

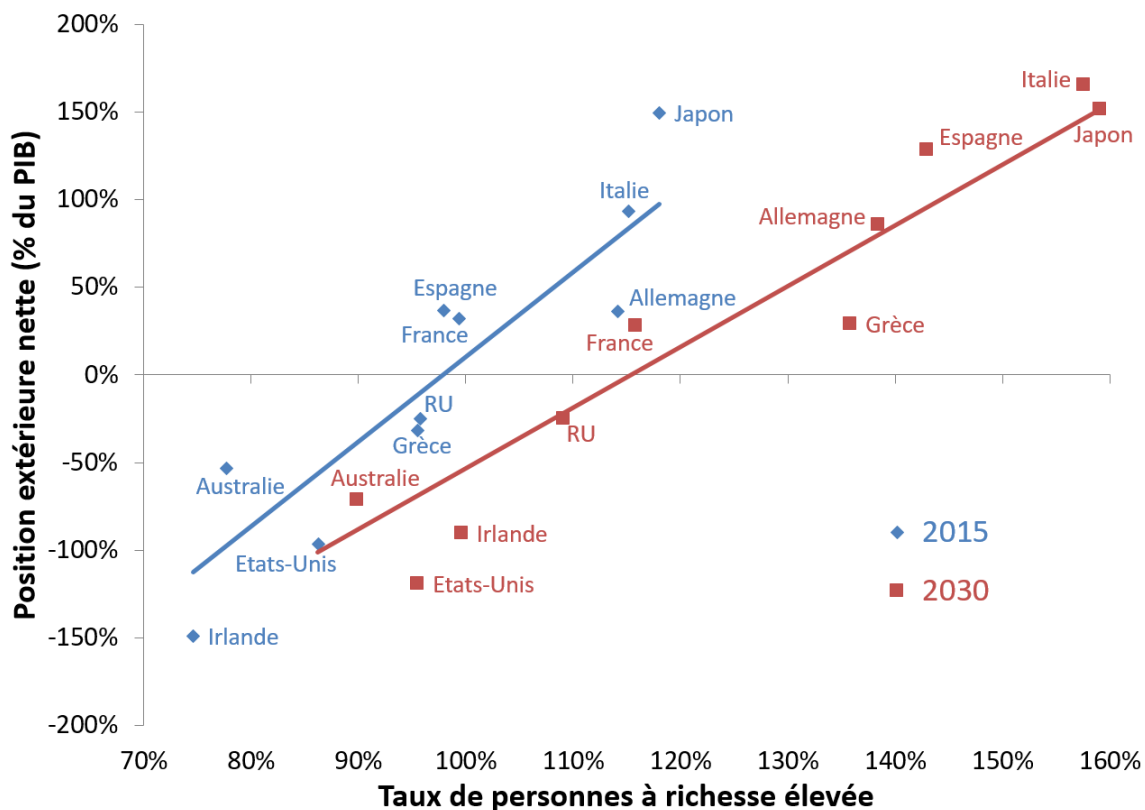
Que signifie le vieillissement de la population pour la position extérieure nette ?

Par [Noémie Lisack](#), [Rana Sajedi \(Bank of England\)](#) et [Gregory Thwaites \(LSE Center for Macroeconomics\)](#)

Ce poste est publié conjointement sur le Bloc-notes Eco et sur le blog [Bank Underground](#) de la Banque d'Angleterre.

Dans quelle mesure peut-on estimer que le solde courant dépend de la démographie ? Notre modèle explique 20 % de la variation des positions extérieures nettes (PEN) observées dans les économies avancées par des différences dans la structure par âge de la population. Les PEN devraient encore augmenter avec la poursuite du vieillissement à des rythmes différents selon les pays.

Graphique 1 : PEN issues du modèle vs taux de personnes à richesse élevée, 2015 et 2030



Note : Taux de personnes à richesse élevée : ratio des plus de 50 ans rapportés aux 20-49 ans. Les droites de régression utilisent l'ensemble des 23 économies avancées incluses dans notre échantillon.

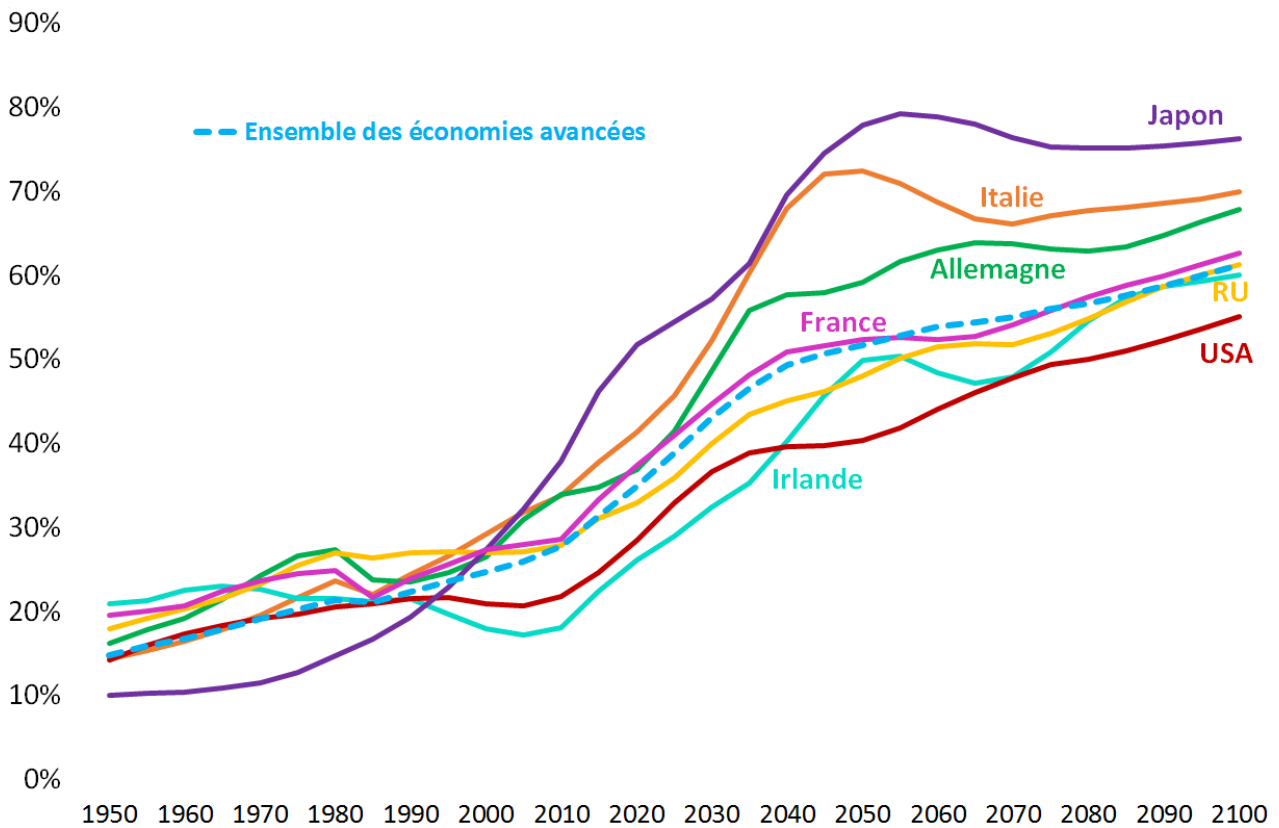
Les excédents et déficits courants persistants ont fait [la une](#) ces dernières années. Bien que certaines mesures de politique économique soient souvent présentées comme sources potentielles de déséquilibres, les caractéristiques structurelles, en lien avec les fondamentaux des pays, peuvent également expliquer ces positions extérieures élevées. L'une de ces caractéristiques est la structure par âge de la population et son évolution. Par exemple, [l'Allemagne cite](#) le vieillissement relativement plus rapide de sa population comme possible explication de son important excédent. En 2018, le FMI [a revu](#), notamment, le rôle de la démographie dans son outil d'évaluation du solde extérieur (External Balance Assessment).

La relation entre démographie et solde extérieur d'un pays est-elle solide sur le plan théorique ? Dans quelle mesure ce mécanisme est-il important d'un point de vue quantitatif pour expliquer les soldes courants observés et l'accumulation des positions extérieures nettes (PEN) qui en résulte dans les économies avancées ?

Un vieillissement de la population asymétrique entre pays

Dans un [précédent billet de blog](#), nous décrivions les effets du vieillissement dans les économies avancées : au fur et à mesure que les populations vieillissent, la richesse et le capital accumulés augmentent et donc les taux d'intérêt diminuent. Cette tendance démographique est commune à l'ensemble des économies avancées, mais les pays vieillissent à des rythmes différents. Globalement, le taux de dépendance des personnes âgées – c'est-à-dire les plus de 65 ans rapportés aux 20-64 ans – devrait dépasser 60 % d'ici à 2100, et même atteindre 75 % au Japon, contre 55 % aux États-Unis (Graphique 2).

Graphique 2 : Taux de dépendance des personnes âgées dans les économies avancées



Source : Statistiques démographiques des Nations Unies (projections fondées sur le scénario de fertilité médiane).

Implications théoriques pour les flux de capitaux

Comment ces différences affectent-elles le solde courant de ces économies ouvertes ? En l'absence de frictions limitant les flux de capitaux, il n'existerait qu'un seul taux d'intérêt mondial, qui garantirait l'égalité entre richesse des ménages et capital dans l'économie agrégée mondiale. Mais cela n'implique pas nécessairement l'égalité entre richesse et capital domestiques. Des flux de capitaux ont lieu si la richesse d'un pays diffère de son stock de capital. En d'autres termes, le taux d'intérêt mondial détermine le coût de financement pour les entreprises et donc leur demande de capital ; ce capital est d'origine domestique ou étrangère selon le vieillissement des ménages domestiques par rapport à l'ensemble des ménages.

Concrètement, prenons un pays comme les États-Unis, qui vieillit moins vite que la moyenne. Le vieillissement suscite moins de tensions à la hausse sur l'épargne domestique américaine, le taux d'intérêt réel mondial est donc inférieur à celui qui serait enregistré si les États-Unis étaient une économie fermée, toutes choses égales par ailleurs. Par conséquent, au taux d'intérêt mondial, la richesse des ménages américains est inférieure au niveau de capital désiré par les entreprises américaines. Cette situation se traduit par des entrées de capitaux aux États-Unis, avec des flux provenant des ménages étrangers vers les entreprises américaines, et donc par une PEN négative pour les États-Unis. À l'inverse, pour un pays vieillissant plus vite que la moyenne, comme le

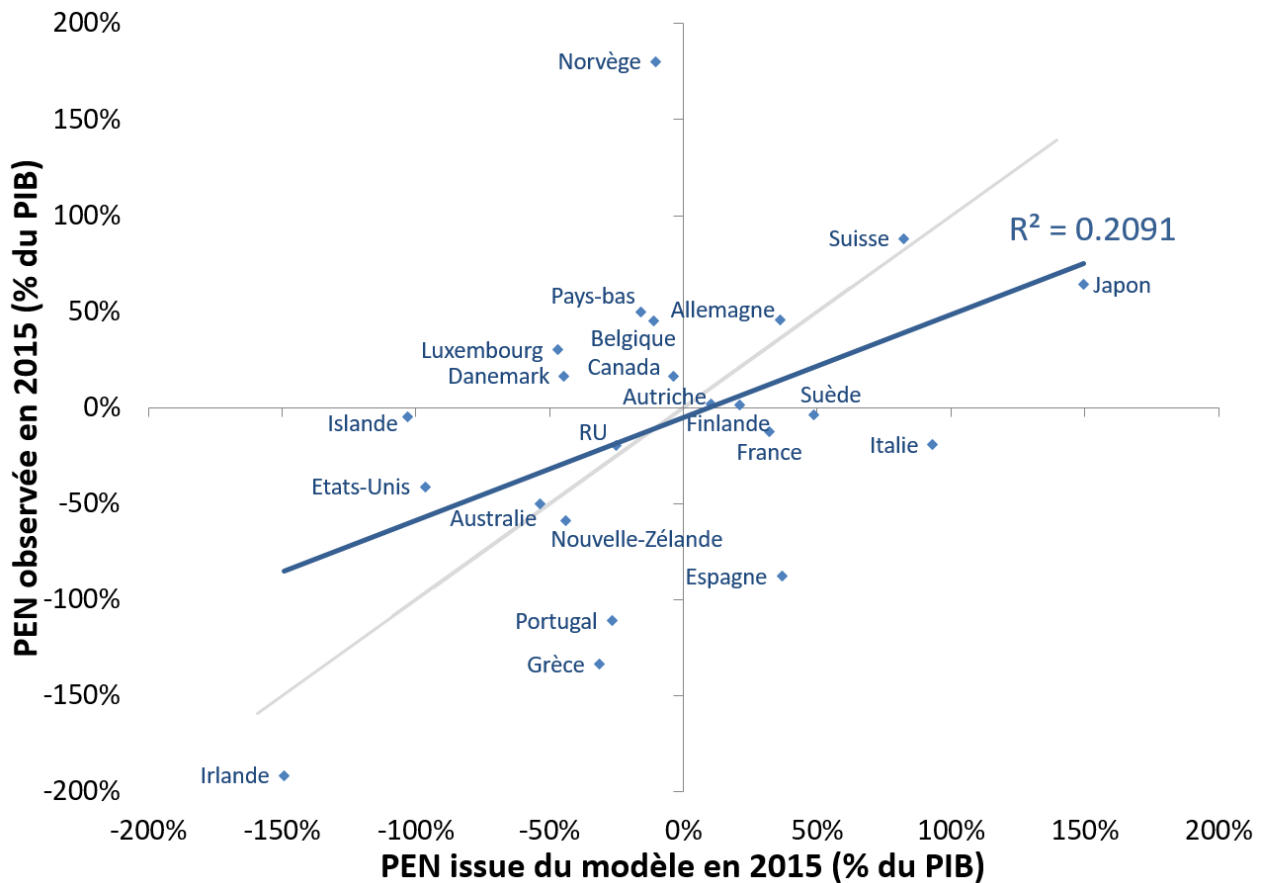
Japon ou l'Allemagne, cela se traduirait par des sorties de capitaux et donc par une PEN positive.

Des asymétries de vieillissement de la population à la PEN

Afin de quantifier cet effet, nous développons dans notre [document de travail](#) un modèle multi-pays à générations imbriquées utilisé séparément pour chaque pays. Tous les pays sont considérés comme symétriques, hormis concernant l'évolution des différences dans la structure par âge de leur population. Les entreprises et les ménages de chaque pays considèrent le taux d'intérêt mondial comme donné pour déterminer le montant de capital à utiliser ou à épargner, respectivement. Pour chaque économie avancée, on obtient ainsi une PEN issue du modèle et déterminée uniquement par les différences démographiques.

La comparaison du ratio PEN/PIB observé en 2015 avec celui prévu par le modèle donne une idée générale de l'importance de la démographie pour la position extérieure. La variation des PEN issues du modèle dans les économies avancées rend compte d'environ 20 % de la variation observée dans les données (Graphique 3). Les différences démographiques jouent donc un rôle significatif dans la détermination des PEN, mais il existe bien sûr d'autres facteurs importants. À l'évidence, le modèle ne permet pas d'appréhender les importants passifs qui résultaient en 2015 de facteurs conjoncturels et budgétaires (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne), ni les importants actifs de la Norvège, liés à sa position d'exportateur de pétrole. La droite de régression, légèrement moins pentue que la ligne à 45 degrés, indique que le modèle implique des PEN plus élevées que celles des données; il existe donc bien, en réalité, des frictions des flux de capitaux, dont le modèle ne rend pas compte.

Graphique 3 : PEN issues du modèle vs PEN observée (% du PIB)



Note : La ligne grise est la ligne à 45 degrés.
 Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Des PEN qui augmenteront dans le futur

À l'aide des projections des Nations Unies sur les tendances démographiques, notre modèle permet également d'établir des prévisions relatives aux positions extérieures futures. Pour cela, nous mesurons le degré de vieillissement à l'aide du taux de personnes à richesse élevée- le ratio des plus de 50 ans rapportés aux 20-49 ans. C'est le ratio le plus pertinent pour mesurer l'effet du vieillissement sur la richesse des ménages, car il rapporte les ménages appartenant à une classe d'âge caractérisée par une « richesse élevée » aux ménages appartenant à une classe d'âge caractérisée par une « faible richesse ».

Nous observons l'évolution des PEN issues du modèle au fur et à mesure que les pays vieillissent (Graphique 1). Les pays dont le vieillissement est plus avancé affichent effectivement des PEN positives plus larges, et ceux dont le vieillissement est moins avancé des PEN négatives plus larges. Entre 2015 et 2030, le taux de personnes à richesse élevée augmente dans l'ensemble des pays, car tous voient leur population vieillir. Au fur et à mesure de cette évolution, le modèle prévoit une dispersion croissante des PEN, les pays continuant de vieillir à des rythmes différents. Dans le futur, on peut donc s'attendre à d'importants flux de capitaux entre les pays et à un creusement des positions extérieures.

En résumé, de larges PEN ne sont pas nécessairement le signe de déséquilibres importants, lorsqu'on prend en compte les facteurs structurels spécifiques à chaque pays. En effet, notre modèle montre que la démographie peut constituer un facteur important à l'origine de positions extérieures élevées et persistantes. D'après ce modèle, l'impact du vieillissement de la population devrait perdurer et même s'accroître au fil du temps, du fait de l'accroissement des divergences de structure par âge de la population entre pays.