

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Démographie et marchés financiers

Tout évolue, même les lames de fond, et la démographie n'échappe pas à la règle. Aujourd'hui, les perspectives démographiques sont nettement revues à la baisse, et le scénario d'une planète peuplée de 12 milliards d'humains, voire davantage encore, en 2100 est remis. Les Nations-Unies tablent désormais à cet horizon sur moins de 11 milliards et sur un plafonnement avant une décroissance. Dans les pays industrialisés, le taux de fécondité, à savoir le nombre d'enfants par femme en âge de procréer – à ne pas confondre avec le taux de natalité, qui est le rapport entre le nombre de naissance et la population dans un espace donné – est largement en-dessous de 2,1, le niveau usuellement retenu comme assurant une stabilisation de la population, à solde migratoire nul et sans changement de l'espérance de vie. En Italie et en Espagne, par exemple, le taux est largement inférieur à 1,5. En Corée du Sud, il est même inférieur à 0,8. Avec un tel taux, et sans inflexion migratoire, la population diminue de moitié en l'espace de 3 générations ! Et il n'y a pas que l'Europe, le Japon ou la Corée à connaître une telle faiblesse de la fécondité. Russie, Turquie, Brésil, Iran, la liste des pays concernés est longue, et compte parmi ses rangs la Chine, avec un taux de 1,2. La Chine expérimente une nouveauté historique pour un pays : vieillir avant même d'être devenu riche ! Simultanément, la croissance démographique reste soutenue dans certaines parties du globe, et notamment en Afrique.

En Belgique, le Bureau du Plan a récemment (février 2024) annoncé une révision à la baisse de l'hypothèse de fécondité à long terme, à 1,6. D'un point bas, de l'ordre de 1,55 au milieu des années 90, la fécondité était graduellement remontée à 1,86 en 2008, mais depuis, elle a rebaisé pour ne plus atteindre que 1,52 en 2022. Les facteurs explicatifs de ce bas niveau mis en avant sont disparates :

- les difficultés à combiner vie professionnelle et familiale ;
- l'augmentation des incertitudes et insécurités aux niveaux individuel et mondial ;
- l'instabilité au niveau des relations de couple et de la carrière professionnelle ;
- le coût du logement.

Il est possible que des politiques publiques soient adoptées pour réaugmenter le taux de fécondité, mais il semble peu raisonnable de tabler sur le succès de celles-ci. Même dans les pays scandinaves, où la conciliation entre parentalité et activité professionnelle est plus aisée, la fécondité est largement en-dessous de 2, et l'inversion de la politique familiale en Chine, de l'enfant unique à la promotion de la natalité, semble inopérante.

Impact économique

La croissance économique structurelle d'un pays est d'habitude présentée comme résultant de deux grandes évolutions, la variation de la population en âge de travailler et les gains de productivité. Toutes choses étant égales par ailleurs, la baisse de la fécondité induit, avec un décalage d'une génération –

entre la naissance et l'entrée sur le marché du travail –, une moindre croissance économique. Il faut donc s'attendre, et en laissant de côté le débat sur la soutenabilité environnementale de la croissance, à ce que le taux de croissance tendancielle, à l'échelle mondiale, de l'ordre de 4,5% il y a encore 15 ans et de l'ordre de 3% aujourd'hui, baisse encore. BlackRock (avril 2024) évoque pour la zone euro une baisse de l'ordre de 15% de la population active sur les 20 ans à venir !

Il faudrait un fameux bouleversement technologique, intelligence artificielle en tête, pour contrecarrer cette tendance, d'autant plus que la durée du temps de travail annuel des actifs semble orientée à la baisse. Ceci dit, il y a des facteurs pour tempérer un scénario de contraction de l'activité :

- comme l'espérance de vie augmente, et vu les contraintes budgétaires, l'âge effectif de la retraite pourrait augmenter ;
- les gains de productivité seront stimulés par la raréfaction de l'offre de main-d'œuvre, nécessité faisant loi ;
- le taux d'emploi parmi les personnes en âge de travailler pourrait être augmenté ;
- il y a un gisement de travailleurs « sous-utilisés » dans les pays du Sud, mobilisables dans les pays vieillissants, sauf barrière aux migrations, ou sur place.

La faible fécondité est de nature à changer la physionomie du marché du travail, avec une exacerbation des pénuries. Il pourrait en résulter un arrêt dans la tendance lourde à la contraction de la part du travail dans la répartition de la valeur ajoutée. Ceci ne serait pas une mauvaise nouvelle pour l'activité, vu que la propension à consommer est plus élevée au départ des revenus du travail.

Impact sur le taux d'intérêt

La faible natalité est susceptible de tirer les taux d'intérêt à la hausse, et cela via deux canaux. D'abord, parce qu'une population vieillissante est une population qui consomme davantage et épargne moins. Ensuite, parce qu'en regard de cette moindre offre d'épargne, il y aura des besoins de financement accrus dans le chef des pouvoirs publics. En effet, nos régimes de sécurité sociale, retraites et soins de santé en particulier, ne sont pas des systèmes de capitalisation mais de répartition : les prestations sociales sont financées par les impôts et les cotisations sociales des actifs. La hausse du nombre de bénéficiaires par rapport au nombre de contributeurs va creuser le déficit public.

Moins d'épargne privée et plus de déficits publics, voilà qui est de nature à faire monter les taux d'intérêt. De plus, comme c'est aussi de nature à être inflationniste, la politique des banques centrales devrait devenir plus restrictive, avec, à son tour, un effet haussier sur l'ensemble des taux d'intérêt.

Nous ne nous rangeons toutefois pas derrière un scénario de taux d'intérêt réels élevés. C'est tout simplement impayable

par les Etats, et la politique monétaire n'aura pas d'autre possibilité que d'accompagner la politique budgétaire et donc se devra de rester accommodante. Nous avons déjà évoqué cela dans notre feuillet mensuel, et encore récemment à l'occasion des déclarations en ce sens de Mario Draghi, le prédécesseur de Christine Lagarde à la BCE.

Impact sur les bourses

Dans la durée, les bénéficiaires des entreprises suivent l'activité économiques, et les cours de bourses suivent les bénéficiaires. L'incidence de la démographie sur la croissance et sur la part des salaires dans le PIB doit donc être intégrée dans la stratégie d'investissement. En fait, cela invite à tempérer les attentes de rendement boursier, mais certainement pas à détourner de la bourse. Certains auteurs ont évoqué, du fait de ces évolutions démographiques, un possible « asset meltdown », avec des personnes âgées en nombre vendant leurs actifs pour soutenir

leur train de vie ... et trop peu de travailleurs pour les racheter.

Pour notre part, la démographie dans nos contrées est une raison supplémentaire pour inciter à la prudence quant à la concentration géographique de la partie immobilière des patrimoines, mais n'est pas de nature à inviter à réduire le poids structurel des actions. Celles-ci sont, macro-économiquement, immunisées face à l'inflation en général, et même si l'inflation devait être d'origine salariale, un tel rééquilibrage serait en fait bien venu. Le commerçant gagne à ce que ses clients se portent mieux ! De plus, l'incertitude en termes d'espérance de vie restant à vivre comme en termes de finances publiques incitera les personnes âgées à ne pas consommer trop vite leur patrimoine. Et les difficultés budgétaires qui attendent les générations suivantes ne les y pousseront pas davantage.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.