

Le choc des seniors

Les effets de la politique monétaire pourraient se réduire à cause du vieillissement des pays avancés

Patrick Imam

LE MONDE connaît une évolution démographique sans précédent. La population mondiale vieillit, en particulier dans les pays avancés. Les répercussions de ce vieillissement sur la politique budgétaire ont été largement étudiées, et, de l'avis général, il faut à la fois augmenter les impôts, réduire les prestations de retraite et allonger la vie active pour faire face à la charge que représente le vieillissement de la population pour le budget de l'État, bien que les enjeux politiques de telles décisions soient énormes.

Mais on n'a guère étudié l'impact du vieillissement sur la politique monétaire, voie par laquelle les banques centrales influent sur les taux d'intérêt et la masse monétaire pour stabiliser l'inflation, emploi et croissance.

L'hypothèse du cycle de vie, qui postule que les ménages empruntent surtout quand ils sont jeunes, accumulent des actifs et remboursent leurs prêts avant leur retraite et vivent ensuite de leur patrimoine, fait apparaître un lien évident entre efficacité de la politique monétaire et démographie. Si les économistes ne s'y sont guère intéressés, c'est en partie parce que la politique monétaire est généralement conçue pour réagir à des chocs à court terme, sur une période d'un ou de deux ans, et non à des facteurs qui changent lentement, tels que les changements démographiques, qui prennent des décennies pour se matérialiser.

Aussi lente et silencieuse que puisse être l'évolution démographique, mes recherches semblent indiquer qu'elle peut avoir des répercussions sensibles sur la politique monétaire dans les pays avancés, notamment pour les politiques non conventionnelles, comme l'assouplissement quantitatif, que ces pays appliquent ces dernières années. Théoriquement, l'impact du vieillissement est ambigu : les personnes âgées ne sont pas touchées comme les jeunes par les différents canaux de transmission de la politique monétaire. Dans l'ensemble, cependant, j'ai constaté qu'une société vieillissante atténue les effets de la politique monétaire.

Des effets réduits

La politique monétaire a été rendue en grande partie responsable de la maîtrise et de la stabilisation de l'inflation, qui ont encouragé une croissance régulière et une forte réduction de la volatilité des cycles conjoncturels dans les pays avancés entre le milieu des années 80 et la crise financière mondiale en 2008. En maîtrisant les anticipations inflationnistes, les banques centrales ont réduit

l'incertitude qui peut compliquer les décisions d'investissement et freiner la consommation, et elles ont pu réagir aux chocs avec souplesse. La Guerre du Golfe en 1991 et l'éclatement de la bulle Internet en 2000 ont été suivis d'un rapide assouplissement de la politique monétaire qui a relancé l'activité économique. La faiblesse des anticipations inflationnistes a permis de réagir aussi rapidement.

Mais la crise financière mondiale de 2008 a ébranlé la foi dans l'efficacité de la politique monétaire. Depuis le début de la crise, les banques centrales ont eu du mal à soutenir la croissance et les prix — au Japon, aux États-Unis et en Europe. Il semble de plus en plus que, même durant les quelque 25 années de la «Grande Modération» avant la crise, la politique monétaire ait été moins toute-puissante qu'il n'y paraissait.

Ces nouveaux éléments indiquent que les effets de la politique monétaire sur des variables comme le chômage et l'inflation, mesurés par l'impact des variations des taux d'intérêt sur le chômage et l'inflation, se réduisent depuis le début des années 80. Cela s'explique généralement par le meilleur ancrage des anticipations d'inflation et de production, qui sont ainsi moins touchées par

La politique monétaire était moins toute-puissante qu'il n'y paraissait.

les variations des taux d'intérêt (Boivin, Kiley et Mishkin, 2010). L'inflation est généralement moins sensible aux variations de la différence entre ce qu'une économie peut produire en situation de plein emploi et ce qu'elle produit réellement lorsque les anticipations inflationnistes restent bien ancrées sur l'objectif de la banque centrale, y compris pendant des récessions profondes comme la récente crise financière mondiale (FMI, 2013). De nombreux économistes prétendent que ces facteurs expliquent pourquoi l'expansion sans précédent de la politique monétaire depuis 2008 n'a pas eu plus d'effet sur l'inflation ou la production.

Les chercheurs ont deux grandes explications à la réduction des effets de la politique monétaire.

La transformation structurelle de l'économie, en particulier sur le marché du crédit : Certains analystes font valoir que des changements institutionnels sur le marché du crédit expliquent l'affaiblissement des effets de la politique monétaire. Ils notent



qu'au cours des dernières décennies, les restrictions réglementaires ont été assouplies et les marchés du crédit libéralisés. De nouvelles formes de prêt (comme la titrisation, qui transforme les prêts en titres) ont permis à un éventail plus large d'institutions d'octroyer des prêts dans le «secteur bancaire parallèle» (voir «Qu'entend-on par «banque parallèle»?», *F&D*, juin 2013). Les banques parallèles (par exemple les sociétés d'investissement et les compagnies d'assurances) ont facilité l'accès au crédit pour des personnes qui avaient du mal à emprunter, surtout les faibles revenus. Ces changements devraient en principe accroître l'efficacité de la politique monétaire. Toutefois, ils se sont produits tandis que les bilans des ménages, en particulier la valeur de leur logement, ont commencé à jouer un rôle croissant dans les décisions de consommation. Les consommateurs ont constaté qu'ils pouvaient exploiter la valeur acquise de leur logement en refinançant leurs prêts hypothécaires. Les prêts à la consommation et les taux d'intérêt standard ont donc perdu de leur importance, le canal du crédit aussi, et l'activité économique est devenue moins sensible aux changements de la politique monétaire.

L'évolution de la manière dont la politique monétaire influe sur les anticipations des agents économiques (entreprises et consommateurs) : Selon certains économistes, les banques centrales, grâce à leur grande crédibilité, gèrent de plus en plus les anticipations par la seule voie de la communication, sans avoir à modifier les taux d'intérêt autant qu'avant. Comme on s'attend à une vive réaction de la politique monétaire en cas d'écart de la production par rapport à son potentiel ou d'écart de l'inflation par rapport à l'objectif fixé, les anticipations de revenu et d'inflation sont plus stables. Cela se traduit par une plus grande stabilité des dépenses et de l'inflation réelles, ce qui réduit l'effet des variations des taux d'intérêt.

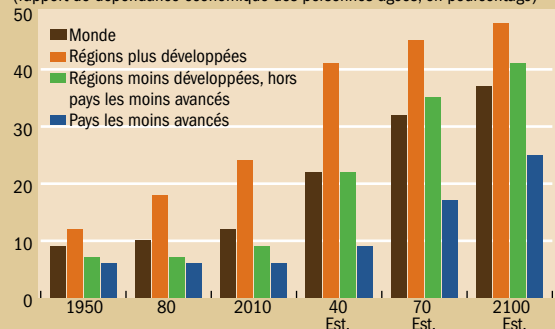
Ces facteurs sont importants, mais ne suffisent pas à expliquer l'efficacité réduite de la politique monétaire. L'évolution démographique dans cinq grands pays avancés que j'ai étudiés (Allemagne, Canada, États-Unis, Japon et Royaume-Uni) est un autre facteur qui n'a guère recueilli d'attention.

Les profils démographiques de ces pays varient considérablement. Certains, comme l'Allemagne et le Japon, vieillissent plus vite que d'autres, mais nul n'est épargné. Le rapport inactifs/actifs, appelé rapport de dépendance économique des personnes âgées, augmente (voir graphique). De plus, comme le taux de fécondité s'effondre partout, le monde vieillit rapidement. D'après l'hypothèse du cycle de vie, les sociétés plus âgées, surtout dans les pays

Grisonner

Certaines sociétés vieillissent plus vite que d'autres, mais aucune n'est épargnée par l'évolution démographique, qui se traduit par une hausse du ratio personnes âgées/population en âge de travailler.

(rapport de dépendance économique des personnes âgées, en pourcentage)



Source : Nations Unies.

Note : Le rapport de dépendance économique des personnes âgées est le nombre de personnes de plus de 65 ans divisé par le nombre de personnes de 15 à 65 ans. Les chiffres après 2010 sont des estimations. Les régions plus développées incluent l'Australie, le Canada, les États-Unis, l'Europe, le Japon et la Nouvelle-Zélande. Les régions moins développées comprennent tous les pays d'Afrique, d'Asie (hors Japon), d'Amérique latine et des Caraïbes, plus la Mélanésie, la Micronésie et la Polynésie, sauf les pays les moins avancés. Il y a 49 pays dans la catégorie des pays les moins avancés : Afghanistan, Angola, Bangladesh, Bénin, Bhoutan, Burkina Faso, Burundi, Cambodge, Comores, République démocratique du Congo, Djibouti, Érythrée, Éthiopie, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Haïti, Kiribati, Lesotho, Libéria, Madagascar, Malawi, Maldives, Mali, Mauritanie, Mozambique, Myanmar, Népal, Niger, Ouganda, République centrafricaine, République démocratique populaire lao, Rwanda, îles Salomon, Samoa, São Tomé-et-Principe, Sénégal, Sierra Leone, Somalie, Soudan, Tanzanie, Tchad, Timor-Leste, Togo, Tuvalu, Vanuatu, Yémen et Zambie.

avancés, devraient compter une part élevée de ménages créanciers et moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, surtout si ces derniers sont fixes et ne varient pas avec l'inflation, comme c'est généralement le cas dans les pays étudiés. Par contre, les sociétés plus jeunes devraient avoir une part plus élevée de débiteurs plus sensibles aux variations des taux d'intérêt résultant de la politique monétaire. En d'autres termes, la démographie contribue, au même titre que les changements structurels et les anticipations, à atténuer l'effet de la politique monétaire sur l'inflation et le chômage.

Des effets différents

La politique monétaire influe différemment sur les différents groupes de la population, en fonction du groupe lui-même et du canal de transmission (voir tableau). Elle provoque des changements de comportement en ajustant les taux d'intérêt (en particulier pour les personnes âgées dans les pays avancés) de plusieurs manières :

Taux d'intérêt : D'après l'hypothèse du cycle de vie, les individus achètent des biens (maisons, actions et obligations) pendant leur vie active et les vendent après qu'ils prennent leur retraite. Les schémas d'épargne et de consommation des ménages suivent une trajectoire bien établie, qui évolue avec l'âge. L'endettement progresse au début du cycle, puis commence à baisser (quoique plus graduellement ces dernières années, à cause de la crise mondiale, ainsi que de l'augmentation du coût des études et de l'éducation des enfants, notamment). Les ménages plus jeunes, généralement des débiteurs nets, sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, surtout si les taux hypothécaires sont principalement variables, alors que les ménages plus âgés, qui n'ont en général pas besoin d'emprunter, y sont moins sensibles. Dans les sociétés majoritairement jeunes, la politique monétaire serait plus efficace pour freiner ou stimuler la demande que dans une société plus âgée.

Crédit : Ce canal amplifie le canal des taux d'intérêt en influant sur la «prime de financement extérieur», la différence de coût pour les ménages ou les entreprises entre l'usage de ses propres fonds pour financer des achats et un emprunt à l'extérieur. Les ménages plus âgés ayant une valeur nette supérieure à celle des ménages plus jeunes, ils ont plus de chances de s'autofinancer pour investir ou consommer. Par ailleurs, les personnes plus âgées ayant beaucoup d'actifs à proposer en garantie, la prime de risque en cas d'emprunt est

plus faible, et le coût de financement extérieur devrait aussi être plus bas. De par leur capacité à s'autofinancer et à emprunter à meilleur compte, les sociétés plus âgées sont moins sensibles à l'effet de la politique monétaire sur le canal du crédit. Dans les pays avancés, beaucoup de personnes âgées sont pauvres, mais, normalement, elles ne sont guère touchées par les variations de la politique monétaire puisqu'elles ne peuvent pas obtenir de crédit de toute façon.

Effet de richesse : Selon l'hypothèse du cycle de vie, l'évolution démographique influe sur le prix des actifs. Les jeunes ont généralement moins de biens, alors que les personnes âgées peuvent en posséder beaucoup. Lorsqu'un ménage a acquis des actifs considérables, une grande partie d'entre eux produit des intérêts : les variations des taux influent davantage sur le revenu des ménages plus âgés que sur celui des ménages ayant peu d'actifs portant intérêts. Dans les sociétés vieillissantes, les effets de richesse sont sans doute plus importants, parce que la richesse est généralement concentrée parmi les personnes âgées (du moins dans les pays avancés) et généralement davantage investie dans des produits à revenu fixe sensibles aux taux d'intérêt (comme les dépôts bancaires ou les obligations) que dans des actions. L'évolution démographique aurait donc tendance à augmenter l'importance relative du canal de l'effet de richesse, accroissant l'efficacité de la politique monétaire. Mais l'assouplissement monétaire depuis la crise mondiale pourrait avoir affaibli la politique monétaire par le canal de l'effet de richesse. Les taux plus bas qui résultent des politiques plus souples ont réduit le revenu de l'épargne ou d'une rente, ce qui a peut-être encouragé les ménages plus âgés à épargner davantage et à consommer moins. Toutefois, il n'y a pas encore beaucoup de données empiriques convaincantes allant dans ce sens.

Quoique moins étudiés et plus difficiles à discerner, d'autres canaux peuvent influencer sur la transmission de la politique monétaire :

Prise de risque : La politique monétaire agit sur la perception du risque des particuliers et des entreprises. Ce canal influe sur la prise de risques en encourageant la recherche de rendement. Les entités financières empruntent plus quand les taux d'intérêt baissent, et vice versa. Les personnes âgées ayant moins de temps pour récupérer les pertes, il y a peut-être dans une société plus âgée davantage de ménages allergiques au risque et moins de prise de risque en général, donc moins d'investissements en actions et plus en obligations. Le canal de la prise de risque étant moins puissant dans une société vieillissante, la politique monétaire risque d'être moins efficace.

Anticipations : L'évolution démographique a sans doute peu d'impact sur les anticipations, car elles sont fort tributaires de la crédibilité de la banque centrale, ce qui ne devrait pas changer quand une société vieillit. Mais des études récentes fondées sur des données d'enquêtes indiquent que, toutes choses étant égales par ailleurs, les anticipations inflationnistes augmentent avec l'âge de la population, avec pour conséquence une aversion pour le risque (Blanchflower et MacCoille, 2009). Les économistes de la finance comportementale expliquent cette aversion plus forte par le fait que les ménages plus âgés sont généralement créanciers et ont plus à perdre d'une inflation plus élevée que les plus jeunes, qui peuvent en fait en bénéficier. En pratique, donc, il est possible que les banques centrales répondent à la crainte croissante de l'inflation dans une société plus âgée et accordent plus d'importance à la stabilité des prix.

Canaux de transmission de la politique monétaire

La politique monétaire se transmet par divers canaux, et l'âge de la population peut influencer son efficacité.

Canal	Société jeune	Société âgée	Mode de fonctionnement
Taux d'intérêt	Plus important	Moins important	Demande de crédit : les jeunes adultes ont plus besoin de crédit que leurs aînés
Crédit	Plus important	Moins important	Prime de risque extérieur : les jeunes adultes ont davantage besoin d'emprunter auprès de sources extérieures
Effet de patrimoine	Moins important	Plus important	Distribution du revenu : les jeunes ont peu d'actifs, tandis que les personnes âgées en ont beaucoup, ce qui les rend plus sensibles aux changements de la politique monétaire
Prise de risque	Plus important	Moins important	Aversion au risque : les adultes plus âgés sont plus allergiques au risque et réagissent moins aux évolutions de la politique monétaire
Anticipations	Moins important	Plus important	Anticipations inflationnistes : les adultes plus âgés sont plus sensibles à l'inflation que les plus jeunes

Pour estimer l'impact net de ces effets contradictoires de l'évolution démographique sur l'efficacité de la politique monétaire, j'ai analysé les estimations de la politique monétaire des cinq plus grands pays avancés ayant mené une politique monétaire indépendante entre 1963 et 2007 par rapport à leur structure démographique. J'ai choisi l'année 2007 pour éviter

Pour que la politique monétaire soit plus efficace dans une société vieillissante, elle devra être plus volontariste, et les ajustements des taux d'intérêt devront être plus marqués.

toute complication liée à la crise mondiale. En comparant l'évolution de l'efficacité de la politique monétaire à celle des ratios de dépendance dans chacun de ces cinq pays et en cherchant à déterminer dans quelle mesure le vieillissement peut expliquer les variations de la sensibilité aux taux d'intérêt, j'ai étudié l'impact des modifications de la politique monétaire sur l'inflation et le chômage. Mon analyse a confirmé une corrélation robuste entre la tendance démographique et l'efficacité de la politique monétaire.

Elle a fait apparaître aussi une relation entre le vieillissement et la baisse de l'efficacité de la politique monétaire qui est un phénomène à long terme et insensible à des facteurs à court terme comme le cycle conjoncturel. Une augmentation de 1 point de pourcentage du ratio de dépendance réduit la capacité de la politique monétaire à agir sur l'inflation de 0,1 point de pourcentage, et sa capacité à modifier le taux de chômage de 0,35 point de pourcentage. Ces chiffres sont particulièrement importants lorsqu'on les rapporte, par exemple, à l'augmentation de 10 points du taux de dépendance qui est prévue en Allemagne pour les dix prochaines années. Dans les sociétés plus âgées, la baisse de l'efficacité de la politique monétaire est donc plus marquée.

De nouveaux arbitrages

Il ressort de mon analyse que l'évolution démographique explique en partie pourquoi la relance monétaire n'a pas plus d'impact. Si les sociétés plus âgées ont tendance à être moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, la politique monétaire sera moins efficace dans une société vieillissante. Du fait des changements démographiques, les taux directeurs resteront bas très longtemps dans les pays avancés (sauf si, par exemple, la baisse de valeur des actifs amène les ménages plus jeunes à se sentir plus riches que les retraités). De nouveaux arbitrages apparaîtront dans une société vieillissante, et la politique monétaire devra probablement opérer différemment pour avoir le même impact.

Premièrement, l'arbitrage entre la stabilisation de l'inflation et de la production risque de changer, parce que les ménages plus âgés possèdent en moyenne plus d'actifs et ont donc plus à perdre d'une inflation inattendue. Une aversion grandissante à l'inflation peut alors conduire à un objectif d'inflation optimale plus bas. Les banques centrales du monde entier devront réfléchir à ces arbitrages et pourraient durcir leur politique monétaire

pour maîtriser l'inflation, au prix peut-être d'une plus grande variabilité de la production. En d'autres termes, il pourrait y avoir moins d'inflation, mais aussi plus de récessions et de reprises.

Deuxièmement, si la politique monétaire est moins efficace dans une société vieillissante, les banques centrales devront ajuster davantage le taux d'intérêt qu'elles utilisent pour transmettre leur politique afin d'avoir le même effet sur l'inflation ou le chômage que dans une société plus jeune. Un ajustement de 25 points de base, qui était la norme au cours des décennies précédentes, ne suffira peut-être pas. (Ou, dans le contexte actuel de la plupart des pays avancés, où les taux sont déjà nuls, une politique agressive d'assouplissement quantitatif fera partie de la boîte à outils ordinaire et sera utilisée plus souvent.) Pour que la politique monétaire soit plus efficace dans une société vieillissante, elle devra être plus volontariste, et les ajustements des taux d'intérêt devront être plus marqués.

Troisièmement, la politique monétaire étant moins efficace, d'autres politiques telles que la fiscalité et les dépenses contribueront davantage à stabiliser l'économie et le système financier. Des mesures «macro-prudentielles» peuvent aussi jouer un rôle (voir «Une protection globale», *F&D*, mars 2012). Il s'agit d'utiliser des outils prudentiels de la réglementation financière — quotité de financement obligatoire pour les banques, normes de fonds propres et niveau prescrit des actifs quasi liquides au bilan — pour répondre à des problèmes concernant l'ensemble de l'économie. Ainsi, si la transmission de la politique monétaire semble paralysée, il est possible d'encourager (ou de freiner) le crédit en modifiant ces ratios prudentiels, sans compromettre la stabilité financière (Haldane, 2011).

Mon analyse porte sur les pays avancés, qui ont été les premiers à connaître cette évolution démographique. Même si les pays émergents et les pays à faible revenu vont aussi vieillir progressivement, l'impact sur la politique monétaire risque d'être différent parce que la richesse n'est pas aussi déséquilibrée en faveur des générations plus âgées, et la société dans son ensemble restera probablement plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. ■

Patrick Imam est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article repose sur un document de l'auteur intitulé IMF Working Paper 13/191, «Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness?».

Bibliographie :

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, "The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK," NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Fonds monétaire international (FMI), 2013, «Telle l'histoire du chien qui n'a pas aboyé : l'inflation a-t-elle été muselée, ou s'est-elle simplement assoupie?», Perspectives de l'économie mondiale (Washington, avril), chapitre 3, p. 83–100.

Haldane, Andrew, 2011, "Risk Off" Bank of England Speech, August 18. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf.