

Perspectives économiques à long terme du Canada et du Québec

IMPACT DE LA MONDIALISATION ET DU VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION SUR L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS FINANCIERS

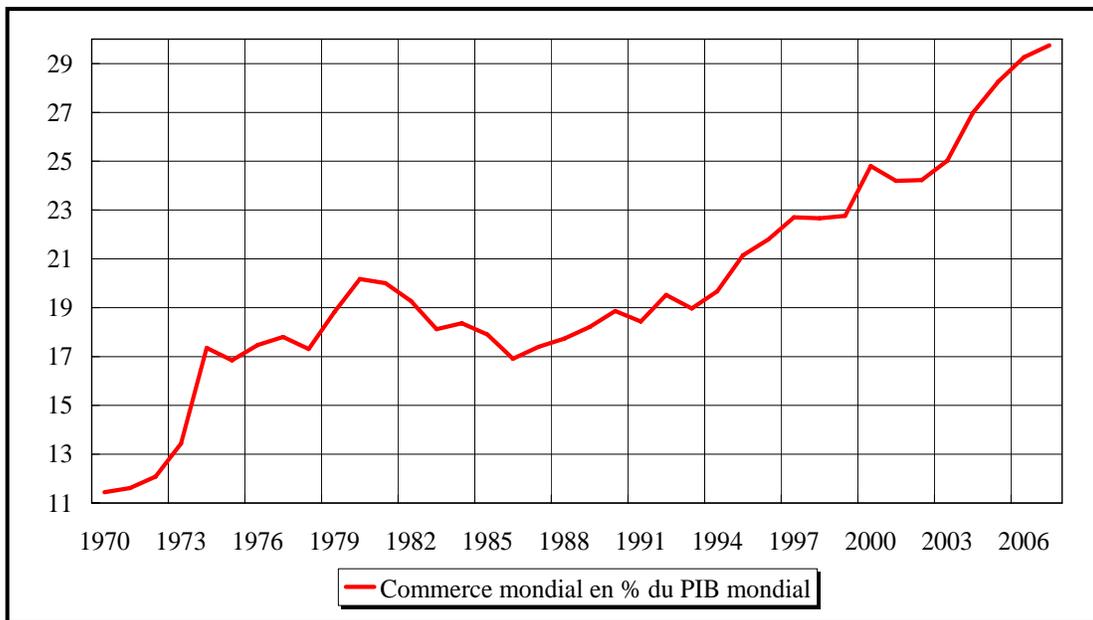
MAURICE N. MARCHON
Professeur titulaire à l'Institut d'économie appliquée
HEC Montréal

Séminaire sur les perspectives démographiques et économiques 2006-2030
Séminaire organisé par la Régie des rentes du Québec
22 septembre 2006

Introduction

L'évaluation de l'impact du vieillissement de la population sur la croissance économique et les rendements financiers au cours des vingt-cinq prochaines années pose tout un défi. Toutefois, nous ne sommes pas dépourvus d'informations sur les grandes tendances de l'économie mondiale. Premièrement, il est devenu peu réaliste de faire des prévisions à long terme par pays sans tenir compte de l'influence de plus en plus prépondérante de la mondialisation. En effet, en 2006, le commerce mondial représente 29,3 % du PIB mondial comparativement à 24,2 % en 2001 et seulement 18,2 % au moment de l'entrée en vigueur de l'Accord de libre-échange avec les États-Unis en 1989 (graphique 1)

Graphique 1
Commerce mondial en pourcentage du PIB mondial



Source: Word Economic Outlook Database, April 2006

Deuxièmement, la croissance rapide des grands pays émergents depuis une vingtaine d'années leur donne maintenant un poids de plus en plus important dans l'économie mondiale. Le tableau 1 décrit l'importance relative des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) dans l'économie mondiale en pourcentage du PIB mondial de 2005 estimé à la parité du pouvoir d'achat ainsi qu'aux taux de change du marché. Le PIB des BRIC s'élevait à 26,5 % du PIB mondial estimé à la parité du pouvoir d'achat et à 10,3 % du PIB mondial estimé aux taux de change du marché. Leur taux de croissance, bien supérieur à celui des pays industrialisés, et leur part croissante dans le PIB mondial pourrait bien augmenter le taux de croissance du PIB potentiel mondial à 4,4 % au cours des prochaines années comparativement à un taux annuel moyen de 3,6 % de 1993 à 2002.

Tableau 1					
Taille et taux de croissance du PIB des principaux pays					
	1993-2002	2003-2006	PIB nominal ¹	% du PIB mondial ¹	% du PIB mondial ²
	Taux de croissance annuel moyen		(milliards \$US)	à PPA	à taux de change courant
	10 ans	4 ans	2005	2005	2005
Brésil	2.9	2.8	1577	2.6	1.8
Russie	-0.9	6.7	1576	2.6	1.7
Inde	5.8	7.7	3633	5.9	1.7
Chine	9.8	9.9	9412	15.4	5.0
Total BRIC				26.5	10.3
Canada	3.5	2.7	1105	1.8	2.5
États-Unis	3.2	3.5	12278	20.1	28.1
Japon	0.9	2.4	3911	6.4	10.3
Zone euro	2.0	1.4	8917	15.0	22.0
PIB mondial ¹ (PPA)	3.6	4.8	61078	100.0	
PIB mondial ²	2.6	3.4	44433		100.0

¹⁾ PIB des pays et PIB mondial en \$US estimés à la parité du pouvoir d'achat.

²⁾ PIB des pays et du PIB mondial en \$US estimés au taux de change du marché.

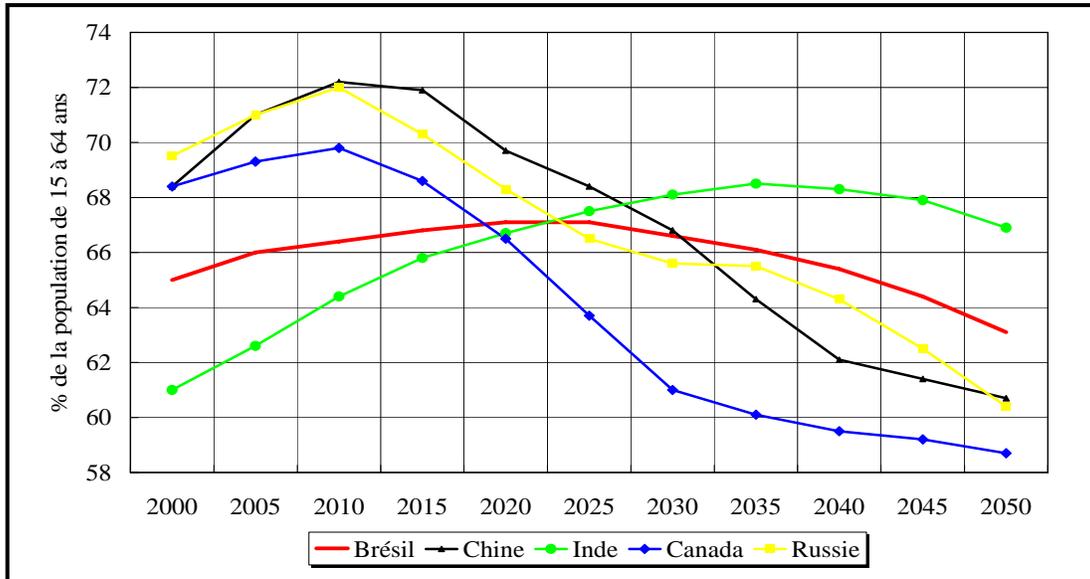
Source : FMI, World Economic Outlook Database, Avril 2006.

Certains pourraient croire qu'il n'y a rien de nouveau sous le soleil puisque ce n'est pas la première fois que l'économie mondiale s'élargit grâce aux nouveaux pays émergents. Pensons aux années 50 et 60 lorsque le Japon, la Corée du Sud, Hong Kong, la Malaisie et la Thaïlande connaissaient des taux de croissance rapide et s'intégraient à l'économie mondiale. Le tableau 2 montre clairement qu'avec l'intégration des BRIC l'impact est près de huit fois plus important en termes des populations impliquées.

Troisièmement, le vieillissement de la population des pays émergents sera retardé de 10 à 20 ans par rapport à celui des pays industrialisés comme le confirme l'évolution du pourcentage de la population en âge de travailler (15 à 64 ans) des BRIC comparativement à celle du Canada (graphique 2). L'offre globale du travail sera encore en expansion au cours des dix à vingt prochaines années grâce à l'apport des BRIC qui représentaient 42 % de la population mondiale en 2005. En Inde, la population de 15 à 64 ans continuera de croître à plus de 1 % par année jusqu'en 2025 alors qu'en Chine cette dernière augmentera jusqu'en 2035. Et tout cela, sans parler du mouvement des populations des campagnes vers les villes. En Chine, par exemple, la population rurale représentait encore près de 61 % de la population en 2004 comparativement à 25 % aux États-Unis.

Tableau 2		
Population des pays émergents s'intégrant à l'économie mondiale -		
Aujourd'hui et dans les années 50 et 60		
	1955	
	(en millions)	(en % de la population mondiale)
Population mondiale	2781.2	
Pays émergents des années 50 et 60		
Japon	89.8	3.2
Corée du Sud	21.6	0.8
Thaïlande	23.5	0.8
Taiwan	9.5	0.3
Malaisie	7.3	0.3
Hong Kong	2.5	0.1
Total	154.1	5.5
	2005	
	(en millions)	(en % de la population mondiale)
Population mondiale	6451.1	
Pays émergents (BRIC et autres)		
Chine	1306.3	20.2
Inde	1080.3	16.7
Brésil	186.1	2.9
Russie	143.4	2.2
Total des BRIC	2716.1	42.1
Vietnam	83.5	1.3
Turquie	69.7	1.1
Pologne	38.6	0.6
Hongrie	10.0	0.2
Total des BRIC et autres pays émergents	2917.9	45.2

Graphique 2
Pourcentage de la population de 15 à 64 ans
des BRIC et du Canada



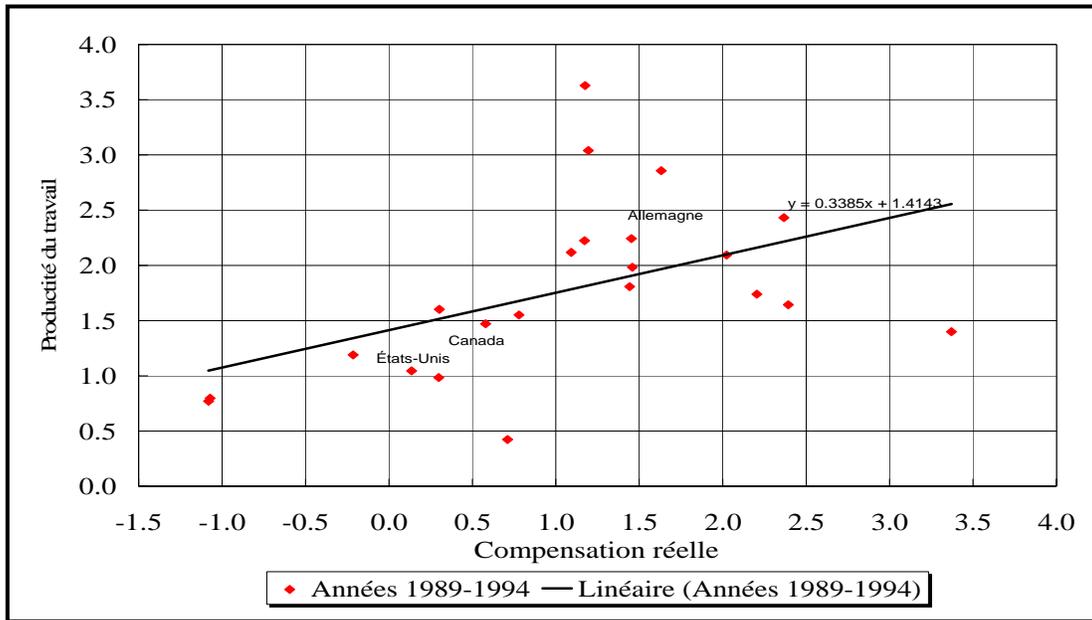
Source : United Nations, World Population Prospects, The 2004 Revision

Implications pour le Canada et le Québec

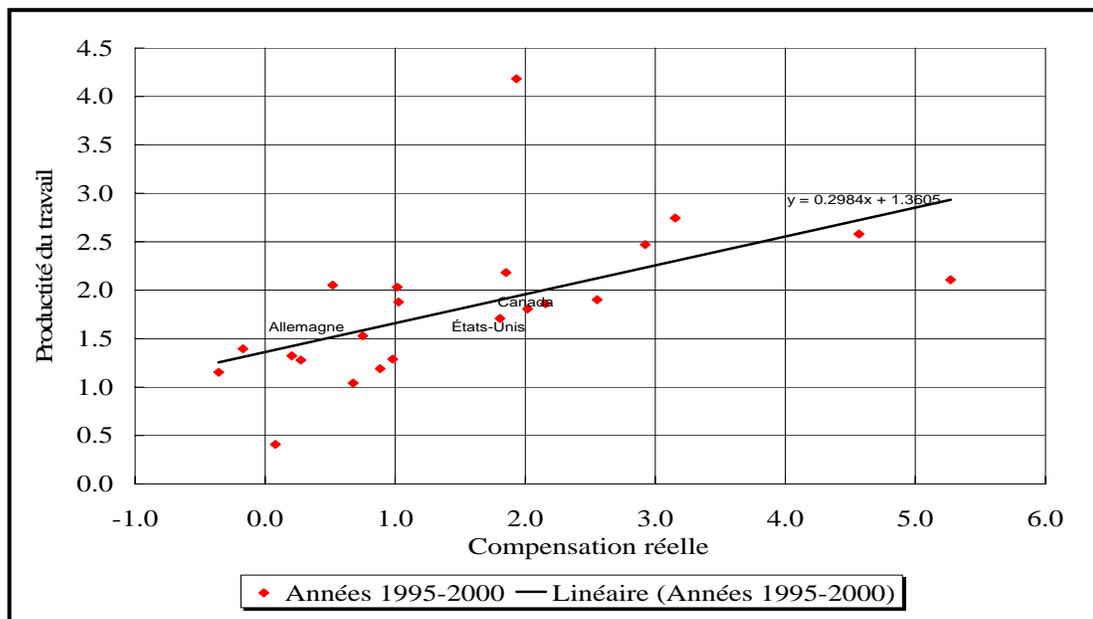
Le déplacement des centres de production industrielle vers la Chine de même que la concurrence de l'Inde dans le domaine des services ne pourront qu'exercer des pressions à la baisse sur les salaires des pays industrialisés. Cet arbitrage international du marché du travail, qui devrait se poursuivre au moins au cours des deux prochaines décennies, viendra certainement adoucir les pressions à la hausse sur les salaires exercées par la rareté relative de la main-d'œuvre des pays industrialisés. L'intensification des échanges et l'arbitrage international du travail a déjà eu des effets sur la compensation des travailleurs qui est de plus en plus reliée aux gains de productivité. Les graphiques 3 à 5 présentent la relation entre le taux de croissance annuel moyen des gains de productivité avec celui de la compensation réelle par employé de 22 pays membres de l'OCDE. La constante de la relation linéaire entre la compensation réelle et les gains de productivité est passée de 1,4 % au cours de la période 1989-1994 à 0,84 % pour la période allant de 2001 à 2006. Par contre, l'impact des gains de productivité est passé de 0,33 à 0,50.

En conclusion, les conditions locales du marché du travail seront naturellement toujours importantes, mais l'intégration des BRIC à l'économie mondiale exercera encore des pressions à la baisse sur l'augmentation réelle de la compensation des travailleurs pour les 10 à 20 prochaines années.

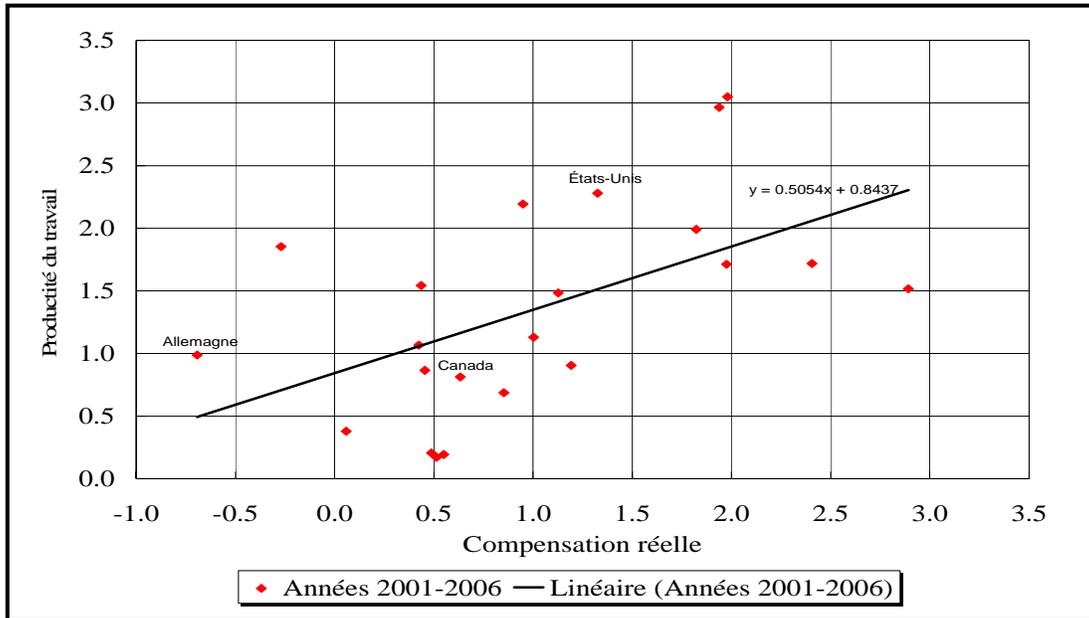
Graphique 3
Compensation réelle par employé et gains de productivité
de 22 pays de l'OCDE
 (taux annuel moyen de 1989-1994)



Graphique 4
Compensation réelle par employé et gains de productivité
de 22 pays de l'OCDE
 (taux annuel moyen de 1995-2000)



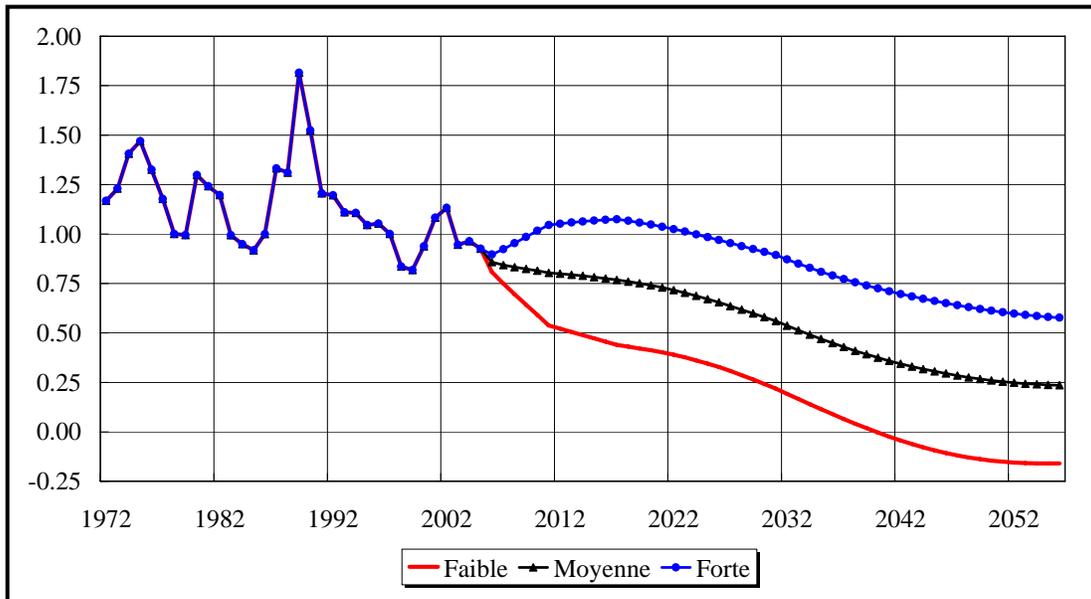
Graphique 5
Compensation réelle par employé et gains de productivité
de 22 pays de l'OCDE
(taux annuel moyen de 2001-2006)



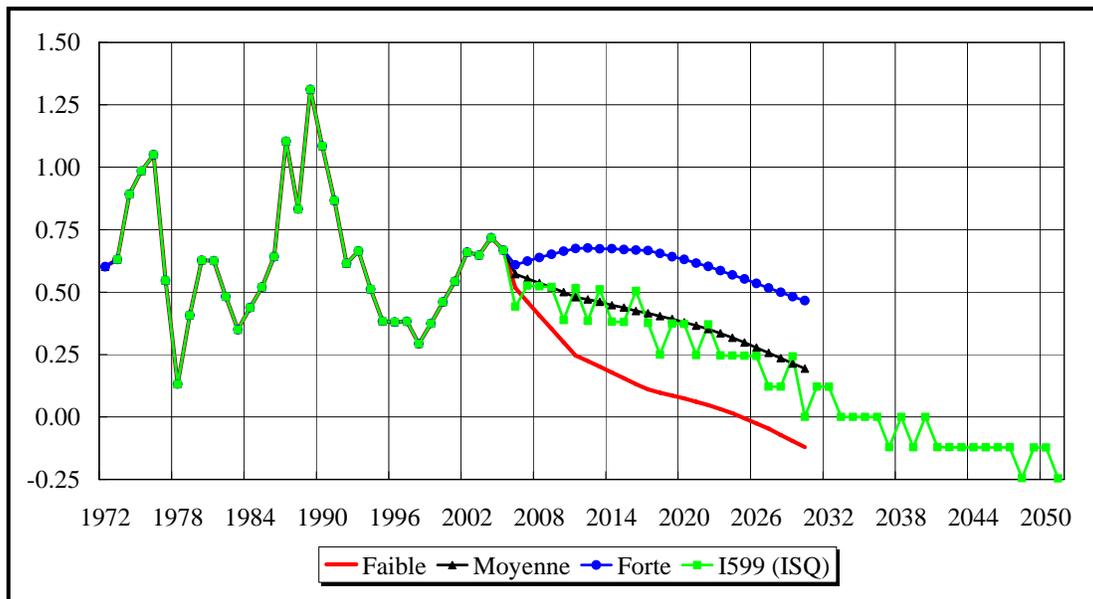
Perspectives pour le PIB réel et l'emploi au Canada

Le Canada et le Québec n'échapperont pas au vieillissement de la population. Cependant, les flux d'immigration plus ou moins importants, selon les différents scénarios de projection de la population de Statistique Canada, permettront de conserver un taux de croissance positif de la population canadienne sur la période de projection (graphique 6), sauf si les flux d'immigration sont faibles. Comme on le sait, le taux de croissance annuel moyen de la population québécoise est plus faible (graphique 7) que celui des autres provinces canadiennes. En effet, au cours des 15 dernières années, le taux de croissance de la population du Québec a été de 0,54 % comparativement à 1,02 % au Canada, soit un écart de 0,52 %. Au cours de la projection commune de Statistique Canada, l'écart du taux de croissance entre le Québec et le Canada a diminué à 0,35 % dans le scénario moyen. On peut donc conclure que Statistique Canada est optimiste dans ses projections lorsqu'on pense à l'expansion de l'Ouest canadien qui augmente sont attiré pour les immigrants et les populations de l'Est du Canada.

Graphique 6
Taux de croissance annuel de la population du Canada
selon 3 scénarios de projection de Statistique Canada¹



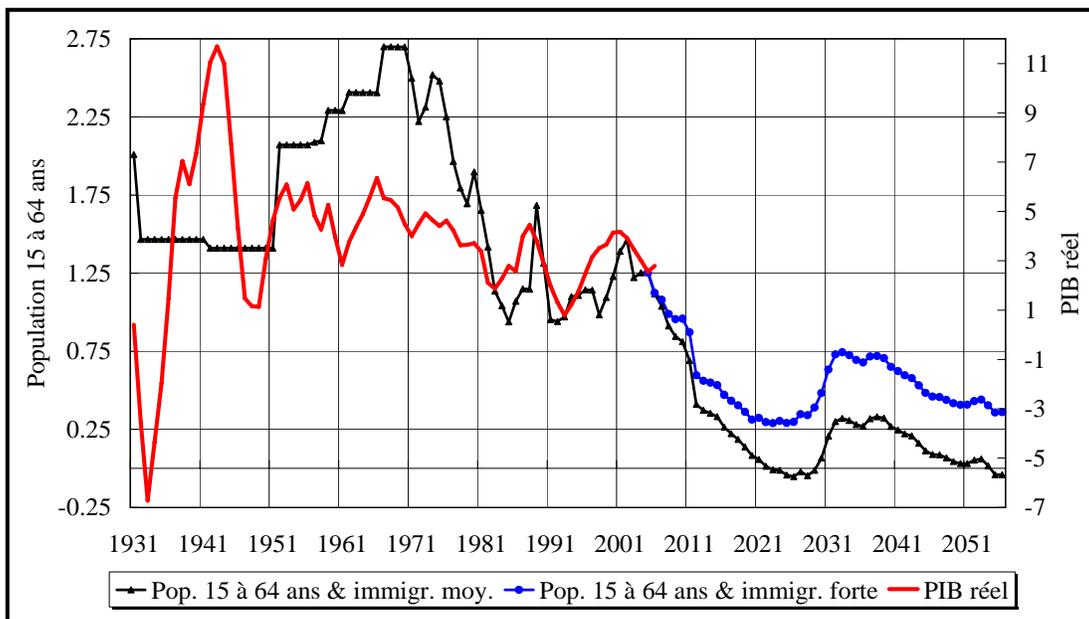
Graphique 7
Taux de croissance annuel de la population du Québec
selon 3 scénarios de projection de Statistique Canada et le scénario I599
de l'institut de la Statistique du Québec



¹⁾ Voir site internet de Statistique Canada pour les hypothèses des scénarios : http://www.statcan.ca/francais/freepub/91-520-XIF/00105/part2_f.htm

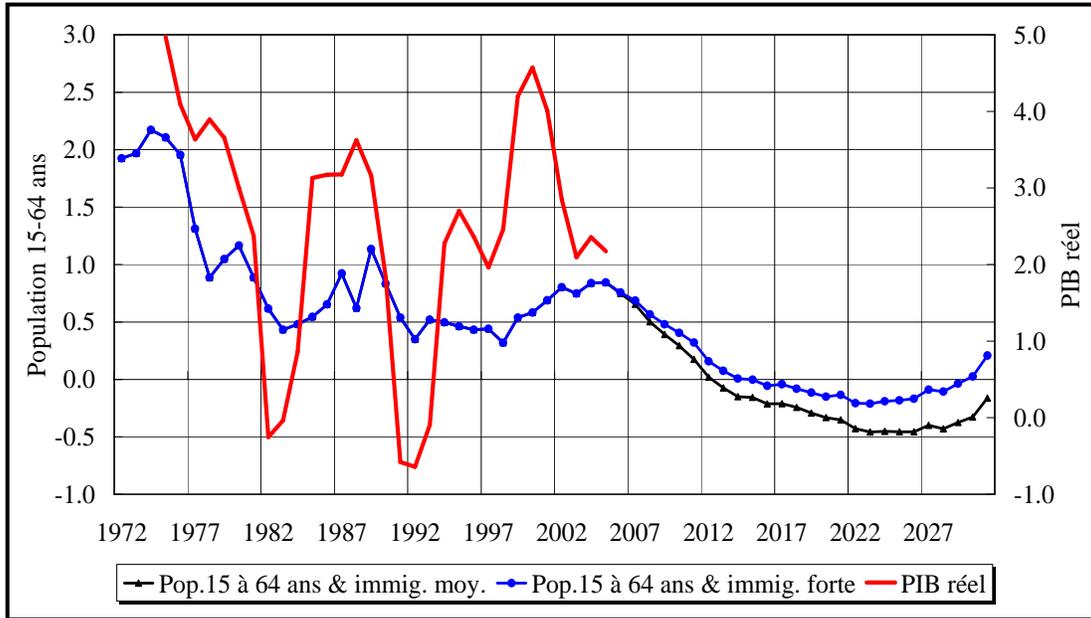
Avant de prévoir le taux de croissance annuel du PIB potentiel du Canada et du Québec, vérifions la relation historique entre le taux de croissance du PIB réel et celui de la population de 15 à 64 ans qui est une bonne approximation du taux de croissance de la population active. La relation historique entre ces deux variables n'est pas très stable comme le confirme le graphique 8. Notons que ce dernier inclut également le taux de croissance prévu par Statistique Canada de la population de 15 à 64 ans selon le scénario moyen et le scénario de forte immigration.

Graphique 8
PIB réel et population de 15 à 64 ans du Canada, incluant les projections
de deux scénarios de Statistique Canada
 (en taux annuels de variation)



Le graphique 9, qui illustre cette même relation pour le Québec, montre à quel point le PIB régional peut être très volatil. D'ailleurs, c'est l'une des principales raisons qui nous pousse à prévoir le taux de croissance du PIB réel du Canada et d'ajuster celui du Québec pour tenir compte de l'écart du taux de croissance de la population de 15 à 64 ans et de l'expérience passée en ce qui concerne le taux de croissance du PIB réel.

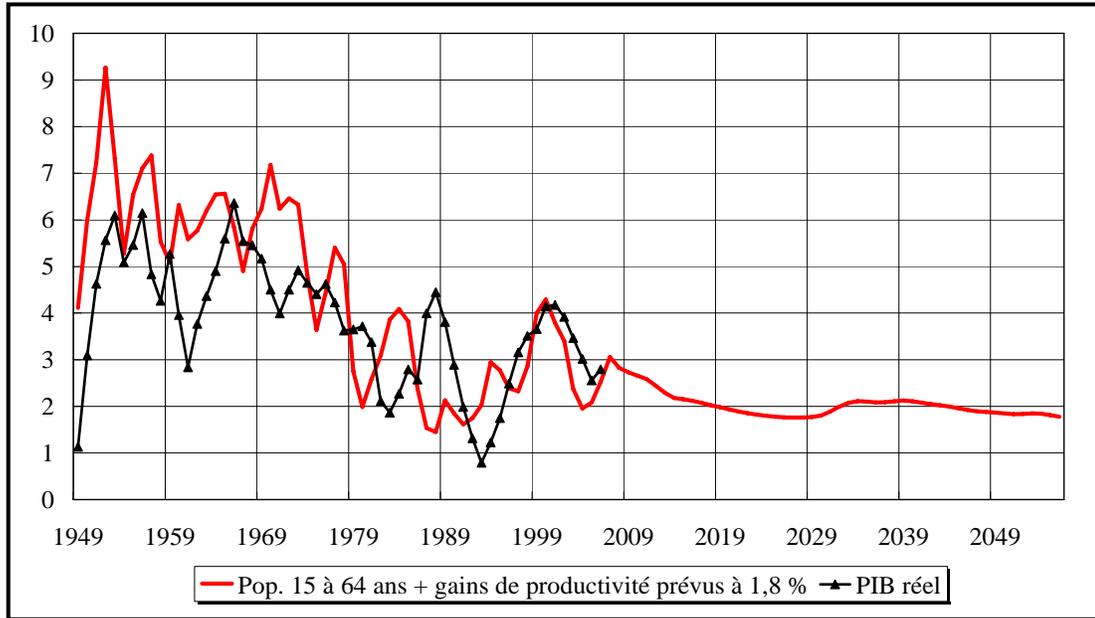
Graphique 9
PIB réel et population de 15 à 64 ans du Québec, incluant les projections
de deux scénarios de Statistique Canada
 (en taux annuels de variation)



Pour prévoir le taux de croissance du PIB réel à long terme (PIB potentiel), il faut naturellement inclure les gains de productivité. Le graphique 10 présente la relation historique entre le taux de croissance du PIB réel canadien avec celui du PIB potentiel estimé en utilisant la somme du taux de croissance de la population de 15 à 64 ans et des gains de productivité du secteur des entreprises. Cette estimation est pertinente puisque de 1968 à 2006, le taux de croissance du PIB réel a été de 3,2 % alors que celui du PIB potentiel estimé se situait presque au même niveau, soit 3,3 %.

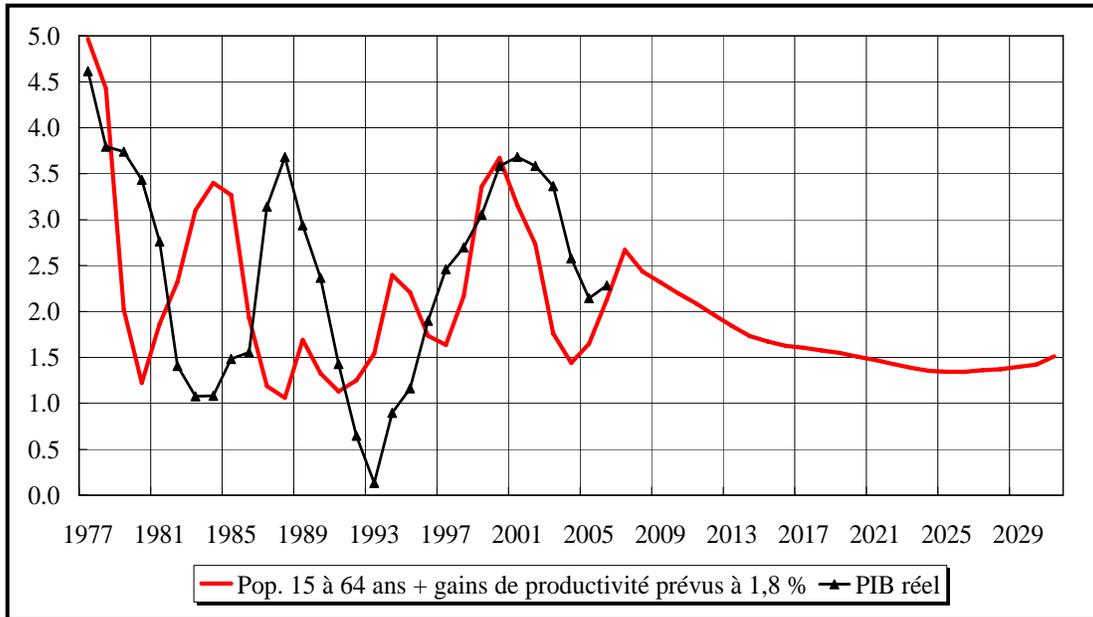
Le graphique 10 inclut également une projection jusqu'en 2056 du taux de croissance du PIB potentiel de l'économie canadienne en utilisant l'hypothèse de croissance moyenne de la population de 15 à 64 ans de Statistique Canada et des gains de productivité de 1,8 % par année. Selon nos estimations, le taux de croissance du PIB potentiel devrait se stabiliser à près de 2 %. Il pourrait même être un peu plus élevé si le scénario d'immigration forte de Statistique Canada se réalisait. On remarque donc que c'est une décélération par rapport au taux de croissance du PIB potentiel de 2,8 % au cours de la période récente.

Graphique 10
Taux de croissance du PIB réel et du PIB
potentiel estimé de 1949 à 2056 en utilisant le scénario moyen
de Statistique Canada pour la population de 15 à 64 ans – Canada



Pour obtenir une prévision du taux de croissance du PIB potentiel du Québec, il suffit de savoir qu’au cours des quinze dernières années, l’écart du taux de croissance du PIB réel du Québec comparativement à celui du Canada s’élevait à 0,5 % (2,3 % au Québec comparativement à 2,8 % au Canada). Cet écart s’explique entièrement par un écart de 0,5 % du taux de croissance annuel moyen de la population de 15 à 64 ans (0,7 % au Québec comparativement à 1,2 % au Canada). Étant donné que l’écart du taux de croissance prévu de la population de 15 à 64 ans est de 0,4 % et que le taux de croissance du PIB potentiel du Canada devrait se stabiliser à 2%, il est tout à fait logique de prévoir un taux de croissance du PIB potentiel du Québec à près de 1,5 %.

Graphique 11
Taux de croissance du PIB réel et du PIB
potentiel estimé de 1977 à 2031 en utilisant le scénario moyen
de Statistique Canada pour la population de 15 à 64 ans – Québec



Commentaires sur les hypothèses économiques

L'évolution des gains de productivité sera donc une variable déterminante du taux de croissance du PIB réel et du taux réel d'augmentation des gains moyens du travail. Premièrement, nous sommes relativement confortables avec le taux de 1,8 % qui est plus ou moins égal au taux annuel moyen des 15 dernières années (1,7 %). Nous pensons que la structure de l'économie canadienne ne permettra pas de combler l'écart avec les États-Unis qui s'élevait à 0,7 % au cours des 15 dernières années (1,5 % versus 2,2 %) et à 0,6 % au cours des 25 dernières années, soit 1,7% au Canada et 2,6 % aux États-Unis (graphique 12). Notons que ce n'est que tout récemment que le Canada a remonté la pente. Nous prévoyons cependant que cet écart persistera au cours des vingt prochaines années.

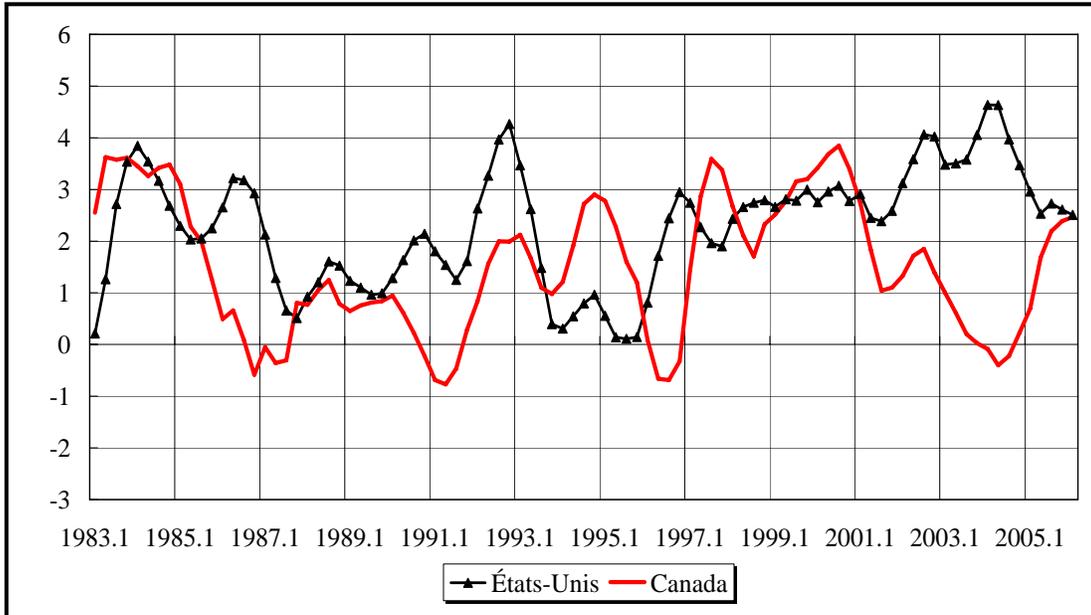
Quant au taux réel d'augmentation² des gains moyens du travail, la faiblesse relative des gains de productivité et l'impact de la mondialisation sur les salaires des pays industrialisés ne permettront pas aux travailleurs des pays industrialisés de capitaliser pleinement sur l'effet de rareté du facteur travail causé par le vieillissement de la population. Nous estimons que le taux réel

² Notons que le que le taux annuel moyen du MGA (maximum des gains admissible) réel a été de 0,8 % sur la période de 1967 à 2005. De 1989 à 1994, de 1,3 % et de -0,2 % au cours des 10 dernières années (1995 à 2005).

d'augmentation des gains du travail évalué à 1,2 % à partir de 2010 dans l'évaluation actuarielle de 2003 semble être trop élevé. En revanche, moins de 1 % nous paraît plus réaliste.

Graphique 12

Gains de productivité du secteur des entreprises au Canada et aux États-Unis
(moyenne mobile d'un an des taux annuels de variation)



En ce qui concerne le taux d'inflation, il n'y a pas vraiment lieu d'augmenter ce dernier à 2,5 % à partir de 2010. Premièrement, l'adoption de cible d'inflation par la plupart des banques centrales augmente la probabilité que le retour à la période inflationniste des années 70 soit évité. Deuxièmement, les personnes âgées, qui dépendent des annuités ou des revenus fixes, ne feront qu'accentuer les pressions politiques pour que le taux d'inflation soit maîtrisé. Troisièmement, la Banque du Canada aura plutôt tendance à vouloir abaisser sa cible de référence à 1,5 % plutôt que la maintenir à 2 % afin que le taux d'inflation annuel moyen ne dépasse pas 2 %. En effet, le taux d'inflation annuel moyen a été de 1,9 % au cours des 15 dernières années et de 2,2 % au cours des cinq dernières années, ce qui laisse entrevoir la possibilité que la Banque du Canada abaisse sa cible d'inflation pour atteindre un taux d'inflation annuel moyen de 2 %. Par conséquent, nous estimons que l'utilisation d'un taux d'inflation projeté de 2,2 % à 2,3 % serait plus appropriée étant donné qu'il n'est pas recommandé de faire des changements brusques d'une évaluation actuarielle à l'autre.

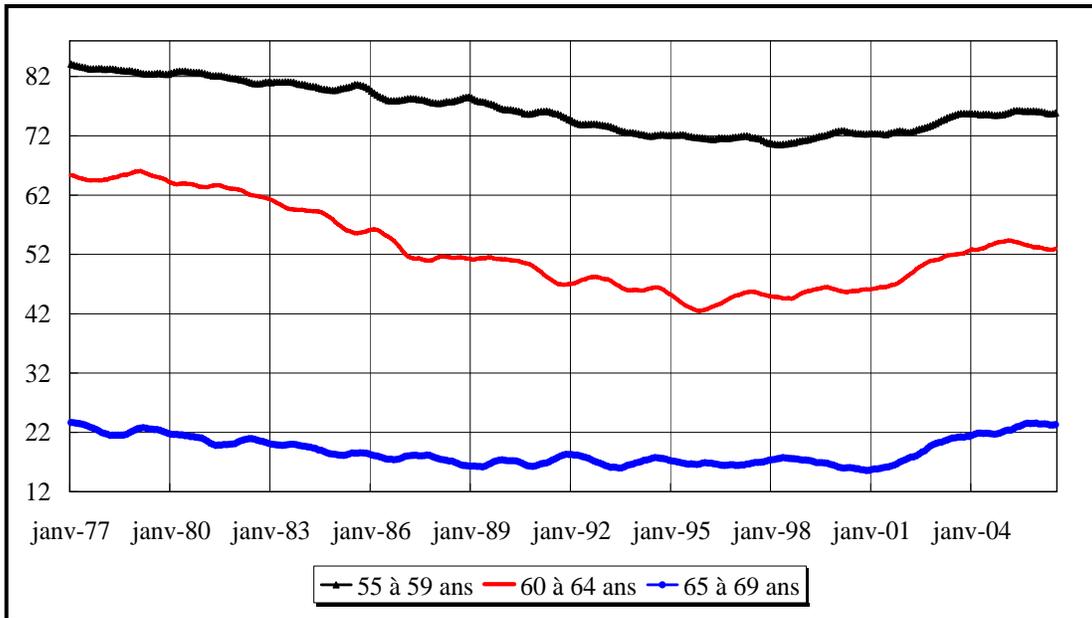
La diminution du taux de croissance de la population active pourrait être fortement adoucie et même considérablement freinée si des réformes incitatives vers une plus grande participation des travailleurs âgés étaient mises en place (voir la publication de l'OCDE³). Les graphiques 13 et 14 illustrent clairement que la diminution du taux d'activité des hommes de 55 ans et plus au Canada et au Québec est probablement chose du passé. La période des incitations à la préretraite est terminée ainsi que la mise au rancart des hommes lors de la restructuration du secteur manufacturier des années 80 et 90. Le taux d'activité des hommes de 65 à 69 ans est très faible au Québec (18,6 en juillet 2006) comparativement à 23,3 % au Canada. Aux États-Unis (graphique 15), le taux d'activité des hommes est plus élevé pour les trois classes d'âge. En juillet 2006, l'écart entre le taux d'activité des hommes de 65 à 69 ans aux États-Unis et au Québec s'élevait à 14,3 % (32,9 % aux États-Unis comparativement à 18,6 % au Québec). Les graphiques 16 et 17 montrent que le taux d'activité des femmes des classes d'âge supérieures à 55 ans est à la hausse. Le graphique 18 montre que le taux d'activité des femmes est également plus élevé aux États-Unis. Pour la classe d'âge de 65 à 69 ans, le taux d'activité des femmes américaines était de 23,2 % comparativement à 11 % pour les femmes québécoises. Ce mouvement vers une participation accrue des femmes et, dans une moindre mesure, des hommes devrait s'accroître au cours des 10 à 15 prochaines années parce que les baby boomers auront besoin d'argent pour maintenir leur style de vie. Par ailleurs, il faut espérer que les gouvernements introduiront les réformes nécessaires pour améliorer les incitations à la participation des personnes de 55 ans et plus au marché du travail. On mentionnera notamment les réformes proposées dans le rapport de l'OCDE sur le vieillissement et les politiques d'emploi au Canada. On fait état de plusieurs recommandations qui pourraient accroître le taux d'activité des personnes âgées au marché du travail⁴.

³) «Vieillesse et politiques d'emploi», Canada, OCDE, 2006, vol. 2.

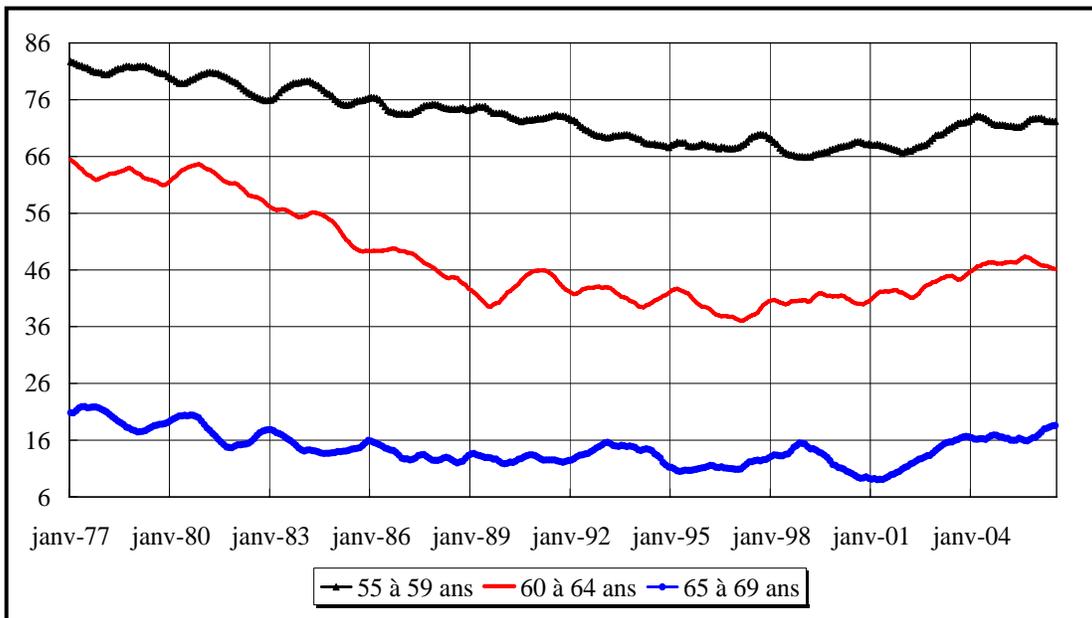
⁴) En voici quelques unes :

- Supprimer les mécanismes qui encouragent les cessations anticipées d'activité en changeant l'attitude des employeurs envers les travailleurs âgés et en renforçant les mécanismes qui jouent en faveur de la poursuite de l'activité.
- Donner plus de souplesse pour conjuguer une pension et un revenu d'emploi en supprimant les clauses en vigueur du RPC (Régime de pension du Canada) et du RRQ (Régime des rentes du Québec). Ces dernières exigent que les travailleurs âgés de 60 ans à 64 ans arrêtent de travailler un mois avant de commencer à percevoir leur pension.
- Offrir la possibilité de continuer d'accumuler des années donnant droit à une pension.
- Encourager les employeurs à embaucher et à conserver une main-d'œuvre âgée et à augmenter l'employabilité des travailleurs âgés.

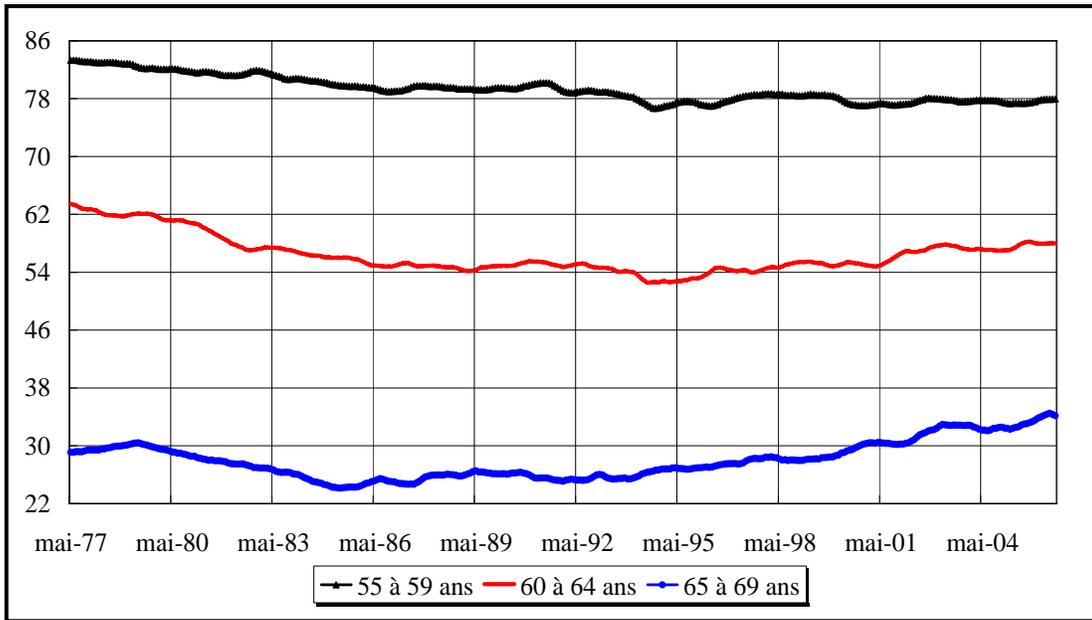
Graphique 13
Taux d'activité des hommes âgés de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans au Canada



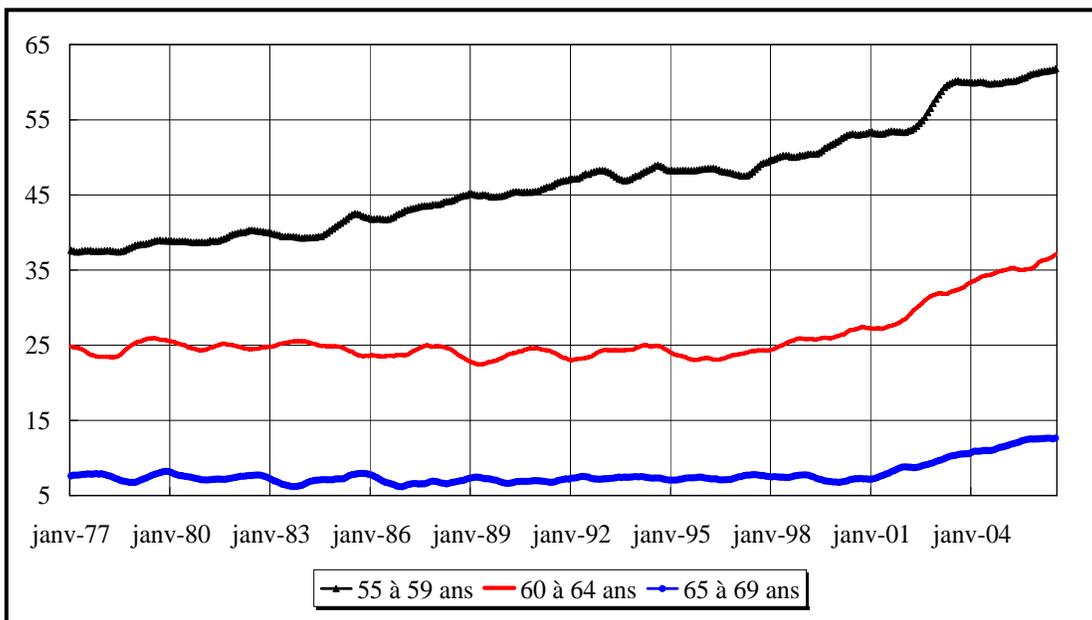
Graphique 14
Taux d'activité des hommes âgés de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans au Québec



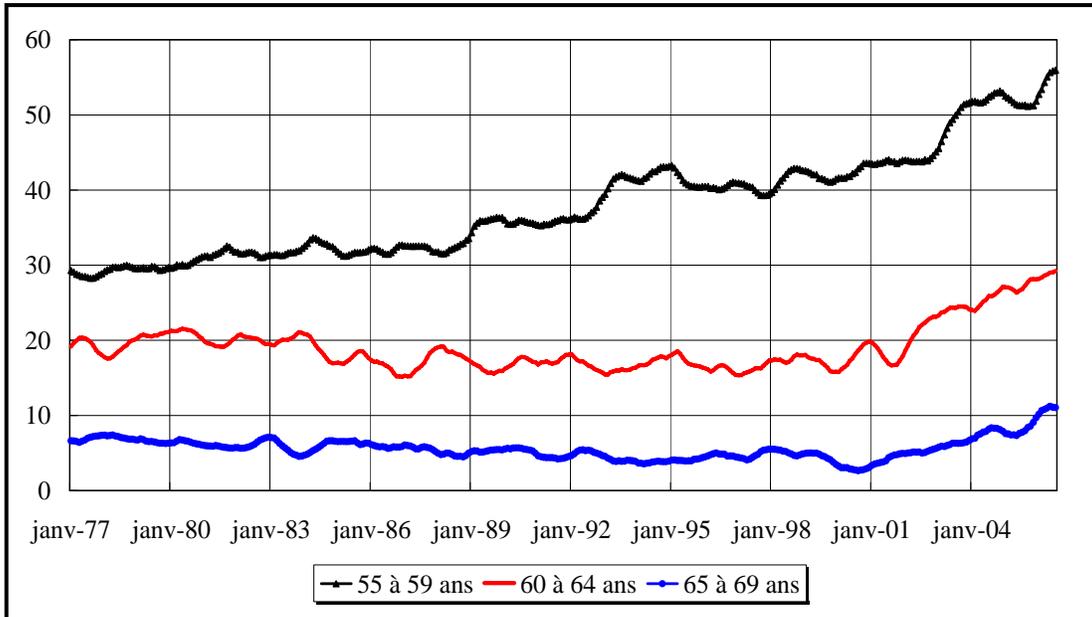
Graphique 15
Taux d'activité des hommes âgés de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans aux États-Unis



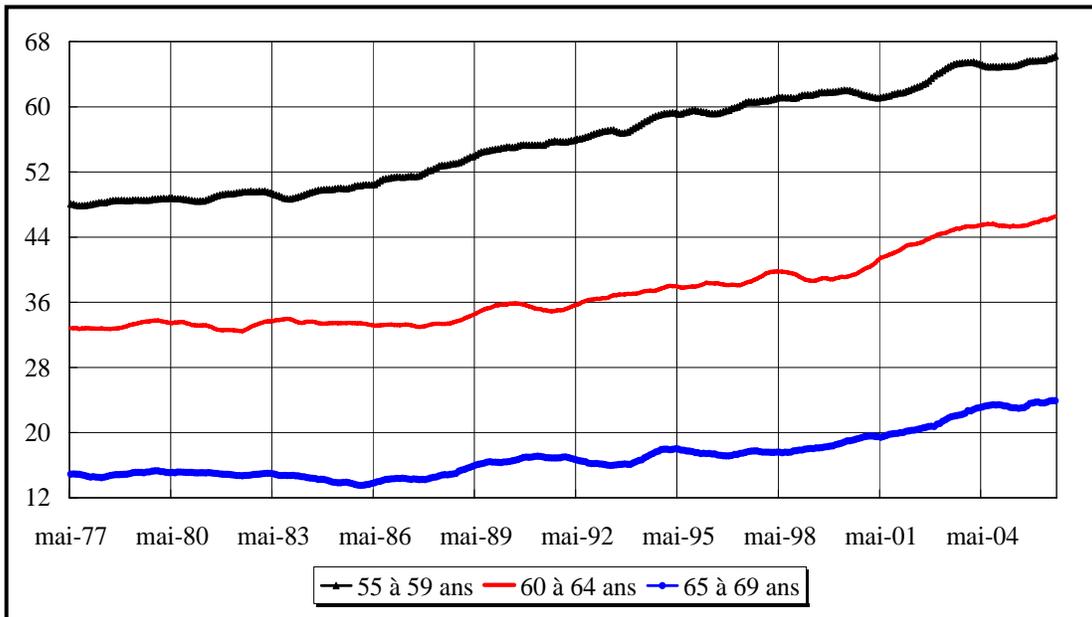
Graphique 16
Taux d'activité des femmes âgées de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans au Canada



Graphique 17
Taux d'activité des femmes âgées de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans au Québec



Graphique 18
Taux d'activité des femmes âgées de 55 à 59 ans, de 60 à 64 ans
et de 65 à 69 ans aux États-Unis



En conclusion, nos prévisions d'une décélération modérée du taux de croissance du PIB réel sont assez fermes puisque si les gains de productivité n'atteignaient pas le taux annuel moyen de 1,8 % prévus, la participation accrue des aînés au marché du travail viendrait compenser ces lacunes en admettant que les réformes nécessaires soient mises en place au cours des prochaines années.

Croissance économique et rendements boursiers

Le ralentissement du taux de croissance du PIB potentiel est important dans la mesure où cette dernière influence le rendement total des marchés boursiers. Nous avons vérifié ces relations historiques à long terme pour les bourses américaines et canadiennes de 1926 à 2005. Il existe une corrélation positive de 40 % entre le taux de croissance annuel moyen du PIB réel du Canada et des États-Unis et celui des rendements boursiers réels totaux. Sur la base des données annuelles, la bourse est un indicateur avancé d'un an du PIB réel.

Nous ne sommes toutefois pas prêt à vouloir diminuer les taux de rendement annuel moyen attendus pour les prochaines décennies parce qu'à long terme les rendements annuels moyens des portefeuilles équilibrés ont été extrêmement stables. Le tableau 3 présente les rendements annuels moyens nominaux et réels des grandes classes d'actifs de 1926 à 2005 et de 1946 à 2005. On observe une très grande stabilité à long terme dans les rendements annuels moyens des actifs financiers tout comme dans le taux de croissance du PIB réel du Canada et des États-Unis. Il ne faut pas oublier que la croissance économique n'est pas le seul facteur déterminant des rendements boursiers, mais il faut bien admettre que même dans la période de grandes turbulences (1926 à 1946), le taux de rendements annuels moyens et le taux de croissance annuel moyen du PIB réel sont demeurés extrêmement stables. Les fluctuations à court terme peuvent être significatives, mais sur des horizons à long terme des relations systématiques ressortent clairement :

Premièrement, le taux de rendement annuel moyen des actions canadiennes commandent une prime de près de 3 % par rapport au taux annuel d'expansion du PIB. La prime est plus forte aux États-Unis, atteignant près de 4 %. Il y a probablement un biais de sélection parce que les entreprises du TSX ou du S&P500 ne forment qu'un sous-ensemble des entreprises créatrices de valeur ajoutée. Il n'en demeure pas moins qu'un ralentissement du taux de croissance du PIB potentiel aura tendance à diminuer le rendement annuel moyen des marchés boursiers.

Tableau 3

**Taux annuels composés nominaux et réels du PIB et des grandes catégories d'actifs
canadiens et américains**

Canada (nominal)	Taux annuels	Écart type	Taux annuels	Écart type
	1926 à 2005		1946 à 2005	
Actions	10.0	19.0	11.0	16.4
Obligations à long terme	6.3	9.0	6.9	9.8
Obligations (SMI Universel)	5.9	5.7	6.3	5.7
Portefeuille équilibré ¹	8.9	12.5	9.8	10.7
PIB	7.2	7.0	8.3	4.4
États-Unis (nominal)				
Actions à grande capitalisation	10.4	20.2	11.5	16.9
Actions à petite capitalisation	12.6	32.9	13.8	24.6
Obligations corporatives	5.9	8.5	6.1	9.6
Obligation à long terme	5.5	9.2	5.7	10.3
Obligations à moyen terme	5.3	5.7	5.8	6.3
Portefeuille équilibré ²	9.5	14.4	10.1	11.9
PIB	6.3	7.1	3.4	5.0
Canada (réel)	Taux annuels	Écart type	Taux annuels	Écart type
	1926 à 2005		1946 à 2005	
Actions	6.7	18.6	6.5	16.2
Obligations à long terme	3.5	9.8	2.9	10.6
Obligations (SMI Universel)	3.0	6.3	2.5	6.4
Portefeuille équilibré ¹	5.7	12.4	5.4	10.9
PIB	3.7	4.6	3.8	2.5
États-Unis (réel)				
Actions à grande capitalisation	7.2	20.5	7.2	17.8
Actions à petite capitalisation	9.4	32.4	9.5	24.6
Obligations corporatives	2.9	10.0	2.1	10.8
Obligation à long terme	2.4	10.8	1.7	11.5
Obligations à moyen terme	2.3	7.1	1.8	7.3
Portefeuille équilibré ²	6.3	15.0	5.9	13.2
PIB	3.4	5.0	3.4	3.0

¹ Portefeuille équilibré à répartition fixe en actifs canadiens : 65 % en actions (TSE 300), 30 % en obligations (Indice Universe ScotiaMcLeod) et 5 % en bons du Trésor.

² Portefeuille équilibré à répartition fixe en actifs américains : 55 % en actions à grande capitalisation, 10 % en actions à petite capitalisation, 30 % en obligations à long terme et 5 % en bons du Trésor.

Deuxièmement, les actions procurent systématiquement un rendement supérieur à ceux des différentes catégories d'obligations. Là encore, la prime est légèrement supérieure aux États-Unis qu'au Canada. La prime de risque des actions oscillent autour de 4 % au Canada alors qu'elle se rapproche de 5 % aux États-Unis. Nous prévoyons que ces caractéristiques se vérifieront encore dans le futur et nous ne prévoyons pas que le ralentissement potentiel du taux de croissance du PIB réel à long terme altérera cette observation.

Troisièmement, l'augmentation de la volatilité captée par l'écart type des rendements annuels est le prix à payer pour obtenir des rendements supérieurs en actions, mais n'oublions pas qu'un portefeuille équilibré rapporte un rendement qui se rapproche de celui des actions tout en réduisant la volatilité des rendements annuels nominaux et réels.

Quatrièmement, n'oublions pas que les investisseurs des pays industrialisés bénéficieront également d'une porte de sortie en augmentant la part des actions investies dans les marchés émergents. Une étude récente du Fond monétaire international (FMI)⁵ conclut que le vieillissement de la population devrait diminuer le taux de croissance du PIB réel des pays industrialisés, mais que l'augmentation de la population active des pays émergents devrait soutenir une croissance économique forte au cours des 20 à 30 prochaines années avant de connaître à leur tour un vieillissement rapide de leur population.

Enfin, il est fort probable que la croissance rapide des pays émergents offrira des opportunités d'affaires pour les multinationales des pays industrialisés qui viendront compenser la croissance moins rapide du PIB potentiel des pays industrialisés.

Conclusion

Il ne fait aucun doute que le vieillissement de population entraînera un ralentissement du taux de croissance du PIB potentiel des pays industrialisés mais le résultat final dépendra beaucoup de l'attitude des employeurs ainsi que des réformes visant à favoriser le taux de participation des aînés au marché du travail. Par ailleurs, les gestionnaires de portefeuille équilibré pourront compenser une décélération potentielle des taux de rendement des marchés boursiers des pays industrialisés, qui sont en première ligne dû au vieillissement de la population, par une participation accrue aux marchés boursiers des pays émergents. Ainsi, ces derniers devraient pouvoir bénéficier d'encore 20 à 30 ans d'un taux de croissance élevé du PIB réel mondial.

⁵ «The Global Impact of Demographic Change», Nicoletta Batini, Tim Callen, and Warwick Mc Kibbin, IMF Working Paper, January 2006.

Commentaires sur les hypothèses du taux de rendement

La lecture des rendements historiques du tableau 3 par rapport aux rendements attendus de l'analyse actuarielle de 2003, nous incitent à faire quelques commentaires.

Premièrement, le taux de rendement de l'actif du régime (p. 91), nous paraît prudent comparativement aux rendements historiques d'un portefeuille équilibré. Par contre, nous avons de la difficulté avec l'argument en faveur de la diminution du taux de rendement réel à partir de 2015. Lorsqu'on regarde l'ampleur des chocs économiques et financiers subie au cours des 80 dernières années par rapport à la stabilité des rendements à long terme, il est difficile de prendre sérieusement en considération l'impact du vieillissement sur les rendements futurs.

Deuxièmement, l'analyse actuarielle de 2003 prévoit une augmentation du taux de rendement réel des obligations et des hypothèques à 3,2 % en 2008 et à 3.5 % à partir de 2009. Cela nous paraît élevé par rapport à l'expérience historique de long terme (tableau 3). La même observation tient pour le rendement réel à court terme (tableau 3).

Troisièmement, la prime de rendement réel des actions canadiennes et des actions américaines par rapport à celui des obligations nous paraît trop faible par rapport à l'expérience historique de long terme. Nous estimons que cette observation vaut également pour les placements en actions étrangères.

Quatrièmement, nous aimerions bien savoir si la classe d'actif *Québec mondial* a répondu à vos attentes au cours des dernières années et nous serions plus confortables avec un déplacement de la cible de *Québec mondial* et des placements immobiliers vers les pays émergents, mais cela n'est naturellement pas du ressort d'une évaluation actuarielle.

Commentaire final

L'analyse du taux de cotisation d'équilibre bien que très informative devrait être complétée par une analyse de l'impact d'un changement à moyen terme de l'âge normal de la retraite à 67 ans au lieu de 65 ans. Avec le prolongement de plusieurs années de l'espérance de vie à 65 ans, il devient de plus en plus normal d'allonger la période de cotisation plutôt que d'augmenter systématiquement le fardeau des nouvelles générations. Aux États-Unis, l'âge normal de la retraite augmente déjà depuis 2000 pour atteindre 67 ans en 2037. L'évaluation actuarielle est une occasion privilégiée pour faire prendre conscience à la population et aux gouvernements qu'il existe une alternative à l'augmentation systématique des cotisations. Nous espérons donc que cette analyse sera introduite

dans le prochain rapport actuariel du RRQ en complément au taux de cotisation d'équilibre.