sont très faibles (graphique 15 a), et la dette publique (essentiellement non productive) est élevée (graphique 15 b).**

Graphique 14 a
Zone euro : taux d'épargne et taux d'investissement de la Nation (en % du PIB)

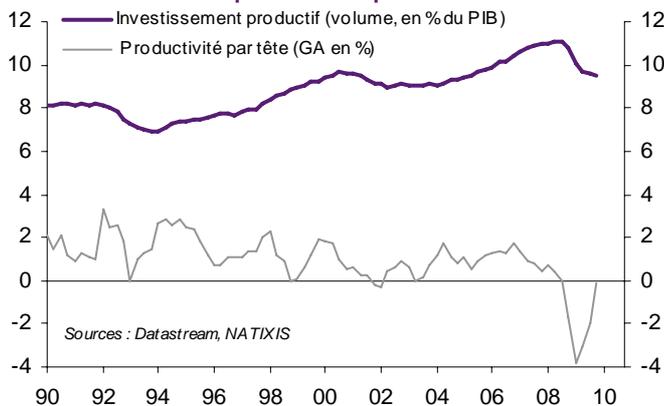


Graphique 14 b
Zone euro : balance courante et avoirs nets extérieurs (en % du PIB)



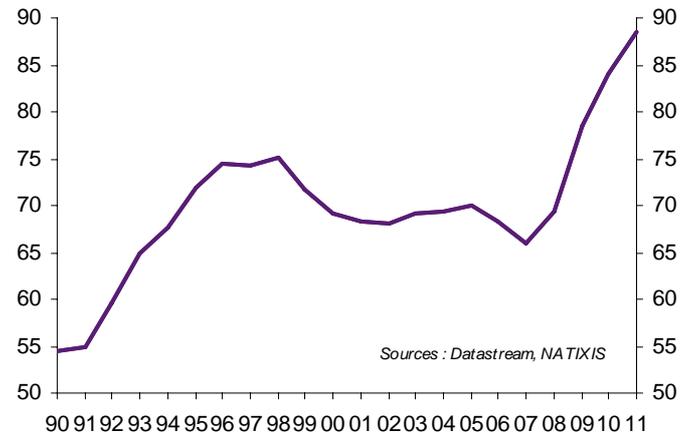
Graphique 15 a

Zone euro : investissements productifs et productivité par tête



Graphique 15 b

Zone euro : dette publique (en % du PIB)



Synthèse : quels pays ont préparé, de facto, le vieillissement ?

La préparation du vieillissement démographique impose d'accumuler des actifs, mais pas n'importe quels actifs : il faut qu'ils fournissent au moment où le vieillissement survient, un supplément de revenu qui réduit la baisse du revenu par tête. Ce n'est pas le cas de la dette publique sauf si elle a financé du capital productif ou des infrastructures publiques fournissant des externalités positives.

Aux Etats-Unis, l'épargne a baissé, il y a dette extérieure (même si le rendement sur les actifs extérieurs bruts est supérieur au coût de la dette brute), il y a eu déperdition de l'épargne en investissement immobilier.

Au Japon, malgré les actifs extérieurs, la situation est difficile avec la concentration depuis 20 ans de l'épargne domestique sur la dette publique.

Dans la zone euro, le taux d'épargne n'a pas augmenté, et le capital productif domestique accumulé génère des gains de productivité faibles et la dette publique devient très importante.

La Chine serait donc le seul pays à avoir préparé convenablement le vieillissement : actifs extérieurs importants (même de rendement faible), forte hausse de l'épargne et de l'investissement (productif en infrastructures efficaces) même si une partie est perdue en investissement spéculatif en construction.