



ANALYSE CONJONCTURELLE

Février 2012

Reculer vers le futur : les taux de cotisation REER en baisse au Canada

Points saillants

La tendance baissière des cotisations REER et les risques potentiels qu'elle présente pour les baby-boomers¹ qui se rapprochent de plus en plus de la retraite ont suscité beaucoup de débats et de préoccupations. D'après une analyse menée auparavant par le groupe Recherche économique RBC², cette tendance ne constitue pas en soi le signe d'une épargne-retraite inadéquate, car elle découle grandement de facteurs démographiques. Cette situation s'explique principalement par le fait que les baby-boomers se retrouvent dans des cohortes d'âge où l'on cotise habituellement moins à un REER. Cette analyse antérieure (publiée en janvier 2010) suggérait que ces facteurs démographiques allaient probablement faire en sorte que cette tendance à la baisse des cotisations REER en pourcentage du revenu disponible allait se poursuivre jusqu'en 2020. Le présent document constitue une mise à jour de cette analyse et englobe les données publiées sur les cotisations REER des deux dernières années, qui confirment que la tendance à la baisse se poursuit. De plus, la présente analyse comprend un modèle réestimé qui tient compte de l'incidence des prix des maisons, un élément d'actif qui fait concurrence aux placements REER. Le nouveau modèle a indiqué que la hausse des prix des maisons avait une incidence négative sur les cotisations REER ; toutefois, il projetait toujours une tendance à la baisse des cotisations REER jusqu'en 2020, ce qui était grandement attribuable aux facteurs démographiques.

Analyse

Dans notre analyse précédente, réalisée avec des données couvrant les années 1968³ à 2008, nous avons élaboré un modèle économétrique visant à définir les principaux facteurs des cotisations REER corrigées de l'inflation. La principale conclusion de l'analyse était que les facteurs démographiques et les habitudes d'épargne particulières au sein des différentes cohortes d'âge constituaient les éléments clés ayant conduit à l'augmentation des cotisations REER en pourcentage du revenu disponible (RD) de 1968 à 1997, ainsi qu'à leur recul jusqu'en 2008. Voici un passage tiré de l'étude : « [...] compte tenu de l'accentuation du vieillissement des baby-boomers durant la prochaine décennie, l'étude laisse entendre que la tendance à la baisse des cotisations REER continuera probablement à se confirmer. » Cette situation traduit grandement le fait que la population se concentrait de plus en plus dans des cohortes d'âge où l'on cotise habituellement moins à un REER.

Les données des deux dernières années ont été publiées depuis l'estimation du dernier modèle, et elles ont appuyé les conclusions vues précédemment. En 2009, les cotisations REER totales ont reculé de 0,9 %, à 33,0 milliards de

Paul Ferley
Économiste en chef adjoint
(416) 974-7231
paul.ferley@rbc.com

Nathan Janzen
Économiste
(416) 974-0579
nathan.janzen@rbc.com

David Onyett-Jeffries
Économiste
(416) 974-6525
david.onyett-jeffries@rbc.com

dollars, tandis que le RD a progressé de 1,3 %, à 966 milliards de dollars, ce qui a entraîné la diminution du ratio cotisations/RD, à 3,4 %. Les cotisations totales ont augmenté de 2,6 % en 2010, mais cette croissance a été contrebalancée par la hausse de 4,9 % du RD, ce qui a mené à une nouvelle baisse du ratio cotisations/RD, à 3,3 %. Notre modèle avait prévu une chute des cotisations REER en 2009, découlant de l'incidence de la récession sur les rendements boursiers, suivie d'une légère augmentation en 2010. Somme toute, le maintien de la tendance à la baisse du ratio cotisations/RD au cours des deux dernières années était conforme à notre prévision de 3,3 % pour 2010.

La modélisation initiale des cotisations REER supposait que les cours des actions – en plus des facteurs démographiques et des revenus – représentaient aussi un facteur clé des cotisations REER. La fluctuation des cours boursiers n'agissait à toutes fins pratiques que comme indicateur des rendements des actions. Compte tenu du fait que les placements REER tendent à viser les actions, la progression des marchés boursiers avait été associée à la hausse des cotisations REER. Ce modèle était déficient, car il ne contenait aucune autre option de placement.

L'immobilier résidentiel est un type de placement qui peut faire concurrence aux REER. L'importance de cette autre option de placement a été mise en lumière par l'enquête d'Ipsos Reid sur la situation financière des ménages. Le tableau 1 présente la ventilation des différentes catégories d'actif des ménages de 1999 à 2010. Comme le montrent ces données, la part des actifs immobiliers a augmenté de 2,7 % si l'on compare la période de 2008 à 2010 à celle de 1999 à 2001. Le principal élément venant contrebalancer cette hausse a été la part des placements REER, qui a diminué de 2,4 %. La répartition des données de cette étude par revenu et province de résidence des ménages a semblé confirmer la tendance voulant que la progression de la part des actifs immobiliers s'accompagne d'une baisse des placements REER.

Tableau 1

Catégories d'actif des ménages en tant que % de l'actif total - ensemble des ménages							
	Soldes bancaires	Véhicules	Immobilier	Placements REER	Plac. hors REER	CELI	Total
1999	1.1	7.2	60.8	16.2	14.6	0.0	100.0
2000	1.2	7.0	60.6	16.2	15.0	0.0	100.0
2001	1.3	7.1	62.8	15.5	13.4	0.0	100.0
2002	1.4	7.6	64.8	14.4	11.8	0.0	100.0
2003	1.6	7.3	64.9	14.5	11.7	0.0	100.0
2004	1.8	7.0	62.5	15.3	13.3	0.0	100.0
2005	1.8	6.5	62.7	15.2	13.8	0.0	100.0
2006	1.6	5.9	63.1	15.3	14.1	0.0	100.0
2007	1.5	6.3	59.5	14.2	18.5	0.0	100.0
2008	1.6	6.9	62.9	13.2	15.5	0.0	100.0
2009	1.6	6.4	64.6	13.4	13.6	0.3	100.0
2010	1.4	6.2	64.8	14.1	12.8	0.6	100.0
1999-2001	1.2	7.1	61.4	16.0	14.3	0.0	100.0
2008-2010	1.5	6.5	64.1	13.6	14.0	0.3	100.0
	0.3	-0.6	2.7	-2.4	-0.4	0.3	0.0

Sources : Enquête *Canadian Financial Monitor* d'Ipsos Reid, Recherche économique RBC.

Notes :

Les soldes bancaires visent des fonds qui ne sont pas détenus dans des CELI, des REER, des REEE et des REEI.

Les placements hors REER comprennent les placements non effectués à l'abri de l'impôt ainsi que les placements dans des FERR, des REEE, des REEI, des FRV/FERRI et des CRI.

La préférence de plus en plus marquée des ménages pour les actifs immobiliers pourrait s'expliquer par le fait que les prix des maisons ont dépassé les cours des actions (qui représentent habituellement une part importante des placements REER, que ce soit au moyen d'une détention directe ou indirecte

à l'aide de fonds communs de placement), présentant ainsi aux ménages un incitatif financier rationnel pour qu'ils placent leurs économies dans l'immobilier résidentiel (graphique 1). Il s'agit d'une théorie particulièrement plausible, car les placements immobiliers, à l'instar des REER, sont assujettis à un régime fiscal préférentiel au Canada. Les cotisations REER sont déductibles du revenu imposable, et les gains en capital et les revenus de placement découlant de ces régimes sont libres d'impôt. Les retraits subséquents des régimes enregistrés sont imposés au taux d'impôt sur le revenu des particuliers en vigueur au moment du retrait.

Les logements de type propriétaire-occupant sont aussi considérés par la loi fiscale canadienne comme un placement à l'abri de l'impôt au titre duquel les loyers théoriques et les gains en capital sont en franchise d'impôt. Par ailleurs, aucun impôt n'est applicable à leur disposition ; toutefois, contrairement aux REER, il n'existe aucune déduction d'impôt sur le revenu pour les investissements résidentiels au moment de l'achat du bien immobilier. Les placements immobiliers revêtent notamment l'avantage suivant : aucun plafond ne restreint le montant du placement immobilier qui peut être effectué « à l'abri de l'impôt », ce qui contraste avec les plafonds imposés aux placements REER.

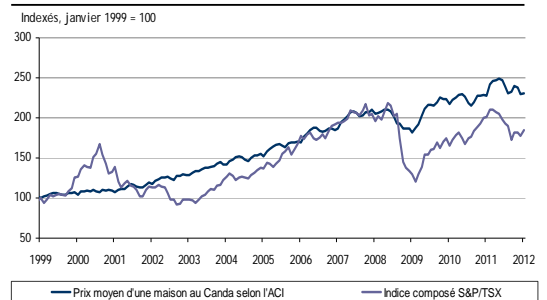
Les placements immobiliers pourraient aussi être privilégiés en raison de l'accessibilité des prix des maisons sur le marché du logement au cours de la dernière décennie, qui a été appuyée par un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt. Cette accessibilité relative a rendu l'achat d'une maison plus attrayant aux yeux des ménages, ce qui a entraîné une hausse des taux d'accession à la propriété d'un bout à l'autre du pays.

Bien qu'un examen de la ventilation des catégories d'actif des ménages expose certaines tendances notables, il subsiste toujours le risque que la part grandissante des actifs immobiliers soit attribuable à l'augmentation plus marquée des prix des maisons. Autrement dit, la part grandissante des actifs immobiliers ne traduit pas une décision d'accroître la pondération de cette catégorie d'actif, mais plutôt une croissance plus rapide de la valeur de ces actifs par rapport au prix moyen des actifs du portefeuille global.

Afin de déterminer dans quelle mesure les décisions de placement des ménages sont influencées par les bases économiques sous-jacentes du marché immobilier, nous avons tenu compte des données de l'analyse précédente et y avons ajouté les hausses réelles des prix des maisons comme autre variable explicative. L'augmentation des prix des maisons peut toucher de différentes manières le choix de cotiser à un REER ; cela jouera sur le signe et la taille du coefficient estimé. La hausse des prix des maisons gonfle le coût de logement, particulièrement pour les accédants à la propriété. La majoration des prix pourrait faire chuter la demande de logements et ainsi faire accroître la part d'autres placements comme les REER. Pour ce faire, il faudrait observer un coefficient positif et une corrélation positive entre les prix des maisons et les cotisations REER. Par ailleurs, nous avons déjà mentionné que l'accession à la propriété est un placement qui peut aussi servir d'instrument d'épargne de rechange aux REER, compte tenu du fait que, comme les REER, les

Graphique 1

Prix des actifs



Sources : Banque du Canada, Association canadienne de l'immobilier (ACI), Recherche économique FBC.

gains en capital (et les loyers imputés) découlant d'une résidence principale sont à l'abri de l'impôt sur les gains de capital. La montée des prix des maisons et les prévisions voulant que cette tendance se maintienne à l'avenir font gonfler les attentes quant aux gains en capital réalisables sur des placements immobiliers. L'augmentation des gains en capital découlant de placements immobiliers pourrait entraîner une hausse relative de la demande de logements, potentiellement au détriment d'autres instruments d'épargne, comme les REER. Pour ce faire, il faudrait observer un coefficient négatif et une corrélation négative entre les prix des maisons et les cotisations REER. Les données de l'enquête d'Ipsos Reid nous permettent de conclure que la dernière corrélation dominera probablement.

Modélisation des habitudes d'épargne

Dans notre précédente analyse des cotisations REER, nous soutenions que les facteurs démographiques, particulièrement l'âge des baby-boomers, peuvent expliquer en grande partie la tendance des cotisations REER au cours des 40 dernières années. À titre d'exemple, nous avons estimé la fluctuation des cotisations REER annuelles corrigées de l'inflation selon l'équation 1 ci-dessous.

Équation 1

$$\Delta rrsp_t = \alpha rrsp_{t-1} - \gamma_i \Delta age_{i,t-1} - \delta rpd_{i,t-1} + \beta_1 \Delta rpd_t + \beta_2 \Delta tsx_t + \beta_3 \Delta pcy_t + \varepsilon_t$$

Où :

$rrsp$ = logarithme naturel des cotisations REER annuelles corrigées de l'indice des prix à la consommation (IPC)

age_i = tranche de la population dont l'âge est i

rpd_i = logarithme naturel du revenu disponible réel

tsx = logarithme naturel de l'indice composé TSX corrigé de l'IPC

pcy = variable politique générée en faisant interagir le plafond de cotisation et le pourcentage maximal de revenu gagné déductible du revenu imposable, et en corrigeant ce résultat de l'IPC.

ε = terme d'erreur

Ce modèle comprend des variables qui expliquent la tendance à long terme des cotisations REER ainsi que des éléments qui expliquent la volatilité à court terme entourant cette tendance. À long terme, le montant des cotisations REER corrigées de l'inflation est établi selon la répartition de la population canadienne par catégorie d'âge ainsi que le revenu réel des ménages au pays. À plus brève échéance, le modèle permet des écarts autour de cette tendance, qui découlent des changements de politique et des fluctuations à court terme des revenus et des gains sur les marchés boursiers. La variable pcy est incluse pour gérer les variations des cotisations REER causées par les changements apportés au plafond de cotisation au fil du temps.

Afin de vérifier si le rendement des placements immobiliers, traduit par la hausse des prix, pourrait avoir une incidence considérable sur les fluctuations à court terme des cotisations REER, nous avons modifié l'équation 1 ci-dessus pour y inclure une variable reflétant les prix des maisons (voir l'équa-

tion 2 ci-dessous). La variable $hret$ ajoutée à l'équation 2 représente le logarithme naturel d'une moyenne mobile sur cinq ans du ratio du prix moyen d'une maison au Canada sur l'indice composé TSX. La variable θ est la variable fictive qui correspond à 0 jusqu'en 1983 et à 1 par la suite. Les taux hypothécaires ont généralement été à la baisse durant cette période, mais le taux pour un terme de 5 ans a atteint un sommet de 18 % en 1981 et en 1982.

Équation 2

$$\Delta rrs p_t = arrsp_{t-1} - \gamma_i \Delta age_{i,t-1} - \delta rpd_{i,t-1} + \beta_1 \Delta rpd_i + \beta_2 \Delta tsx_t + \beta_3 \Delta pcy_t + \beta_4 \theta \Delta hret_t + \varepsilon_t$$

On utilise une moyenne mobile sur cinq ans du ratio des prix des maisons sur l'indice composé TSX comme indicateur du rendement prévu des placements immobiliers par rapport à celui des marchés boursiers. En fait, nous supposons que les attentes des ménages à l'égard des variations de prix à venir sont grandement influencées par les variations actuelles et antérieures. Ainsi, une augmentation soutenue du taux de croissance des prix des maisons par rapport aux rendements boursiers durant un certain nombre d'années pourrait laisser croire que les prix des maisons continueront de monter à un rythme plus élevé. Nous nous fions au ratio du rendement des placements immobiliers sur les rendements boursiers, car une part considérable des cotisations REER revêt la forme de placements dans des fonds communs, qui sont pour la plupart exposés aux marchés boursiers. Nous avons également intégré au départ un taux d'intérêt à court terme dans l'équation 2, d'abord et avant tout pour refléter les positions dans des « liquidités sans risque » ; toutefois, cette variable n'a pas joué de rôle significatif dans l'estimation.

Le tableau 2 présente le sommaire des résultats obtenus grâce à la réestimation de notre modèle précédent (qui comprend les données des deux dernières années, lesquelles ne figuraient pas dans l'ancienne estimation) et une estimation de notre nouveau modèle, qui intègre les prix des maisons. L'estimation laisse supposer une corrélation négative entre les prix des maisons et les cotisations REER. Notamment, une augmentation du taux de croissance des prix des maisons par rapport aux rendements boursiers tend à coïncider avec une baisse relative des cotisations REER. Cela confirme la perception voulant que l'accroissement des prévisions de hausse réelle des prix des maisons incite les ménages à investir davantage dans les placements immobiliers, au détriment d'autres instruments d'épargne à l'abri de l'impôt, comme les REER.

Nous avons combiné notre prix des maisons relatif à une variable fictive, θ , qui correspond à 0 jusqu'en 1983 et à 1 par la suite puisque, chose intéressante, la corrélation négative entre la croissance des prix des maisons et les cotisations REER ne ressort que depuis le début des années 1980. Cette période coïncide avec l'amorce d'une baisse des taux hypothécaires, après l'atteinte d'un sommet en 1981-1982. De plus, cela pourrait indiquer un changement de perception des ménages à l'égard du logement ; ils ont décidé à ce moment de mettre davantage l'accent sur l'immobilier en tant que placement et de ne pas le cantonner à sa fonction d'abri physique. L'examen des résultats d'un autre modèle ayant utilisé des données non publiées sur les prix

Tableau 2

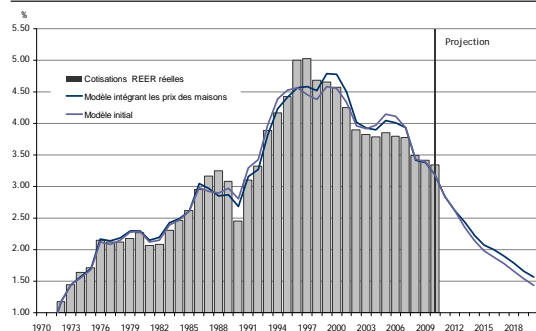
Sommaire des résultats

Variable dépendante : $\Delta rrs p_t$

	Modèle 1		Modèle 2	
	Coeff.	Err. type	Coeff.	Err. type
$rrsp_{t-1}$	-0.31	(0.04)	-0.31	(0.04)
$\Delta age_{3544,t-1}$	26.56	(8.95)	22.28	(9.01)
$\Delta age_{4554,t-1}$	63.34	(14.07)	57.00	(14.11)
$\Delta age_{5574,t-1}$	56.13	(20.92)	50.58	(20.51)
$rpd_{i,t-1}$	0.16	(0.02)	0.16	(0.02)
Δrpd_i	0.74	(0.46)	0.50	(0.47)
Δtsx_t	0.12	(0.05)	0.09	(0.05)
Δpcy_t	0.02	(0.00)	0.02	(0.00)
$\delta \Delta hret_t$	-	-	-0.31	(0.18)
R au carré	0.79		0.81	
R au carré (corrigé)	0.74		0.76	

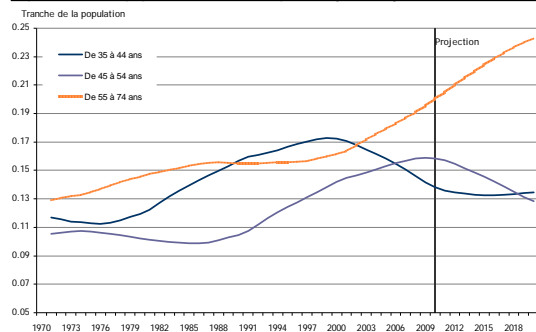
Graphique 2

Simulations de modèles : Cotisations REER en % du RD



Graphique 3

Répartition de la population canadienne par catégorie d'âge



historiques des maisons fournies par l'Association canadienne de l'immeuble (ACI) a permis de conclure que les prix des maisons avaient une incidence limitée, voire nulle, sur l'établissement des cotisations REER avant le début des années 1980.

Comme dans notre autre étude, le relèvement des plafonds de cotisation a mené à une augmentation des cotisations REER, mis en lumière par la corrélation positive avec notre variable politique. L'incidence de la répartition de la population par catégorie d'âge et de la hausse des revenus est, somme toute, conforme à celle de notre étude précédente. En particulier, bien que les variations des prix des maisons semblent avoir des effets sur les fluctuations à court terme des cotisations REER, nous prévoyons que la tendance sous-jacente à long terme continuera d'être largement dominée par les changements de la répartition de la population canadienne par catégorie d'âge, ainsi que par la croissance des revenus.

Projections

Le graphique 2 indique que, jusqu'à maintenant, notre modèle initial et notre nouveau modèle intégrant les prix des maisons ont clairement expliqué la tendance affichée par les cotisations REER au fil du temps. Ce graphique montre aussi des projections pour nos deux modèles. Les deux modèles indiquent que la tendance à long terme affichée par les cotisations REER a largement été dominée par les changements de la répartition de la population canadienne par catégorie d'âge, ainsi que par la croissance des revenus réels. Fait à noter, la hausse des cotisations REER en tant que pourcentage du revenu disponible durant toute la décennie 1980 et au début des années 1990 semble coïncider avec la période d'épargne record des baby-boomers (graphique 3). À des fins de projection, nous avons émis l'hypothèse que les prix des maisons augmenteront généralement de 3,5 %, en moyenne, par année, jusqu'en 2020. À notre avis, cette prévision de hausse de 3,5 % des prix des maisons constitue le scénario le plus probable dans un contexte de croissance modérée de la demande et de l'offre de logements, qui maintiendrait l'équilibre sur le marché durant une longue période. Cette conjoncture suivrait les très fortes augmentations survenues entre 2002 et 2008, attribuables entre autres à de grandes innovations financières, et qui se sont depuis partiellement renversées. Bien que la hausse continue des prix des maisons alimente la tendance baissière des cotisations REER durant la période visée par les prévisions, les facteurs démographiques restent dominants. Par exemple, une augmentation de 10 % des prix des maisons ne ferait passer la part des cotisations REER (actuellement à 1,57 %) qu'à 1,48 % en 2020 à l'aide de la hausse annuelle de 3,5 %.

Fait à noter, le modèle précédent indiquait une tendance à la baisse légèrement plus marquée des cotisations REER. Cela pourrait montrer qu'en l'absence de la variable des prix des maisons, le coefficient (en terme de valeur absolue) accordé aux facteurs démographiques était exagéré. Le nouveau modèle affiche une tendance baissière légèrement moins marquée des cotisations REER, car il a corrigé cette lacune et il fait état d'un ralentissement des augmentations des prix des maisons jusqu'en 2020 (fin de la période visée par les prévisions). Cela dit, le nouveau modèle suppose toujours que les

cotisations REER (en pourcentage du revenu disponible) continueront de diminuer tout au long de la prochaine décennie jusqu'à un niveau vu pour la dernière fois dans les années 1970. Cette tendance ne semble pas vouloir se stabiliser en 2020 (fin de la période visée par les prévisions).

Conclusion

Selon notre modèle initial, il est probable que la tendance baissière des cotisations REER en pourcentage du revenu disponible se poursuive jusqu'en 2020 (à l'instar de la période 1997-2008). La récente tendance à la baisse de la part de revenu disponible allouée aux cotisations REER, ainsi que son maintien jusqu'à la fin de la présente décennie, n'indique pas nécessairement une diminution du taux d'épargne-retraite des ménages. Elle traduit davantage le fait que la population se concentre de plus en plus dans les cohortes d'âge où l'on cotise habituellement moins à son REER. Les données sur les cotisations REER effectuées en 2009 et en 2010 (publiées par la suite) ont confirmé le caractère durable de la tendance baissière des cotisations REER en pourcentage du RD.

L'examen des données de l'enquête sur la situation financière des ménages a permis de découvrir que les placements immobiliers serviraient, du moins en partie, de solution de rechange aux placements REER. La hausse considérable de la part des actifs immobiliers dans le portefeuille d'actifs global des ménages au cours de la dernière décennie a coïncidé avec une solide augmentation des prix des maisons ; elle a par contre été fortement contrebalancée par la diminution de la part de revenu disponible allouée aux REER. Ces observations nous ont incités à revoir notre modèle initial et à y intégrer une variable reflétant le rendement réel implicite des placements immobiliers. Cette variable a permis d'estimer un coefficient négatif, qui signifie qu'une hausse des prix des maisons coïncide avec une baisse des placements REER.

Bien que le nouveau modèle et l'ajout des données des deux dernières années appuient l'hypothèse selon laquelle le recours aux placements immobiliers comme solution de rechange peut avoir une incidence sur l'établissement des cotisations REER des ménages, il n'en demeure pas moins que ce sont les facteurs démographiques qui dominent. Nous prévoyons que les prix des maisons continueront de monter, ce qui nous permet de tableur sur une baisse légèrement moins marquée des cotisations REER que celle établie par le modèle précédent. Toutefois, ce sont les facteurs démographiques qui auront la plus grande influence ; par conséquent, nous misons toujours sur une tendance baissière des cotisations REER en pourcentage du revenu disponible jusqu'en 2020 (jusqu'à un niveau vu pour la dernière fois dans les années 1970). Cette tendance ne semble pas vouloir se stabiliser par la suite.

Notes

¹ La génération des baby boomers représente les individus qui sont nés entre 1947 et 1966. En 2008, la cohorte de cette catégorie d'âge représentait une portion importante de la population totale, soit 30 %.

² Recherche économique RBC (janvier 2010). *Les cotisations REER de 1968 à 2008... et jusqu'en 2020*.

³ Les données concernant les cotisations REER ne sont pas disponibles avant 1968, malgré le fait que le programme ait été introduit en 1957.

Le contenu de ce rapport est la propriété de la Banque Royal du Canada et ne peut être reproduit d'aucune manière, en tout ou en partie, sans l'autorisation expresse écrite du titulaire du droit d'auteur. Les informations et statistiques contenues dans les présentes ont été préparées par la Recherche économique RBC sur la base de renseignements provenant de sources jugées fiables. Nous ne faisons aucune déclaration ni ne donnons aucune garantie, expresse ou implicite, concernant leur précision ou leur exhaustivité. Cette publication est destinée à l'information des investisseurs et du monde des affaires et ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation visant l'achat de valeurs mobilières.

® Marque déposée de la Banque Royale du Canada
© Banque Royale du Canada.