



Le Conference Board
du Canada

The Conference Board
of Canada

Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie.



Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie

Pedro Antunes, Alicia Macdonald et Matthew Stewart

Avant-propos

Dans le rapport intitulé *Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie*, nous voyons en quoi des conseils financiers peuvent faire augmenter les taux d'épargne et, donc, amener à une meilleure préparation à la retraite et à une hausse de la production économique.

Ce rapport analyse la documentation relative au lien entre les personnes qui obtiennent des conseils financiers et leurs décisions en matière d'épargne et d'investissement. Se fondant sur les données réunies, les auteurs examinent ensuite les conséquences à long terme de l'augmentation de l'épargne pour l'économie. D'après le scénario créé, plus de personnes reçoivent des conseils financiers et, par conséquent, épargnent une plus grande part de leur revenu. Des hypothèses ont été formulées quant à l'incidence de cette augmentation de l'épargne, y compris à propos du revenu de placement qu'elle rapporte et de l'investissement des entreprises qu'elle stimule. Ces hypothèses ont servi à « choquer » le modèle économique national du Conference Board afin de quantifier l'incidence de cette augmentation de l'épargne sur toute une série de variables économiques à un horizon prévisionnel lointain.

Pour citer le rapport : Antunes, Pedro, Alicia Macdonald et Matthew Stewart.

Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie,
Ottawa : Le Conference Board du Canada, 2014.

©2014 Le Conference Board du Canada*

Publié au Canada | Tous droits réservés | Entente n° 40063028 | *Constituée en société sous le nom d'AERIC Inc.

Ce document est disponible sur demande dans un format accessible aux personnes ayant une déficience visuelle.

Agent d'accessibilité, Le Conference Board du Canada

Tél. : 613-526-3280 ou 1-866-711-2262 Courriel : accessibility@conferenceboard.ca

^{MD}Le Conference Board du Canada et le logo de la torche sont des marques déposées du Conference Board, Inc. Nos prévisions et travaux de recherche reposent souvent sur de nombreuses hypothèses et différentes sources de données. Ils présentent donc des risques et des incertitudes inhérents à ce genre de travail et ne doivent pas être perçus comme des sources de conseils spécifiques en matière de placement, de comptabilité, de droit ou de fiscalité.

TABLE DES MATIÈRES

i	RÉSUMÉ
	Chapitre 1
1	Introduction
	Chapitre 2
6	Revue de la littérature
7	Lien avec la préparation à la retraite : avantages des conseils financiers
10	Lien avec la production potentielle : la relation entre épargne et investissement intérieurs
	Chapitre 3
16	Méthode
18	Évaluation de l'épargne et du revenu de différentes cohortes d'âge
19	Projection à long terme du revenu par âge et par type d'épargnant
20	Calcul de l'évolution de l'épargne à long terme
22	Hypothèses utilisées dans la simulation des incidences économiques
	Chapitre 4
24	Résultats
27	Incidences à moyen terme
31	Incidences à long terme
	Chapitre 5
36	Conclusion
	Annexe A
39	Tableaux sommaires
	Annexe B
43	Bibliographie

Remerciements

Cette recherche a été menée par le Conference Board du Canada avec le financement et le soutien de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC). Conformément aux directives du Conference Board en ce qui concerne les recherches financées, la conception et la méthode de recherche, ainsi que le contenu de cette étude, ont été déterminées par le Conference Board.

Pedro Antunes, économiste en chef adjoint et directeur général, était le gestionnaire du projet. Matthew Stewart, directeur associé, et Alicia Macdonald, économiste principale à la Division des prévisions et de l'analyse économiques du Conference Board, étaient les chercheurs principaux du projet. Nous remercions vivement Jon Cockerline et Alykhan Surani de l'IFIC et le professeur Claude Montmarquette du Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO) de leurs précieuses observations et réflexions tout au long de la réalisation de ce projet de recherche.

RÉSUMÉ

Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie

Aperçu

- Le vieillissement de la population, qui soulève des questions à propos de la préparation à la retraite, s'accompagne aussi d'un ralentissement de la croissance potentielle de la production économique.
- Les conseillers financiers peuvent inciter les ménages à épargner plus.
- Une augmentation de l'épargne aiderait à apaiser les préoccupations concernant la préparation à la retraite, tout en stimulant la production économique potentielle.
- Même si une augmentation de l'épargne intérieure entraîne une baisse du PIB réel à court terme, elle produit aussi des avantages économiques à plus long terme.

Le vieillissement de la population qui s'amorce met le Canada face à de nombreux défis, tandis que l'économie et la société s'adaptent à cette évolution. Alors qu'il est amplement démontré que beaucoup de nos concitoyens n'épargnent pas assez pour financer leur retraite, la préparation financière de ceux qui prendront leur retraite au cours des toutes prochaines décennies fait partie des sujets de prédilection des politiciens et des médias. Ces derniers en parlent moins, mais les économistes et les conseillers politiques s'intéressent certainement à l'incidence du vieillissement de la population sur la croissance économique potentielle du pays et aux ramifications de son ralentissement éventuel.

Ce rapport étudie le lien entre le recours à des conseillers financiers et la préparation à la retraite, ainsi que le lien moins intuitif entre les conseils financiers et la croissance économique potentielle du pays à long terme.

Beaucoup d'études remettent en question l'intérêt de conseils financiers en partant de l'idée que les conseillers sont incapables d'obtenir des rendements supérieurs ou égaux après déduction de leurs honoraires. Cependant, la recherche donne à penser que ces études passent à côté de l'essentiel, c'est-à-dire de ce que l'intérêt véritable d'un conseiller n'est peut-être pas du tout lié aux résultats, mais au fait qu'il incite ses clients à adopter un comportement bénéfique sur le plan de l'épargne¹. Il ressort d'une revue de la littérature qu'en incitant à plus de discipline dans l'épargne, un conseiller financier peut faire augmenter

¹ Voir, par exemple, Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*.

Une augmentation
de l'épargne
devrait stimuler
la production
économique
potentielle
du Canada.

les taux d'épargne, ce qui peut mener à une meilleure répartition des actifs. Des taux d'épargne plus élevés aideraient aussi à compenser en partie l'insuffisance actuelle de l'épargne et, ainsi, à mieux préparer les Canadiens à la retraite.

La deuxième partie de notre revue de la littérature porte sur le lien entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur. Depuis près de 35 ans, la relation entre les deux est un sujet de prédilection, toutefois controversé, des publications spécialisées. Quand on a commencé à étudier le lien entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur, l'hypothèse était que la corrélation entre les deux était un signe de faible mobilité internationale des capitaux. Autrement dit, l'épargne tendait apparemment à rester dans le pays où elle était générée. Avec l'amélioration de la mobilité des capitaux, différents modèles ont été utilisés pour étudier cette corrélation afin de montrer que le lien entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur diminuait à mesure que la mobilité des capitaux augmentait entre les pays développés.

Toutefois, même si la corrélation diminuait, on continuait d'observer une relation.

Un nouveau courant de littérature est apparu dont les auteurs expliquaient que, à l'intérieur d'une économie, l'épargne et l'investissement pouvaient dévier à court terme en raison d'une mobilité importante des capitaux, mais qu'à long terme, l'épargne et l'investissement doivent être équivalents pour satisfaire à certains fondements théoriques définis dans la littérature macroéconomique².

Même s'il n'existe pas de consensus concluant dans la recherche sur la relation entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur, des données substantielles corroborent l'hypothèse selon laquelle l'épargne intérieure influence l'investissement intérieur. Si tel est bien le cas, une

2 Nous renvoyons ici à la contrainte budgétaire intertemporelle, que nous analysons au chapitre 2.

augmentation de l'épargne devrait stimuler la production économique potentielle du Canada, étant donné que l'investissement de capitaux a une incidence directe sur le potentiel de croissance d'un pays.

Afin de quantifier l'effet possible d'une augmentation de l'épargne sur l'économie à long terme, nous avons construit un scénario hypothétique. L'enquête menée par Montmarquette et Viennot-Briot fournit au Conference Board des données détaillées, par cohorte d'âge, épargne moyenne, revenu moyen et présence d'un conseiller financier. Selon l'enquête et les résultats produits par Montmarquette et Viennot-Briot, les ménages qui s'adressent à un conseiller financier sont plus disciplinés en matière d'épargne. Dans notre analyse, nous partons de l'hypothèse qu'à long terme, 10 % des personnes qui n'ont pas de conseiller financier à l'heure actuelle (en excluant celles qui sont considérées comme étant des investisseurs actifs) en auront un et adopteront donc les habitudes d'épargne de celles qui ont un tel conseiller. Autrement dit, nous partons de l'hypothèse que ces personnes épargneront plus pour arriver aux taux plus élevés de celles qui reçoivent des conseils financiers. Le chiffre de 10 % a été choisi de façon arbitraire comme objectif réalisable pour le secteur des conseils financiers. En bref, dans le scénario créé, on recourt davantage à des conseillers financiers et il en découle une épargne globale plus importante dans l'économie.

Le Conference Board a utilisé son modèle de prévision économétrique national pour quantifier l'incidence de l'augmentation de l'épargne (qui résulte essentiellement d'une baisse des dépenses des ménages), l'augmentation du revenu de placement tiré de cette épargne quand on puise dedans pour financer la retraite, et la hausse de l'investissement des entreprises encouragée par l'augmentation de l'épargne intérieure.

D'après notre scénario hypothétique où l'épargne augmente :

- Le PIB réel est plus faible les premières années des prévisions, la réduction des dépenses de consommation étant supérieure à l'augmentation de l'investissement privé.

Le Conference Board du Canada

- La baisse à court terme de l'activité économique réduit la hausse des prix et entraîne une dépréciation du dollar canadien, ce qui aide à stimuler les exportations à moyen terme.
- L'incidence sur le PIB réel est positive à long terme, grâce à l'augmentation de l'investissement et de la consommation à mesure que les retraités puisent dans leur épargne.
- Un stock d'épargne important est accumulé, ce qui fait augmenter le revenu de placement disponible des retraités et améliore donc la préparation financière des Canadiens à la retraite.
- La production potentielle est plus grande à long terme, ce qui représente une augmentation permanente du revenu et des bénéfices dans l'économie.

CHAPITRE 1

Introduction

Résumé du chapitre

- Les Canadiens n'épargnent pas assez pour la retraite.
- Un plus grand recours à des conseillers financiers peut améliorer la préparation à la retraite, avec une incidence positive sur notre économie.

Le Canada entre dans une période de vieillissement important de la population qui aura des répercussions sur notre économie et notre société à différents égards, et l'adaptation à cette évolution occupe une place importante dans les analyses stratégiques. La préparation à la retraite et la baisse de la croissance de notre production économique potentielle sont deux sujets qui reviennent souvent en ce qui a trait au vieillissement de la population, de même que les défis qui résultent d'un ralentissement de la croissance.

À première vue, il n'existe pas de lien intuitif entre les conseils financiers et la croissance économique potentielle, mais les conseils financiers peuvent bel et bien influencer la préparation à la retraite et la croissance de la production économique potentielle en incitant à épargner plus. Ce rapport porte sur l'incidence des conseils financiers sur la préparation à la retraite et la croissance de la production économique potentielle.

Le premier lien entre les conseils financiers et la préparation à la retraite est important dans le contexte du vieillissement d'une population qui n'épargne pas assez pour la retraite. D'après la théorie du cycle de vie, les personnes géreront leur épargne et leur consommation de manière à lisser cette dernière sur leur durée de vie. Cependant, les études sur les habitudes d'épargne des Canadiens soulignent que ces derniers n'épargnent pas assez pour la retraite et qu'ils s'exposent donc à une baisse de consommation pendant leurs années de retraite.

Dans un rapport de 2012, McKinsey & Company concluent que près du quart des Canadiens n'épargnent pas assez pour la retraite¹. L'Ageon Retirement Readiness Survey 2013 arrive à des résultats similaires².

1 McKinsey & Company, *Are Canadians Ready for Retirement?*

2 Ageon, *Canada Fact Sheet, The Changing Face of Retirement.*

Certains
Canadiens
n'épargnent pas
assez pour la
retraite et qu'il
est probable qu'ils
épargneraient plus
s'ils bénéficiaient
de conseils
financiers

Les conclusions de ces études sont corroborées par des données récentes de l'Agence du revenu du Canada qui montrent qu'environ 37 % des contribuables qui gagnent actuellement plus de 20 000 \$ par an cotisent à un régime de pension. Si on exclue ces personnes, tout juste 23 % des contribuables investissent dans des RÉER. Cela laisse à peu près 40 % de contribuables gagnant plus de 20 000 \$ sans régime de pension et sans RÉER³. Même pour ceux qui cotisent à l'un ou à l'autre, la cotisation moyenne est nettement inférieure à la cotisation moyenne à un régime à prestations déterminées.

Les conseils financiers peuvent améliorer la préparation financière à la retraite. En fait, des études récentes donnent à penser qu'il existe une corrélation étroite entre le fait d'avoir un conseiller financier et la discipline en matière d'épargne, et que cela a un effet positif sur l'accumulation d'actifs. Dans une étude canadienne de 2012, Montmarquette et Viennot-Briot constatent, après avoir contrôlé plus de 50 facteurs déterminants potentiels, que le fait de bénéficier de conseils financiers pendant 15 ans ou plus se traduit par une augmentation de 173 % des actifs des ménages par rapport à ceux qui n'ont pas de conseiller financier⁴. Même après avoir pris en compte des facteurs tels que le revenu (qui induirait un biais de sélection), ils concluent qu'une plus grande discipline en matière d'épargne explique en partie cette accumulation accrue d'actifs. Autrement dit, les personnes qui ont un conseiller financier épargnent en général un pourcentage plus élevé de leur revenu. Cela tient peut-être au fait qu'en voyant un tableau financier de leur retraite à différents taux d'épargne et pour différentes répartitions des actifs, elles sont plus enclines à épargner pour la retraite.

Les résultats de l'étude susmentionnée nous apprennent que certains Canadiens n'épargnent pas assez pour la retraite et qu'il est probable qu'ils épargneraient plus s'ils bénéficiaient de conseils financiers. D'où la question suivante : que se passerait-il si plus de Canadiens recevaient

3 Les calculs de données proviennent de l'Agence du revenu du Canada, *Statistiques finales – Édition de 2010*, tableaux 2 et 11A-11D.

4 Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*.

des conseils financiers et épargnaient davantage en conséquence? Si l'on parvient à faire augmenter l'épargne en dispensant des conseils financiers, on aura une meilleure préparation à la retraite au Canada, et l'impact économique sera également positif.

Le Canada sera vraisemblablement confronté à un certain nombre de défis tandis que nous entrons dans une période de vieillissement de la population. Or, ce vieillissement de notre population entraînera une réduction extrêmement préoccupante de la part de la population en âge de travailler, car la croissance de la population active ralentira et celle de la production économique potentielle diminuera, alors que la demande de services publics, comme les soins de santé, augmentera. Il existe une solution à ce problème : augmenter notre potentiel de croissance économique, qui combine les facteurs travail et capital, ainsi que l'efficacité technologique avec laquelle le capital et le travail sont transformés en production. Une augmentation de l'épargne dans l'économie peut aider à augmenter notre croissance économique potentielle en accroissant la quantité de capital dans l'économie. La recherche menée pour ce rapport vise à quantifier l'incidence économique d'une augmentation potentielle de l'épargne.

Le chapitre 2 contient une revue de la littérature en deux parties. La première se concentre sur le lien entre les conseils financiers et la préparation à la retraite en examinant les études sur les avantages des conseils financiers. La deuxième porte sur le lien entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur.

Le chapitre 3 expose la méthode utilisée pour mener cette analyse, ainsi que les hypothèses formulées. L'approche adoptée dans ce rapport repose sur le travail effectué par Montmarquette et Viennot-Briot en 2012, où les auteurs concluent que le taux d'épargne des ménages bénéficiant des services d'un conseiller financier est plus élevé. Dans le scénario hypothétique construit, les changements de comportement par rapport à l'épargne sont fonction de l'incidence des conseils financiers. L'incidence économique de cette épargne supplémentaire est quantifiée en utilisant le modèle de prévision économétrique national du

Conference Board. Des simulations à long terme ont été réalisées afin de déterminer l'incidence sur l'investissement intérieur et, partant, sur la production économique potentielle.

Le chapitre 4 présente les résultats de la simulation des incidences économiques. Un résumé succinct de l'étude est présenté au chapitre 5.

CHAPITRE 2

Revue de la littérature

Résumé du chapitre

- Les conseillers financiers ajoutent de la valeur en encourageant à plus de discipline dans l'épargne et l'investissement; résultat, les personnes qui reçoivent des conseils financiers épargnent une plus grande part de leur revenu.
- Malgré l'augmentation récente de la mobilité des capitaux, les faits donnent à penser que l'épargne intérieure influe sur l'investissement intérieur, surtout à long terme.
- Une augmentation de l'investissement stimule la production économique potentielle.

La population canadienne vieillit et des études récentes montrent que les Canadiens n'épargnent pas assez pour la retraite. Il ressort, cependant, de recherches complémentaires, qu'en encourageant à plus de discipline par rapport à l'épargne, les conseils financiers peuvent améliorer l'accumulation d'actifs. Dans ce chapitre, nous étudions en quoi les conseils financiers peuvent influencer le comportement en matière d'épargne et, donc, faire que les personnes soient mieux préparées à la retraite. Une épargne-retraite supplémentaire influence aussi l'investissement intérieur et, partant, la production économique potentielle du pays, ce qui est une considération importante, étant donné que la croissance de la production potentielle diminuera avec le vieillissement de la population. Nous examinons le lien entre épargne et investissement intérieur dans la deuxième partie de la revue de la littérature.

Lien avec la préparation à la retraite : avantages des conseils financiers

Lorsqu'il achète un bien ou un service, l'acquéreur doit décider si l'avantage est supérieur au coût. Comme il faut payer pour recevoir des conseils financiers, ce service en vaut-il la peine? Les sceptiques avancent qu'il est impossible de toujours faire mieux que le marché à long terme et que le coût des conseils est par conséquent supérieur à l'avantage qui en découle, les résultats obtenus constituant le

principal avantage. De fait, sur cette seule base, beaucoup d'études se concentrent sur l'idée que le coût des conseils en gestion financière est supérieur à l'avantage qu'on en retire.

Del Guericco et Reuter constatent que les fonds activement gérés vendus par l'intermédiaire de courtiers ont un moins bon rendement qu'un fonds indiciel, déduction faite des frais¹. Ils constatent également que, déduction faite des frais, les fonds activement gérés vendus directement affichent des rendements équivalents à ceux des fonds indiciels, ce qui laisse supposer que les fonds vendus par l'intermédiaire d'un courtier rapporteront moins qu'un fonds commun indiciel « investissable ».

Une étude de 2012 utilisant des données allemandes examine, entre autres, le rendement relatif de comptes de placement gérés individuellement par rapport à des comptes gérés par un conseiller financier². Se fondant sur les résultats de leur analyse, les auteurs expliquent que, dans bien des cas, les frais et commissions perçus par les conseillers financiers dépassent la valeur qu'ils ajoutent au portefeuille de l'investisseur. Chalmers et Reuter arrivent à des résultats similaires dans leur recherche sur les placements dans le régime à cotisations déterminées de l'Oregon University System en fonction de la présence de conseils financiers³. Ils constatent que les cotisants à ce régime qui choisissent de solliciter des conseils financiers arrivent à un rendement inférieur à celui des cotisants qui choisissent leurs propres placements.

Les taux de rendement obtenus sur les portefeuilles gérés représentent certainement un indicateur important, mais la recherche ci-dessus part de l'hypothèse selon laquelle les personnes qui ont un conseiller et celles qui n'en ont pas investissent la même somme d'argent. Des études récentes montrent que les premières ont tendance à épargner et à investir plus parce que non seulement le conseiller aide l'investisseur

- 1 Del Guericco et Reuter, « Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha ».
- 2 Hackethal, Haliassos et Jappell, « Financial Advisors: A Case of Babysitters? »
- 3 Chalmers et Reuter, *What Is the Impact of Financial Advisors on Retirement Portfolio Choices and Outcomes?*

à fixer des objectifs financiers, mais il donne à l'investisseur la discipline nécessaire pour épargner afin d'atteindre ces objectifs. C'est cette capacité de donner des conseils et d'inciter à une discipline en matière d'épargne qui fait apparemment tout l'intérêt du conseiller financier.

L'hypothèse de départ de la recherche menée pour ce rapport repose sur de précédents travaux de Montmarquette et Viennot-Briot, qui concluent que les conseils financiers entraînent une meilleure accumulation d'actifs grâce à des taux d'épargne plus élevés et à une affectation plus importante à des placements dans des actifs non monétaires. En plus de cette conclusion, les auteurs soulignent qu'en ayant un conseiller financier, la personne croit davantage pouvoir prendre une retraite confortable⁴.

Comme Montmarquette et Viennot-Briot dans leur étude canadienne, KPMG, dans un rapport de 2011 utilisant des données australiennes, conclut que les personnes qui recourent à un conseiller financier épargnent plus, car le plan financier sur mesure créé par un conseiller incite à plus de discipline dans l'épargne. Compte tenu d'autres facteurs qui influent sur le comportement en matière d'épargne, et du coût de préparation d'un plan financier, les auteurs de cette étude estiment que les personnes qui ont un conseiller financier accumulent plus d'actifs dans le temps que les autres. Ils concluent aussi que plus longtemps on reçoit des conseils financiers, plus on accumule d'actifs⁵. Une étude québécoise récente arrive à des résultats similaires, puisqu'elle conclut que les Québécois qui ont une relation d'affaires avec un conseiller se révèlent être mieux préparés à la retraite que les autres⁶.

Dans une note de recherche de 2013, Vanguard laisse entendre que la valeur ajoutée des conseillers financiers tient à leur capacité d'agir en gestionnaires de patrimoine qui apportent discipline et logique à des

4 Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*, p. 9.

5 KPMG EconTECH, *Value Proposition of Financial Advisory Networks—Update and Extension*.

6 Gauthier, *Indice Autorité*, p. 112.

clients souvent émotifs et indisciplinés⁷. Il ajoute que les conseillers financiers offrent une valeur ajoutée à différents égards, y compris en préparant une stratégie de répartition des actifs fondée sur les objectifs et contraintes individuels, des stratégies de mise en œuvre de placements (gérés activement ou fonds indiciels) et des stratégies de planification fiscale. En résumé, il explique que les conseillers financiers sont avantageux pour les clients, qui bénéficient de leur expérience et de leur gestion, étant donné que les gens ne possèdent souvent ni l'expérience ni la discipline nécessaires pour investir avec succès⁸.

Ces études ont un thème commun : les conseillers financiers présentent un intérêt en ceci qu'ils peuvent encourager à des comportements plus disciplinés en matière d'épargne et de placements. Autrement dit, ceux qui reçoivent des conseils financiers sont susceptibles d'épargner plus et de mieux répartir cette épargne dans des placements appropriés parce qu'ils se montrent plus disciplinés en ce qui concerne l'épargne et les placements.

Une évaluation de ces résultats dans le contexte d'une population qui vieillit et n'épargne pas assez pour la retraite donne à penser qu'un recours accru à des conseillers financiers pourrait entraîner une augmentation de l'épargne des ménages. Or, en épargnant plus, les Canadiens seront mieux préparés à la retraite.

Lien avec la production potentielle : la relation entre épargne et investissement intérieurs

Y a-t-il un lien entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur?

En 1980, Feldstein et Horioka ont publié un article qui semblait contredire les théories de l'économie de marché en ce qui concerne les flux de capitaux en concluant qu'une grande partie de l'épargne

7 Bennyhoff et Kinniry Jr, *Advisor's Alpha*, p. 3.

8 *Ibid.*, p. 10.

supplémentaire restait dans son pays d'origine⁹. On parle à propos du lien intrinsèque entre l'épargne et l'investissement intérieurs de « paradoxe de Feldstein-Horioka », car ce lien ne correspond pas à la théorie économique classique du fonctionnement des économies de marché, étant donné la mobilité des capitaux.

Cette conclusion allant à l'encontre des théories de l'économie de marché, c'est un sujet de prédilection des économistes et autres experts en finance internationale. Même si 35 ans se sont écoulés depuis que Feldstein et Horioka ont publié leur article original, il n'existe aucune explication généralement acceptée quant à la corrélation observée entre l'épargne et l'investissement intérieurs. Comme la documentation abonde sur le sujet, il a été décidé pour cette analyse de se concentrer sur les études pertinentes pour le Canada et sur des études plus actuelles qui comprennent des données récentes, car les marchés de capitaux internationaux ont sensiblement évolué depuis la publication originale de cet article en 1980.

Dans le cadre d'un document de recherche de 2002, Industrie Canada s'est livré à un simple test afin d'examiner le lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs au Canada. Il en est ressorti un coefficient de rétention de l'épargne canadienne¹⁰ de 64 à 73 % sur la période d'échantillonnage (1961-1998)¹¹.

Dans une étude de 2007 utilisant des données sur 24 pays de l'OCDE (dont le Canada), Fouquau, Hurlin et Rabaud ont employé différents modèles de régression à transition progressive sur panel afin de tester l'incidence de différentes variables seuils sur les coefficients de rétention de l'épargne¹². Plusieurs estimations sont avancées dans cet article

- 9 Feldstein et Horioka, « Domestic Saving and International Capital Flows ».
- 10 Les universitaires qui étudient le paradoxe de Feldstein-Horioka utilisent une analyse de régression avec un taux d'épargne national comme variable explicative du taux d'investissement (variable dépendante), différentes études utilisant différents estimateurs ou spécifications de l'équation (c.-à-d. incluant d'autres variables). Le coefficient de la variable du taux d'épargne est souvent appelé coefficient de rétention de l'épargne ou tout simplement coefficient d'épargne.
- 11 Hejazi et Pauly, *Foreign Direct Investment and Domestic Capital Formation*, p. 14.
- 12 Fouquau, Hurlin et Rabaud, « The Feldstein-Horioka Puzzle ».

pour le Canada (correspondant à différentes variables de transition), les coefficients de rétention de l'épargne allant de 54 à 78,4 %. Les auteurs ne fournissent pas d'estimations correspondant à des moments précis, mais ils soulignent que les coefficients de rétention de l'épargne ont baissé entre 1960 et 2000 dans la plupart des pays de leur échantillon, ce qui laisse supposer un affaiblissement de la relation dans le temps.

Dans un document de travail publié en 2008, la Banque centrale européenne essaie d'expliquer le paradoxe de Feldstein-Horioka en utilisant un modèle d'équilibre général où les chocs mondiaux ont des effets hétérogènes sur différents pays¹³. D'après cette étude, il existait avant 1980 une corrélation significative entre l'épargne et l'investissement intérieurs. Mais les auteurs déclarent également que lorsqu'on laisse l'épargne et l'investissement dans chaque pays réagir de manière hétérogène à un choc mondial (autrement dit, on ne part pas du principe que tous les pays réagissent de la même façon au choc), le coefficient de rétention de l'épargne baisse avec le temps dans les pays de l'OCDE, jusqu'à devenir minime au cours des deux dernières décennies avec la mobilité croissante des capitaux. Selon les auteurs, d'autres études utilisant des données courantes qui constatent un lien sont peut-être arrivées à ce résultat parce qu'elles n'ont pas tenu compte des effets d'équilibre général ou de l'hétérogénéité des réactions.

Toutes ces études précédentes indiquent qu'il existe une relation entre l'épargne et l'investissement intérieurs au Canada, les deux dernières — par Fouquau, Hurlin et Rabaud; et la Banque centrale européenne — montrant une baisse dans le temps du coefficient de rétention de l'épargne dans les pays de l'OCDE, y compris le Canada. Cela semble correspondre à l'idée générale qu'une réduction des restrictions visant les mouvements de capitaux a entraîné une augmentation de leur mobilité dans ces pays au cours des toutes dernières décennies. Avec des données attestant à la fois une mobilité

13 Giannone et Lenza, *The Feldstein-Horioka Fact*.

Qu'il existe
une relation
entre l'épargne
et l'investissement
intérieurs
au Canada

accrue des capitaux et une relation encore observable entre l'épargne et l'investissement intérieurs, une autre interprétation de la corrélation apparaît dans la littérature.

La Banque du Canada a publié une étude intéressante contenant cette autre interprétation¹⁴. Partant de travaux antérieurs dans ce domaine, cette étude prend pour hypothèse que la corrélation entre l'épargne et l'investissement sur une longue période ne tient pas à une faible mobilité des capitaux (comme le laissent entendre Feldstein et Horioka), mais plutôt aux contraintes budgétaires d'un pays à long terme. Dans cette interprétation, un pays ne peut creuser indéfiniment un déficit courant (ou amasser indéfiniment un excédent); par conséquent, le niveau de l'épargne et celui de l'investissement doivent être liés à long terme¹⁵. De fait, les auteurs constatent, en utilisant différents tests, que les taux d'épargne et d'investissement sont co-intégrés à long terme.

Les auteurs examinent également la relation entre l'épargne et l'investissement à court terme et, en utilisant un modèle à correction d'erreurs en panel, la vitesse à laquelle le coefficient à court terme converge avec le coefficient à long terme. La faible corrélation à court terme entre l'épargne et l'investissement, ainsi que la lenteur de la convergence entre les coefficients à court et à long terme sont interprétées comme un signe de mobilité des capitaux. Les auteurs ont éprouvé leurs résultats au moyen d'un échantillon avec renouvellement complet afin de savoir si la corrélation diminue avec le temps — comme certaines études le laissent supposer — et ils ont constaté que les coefficients à court terme baissent à mesure que la mobilité des capitaux augmente. Ils ont aussi constaté, cependant, que les coefficients à long terme se rapprochent de 1 à mesure que la période d'échantillonnage s'allonge. Leur interprétation est que la contrainte budgétaire intertemporelle devient plus pertinente à mesure que la période

14 Pelgrin et Schich, *National Saving–Investment Dynamics and International Capital Mobility*.

15 Pour une explication simple de la raison pour laquelle des déséquilibres indéfinis des comptes courants ne sont pas possibles, voir Ghosh et Ramakrishan, « Do Current Account Deficits Matter? »

Qu'il est important de séparer la relation à court et à long terme entre l'épargne et l'investissement intérieurs

d'échantillonnage s'allonge. Dans cette étude, le coefficient d'épargne à long terme se situe entre 0,82 et 1,02, et les coefficients à court terme vont de 0,17 à 0,25.

Dar *et al.* arrivent également à des résultats similaires dans leur étude de 2005 sur les pays du G7. Ils constatent qu'à long terme, l'épargne et l'investissement sont co-intégrés et que dans tous les pays du G7, sauf l'Allemagne, le compte courant est stationnaire, c'est-à-dire fluctue autour de zéro¹⁶. Les auteurs concluent que ces constatations signifient globalement qu'à long terme, les investissements doivent s'autofinancer, autrement dit, que l'épargne intérieure doit être égale à l'investissement intérieur.

D'après la recherche examinée ici, des données empiriques indiquent un lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs au Canada. Cette recherche laisse aussi supposer que ce lien diminue avec le temps dans les pays de l'OCDE, ce qui amène certains à se demander si la corrélation existe aujourd'hui. Une autre étude — qui aborde la question sous l'angle d'une contrainte budgétaire intertemporelle qui dit qu'une économie alignant une série de déficits (ou d'excédents) courants doit finir par les compenser par des excédents (ou des déficits) courants — explique qu'il est important de séparer la relation à court et à long terme entre l'épargne et l'investissement intérieurs. Cette constatation corrobore la théorie selon laquelle le coefficient de rétention de l'épargne est élevé à très long terme mais moindre à court terme, car la mobilité des capitaux permet à un pays d'avoir un déséquilibre du compte courant. Cette théorie cadre avec l'augmentation observée de la mobilité des capitaux et avec le lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs.

Comme le montre la quantité de travaux universitaires sur le sujet, la relation entre l'épargne et l'investissement intérieurs est complexe. Néanmoins, il existe suffisamment de preuves indéniables dans la littérature pour corroborer l'hypothèse selon laquelle l'épargne intérieure influence, en fait, l'investissement intérieur à long terme.

16 Dar, AmirKhalkhali et AmirKhalkhali. « The Current Account and the Intertemporal Budget Constraint ».

En quoi l'investissement influe sur la production économique potentielle

En tout état de cause, toute augmentation de l'investissement intérieur stimulée par l'épargne intérieure fera augmenter la production économique potentielle du pays, qui mesure le niveau d'activité économique le plus élevé que peut atteindre une économie sans dépasser ses limites de capacité et faire repartir l'inflation. La production potentielle détermine le taux de croissance économique possible lorsque tous les facteurs de production — à savoir, le travail et le capital — sont employés à rendement maximal. En substance, il s'agit tout simplement d'une fonction de la main-d'œuvre disponible, du niveau de capital fixe et de l'efficacité technique globale avec laquelle le capital et le travail sont transformés en production. Augmenter la quantité de capitaux accumulés dans une économie entraînera une augmentation de sa production potentielle.

Une augmentation de la production potentielle signifie tout simplement augmenter sa capacité de production, ce qui se traduit par plus de bénéfices, de salaires et de recettes fiscales. Étant donné le lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs observé dans la littérature, une augmentation de l'épargne intérieure peut avoir des répercussions considérables sur notre économie en ceci qu'elle peut faire augmenter l'investissement et le revenu.

CHAPITRE 3

Méthode

Résumé du chapitre

- Les taux d'épargne diffèrent selon l'âge et l'utilisation de conseils financiers.
- La projection du revenu à long terme repose sur le revenu moyen par âge afin de tenir compte de l'évolution démographique qui se produira dans les toutes prochaines décennies.
- On suppose que l'épargne supplémentaire découlant d'un recours accru aux conseillers financiers est investie, puis retirée à un taux croissant pour compléter le revenu de retraite à mesure que la population vieillit.
- On suppose que l'investissement intérieur augmente en raison de l'augmentation de l'épargne intérieure.

Dans notre analyse, nous avons créé une situation hypothétique où le comportement en matière d'épargne change en présence de conseils financiers, puis nous avons déterminé l'incidence économique de ce changement de comportement. Nous avons dû produire l'analyse à long terme pour faire ressortir les liens entre ces changements, l'investissement et la production potentielle. Cela dit, produire une analyse sur une longue période n'est pas sans difficultés. Le principal défi dans ce cas est que l'épargne et le revenu dépendent de l'âge et qu'il faut donc tenir compte de l'évolution démographique dans les prévisions de revenu.

Avant d'appliquer le scénario relatif à l'incidence économique, il était nécessaire de réunir les données qui seraient utilisées pour provoquer un choc du modèle de prévision national du Conference Board¹. Les étapes nécessaires pour réunir ces données peuvent se diviser en quatre grandes catégories : évaluation de l'épargne et du revenu de différentes cohortes d'âge; création d'un profil du revenu à long terme par âge et type d'épargnant; calcul de l'épargne supplémentaire découlant d'un changement de comportement par rapport à l'épargne; et formulation d'hypothèses relatives au taux de rendement des placements et au lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs.

¹ Un choc de modèle suppose d'introduire un changement dans notre scénario de base. Les chocs de modèle sont couramment utilisés pour évaluer l'incidence de différents scénarios de politique.

Évaluation de l'épargne et du revenu de différentes cohortes d'âge

Le professeur Claude Montmarquette a fourni au Conference Board les données d'enquête utilisées dans cette analyse. Les données contenant l'épargne et le revenu moyen ont été ventilées en trois groupes d'âge (25-44, 45-54 et 55-64) et trois types d'épargnants (les personnes recevant des conseils [conseillées] et celles qui n'en reçoivent pas, mais qui investissent activement pour leur propre compte [investisseurs]; et celles qui ne reçoivent pas de conseils financiers [non conseillées]). (Voir le tableau 1.) Plusieurs tendances nettes se dégagent de notre analyse :

- Les personnes qui demandent des conseils financiers ont de plus hauts revenus et leur taux d'épargne est plus élevé.
- Les taux d'épargne des trois types d'épargnants changent d'une cohorte d'âge à l'autre.
- La part des trois types d'épargnants dans l'échantillon n'est pas identique : les investisseurs actifs représentent 6 % de l'échantillon, les épargnants non conseillés 44 % et les épargnants conseillés 49 %.

Tableau 1
Caractéristique du revenu et de l'épargne, par cohorte d'âge

Cohorte d'âge	25-44		45-54		55-64	
	Revenu moyen (\$)	Taux d'épargne (%)	Revenu moyen (\$)	Taux d'épargne (%)	Revenu moyen (\$)	Taux d'épargne (%)
Avec un conseiller financier	78 622	10,6	87 862	11,4	88 850	13,7
Non conseillé	63 018	8,5	66 129	8,2	65 882	9,2
Investisseur actif non conseillé	77 381	12,6	88 634	14,0	86 653	14,1

Source : Totalisation spéciale des données utilisées dans Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models*.

Les données montrent clairement que l'épargne et le revenu dépendent de l'âge. Pour tenir compte de l'évolution du revenu et de l'épargne qui résultera du vieillissement de la population, le Conference Board devait créer une projection à long terme du revenu par âge puis par type d'épargnant.

Projection à long terme du revenu par âge et par type d'épargnant

Nous avons d'abord obtenu auprès de Statistique Canada des données sur le revenu moyen par âge, que nous avons ensuite regroupées en cinq cohortes d'âge (0-24, 25-44, 45-54, 55-64 et 65 ans et plus)². Puis nous avons prolongé ces données au moyen de nos prévisions à long terme des traitements et salaires par employé. Nous sommes partis de l'hypothèse que la croissance du revenu serait la même dans toutes les cohortes d'âge, étant donné que nous ne disposions pas d'autres renseignements sur l'évolution des salaires par cohorte d'âge. Toutefois, cette hypothèse nous permettait encore de prendre en compte la différence de niveau entre les revenus moyens de toutes les cohortes d'âge. Nous avons ensuite multiplié le revenu moyen par cohorte d'âge par nos prévisions à long terme pour la population par âge. Nous avons pu ainsi en déduire les proportions totales de revenu par catégorie d'âge à long terme, ce qui nous a permis de tenir compte de l'évolution démographique qui se produira au cours des toutes prochaines décennies. Par exemple, même en supposant que la croissance du revenu sera la même pour toutes les cohortes d'âge, la proportion du revenu perçue par les 65 ans et plus passera de 15 % en 2014 à 25 % d'ici 2060, une plus grande partie de la population entrant dans cette cohorte d'âge.

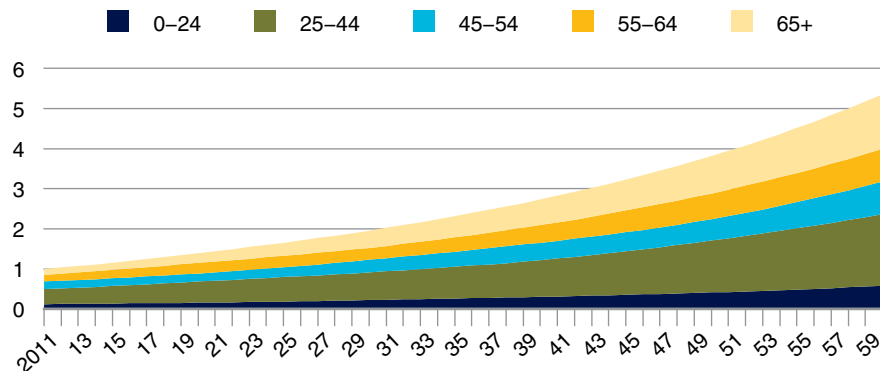
Nous avons appliqué ces proportions du revenu aux prévisions à long terme du Conference Board en ce qui concerne le revenu disponible afin d'obtenir des estimations du revenu disponible par cohorte d'âge. (Voir le graphique 1.)

2 Statistique Canada, *CANSIM, tableau 202-0407*.

Graphique 1

Revenu national disponible, par cohorte d'âge

(billions de dollars)



Sources : Le Conference Board du Canada; Statistique Canada.

L'étape suivante consistait à calculer, à long terme, la proportion du revenu disponible qui devrait être attribuée à chaque type d'épargnant (conseillé, investisseur et non conseillé) dans chacune des cohortes d'âge visées par l'ensemble de données de Montmarquette. Dans un premier temps, nous avons calculé, par cohorte, la part de revenu dans l'échantillon revenant à chaque type d'épargnant. Puis nous avons appliqué ces parts de revenu aux prévisions à long terme du revenu disponible pour chaque cohorte d'âge correspondante, afin d'obtenir le revenu disponible par cohorte d'âge et type d'épargnant.

Calcul de l'évolution de l'épargne à long terme

Nous avons appliqué les taux d'épargne pour chaque cohorte d'âge et type d'épargnant à la série de revenus disponibles correspondante afin d'obtenir des estimations de l'épargne par cohorte d'âge, dont nous avons ensuite déduit une estimation du taux d'épargne national.

Avec des estimations de l'épargne et du revenu par cohorte d'âge reposant sur différents taux d'épargne pour chaque type d'épargnant, la prochaine étape de l'analyse consistait à poser la question hypothétique

suivante : quelle serait l'incidence économique si une partie de l'échantillon actuellement non conseillé (hormis les investisseurs) recevait des conseils financiers et commençait donc à épargner au même taux que la partie dotée d'un conseiller financier? Dans ce scénario, nous supposons arbitrairement que 10 % des épargnants non conseillés (dans les trois cohortes d'âge allant de 25 à 64 ans) qui n'investissent pas activement épargnent maintenant au taux plus élevé des épargnants qui reçoivent des conseils financiers. Le choix des 10 % repose sur l'hypothèse que l'industrie des conseils financiers peut arriver à ce résultat.

Une nouvelle source d'épargne nationale a été calculée en partant du principe que 10 % des épargnants non conseillés (hormis les investisseurs) augmentent leur taux d'épargne, qui devient égal à celui des épargnants conseillés. Nous avons appliqué la différence de pourcentage entre ce taux d'épargne et le taux d'épargne de référence calculé ci-dessus aux prévisions du taux d'épargne à long terme du Conference Board pour obtenir un nouveau taux d'épargne correspondant à la définition de taux d'épargne utilisée dans le modèle de prévision du Conference Board³.

La différence entre l'épargne des ménages épargnant au taux de base et ce nouveau taux d'épargne multipliée par nos prévisions de référence pour le revenu disponible fournit une estimation de l'épargne supplémentaire qui pourrait être générée dans l'économie si 10 % des épargnants non conseillés recouraient aux services d'un conseiller financier. (Voir le graphique 2.)

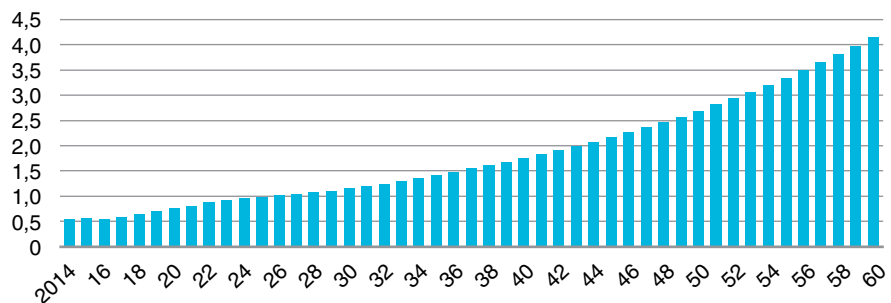
3 Le pourcentage d'augmentation a été appliqué aux prévisions du Conference Board relatives au taux d'épargne de référence, car les taux d'épargne tirés de l'ensemble de données ne correspondent pas au taux d'épargne des particuliers des comptes nationaux de Statistique Canada. Nous avons besoin d'une estimation qui cadre avec notre scénario de base.

On suppose dans cette analyse que 50 % de l'épargne annuelle dans l'économie nationale sera utilisée pour financer l'investissement d'entreprises locales

Hypothèses utilisées dans la simulation des incidences économiques

Cette épargne supplémentaire a encore d'autres incidences économiques. Compte tenu du fait qu'elle sera vraisemblablement investie, dans ce scénario, nous avons supposé qu'elle aurait un

Graphique 2
Augmentation annuelle de l'épargne
(G\$)



Sources : Le Conference Board du Canada; totalisation spéciale des données utilisées dans Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models*; Statistique Canada.

rendement nominal de 6 % par an, net des frais de gestion. En prenant un ratio de frais de gestion moyen de 1,8 %, le rendement serait de 7,8 % par an — qui serait probablement réinvesti. Avec une population qui vieillit, il est également nécessaire de formuler des hypothèses en ce qui concerne la réduction de l'épargne qui se produira lorsque les personnes retireront de l'argent pour financer leur retraite. D'après une étude précédente du Conference Board, à partir de 2023, les épargnants devraient commencer à puiser dans le stock d'épargne et le taux de prélèvement devrait augmenter peu à peu avec le temps.

La dernière hypothèse de cette analyse concerne le lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs. Étant donné la littérature qui corrobore la corrélation, surtout à long terme, on suppose dans cette analyse que 50 % de l'épargne annuelle dans l'économie nationale sera utilisée pour financer l'investissement d'entreprises locales⁴.

Au total, ce scénario comportait trois chocs coïncidents du modèle de prévision national du Conference Board :

1. un choc de consommation négatif égal à l'augmentation de l'épargne des ménages;
2. un choc du revenu de placement des ménages positif pour tenir compte du prélèvement dans le stock d'épargne qui devrait commencer en 2023;
3. un choc positif de l'investissement des entreprises du secteur privé égal à la moitié de l'augmentation annuelle de l'épargne intérieure répartie entre les catégories d'investissement en fonction de leurs parts respectives dans le scénario de base.

4 Nous avons décidé que la part de l'épargne intérieure qui finance l'investissement intérieur serait de 50 %. Cela permet à une partie de l'épargne de sortir du pays — étant donné la mobilité des capitaux —, tout en donnant une estimation prudente de la corrélation entre les variables observées à long terme.

CHAPITRE 4

Résultats

Résumé du chapitre

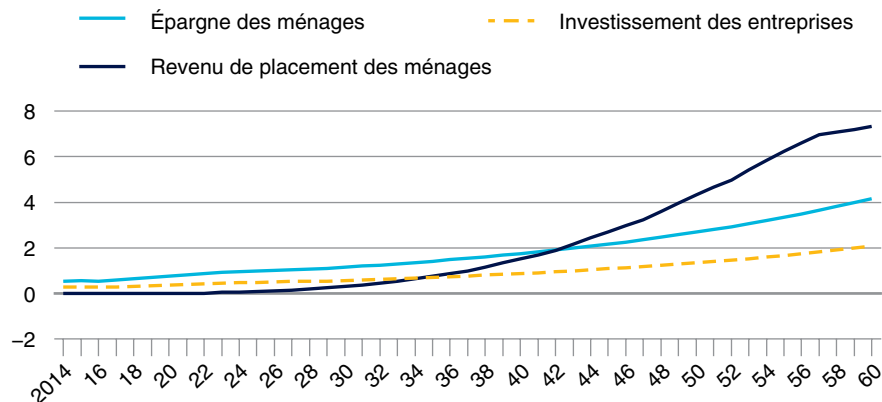
- Plusieurs hypothèses ont été formulées pour simuler l'incidence de l'augmentation de l'épargne sur l'économie nationale.
- L'incidence sur le PIB réel est d'abord négative, en raison d'une forte baisse des dépenses de consommation tenant au fait qu'une part plus importante du revenu est épargnée.
- L'investissement des entreprises est stimulé par l'épargne accrue, ce qui entraîne une augmentation du PIB réel sur la majeure partie de la période prévisionnelle.
- Les dépenses de consommation deviennent positives dans la seconde moitié des prévisions, quand les épargnants puisent dans le stock d'épargne accumulé pour compléter leur revenu.
- Le stock d'épargne des ménages reste plus élevé durant toute la période prévisionnelle.

Ce chapitre fournit des détails sur les résultats obtenus par le choc économique multivarié (exposé au chapitre 3). Cette étude vise à déterminer en quoi un changement de comportement par rapport à l'épargne influe sur l'économie à moyen et à long terme. Comme nous l'avons déjà expliqué, on suppose que ce type de changement entraîne une augmentation de l'épargne (modélisée comme une baisse de la consommation), une augmentation du revenu de placement des ménages et une augmentation de l'investissement des entreprises. (Voir le graphique 3.)

Graphique 3

Variables des chocs

(G\$)



Sources : Le Conference Board du Canada; totalisation spéciale des données utilisées dans Montmarquette et Viennot-Briot, *Econometric Models*; Statistique Canada.

L'incidence de changements dans ces trois variables — y compris les effets directs, indirects et induits¹ — a été modélisée sur la période allant de 2014 à 2060 en utilisant le modèle de prévision économétrique national du Conference Board. (Pour en savoir plus sur l'interprétation des résultats d'un choc de modèle, voir « Qu'entend-on par choc du modèle? ») Étant donné la longueur de la période sur laquelle porte l'analyse, les incidences à moyen et à long terme associées à ce choc sont analysées séparément².

Qu'entend-on par choc du modèle?

Un choc de modèle est un outil économétrique couramment utilisé pour évaluer dans quelle mesure un changement dans une (ou de nombreuses) variable influe sur des prévisions économiques. Le Conference Board produit régulièrement des prévisions économiques, et nos prévisions applicables les plus récentes servent de scénario de base pour tout choc de modèle auquel nous nous livrons. En l'espèce, ce sont les toutes dernières prévisions économiques nationales à long terme du Conference Board (jusqu'à 2060) qui servent de scénario de base pour cette analyse. Les trois variables qui présentent un intérêt sont changées (baisse de consommation et augmentation de l'investissement des entreprises et du revenu de placement des ménages) et le modèle est simulé. La différence entre les résultats de cette nouvelle simulation et le scénario de base original réside dans les incidences économiques qui découleraient du changement survenu dans les trois variables en question.

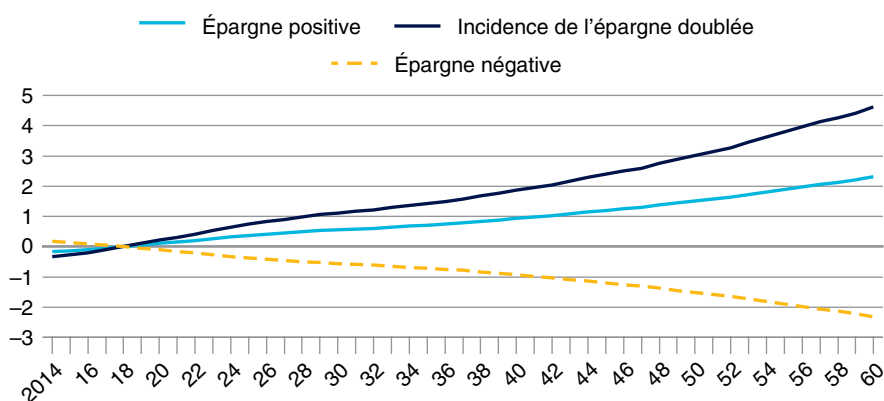
Les résultats du modèle de prévision du Conference Board sont généralement linéaires. Autrement dit, si on prenait exactement le même changement dans chacune des variables mais inversait le signe (de positif à négatif ou de négatif à positif), les résultats resteraient les mêmes, mais le signe changerait. Dans

- 1 L'incidence économique totale couvre donc le choc initial, les répercussions sur les chaînes d'approvisionnement et les conséquences qui résultent de plus (ou moins) de revenu et de bénéfices dans l'économie.
- 2 Tous les résultats sont par rapport aux prévisions de base du Conference Board. Le choc du modèle avec les trois variables présentant un intérêt dans cette étude produit un autre scénario; la différence entre ce nouveau scénario et les prévisions de base réside dans l'incidence du changement présumé dans le comportement en matière d'épargne.

ce cas, une baisse de l'épargne qui entraînerait une augmentation de la consommation, mais une diminution de l'investissement des entreprises et du revenu de placement des ménages, aurait les mêmes incidences globales que celles analysées ci-dessous, mais avec le signe opposé. (Voir le graphique « Exemple de linéarité de modèle ».) De même, si l'incidence de l'épargne et de l'investissement était, par exemple, le double de ce qu'on suppose dans cette analyse, l'incidence finale sur le PIB doublerait aussi.

Exemple de linéarité de modèle

(Incidences sur le PIB de différentes hypothèses de choc, G\$ de 2007)



Source : Le Conference Board du Canada.

Incidences à moyen terme

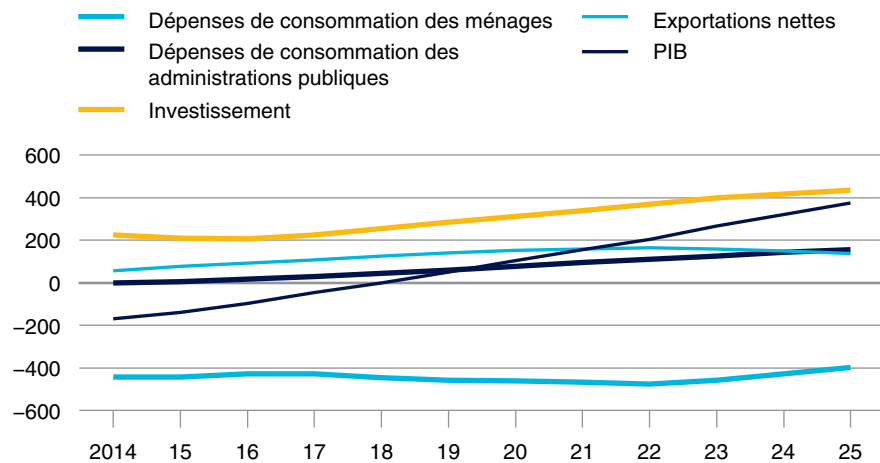
L'augmentation de l'épargne a une incidence négative pendant les toutes premières années de ce scénario³. Le PIB réel reste inférieur au scénario de base jusqu'en 2018, en raison de la baisse des dépenses de consommation due au fait que les ménages consacrent une plus grande part de leur revenu disponible à l'épargne, plutôt qu'à la consommation. La baisse du PIB réel ne cesse de diminuer grâce à l'augmentation de l'investissement et à une amélioration du commerce. (Voir le graphique 4.)

3 Les tableaux sommaires des résultats sont présentés à l'annexe A.

Graphique 4

Incidences à moyen terme

(différence par rapport au scénario de base, M\$ de 2007)



Source : Le Conference Board du Canada.

L'augmentation de l'épargne au détriment de la consommation fait que les dépenses de consommation des ménages restent inférieures au scénario de base sur tout le moyen terme. Mais les effets positifs découlant d'une hausse des dépenses d'investissement et d'une amélioration du commerce aident à faire en sorte que l'incidence globale soit assez rapidement supérieure au scénario de base. La baisse de la demande intérieure découlant de la réduction des dépenses de consommation entraîne des pertes d'emplois, l'emploi étant inférieur au scénario de base jusqu'en 2022. Mais les pertes d'emplois sont relativement peu nombreuses, puisqu'elles se chiffrent au plus à 1 905 en 2016.

L'incidence sur l'investissement des entreprises est positive, cette analyse supposant que la moitié du flux supplémentaire annuel de l'épargne intérieure sera utilisée par les entreprises au Canada aux fins d'investissement. Cependant, comme le montre le graphique 4, il y a un léger fléchissement de l'incidence au cours des premières années du scénario, la baisse de la demande intérieure amenant les entreprises à moins investir pour s'adapter à cette demande moindre. Tous les

ans, l'incidence positive de l'épargne supplémentaire canalisée vers l'investissement intérieur l'emporte sur les pressions négatives exercées par une réduction de la demande. Le secteur public se développe en termes réels, les dépenses nominales constantes combinées à la baisse des prix lui permettant de dépenser plus en termes corrigés de l'inflation.

L'augmentation de l'épargne dans l'économie a une incidence positive sur le secteur commercial à moyen terme. La politique monétaire dans le modèle est guidée par une fonction de réaction de la banque centrale⁴. En cas de baisse des dépenses de consommation, l'économie fonctionne en-deçà de sa capacité, ce qui aide à soulager les pressions sur l'inflation. S'il y a moins de pressions inflationnistes, la Banque du Canada adopte une politique monétaire plus accommodante, ce qui entraîne une baisse marginale des taux d'intérêt. Cette baisse des taux d'intérêt conduit à une légère dépréciation du dollar canadien, ce qui stimule la demande à l'exportation. Parallèlement, la dépréciation du dollar fait monter les prix à l'importation. Des prix plus élevés et un tassement de la demande des consommateurs se traduisent par une baisse notable des importations. Bien qu'une partie de cette baisse soit soulagée par une hausse de la demande d'importations des entreprises, l'incidence sur les importations reste négative au cours de cette période. (Voir le graphique 5.)

Les incidences par industrie varient considérablement à moyen terme. (Voir le graphique 6.) Les services qui s'adressent aux ménages consommateurs, par opposition aux entreprises, sont plus durement touchés. La réduction des dépenses des ménages a des répercussions sur tout un éventail de services, y compris le commerce de détail, l'immobilier et l'intermédiation financière. La production réelle dans les assurances, les services d'investissement financier et les fonds augmente dans le cas de notre hypothèse selon laquelle l'augmentation de l'épargne examinée dans ce scénario résulte d'un recours accru à des conseillers financiers.

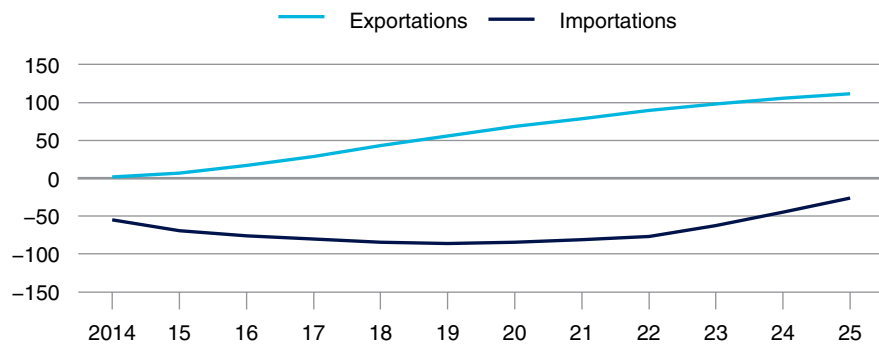
4 Le modèle national du Conference Board comprend une équation type appliquant la règle de Taylor, qui définit le taux bancaire comme une fonction de l'écart de production et de l'inflation.

Des conseils financiers pour renforcer la préparation à la retraite et l'économie

Graphique 5

Incidences sur le commerce à moyen terme

(différence par rapport au scénario de base, M\$ de 2007)

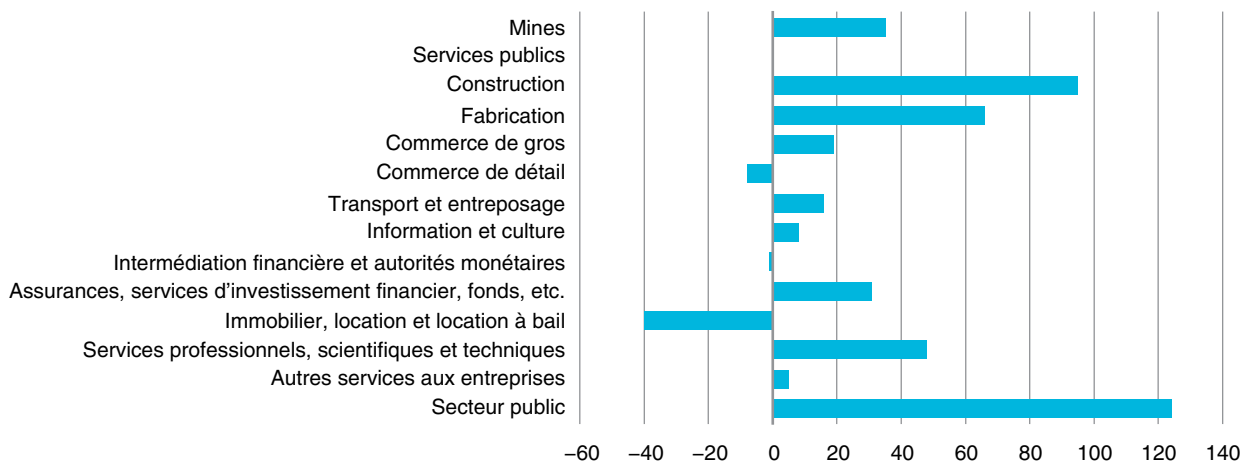


Source : Le Conference Board du Canada.

Graphique 6

Incidences à moyen terme, par secteur, en 2025

(différence par rapport au scénario de base, M\$ de 2007)



Source : Le Conference Board du Canada.

Les incidences sur le secteur des biens économiques sont positives, même à moyen terme, grâce à l'augmentation des dépenses d'investissement des entreprises et aux pressions à la baisse exercées

sur le dollar canadien. La fabrication augmente de 66 M\$ en 2025, la dépréciation du dollar améliorant la compétitivité internationale. La construction connaît également une hausse sensible, car l'augmentation de l'épargne intérieure stimule l'investissement intérieur.

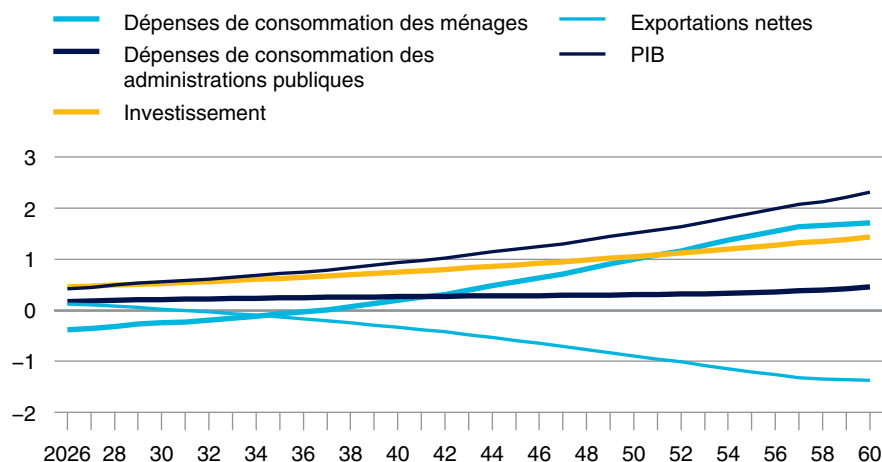
Incidences à long terme

Dans le scénario prévoyant une augmentation de l'épargne, le PIB réel dépasse rapidement le scénario de base et continue de progresser par rapport à l'hypothèse de référence à long terme. En 2060, le PIB réel est supérieur de 2,3 G\$ au scénario de base, en raison de l'incidence de l'augmentation de l'épargne sur l'économie. Plusieurs facteurs font que le PIB réel dépasse le niveau du scénario de base dans cette étude. (Voir le graphique 7.)

Graphique 7

Incidences à long terme

(différence par rapport au scénario de base, G\$ de 2007)



Source : Le Conference Board du Canada.

Bien que la consommation des ménages reste inférieure au scénario de base jusqu'en 2037, la baisse des dépenses des ménages commence à fléchir en 2023, quand les épargnants commencent à puiser peu à peu dans le stock d'épargne supplémentaire accumulé depuis 2014 pour compléter leur revenu de retraite. L'amélioration de l'emploi, qui devient positif en 2023, l'économie intérieure s'améliorant, donne un autre petit coup de pouce. Dans ce scénario, on suppose que le taux de retrait dans le stock d'épargne accumulé augmente avec le nombre de personnes qui atteignent l'âge de la retraite. Plus de revenu continuant d'être retiré du stock d'épargne, les dépenses de consommation augmentent. En fait, en 2060, les dépenses réelles des ménages ont déjà augmenté de 1,7 G\$ par rapport au scénario de base.

Les dépenses de consommation des administrations publiques sont également en hausse, car les dépenses réelles suivent la croissance globale de l'économie. Ensemble, les dépenses de consommation réelles globales ont augmenté de 2,1 G\$ en 2060 par rapport au scénario de base. L'accroissement de l'activité économique à long terme a une incidence positive sur les soldes des finances publiques. En 2060, le solde budgétaire fédéral est supérieur de 1,7 G\$ à l'hypothèse de référence et le solde budgétaire des provinces s'améliore de 1,1 G\$⁵.

Même en partant de l'hypothèse qu'une partie du stock d'épargne accumulé sera retirée pour compléter le revenu de retraite, des taux d'épargne plus élevés modifient sensiblement la trajectoire de l'épargne des ménages sur la durée des prévisions. (Voir le graphique 8.) En 2060, l'épargne nominale des ménages a augmenté de 4,8 G\$. Malgré la réduction qui intervient sur la période de prévision, il reste un stock d'épargne supplémentaire important dans lequel les futurs épargnants pourront puiser. Évidemment, des taux d'épargne plus élevés — à partir de 2014 — aident à mieux préparer les Canadiens à la retraite. En effet, sur la période visée par l'analyse, les personnes qui arrivent à l'âge de

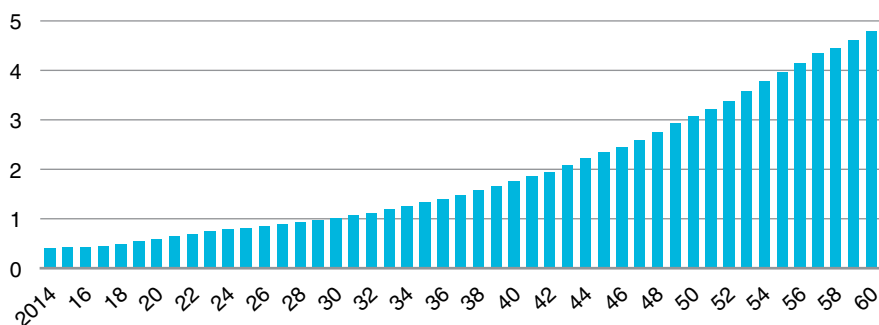
5 Les soldes budgétaires publics sont exprimés en dollars non indexés.

la retraite disposent de plus de revenu, mais il reste encore un stock d'épargne accumulé important qui attend celles qui prendront leur retraite après la période de référence.

Graphique 8

Augmentation de l'épargne nette des ménages

(différence par rapport au scénario de base, G\$)



Source : Le Conference Board du Canada.

Les exportations continuent d'être supérieures au scénario de base tout au long de la période de référence. Cependant, les dépenses de consommation et l'investissement augmentant, il y a une augmentation correspondante des importations de biens et de services afin de satisfaire cette demande supplémentaire. Une économie intérieure plus vigoureuse inverse la dépréciation du dollar observée à moyen terme et la monnaie commence à s'apprécier par rapport au dollar américain d'ici 2030. La monnaie qui s'apprécie exerce des pressions négatives sur le secteur des exportations, ce qui entraîne une baisse graduelle du gain à l'exportation par rapport au scénario de base. Néanmoins, les exportations restent positives en raison de la capacité supplémentaire résultant de l'augmentation des dépenses d'investissement. En 2031, la différence de niveau des importations a dépassé celle des exportations et la contribution des échanges nets est devenue négative.

Grâce à l'épargne intérieure supplémentaire, les dépenses d'investissement réelles augmentent tout au long de la période de référence.

Grâce à l'épargne intérieure supplémentaire, dont la moitié devrait servir à financer l'investissement intérieur des entreprises, les dépenses d'investissement réelles augmentent tout au long de la période de référence. Cette hausse de l'investissement augmente encore, les entreprises investissant dans des augmentations de capacité pour faire face à la croissance de la demande intérieure. À moyen terme, nous voyons la réduction des dépenses de consommation exercer des pressions négatives à la baisse sur les dépenses d'investissement, les entreprises dépensant moins à cause de la réduction de la demande. Mais à long terme, nous voyons une demande intérieure en hausse, créée lorsque des fonds auparavant épargnés sont retirés et utilisés pour financer la consommation pendant la retraite — ce qui incite les entreprises à investir pour faire face à cette augmentation de la demande.

Comme l'explique le chapitre 2, une augmentation de l'investissement a une incidence directe sur la croissance économique potentielle du pays. Tel est bien le cas dans ce scénario où la croissance potentielle augmente de 2,6 G\$ en 2060 — ce qui équivaut à une augmentation de 0,07 %. Cette hausse de la production économique potentielle représente une augmentation permanente du revenu réel et des bénéfices au Canada. On l'obtient par une amélioration de la productivité et du ratio capital-travailleur. Résultat, l'incidence sur l'emploi n'est pas grande dans ce scénario, l'emploi total n'augmentant que de 1 895 postes en 2060.

L'économie intérieure se portant mieux à long terme, toutes les industries affichent une production plus élevée par rapport au scénario de base d'ici 2060. La production réelle dans la construction est supérieure aux prévisions de base grâce à l'investissement intérieur continu stimulé par l'augmentation de l'épargne et à la croissance de la demande des consommateurs qui survient dans la seconde moitié des prévisions.

Cette croissance de la demande des consommateurs, de même que celle visant à répondre aux besoins des entreprises en matière d'investissement, se traduit par une augmentation de la production manufacturière de 50 M\$ par rapport au scénario de base en 2060. Le secteur des services est le plus grand bénéficiaire de la croissance de la demande intérieure, la production réelle des services aux entreprises augmentant de 1,5 G\$ d'ici 2060.

CHAPITRE 5

Conclusion

Résumé du chapitre

- Un scénario où l'épargne augmente, lorsque plus de personnes recourent à des conseillers financiers, entraîne une augmentation de l'épargne des ménages.
- L'augmentation de l'épargne des ménages se traduit par une hausse du revenu des ménages à long terme.
- Il reste un stock d'épargne important à la fin de la période de référence, et il profitera aux personnes qui prendront leur retraite au-delà de cette période.
- Par son incidence sur l'investissement, l'augmentation de l'épargne entraîne une hausse de la production économique potentielle.

Dans ce rapport, nous avons étudié les liens entre les conseils financiers, l'augmentation de l'épargne, la production économique potentielle et la préparation à la retraite. Alors que le Canada s'apprête à connaître une période de vieillissement important de sa population, l'information actuelle montre que beaucoup de gens sont mal préparés financièrement à la retraite. Or, il ressort d'études précédentes que le recours à un conseiller financier incite à plus de discipline par rapport à l'épargne et se traduit par une hausse des taux d'épargne. En encourageant une telle hausse et une meilleure répartition des actifs, l'utilisation de conseillers financiers offre un moyen de mieux préparer les Canadiens à leur retraite.

Ce rapport examine également le lien entre l'épargne et l'investissement intérieurs. Partant de l'hypothèse que l'épargne intérieure a effectivement une incidence sur l'investissement, en particulier à long terme, nous avons créé un scénario hypothétique pour voir l'incidence que peut avoir sur l'économie une augmentation de l'épargne.

En utilisant des données d'enquête contenant les taux d'épargne des personnes recourant à un conseiller financier et les taux de celles qui n'y recourent pas, nous avons fait une projection du revenu à long terme par âge et type d'épargnant (conseillé, non conseiller et investisseur). Nous avons créé un scénario dans lequel nous supposons que 10 % des personnes sans conseiller financier (et qui ne sont pas des investisseurs actifs) commenceront à utiliser un conseiller financier et à épargner au même taux plus élevé que les personnes qui ont déjà un conseiller; et nous avons estimé l'épargne, le revenu de placement des ménages et l'investissement des entreprises qui résulteraient de cette épargne supplémentaire. Nous avons préparé une simulation de modèle au

moyen du modèle de prévision national à long terme du Conference Board afin de quantifier l'incidence économique de l'augmentation de l'épargne à long terme.

Les résultats de la simulation de modèle donnent à penser qu'au cours des toutes premières années des prévisions, l'incidence globale sur l'économie sera négative. Une baisse de la consommation l'emporte sur l'amélioration de l'investissement des entreprises et des exportations. À plus long terme, l'incidence de l'augmentation de l'épargne sur le PIB réel est positive. La consommation se redresse une fois que les épargnants retirent le revenu de placement gagné sur le stock d'épargne accumulé à mesure qu'ils partent à la retraite. L'investissement des entreprises reste positif grâce à une augmentation régulière de l'épargne des ménages. Les exportations restent également positives à long terme, mais les échanges nets commencent à peser sur la croissance dès lors que l'augmentation de la demande intérieure alimente la hausse des importations.

Globalement, un scénario où l'épargne augmente à long terme aboutit à une accumulation d'épargne importante que les Canadiens peuvent utiliser pour compléter leur revenu de retraite. Cette augmentation de l'épargne a aussi une incidence positive sur la production économique potentielle du Canada, ce qui se traduit par une augmentation permanente du revenu et des bénéfices dans le pays.

Dites-nous ce que vous en pensez – évaluez cette publication.

www.conferenceboard.ca/e-Library/abstract.aspx?did=6609

ANNEXE A

Tableaux sommaires

Tableau 1

Principaux indicateurs économiques

(différence — choc moins hypothèse de référence, sauf indication contraire)

	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
PIB réel (M\$ de 2007)	-138	106	375	556	716	932	1 200	1 509	1 896	2 310
PIB (M\$)	-226	-454	-629	-711	-719	-624	-408	-153	-48	-775
Déflateur du PIB (écart en pourcentage)	-0,00	-0,02	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,06
Indice des prix à la consommation (écart en pourcentage)	-0,00	-0,02	-0,04	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07
Salaires hebdomadaires moyens (écart en pourcentage)	-0,00	-0,02	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04
Emploi (milliers)	-1,85	-0,61	0,55	0,81	0,76	1,01	1,34	1,54	1,83	1,89
Taux de chômage	0,01	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Revenu disponible (M\$)	-122	-306	-460	-479	-283	211	1 074	2 265	3 576	3 891
Bénéfices des sociétés avant impôt (M\$)	-27	-85	-61	17	112	209	320	432	509	418
Taux des bons du Trésor à 90 jours	-0,01	-0,02	-0,01	-0,01	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01
Solde courant (M\$)	80	115	179	190	53	-333	-1 073	-2 261	-3 924	-5 603
Impôt sur le revenu (M\$)	-31	-79	-127	-144	-101	33	293	679	1 133	1 251
Impôt sur les bénéfices (M\$)	-9	-27	-20	6	37	69	106	144	169	136
Taxes sur les produits (M\$)	-51	-80	-107	-120	-122	-106	-66	-5	60	52
Solde budgétaire fédéral (M\$)	-38	-31	-59	-85	-59	57	312	732	1 305	1 735
Solde budgétaire provincial (M\$)	-26	1	-21	-60	-63	-4	143	409	790	1 076
Revenu réel disponible (M\$ de 2007)	-71	35	234	470	785	1 229	1 809	2 489	3 209	3 627
Taux de change (écart en pourcentage)	-0,00	-0,02	-0,02	0,01	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03
Canada, obligations fédérales à long terme	-0,00	-0,02	-0,01	-0,01	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01
Épargne nette des ménages	413	593	812	1 015	1 327	1 763	2 338	3 070	3 958	4 798

Source : Le Conference Board du Canada.

Tableau 2

PIB aux prix du marché

(différence — choc moins hypothèse de référence, sauf indication contraire) M\$ de 2007

	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Dépenses de consommation finales		-368	-218	-20	183	457	819	1 247	1 729	2 088
Dépenses de consommation des ménages		-462	-397	-250	-73	192	560	1 000	1 467	1 714
Dépenses de consommation des organismes à but non lucratif		1	2	3	4	5	7	8	10	13
Dépenses de consommation des administrations publiques		78	157	209	241	265	283	304	348	452
Investissement		312	437	525	626	748	890	1 050	1 237	1 434
Investissement des entreprises		314	440	530	631	756	901	1 064	1 254	1 456
Structures résidentielles		96	107	107	113	119	125	130	136	142
Structures non résidentielles		96	131	157	185	220	261	306	359	416
Matériel et outillage		79	137	196	269	366	493	652	851	1 066
Produits de propriété intellectuelle		45	74	92	108	125	144	165	189	216
Administrations publiques		0	0	0	0	0	0	0	-0	-1
Demande intérieure finale		-51	224	511	813	1 209	1 712	2 300	2 969	3 526
Investissements en stocks		6	9	7	11	17	24	31	38	31
Exportations de biens et de services		68	112	109	85	59	31	7	14	90
Moins : Importations de biens et de services		-84	-26	85	221	396	625	904	1 219	1 466
Exportations nettes réelles		153	137	24	-136	-336	-594	-897	-1 205	-1 376
PIB aux prix du marché		106	375	556	716	932	1 200	1 509	1 896	2 310

Remarque : Totaux obtenus au moyen de la technique d'agrégation de Fisher.
Source : Le Conference Board du Canada.

Tableau 3

PIB aux prix de base

(différence — choc moins hypothèse de référence, sauf indication contraire) M\$ de 2007

	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
PIB réel	-133	113	403	618	815	1 063	1 355	1 674	2 045	2 413
Total des biens	36	127	202	230	248	271	294	314	346	414
Agriculture, foresterie et pêche	0	3	6	7	7	7	7	6	4	5
Mines	4	18	35	46	54	63	70	76	81	87
Services publics	-7	-4	0	3	6	8	11	13	16	18
Construction	48	71	95	112	130	152	176	201	228	254
Fabrication	-9	38	66	63	50	41	30	19	17	50
Services aux entreprises	-158	-63	77	209	349	536	771	1 037	1 330	1 548
Commerce de gros et de détail	-42	-21	11	45	85	141	216	306	412	501
Commerce de gros	-10	4	19	31	44	61	84	111	144	177
Commerce de détail	-32	-25	-8	14	41	80	132	196	268	325
Transport et entreposage	-9	2	16	26	34	46	58	72	86	99
Information et culture	-9	-1	8	16	23	32	44	56	71	84
Finance, assurances et immobilier	-70	-51	-11	35	87	157	245	342	442	491
Intermédiation financière et autorités monétaires	-20	-13	-1	11	24	43	67	93	122	141
Sociétés d'assurance et services d'investissement financier connexes, fonds et autres instruments financiers	14	22	31	38	48	61	76	94	113	128
Immobilier, location et location à bail	-65	-60	-40	-13	15	53	102	155	206	222
Services professionnels, scientifiques et techniques	6	25	48	63	77	93	112	132	156	187
Autres services aux entreprises	-34	-18	5	24	43	67	97	129	163	187
Secteur public	-11	50	124	178	218	255	289	322	370	451

Source : Le Conference Board du Canada.

Tableau 4

Marché du travail

(en milliers d'emplois, différence — choc moins hypothèse de référence, sauf indication contraire)

	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Emploi total	-1,85	-0,61	0,55	0,81	0,76	1,01	1,34	1,54	1,83	1,89
Secteur primaire	-0,02	-0,01	-0,03	-0,07	-0,11	-0,14	-0,18	-0,23	-0,27	-0,31
Construction	0,50	0,64	0,72	0,69	0,69	0,71	0,72	0,72	0,70	0,66
Services publics	-0,03	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
Fabrication	-0,15	0,12	0,11	-0,16	-0,46	-0,70	-0,93	-1,15	-1,32	-1,32
Autres services commerciaux	-0,89	-0,71	-0,52	-0,56	-0,69	-0,70	-0,71	-0,79	-0,91	-1,20
Commerce de gros et de détail	-0,74	-0,69	-0,58	-0,48	-0,33	-0,04	0,36	0,81	1,27	1,46
Transport et entreposage	-0,06	-0,10	-0,19	-0,30	-0,41	-0,53	-0,65	-0,79	-0,95	-1,11
Finance, assurances et immobilier	-0,24	-0,33	-0,35	-0,36	-0,37	-0,35	-0,31	-0,27	-0,27	-0,39
Secteur public	-0,20	0,48	1,39	2,03	2,42	2,73	2,99	3,21	3,53	4,06
Chômeurs	1,61	0,63	-0,40	-0,70	-0,70	-0,95	-1,27	-1,48	-1,77	-1,86
Taux de chômage	0,01	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01

Source : Le Conference Board du Canada.

ANNEXE B

Bibliographie

Aegon. *Canada Fact Sheet: The Changing Face of Retirement—The Aegon Retirement Readiness Survey 2013*, La Haye, Aegon, 2013. https://www.transamericacenter.org/docs/default-source/resources/global-survey/TCRS2013_CR_GlobalCA.pdf (consulté le 23 mars 2014).

Bennyhoff, Donald G. et Francis M. Kinniry Jr. *Advisor's Alpha*. Valley Forge (PA), The Vanguard Group Inc., 2013. <https://advisors.vanguard.com/iwe/pdf/ICRAA.pdf?cbdForceDomain=true> (consulté le 24 mars 2014).

Agence du revenu du Canada. *Statistiques finales – Édition de 2010 (année d'imposition 2008). Tableaux 2 et 11A-11D*, Ottawa, Agence du revenu du Canada, 2010. www.cra-arc.gc.ca/gncy/stts/gb08/sfp/fnl/tbls-fra.html#tables1to12 (consulté le 30 mai 2014).

Chalmers, John et Jonathan Reuter. *What Is the Impact of Financial Advisors on Retirement Portfolio Choices and Outcomes?*, document de travail, 6 mai 2014 (version actuelle). www2.bc.edu/jonathan-reuter/research/ORP_201405.pdf (consulté le 2 août 2014).

Dar, A., Atul, Sal AmirKhalkhali et Samad AmirKhalkhali. « The Current Account and the Intertemporal Budget Constraint: Evidence from G7 Countries », *International Business and Economics Research Journal*, vol. 4, n° 10, 2005, p. 67-72. www.cluteinstitute.com/ojs/index.php/IBER/article/view/3627/3672 (consulté le 13 août 2014).

Del Guercio, Diane et Jonathan Reuter. « Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha », *Journal of Finance* (à paraître). www2.bc.edu/jonathan-reuter/research/active_201208.pdf (consulté le 11 juillet 2014).

Feldstein, Martin et Charles Horioka. « Domestic Saving and International Capital Flows », *The Economic Journal* 90, n° 358, 1980, p. 314-329. www9.georgetown.edu/faculty/mh5/class/econ489/Feldstein-Horioka-Puzzle.pdf (consulté le 23 mars 2014).

Fouquau, Julien, Christophe Hurlin et Isabelle Rabaud. « The FeldsteinHorioka Puzzle: A Panel Smooth Transition Regression Approach », *Economic Modelling*, vol. 25, 2008, p. 284-299. <http://economics.ca/2007/papers/0345.pdf> (consulté le 2 avril 2014).

Ghosh, Atish et Uma Ramakrishan. « Do Current Account Deficits Matter? », *Finance and Development*, vol. 43, n° 4, décembre 2006. www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/12/basics.htm (consulté le 20 avril 2014).

Gauthier, Sylvain. *Indice Autorité, Rapport d'analyse—Vague 2*, Montréal, CROP, 2014. www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/autorite/etudes-sondages/rapport_analyse_indice_avril-2014.pdf (consulté le 13 août 2014).

Giannone, Domenico et Michele Lenza. *The Feldstein-Horioka Fact*, Francfort (Allemagne), Banque centrale européenne, 2008. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp873.pdf (consulté le 13 avril 2014).

Hackethal, Andreas, Michael Haliassos et Tullio Jappelli. « Financial Advisors: A Case of Babysitters? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 36, n° 2, 2012, p. 509-524.

Hejazi, Walid et Peter Pauly. *Investissement étranger direct et formation intérieure de capital*, Ottawa, Industrie Canada, 2002. [www.ic.gc.ca/eic/site/eas-aes.nsf/vwapj/wp36f.pdf/\\$file/wp36f.pdf](http://www.ic.gc.ca/eic/site/eas-aes.nsf/vwapj/wp36f.pdf/$file/wp36f.pdf) (consulté le 6 avril 2014).

KPMG EconTECH. *Value Proposition of Financial Advisory Networks—Update and Extension*, Australie, KPMG, 2011. www.ific.ca/wp-content/uploads/2013/09/KPMGReport_ValuePropOfFinAdvisoryNetworks.pdf/4566/ (consulté le 5 avril 2014).

McKinsey & Company. *Are Canadians Ready for Retirement? Current Situation and Guiding Principles for Improvement*, Toronto, McKinsey & Company, 2012. http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey%20Offices/Canada/Latest%20thinking/PDFs/Are_Canadians_ready_for_retirement (consulté le 23 mars 2014).

Montmarquette, Claude et Nathalie Viennot-Briot. *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*, Montréal, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations, 2012. www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2012RP-17.pdf (consulté le 15 décembre 2013).

Pelgrin, Florian et Sebastian Schich. *National Saving–Investment Dynamics and International Capital Mobility*, Ottawa, Banque du Canada, 2004. www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp04-14.pdf (consulté le 20 avril 2014).

Statistique Canada. *CANSIM, tableau 202-0705*. Ottawa, Statistique Canada, n.d. www.statcan.gc.ca/pub/11-008-x/2006003/t/4097805-fra.htm (consulté le 13 août 2014).

e-Library

Do you want to have **access to expert thinking** on the issues that really matter to you and your organization?

Our **e-Library** contains hundreds of Conference Board research studies in the areas of Organizational Performance, Economic Trends and Forecasts, and Public Policy.

Visit www.e-library.ca
or call 1-866-711-2262 for
more information.



Le Conference Board du Canada

Ce que nous sommes :

- l'organisme de recherche appliquée indépendant et sans but lucratif le plus en vue du Canada;
- un organisme objectif et non partisan, qui ne défend pas d'intérêts particuliers;
- un organisme qui s'autofinance en vendant ses services aux secteurs public et privé;
- des experts de l'organisation de conférences, mais aussi des spécialistes reconnus pour la qualité de nos recherches, de nos publications et de nos méthodes de diffusion;
- un pôle d'attraction qui facilite le réseautage parmi les gens d'affaires et nos autres clients du secteur public et d'ailleurs, et qui soutient le perfectionnement des compétences en leadership et le renforcement des capacités organisationnelles;
- des spécialistes des analyses et prévisions économiques ainsi que du rendement organisationnel et de la politique gouvernementale;
- un organisme entièrement privé, mais souvent engagé pour offrir ses services aux différents ordres de gouvernement;
- un organisme affilié, bien qu'indépendant, au Conference Board établi aux États-Unis, qui dessert près de 2 000 entreprises réparties dans 60 pays et possède des bureaux à Bruxelles et à Hong Kong.

Crédibilité. Pertinence. Leadership.



Le Conference Board
du Canada

255, chemin Smyth, Ottawa (Ontario)

K1H 8M7 Canada

Tél. 613-526-3280

Télééc. 613-526-4857

Ligne info 1-866-711-2262

conferenceboard.ca

