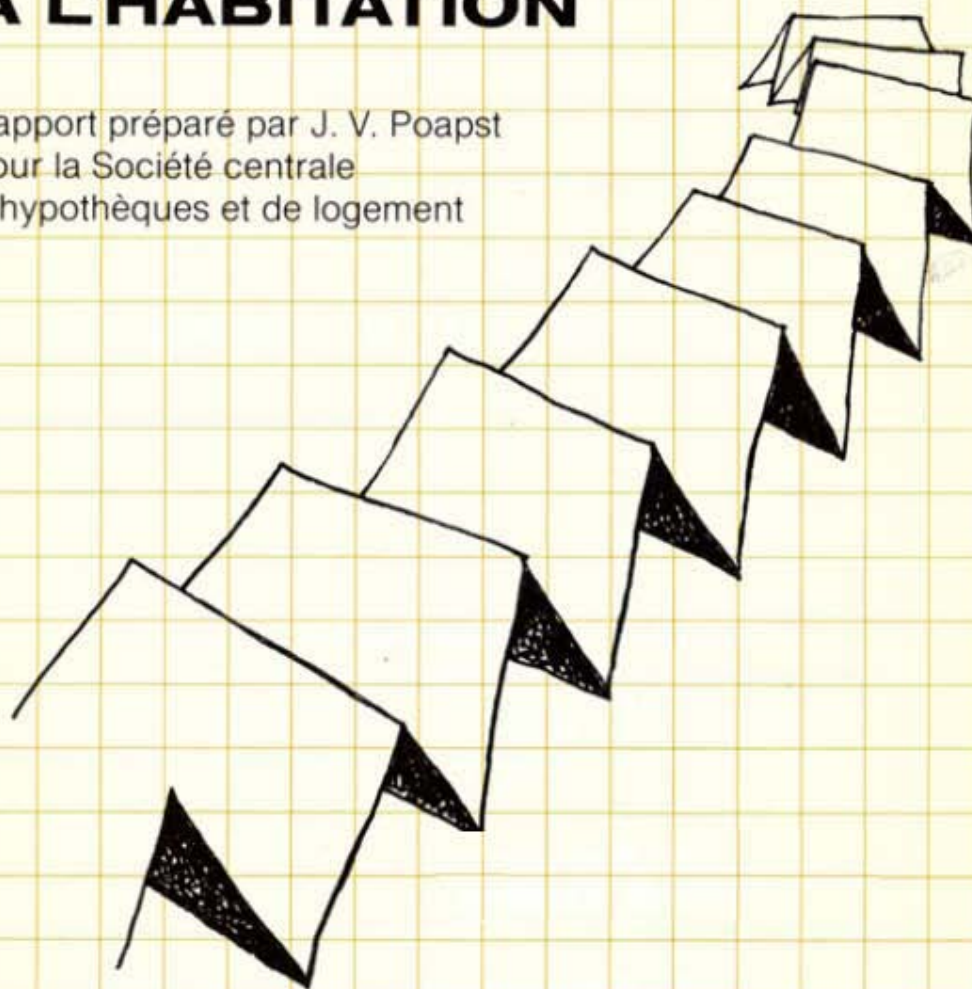


DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION

Rapport préparé par J. V. Poapst
pour la Société centrale
d'hypothèques et de logement



Volume I Une société de
commercialisation de prêts
hypothécaires à l'habitation

DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES CRÉANCES
HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION

Volume I
Une société de commercialisation
de prêts hypothécaires à l'habitation

*Rapport préparé par J. V. Poapst,
pour la Société centrale d'hypothèques et de logement*

Avant-propos

En 1970, une équipe spéciale d'étude était mise sur pied, conjointement par le ministre d'Etat, chargé des Affaires urbaines et par la Société centrale d'hypothèques et de logement, et avait pour tâche de rechercher et de proposer des mesures législatives pour la création d'éventuels nouveaux mécanismes de financement dans le marché hypothécaire. Trois possibilités de base furent étudiées par l'équipe, à savoir: la constitution d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation; la constitution de sociétés d'investissements hypothécaires; les prêts hypothécaires à taux d'intérêt variable.

On estima que les rapports d'étude et autres documents mis à la disposition de l'équipe lors de ses discussions pourraient bien présenter un certain intérêt aux yeux d'un plus vaste public. C'est ainsi qu'on trouvera dans le présent ouvrage—premier d'une série de trois volumes—les éléments de recherche relatifs au rôle et à la raison d'être d'une Société nationale de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation.

La plupart des éléments contenus dans ce volume sont inédits; quant aux autres, ils ont été remaniés et y sont présentés d'une façon originale. Cette documentation devrait constituer une source de connaissances utiles pour fins de discussion publique, s'étant d'ailleurs déjà avérée des plus efficace à l'heure des débats législatifs. Elle devrait soulever également un intérêt considérable dans le monde académique canadien, et, à un degré moindre, chez les observateurs étrangers.

Il peut être intéressant de noter ici que la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles, le Bill C-135, a été présentée à la Chambre des Communes le 1er février 1973. Le nouveau projet de loi visait à l'établissement d'une telle société de commercialisation de créances hypothécaires—ce dont il est traité dans le présent volume—et prônait en outre celui de compagnies privées de placements hypothécaires—sujet qui sera traité dans un volume subséquent de cette série.

Remerciements

La présente étude est le fruit du travail de nombreuses personnes.

M. E. D. L. Miller, trésorier à la Canada Trust Huron and Erie, fut le principal animateur du projet et joua un rôle de premier plan dans la conduite de nos enquêtes auprès des institutions de prêt et des courtiers en placement quant à la proposition d'une banque centrale d'hypothèques ainsi que dans la planification et la direction du travail extérieur des membres de l'équipe. De plus, il contribua aux éléments de base des parties 5 et 6, chapitre III, et partie 1, chapitre IV du présent volume.

Le professeur H. H. Binhammer, du Département D'Economie du Collège militaire royal, prépara les chapitres II et III ainsi que les appendices D et E.

M. G. A. Golden, de la compagnie d'assurance Sun Life, contribua à la seconde partie du chapitre IV. Le professeur J. A. Galbraith, de la Banque Royale du Canada, participa à l'élaboration de la troisième partie du même chapitre. Le professeur W. R. Waters, de la Faculté des Etudes administratives de l'Université de Toronto, prépara le chapitre V.

M. C.W. Goldring, vice-président administratif de A.G.F. Management Limited et de American Growth Fund Limited, fournit trois rapports qui servirent à la préparation du chapitre V. Le professeur Waters et moi-même nous sommes partagés la tâche de développer et de mener à bien l'enquête par voie postale sur les investissements en prêts hypothécaires à l'habitation par les régimes fiduciaires de pension, dont les résultats sont présentés dans l'appendice C.

M. Harry Weitz, de Statistiques Canada, nous guida dans l'élaboration du questionnaire et nous procura promptement les renseignements spéciaux sous forme de tableau requis pour le chapitre V.

Le chapitre VI est l'oeuvre du professeur Paul Halpern, de la Faculté d'études administratives de l'Université de Toronto. Le professeur E. Sussman, assistant-directeur à la Division de l'Economique et de la Statistique, SCHL, supervisa la préparation de l'appendice A et édita les morasses. Qui plus est, sa connaissance étendue des politiques gouvernementales au Canada et aux Etats-Unis dans le domaine de l'habitation et du marché hypothécaire put être mise à contribution par l'équipe spéciale d'étude tout au long de son travail.

M. Roger Simard, de la Division de l'Economique et de la Statistique,

SCHL, a préparé l'appendice B. Le président de la Long Range Planning Limited, M. T.F. Tyson, fut le coordonnateur de l'équipe spéciale et, à ce titre, facilita notre travail de mille et une façons. MM. Binhammer, Sussman, Simard et Tyson participèrent avec M. Miller à la mise au point et à la conduite de l'enquête-interview.

M. M.J.C. Boyd, de Boyd, Statt, McDonald Limited, en tant que directeur de l'équipe spéciale, fournit sa participation constante au travail sur la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation. Il dirigea plusieurs de nos discussions sur le développement du marché des créances hypothécaires à l'habitation, dont la portée apparaît dans l'extrait de ses commentaires reproduit au chapitre I.

Mentionnons enfin les nombreux fonctionnaires du gouvernement fédéral et dirigeants d'institutions privées de prêt qui nous firent part de leurs vues sur le sujet.

En tant que directeur de la recherche pour l'équipe spéciale, je voudrais remercier toutes les personnes précitées de l'aide qu'elles nous ont apportée dans nos travaux de recherche.

Pour terminer, rappelons ici, comme il est d'usage, que les opinions exprimées dans cet ouvrage sont celles de leurs auteurs et ne correspondent pas nécessairement à celles des organismes auxquels ils sont associés.

J. V. Poapst
Professeur des finances
Faculté des Etudes administratives
Université de Toronto

Juin 1972.

Table des matières

Chapitre 1

Introduction *par J. V. Poapst*

	Page
I LA POLITIQUE DU LOGEMENT DU GOUVERNEMENT ET LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES	2
II PERSPECTIVES DE LA DEMANDE ET DE L'APPORT DES FONDS SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE	4
III LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE ET LE RESSERREMENT MONÉTAIRE	7
IV AMÉLIORATION DE L'APPORT PRIVÉ DE FONDS HYPOTHÉCAIRES	10
V FACTEURS RELATIFS AU CHOIX DES TROIS PROJETS	13
VI CONTENU DU VOLUME I	21

Chapitre 2

Le marché hypothécaire: La nature du problème

par H. H. Binhammer

I L'ACTE HYPOTHÉCAIRE	23
II LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE RÉSIDENTIEL	25
III LES FONCTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS	27
IV LES CARACTÉRISTIQUES D'UN MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE SECONDAIRE ÉTABLI	28
V LE RÔLE DES INSTIGATEURS DE MARCHÉ	29
VI LES CONSÉQUENCES D'UN MARCHÉ SECONDAIRE ÉTABLI	31

Chapitre 3
Organisation et fonctionnement d'une Société de
commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation —
Grandes lignes du Projet

par H. H. Binhammer

	Page
I FORME DE L'ORGANISATION	33
II FONCTIONNEMENT EN TANT QU'ORGANISME FINANCIÈREMENT INDÉPENDANT	34
III FONCTION COMMERCIALE	34
1. Admissibilité des correspondants	34
2. Admissibilité des créances hypothécaires	34
3. Techniques commerciales	35
4. Politique commerciale à long terme	38
IV FONCTION DE PRÊT	39
1. Dispositions actuelles	39
2. Rôle des dispositions de prêt	39
3. Techniques de prêt	40
V DÉFAUTS DE PAIEMENT ET SAISIES	41
VI FINANCEMENT	41
1. Capitalisation	41
2. Dette à court terme	42
3. Dette à long terme	43
4. Sources publiques contre sources privées	43
5. Gestion des engagements	43

Chapitre 4
**Les répercussions possibles d'une Société de Commercialisation
de créances hypothécaires à l'habitation auprès des
institutions de prêt**

par E. D. L. Miller, G. A. Golden et J. A. Galbraith

	Page
I REPERCUSSIONS SUR LES COMPAGNIES DE FIDUCIE ET DE PRET	46
1. Perspective historique	46
2. Stratégie relative aux investissements	47
3. La situation des prêts hypothécaires dans la stratégie d'investissement	49
4. L'importance d'un service de négoce	50
5. L'importance d'un service de crédit	51
6. Effets sur la détention de titres hypothécaires	52
II EFFETS SUR LES COMPAGNIES D'ASSURANCE SUR LA VIE	52
1. Stratégie relative aux investissements	52
2. Les créances hypothécaires dans la stratégie relative aux investissements	54
3. L'importance d'un service de négoce	56
4. L'importance d'un service de crédit	56
5. Effets de la Société sur le portefeuille hypothécaire	57
II EFFETS SUR LES BANQUES À CHARTE	57
1. Le rôle de créatrice de marché d'une Société de commercialisation	58
2. La fonction de négoce d'une SCPHH	59
3. La fonction de négoce de crédit d'une Société de commercialisation	62
4. Conclusion	62

Chapitre 5

Potentiel de l'investissement hypothécaire résidentiel par les régimes fiduciaires de pension et impact éventuel d'une société de commercialisation des prêts hypothécaires à l'habitation

par W. R. Waters

	Page
Introduction et sommaire	63
I CONTEXTE HISTORIQUE	67
1. Composition du portefeuille des régimes de pension canadiens	67
2. Facteurs influant sur le choix de la composition du portefeuille ..	74
3. Implications des développements historiques pour les investissements futurs dans les créances hypothécaires	78
4. Autres indications relatives à la participation des régimes fiduciaires de pension dans les créances hypothécaires: l'expérience américaine	79
5. Parallèle Etats-Unis-Canada	79
II PORTEFEUILLE-MODÈLE DIT DE "COMPOSITION OPTIMALE"	81
III INVESTISSEMENT HYPOTHECAIRE VISÉ ET POSSIBILITÉS D'IMPACT D'UNE SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES	82
1. L'investissement-type	82
2. Rythme de réalisation éventuelle d'une proportion-type	89
3. Evaluation de l'utilité d'une Société de commercialisation de prêts hypothécaires à l'habitation pour les régimes fiduciaires de pension	91
4. Estimation de l'impact d'une Société de commercialisation de prêts hypothécaires à l'habitation sur le niveau de l'investissement hypothécaire des régimes fiduciaires de pension	102
IV LA SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION EN TANT QU'ACHETEUR DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES AUPRÈS DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION	106

Chapitre 6
Une analyse économique d'une société de commercialisation
de prêts hypothécaires à l'habitation

de Paul Halpern

	Page
I INTRODUCTION ET GÉNÉRALITÉS	109
I LA SCPHH EN TANT QUE MARCHÉ SECONDAIRE	111
I ÉTABLISSEMENT DU RENDEMENT SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE	114
✓ RÉPERCUSSIONS DE LA CRÉATION D'UN MARCHÉ SECONDAIRE	117
✓ RÉPERCUSSIONS DU NÉGOCE SUR UN MARCHÉ SECONDAIRE ..	121
1. Rythme d'ajustement	122
2. Décalage des changements des taux hypothécaires par rapport à ceux des obligations	124
3. Spéculation de la SCPHH	125
4. Oppositions	126
I OBJECTIFS DE LA POLITIQUE GOUVERNEMENTALE CONCERNANT L'AFFLUX DE FONDS VERS LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES	126
I INCOMPATIBILITÉ ENTRE LA FONCTION DE NÉGOCE ET LA POLITIQUE DE STABILISATION	131

Chapitre 7

Post-scriptum

par J. V. Poapst

I LA B.F.H. DU BILL C-135	133
I OBSERVATIONS	134
1. Situation de la B.F.H. dans le gouvernement	134
2. Situation de la B.F.H. dans le secteur privé	135

	Page
3. Taux de rendement requis	135
4. Sources de bénéfices	136
5. Effets sur les disponibilités de fonds hypothécaires	140
III CONCLUSION	143

Annexes

A Documentation	
<i>par E. Sussman et son personnel</i>	144
B Classification des réponses obtenues à l'enquête menée auprès des institutions de prêt et des courtiers en placement portant sur la proposition d'une banque centrale d'hypothèques	
<i>par R. Simard</i>	178
C Enquête de l'équipe de projet sur les investissements dans les créances hypothécaires résidentielles par les régimes fiduciaires de pension, Avril 1971,	
<i>par W. R. Waters et J. V. Poapst</i>	197
D Remarques sur la Federal National Mortgage Association, la Government National Mortgage Association et le Federal Home Loan Bank System aux Etats-Unis,	
<i>par H. H. Binhammer</i>	209
E Remarques sur les expériences étrangères en matière d'aide à l'habitation en périodes de restrictions monétaires	
<i>par H. H. Binhammer</i>	239
F Extraits du Bill C-135	247
G Membres de l'équipe spéciale d'étude sur les nouveaux mécanismes et institutions de financement	259

Chapitre 1

Introduction

par J. V. Poapst

La fonction principale du marché des capitaux est le transfert de fonds à partir des familles, des entreprises commerciales, des gouvernements ou autres organismes qui disposent d'excédents d'argent, vers des organismes semblables qui en sont déficitaires. Les modalités et conditions selon lesquelles le transfert est effectué dépendent de la facilité avec laquelle les investisseurs peuvent négocier subséquemment les instruments financiers qui s'y rattachent. Dans le cas des créances hypothécaires à l'habitation, la possibilité de commercialisation est faible en comparaison des principaux autres instruments financiers à long terme, obligations et actions. Cette situation restreint l'afflux des fonds privés vers le secteur des prêts hypothécaires à l'habitation et en fait augmenter le prix.

Il existe deux façons possibles de procéder afin d'atténuer les effets restrictifs dus à la faible possibilité de commercialisation. L'une est d'essayer de développer le marché secondaire pour les créances hypothécaires à l'habitation. L'autre consiste à réduire les besoins de commercialisation en augmentant la capacité d'emprunt par garantie collatérale sur le nantissement de prêts hypothécaires à l'habitation. Cette étude examine une proposition de constitution d'une Société pour la commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation, qui serait habilitée à poursuivre ces deux objectifs.

Ce volume qui est le premier d'une série de trois, est basé sur des documents sélectionnés et préparés pour l'équipe spéciale formée en 1970 au sein de la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement (SCHL) pour découvrir de nouveaux mécanismes et de nouvelles institutions de financement. L'équipe spéciale fut chargée d'étudier et de suggérer des moyens visant à faciliter l'accès par le secteur de l'investissement privé au marché du financement de l'habitation. On lui demanda d'examiner particulièrement trois innovations possibles dans le marché des créances hypothécaires à l'habitation.

La première était la création d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation (SCPHH) désignée à l'origine dans notre travail comme "Banque Centrale d'hypothèques". La seconde était la création de Compagnies de placements hypothécaires qui seraient analogues aux fonds de placement à certificats remboursables et non-remboursables qui investis-

sent principalement dans les actions de sociétés. Ces compagnies furent à l'origine désignées dans notre travail par le nom que portent des organismes analogues aux Etats-Unis, Trusts d'investissement immobilier. La troisième innovation possible était la création d'hypothèques à modalités variables. Une telle hypothèque prévoit la variation de certaines modalités bien précises du prêt, plus particulièrement en ce qui a trait au taux d'intérêt et à la période d'amortissement, sur une base fixée à l'avance pour la durée du contrat. De tels prêts sont souvent dénommés de façon plus précise "Hypothèques à taux d'intérêt variable". Un volume sera consacré à chaque projet.

Le travail de l'équipe spéciale se traduit par des recommandations au gouvernement visant à l'adoption des trois mesures comme moyens d'améliorer le volume, les conditions et les modalités du financement privé de l'habitation au Canada. Au moment où nous écrivons ces lignes, le Bill C-209, *Loi sur le financement des hypothèques grevant les propriétés résidentielles* a été déposé devant la Chambre des Communes par le Ministre d'Etat, chargé des affaires urbaines¹. Cette loi prévoit la constitution d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation (SCPHH) comme corporation de la Couronne, et la création de Compagnies de placements hypothécaires, comme type spécial de compagnie de prêts. Le Bill C-135 ne prévoit aucune disposition concernant les hypothèques à modalités variables.

Ensemble, les trois volumes représentent une partie substantielle des matériaux préparés dans le but d'examiner les propositions et de faire les recommandations.

I. LA POLITIQUE DU LOGEMENT DU GOUVERNEMENT ET LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES²

La politique du logement du gouvernement fédéral cherche à aider les Canadiens à atteindre des normes d'habitation plus élevées. L'amélioration des normes d'habitation pour une population rapidement croissante et mobile exige un niveau élevé de construction résidentielle. Ceci à son tour implique une forte demande de prêts hypothécaires à l'habitation, principal instrument du financement du capital immobilier résidentiel en formation. En outre, un apport de capitaux hypothécaires important et sans cesse croissant est nécessaire pour financer le renouvellement du stock d'habitations existantes qui s'impose quand les familles ajustent leurs conditions de logement à leurs besoins nouveaux et à des circonstances nouvelles. En aucun temps, les normes globales d'habitation sont déterminées par la comparaison entre les caractéristiques du stock de logements neufs ou existants et les besoins et les préférences de la population qui les occupe. Ainsi, les normes d'habitation sont fonction de la quantité, des modalités et des conditions d'obtention des fonds hypothécaires disponibles.

¹Basford, l'honorable Ron, *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles, Notes sur le Bill C-209* déposé à la Chambre des communes, le 15 mai 1972. Voir à l'appendice F de cette étude, des articles de la loi précitée.

²La teneur des sections I à V inclusivement, du présent chapitre, est presque identique dans les trois volumes de cet ouvrage. Les lecteurs qui connaissent bien cette matière pourraient, s'ils le préfèrent, passer à la dernière section qui décrit le teneur de la présente étude.

En poursuivant ses objectifs relatifs à l'habitat, le gouvernement fédéral a depuis longtemps cherché à accroître la participation du secteur privé dans le financement de nouveaux logements. En fait, ce fut un des buts des Lois sur l'habitation dès leur apparition en 1935. Ce fut la principale raison de l'admission des Banques à Charte aux prêts selon la "Loi nationale sur l'habitation" (LNH) en 1954, et, en même temps, du passage des prêts conjoints des secteurs privé et public aux prêts assurés consentis par le secteur privé. A la différence du système de caisse de garantie du gouvernement qui protégeait contre la perte la part du prêteur privé dans un prêt conjoint, l'assurance-prêt fut rendue transférable de façon à ce que les investisseurs ne désirant pas ou ne pouvant pas participer au marché primaire puissent acquérir des créances LNH grâce à des achats sur le marché secondaire.

Au cours des années 60, plusieurs mesures furent prises pour augmenter l'apport du secteur privé de capitaux hypothécaires à l'habitation. La Société Centrale d'Hypothèques et de Logement essaya d'accroître l'intérêt des investisseurs pour les créances hypothécaires LNH en procédant à une série de ventes aux enchères de créances provenant de son portefeuille. Pour inciter les courtiers à participer à ce marché d'investissement, ils furent invités à y faire des offres. Au total, treize ventes aux enchères eurent lieu entre janvier 1961 et mai 1965, au cours desquelles plus de \$300 millions de créances hypothécaires LNH furent vendues. (Voir *Tableau A-23*). L'augmentation des taux d'intérêt et la rareté de l'argent amenèrent l'interruption de ces ventes. Elles ne furent pas reprises.

Pour améliorer la liquidité du marché des créances hypothécaires LNH, on créa en décembre 1962 un fonds de \$100 millions pour le rachat d'hypothèques et de prêts, en conformité des stipulations de l'article 11 de la Loi nationale sur l'habitation (LNH) afin de permettre à la SCHL d'agir comme prêteur de dernier ressort. Les conditions d'emprunt furent établies sur une base relativement répressive—"financement suicide" comme les qualifia un professionnel—et cette facilité d'emprunt n'a jamais été utilisée de façon très énergique.

Quoiqu'on ne puisse prétendre que ces deux mesures ont beaucoup contribué au développement du marché des créances hypothécaires à l'habitation, elles constituèrent des antécédents aux deux fonctions proposées pour la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation.

A une certaine époque, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires LNH et les prêts des banques à charte étaient soumis à des plafonds. Les modalités régissant le taux d'intérêt selon la LNH prévoyaient un changement du plafond de temps à autre mais exigeaient qu'au moment où un nouveau taux était fixé, il ne pouvait excéder le taux courant des obligations à long terme du Canada de plus de 2¼ pour cent. Le plafond pour les prêts des banques à charte était de 6%. En décembre 1959, quand le plafond selon la LNH atteignit 6¾ pour cent, les banques à charte qui pouvaient du point de vue légal continuer à prêter à 6 pour cent mais en étaient devenues incapables du point de vue tactique se retirèrent de la scène. La révision de la Loi sur les banques, en mai 1967, permit aux banques à charte de reprendre leurs activités dans les prêts LNH sur une grande échelle, et les autorisa à s'engager dans les prêts conventionnels sur une base restreinte.

Le consentement de prêts hypothécaires assurés sous la LNH fut rendu plus intéressant par la suite. En trois étapes, se terminant en juin 1969, le taux d'intérêt fut libéré, de façon à ce que les prêteurs agréés ne soient pas périodiquement détournés de ce domaine par un taux maximum sans attrait. En juillet 1969, on introduisit le prêt LNH de 5 ans renouvelable pour attirer les prêteurs à moyen terme, en particulier les compagnies de fiducie et les compagnies de prêt. En même temps, on autorisa les prêts avec participation dans le droit de propriété sur les habitations à loyer afin d'adapter le prêt assuré aux exigences des prêteurs cherchant à protéger leurs capitaux contre l'érosion causée par l'inflation. En février 1968, la période de non remboursement anticipé fut prolongée pour attirer les prêteurs à long terme.

Pendant ce temps, des mesures furent prises pour rendre plus libérales les modalités autres que l'intérêt des emprunts hypothécaires. Le montant maximal des prêts LNH fut élevé par paliers successifs jusqu'au niveau actuel de \$25,000.³ pour une propriété unifamiliale afin d'empêcher des augmentations exagérées de la mise de fonds exigible, alors que le prix des maisons augmentait. Le rapport maximal prêt-valeur d'emprunt LNH fut augmenté par paliers successifs jusqu'à 95 pour cent pour les premiers \$20,000. et à 80 pour cent pour le reste, et ceci pour réduire encore la mise de fonds exigible. Afin d'abaisser les paiements mensuels, la période maximale d'amortissement des prêts LNH fut portée de 35 à 40 ans. Les maisons existantes furent admises en plusieurs étapes à bénéficier des prêts assurés sous la LNH. Finalement, le rapport prêt-valeur pour les prêts conventionnels consentis par les compagnies d'assurances enregistrées au niveau fédéral, par les compagnies de prêt et les compagnies de fiducie fut porté à 75 pour cent. On autorisa les prêts hypothécaires assurés par l'entreprise privée et pour ces prêts assurés, le rapport prêt-valeur maximal fut fixé à 90 pour cent. Ces amendements augmentèrent la demande de capitaux hypothécaires.

Le résultat net de toutes ces mesures fut que le gouvernement continua à fournir de fortes quantités de fonds hypothécaires. Les prêts hypothécaires consentis sous la Loi nationale sur l'habitation de 1954, pendant la période s'étendant de 1954 à 1971 s'élevèrent au total à \$15.4 milliards. De cette somme, \$8.8 milliards, soit 57 pour cent, furent fournis par des prêteurs du secteur privé et 6.6 milliards, soit 43 pour cent, furent approuvés par la SCHL. Sur la part de la SCHL, 64 pour cent servit au financement d'habitations privées en vente ou à louer aux prix du marché et 36 pour cent à celui d'unités de logement à des loyers inférieurs au marché pour les familles à faible revenu ou pour d'autres fins particulières.⁴

II. PERSPECTIVES DE LA DEMANDE ET DE L'APPORT DES FONDS SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Les prévisions à long terme relatives aux besoins de logement pour les années 1970, préparées à la SCHL et basées sur les facteurs démographiques,

³Des amendements apportés à la réglementation des prêts en vertu de la LNH le 24 août 1972 ont porté le montant maximal des prêts à \$30,000 et le pourcentage du prêt à 95 pour cent de la valeur d'emprunt.

⁴Société centrale d'hypothèques et de logement, *Statistique du logement au Canada, 1971* (Ottawa: SCHL, 1972), p. 23.

ont fait ressortir la nécessité d'un volume plus élevé de construction d'unités de logement si les normes d'habitation devaient continuer à s'améliorer.⁵ Dans le discours du trône inaugurant la deuxième session de la 28^{ième} législature en 1969, le gouvernement s'engagea à exécuter un programme de construction domiciliaire d'un million d'unités de logement dans la période de 5 ans, de 1970 à 1974. Ceci représentait 19 pour cent de plus que le nombre d'unités parachevées dans les cinq ans précédents. Dans son rapport annuel pour 1970, la SCHL fit observer que même ce volume de construction ne pourrait soutenir l'allure d'amélioration des normes d'habitation à laquelle on était arrivé au cours des dernières années.⁶

Que les normes d'habitation aient à s'améliorer à une allure plus faible, comme auparavant ou à une meilleure allure, une demande plus importante de fonds hypothécaires était prévue. Les prévisions à long terme de la demande en fonds LNH et en fonds conventionnels, préparées en 1970 par la SCHL pour utilisation interne, faisaient ressortir un besoin de fonds publics encore plus grand dans les années à venir si les objectifs du gouvernement relatifs au logement devaient être atteints.⁷ Le gouvernement ne désirait pas s'engager à fournir de tels niveaux de fonds hypothécaires pour des familles qui étaient en mesure d'obtenir des logements adéquats à même leurs propres ressources. Il souhaitait consacrer une plus grande part des disponibilités qu'il destinait au logement, au secteur de la population à faibles revenus. Il voulait également réduire le coût du financement de nouvelles habitations.⁸ Il y avait donc là un désir de faciliter l'accession de l'épargne privée au financement du logement.

Pendant ce temps, des changements de structure intervinrent dans le secteur des intermédiaires financiers qui créèrent des incertitudes quant au taux de croissance à long-terme de l'apport des capitaux hypothécaires privés. L'actif total des compagnies de fiducie et des compagnies de prêt s'accrût plus rapidement dans les années 1960 qu'il ne l'avait fait dans les an-

⁵Goracz, Albert B., *Housing Requirements to 1981*, Technical Paper No. 3, Société centrale d'hypothèques et de logement, 4 février 1969, *mimeo*.

⁶Société centrale d'hypothèques et de logement, *Rapport annuel, 1970* (Ottawa: CMHC, 1971), p. 8.

⁷Les prévisions indiquaient que, si les tendances récentes persistaient, la proportion des dépenses annuelles pour la construction résidentielle qui était financée par les prêts hypothécaires consentis par les principales institutions de prêt tomberait de la moitié environ des dépenses totales en 1969 à environ deux cinquièmes des \$5 milliards de dépenses prévues pour 1975. J. V. Poapst, "R and D in the Mortgage Market", dans *Les prêts hypothécaires, une forme d'investissement pour les régimes fiduciaires de pension* (Ottawa: Société centrale d'hypothèques et de logement, 1971), p. 60.

⁸En déposant le Bill C-209, le Ministre d'Etat, chargé des Affaires urbaines, décrivait en ces termes la politique récente en regard du financement à l'habitation:

"Les politiques du gouvernement fédéral au cours des dernières années ont tendu à faire naître de nouvelles sources de capitaux pour financer la construction de la propriété résidentielle. Le but a été triple:

- a) Assurer un apport important et adéquat de capital hypothécaire privé pour répondre aux besoins des acheteurs d'habitations à revenu moyen et modéré.
- b) Permettre aux fonds du gouvernement fédéral d'être de plus en plus consacrés à pourvoir des logements aux classes à faible revenu et aux citoyens âgés, dont les besoins ne peuvent être satisfaits par le libre jeu des forces du marché.
- c) Réduire, là où c'était possible, le coût des capitaux pour le financement de la construction résidentielle."

L'honorable Ron Basford, *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, p. 1.

nées 1950 et les deux types d'institutions présentaient une proportion élevée de prêts hypothécaires par rapport à leur actif total. (*Tableau 1-1*). Les compagnies de fiducie et les compagnies de prêt sont cependant les plus petits des principaux intermédiaires financiers qui transigent activement dans le domaine du prêt hypothécaire. Le portefeuille de créances hypothécaires des compagnies d'assurance-vie était, en 1970, de 15 pour cent plus élevé que celui des compagnies de prêts et des compagnies de fiducie réunies, un ensemble d'actif total plus élevé de 50 pour cent et un rapport hypothèques-actif de plus de trois quarts de celui de ces dernières. L'actif des compagnies d'assurance-vie s'accrut à un rythme plus lent dans les années 60 que dans les années 50.

Les compagnies d'assurance-vie avaient été longtemps la source principale de l'apport des fonds hypothécaires pour les nouvelles constructions résidentielles. Une raison importante du ralentissement de leur croissance fut la montée des caisses de retraite fiduciaires. Les épargnes destinées à la retraite qui seraient jadis allées à des régimes de groupe de rente s'en vont maintenant souvent vers des régimes de retraite non assurés. De 1960 à 1970, alors que l'actif des compagnies d'assurance-vie s'accroissait seulement de 89 pour cent, l'actif des caisses de retraite fiduciaires augmentait de 209 pour cent. En 1970, l'actif de ces dernières avait atteint près des deux tiers de celui des compagnies d'assurance-vie et avait égalé celui des compagnies de prêt et des compagnies de fiducie réunies. En 1970, seulement 9 pour cent de l'actif des caisses de retraite fiduciaires était investi dans les hypothèques, à l'exclusion du petit montant détenu en fonds commun.

Les banques à charte sont de loin les intermédiaires financiers les plus importants. Leur actif total était en 1970 environ les deux tiers de celui de toutes les principales institutions de prêt et les caisses de retraite fiduciaires réunies. Leur actif s'accrut dans les années 60 plus rapidement que dans les années 50. Leur retour dans le domaine des prêts hypothécaires LNH en 1967 et les pouvoirs nouvellement acquis en même temps de s'engager dans le prêt conventionnel eurent de façon évidente des implications positives et importantes dans la croissance de l'apport privé des fonds hypothécaires à l'habitation.

Dans le contexte de 1970, il n'était pas tout à fait clair quelle pourrait être l'importance de la contribution des banques à charte dans l'avenir immédiat. Les créances hypothécaires ne représentaient à cette époque que 3% de leur actif total. Le volume de leurs approbations de prêt était à la hausse en 1970, mais il avait diminué en 1969 en rapport avec l'année précédente. Les banques les plus importantes avaient constitué des filiales hypothécaires pour capter des fonds supplémentaires spécialement pour le marché des créances hypothécaires par l'émission d'obligations et d'effets à court terme garantis par le portefeuille hypothécaire de la société filiale. Cependant, ceci est le domaine de l'intermédiation financière depuis longtemps pratiquée par les compagnies de fiducie et par les compagnies de prêt, de sorte que l'expansion substantielle des filiales des banques fut partiellement financée aux dépens de la croissance de l'actif des intermédiaires traditionnels qui étaient fortement engagés dans le prêt hypothécaire.

Tableau 1-1

INDICATEURS DES MODIFICATIONS DE STRUCTURE DANS LES APPORTS
DE FONDS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION PAR
LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS
CANADA 1970

	Accroissement de l'actif total en %		% du total de l'actif en 1970		Créances hypothécaires ¹ en pourcentage de l'actif total—1970
	1950-60	1960-70	Excl. T.F.C.	Incl. T.F.C.	
Compagnies d'assurance sur la vie	102	89	21	18	50
Compagnies de fiducie	207	404	9	8	58
Compagnies de prêt	126	313	5	4	76
Compagnies de fiducie et de prêt	167	367	14	12	65
Banques à charte	79	180	65	57	3
Total relatif aux insti- tutions de prêt	91	168	100 ²	87	22
Fonds de caisses de retraite fiduciaires	—	209	—	13 ³	9 ⁴
Total	—	171	—	100 ⁴	20

¹Y compris les hypothèques grevant des propriétés non résidentielles.

²\$72,867 millions.

³\$11,059 millions sur lesquels \$1,022 millions étaient des hypothèques à l'exclusion de l'actif détenu en fonds communs.

⁴Ne comprend pas les créances hypothécaires détenues en fonds communs. Les fonds communs constituaient 7,3% de l'actif total.

Sources: Tableaux A-6, A-7, et A-8.

III. LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE ET LE RESSERREMENT MONÉTAIRE

Le programme quinquennal du logement démarra lentement. L'activité sur le marché du prêt hypothécaire à l'habitation baissa. Le montant des prêts consentis par les institutions de prêt pour la construction de nouveaux logements diminua de 17 pour cent de 1969 à 1970. Les mises en chantier d'unités d'habitations diminuèrent de 9% pour tomber à 191,000 unités. La chute aurait été plus brutale s'il n'y avait eu une forte augmentation dans les prêts directs de la SCHL dans la seconde moitié de l'année. Sur le total des prêts hypothécaires LNH consentis en 1970, \$903 millions, soit 53 pour cent, furent des prêts directs de la SCHL, proportion qui dépassait de beaucoup la moyenne à long terme notée ci-dessus. Ceci fut le plus haut niveau des prêts directs du gouvernement dans l'histoire de la Loi sur l'habitation.

La conjoncture de resserrement monétaire fut naturellement une cause importante de la baisse du niveau de l'activité du marché du prêt hypothécaire à l'habitation. Parmi les emprunteurs privés, les acquéreurs d'habitation (que ce soit des gens qui veulent s'acheter une maison ou louer un logement) sont relativement sensibles aux variations des taux d'intérêt. L'habitation requiert plus de capital que la plupart des entreprises et l'intérêt, ou d'une façon plus générale le prix du capital, est un élément de coût important. A la différence des sociétés importantes de certaines industries,

l'acheteur d'habitation ne peut facilement passer à d'autres l'augmentation des charges d'intérêt. Dans le cas d'habitations destinées à l'occupation par le propriétaire, l'impact d'un changement du taux d'intérêt n'est pas atténué par une réduction des impôts sur le revenu.

Il y eut aussi des problèmes du côté de l'approvisionnement du marché. Les banques à charte sont avant tout des entreprises où tant l'actif que le passif subissent un va et vient constant. La clientèle d'affaires maintient des dépôts en compte courant sur lesquels la banque ne paie pas d'intérêts, et emprunte sur une base concordant avec les caractéristiques généralement à court terme du passif des banques. Les prêts courants sont ordinairement consentis à partir d'une ligne de crédit que la banque doit s'efforcer d'honorer et, à condition que l'emprunteur purge sa dette une fois ou plus chaque année. Il y eut ces derniers temps beaucoup de prêts à terme consentis à la clientèle d'affaires. Les prêts à terme sont cependant communément consentis de façon à ce qu'ils soient remplacés sur une base de 5 à 10 ans, le taux d'intérêt étant sujet à des révisions périodiques et étant rattaché au taux d'escompte officiel. La clientèle d'affaires utilise aussi les services secondaires de la banque tels que le service de paie et les opérations de change avec l'étranger. En définitive, la clientèle d'affaires offre la perspective d'une association à long terme avec la banque et d'un volume d'affaires croissant.

D'un autre côté, les prêts hypothécaires à l'habitation sont des investissements à renouvellement lent. Les prêts de cinq ans sont d'ordinaire amortis sur une base de 25 ans et consentis en anticipant que le prêteur renouvellera les prêts aux emprunteurs honorant leurs obligations. Il n'y a pas de lien étroit entre l'emprunt hypothécaire et la demande d'autres services bancaires. L'emprunteur hypothécaire peut fort bien faire ses opérations bancaires dans une autre banque. Dans ces conditions, le prêt hypothécaire tend à devenir une forme résiduelle d'investissement. Il prend de l'expansion en période d'abondance de fonds et se rétracte en période de resserrement monétaire, relativement aux prêts courants.

Les compagnies d'assurance sur la vie sont devenues ces dernières années particulièrement exposées au resserrement monétaire. Une forte proportion de polices en cours est soumise aux droits d'emprunt sur polices, pour lesquels le taux d'intérêt est au maximum de 6%. Au fur et à mesure que les emprunts personnels d'autres sources deviennent rares et que le coût des emprunts augmentent, les emprunts sur polices deviennent plus intéressants. Les fonds disponibles pour l'investissement, y compris l'argent hypothécaire, sont partiellement accaparés d'avance par les détenteurs de polices d'assurance.

D'autres particularités du marché hypothécaire jouent aussi pour réduire l'apport des capitaux hypothécaires pendant les périodes de resserrement monétaire. Les taux d'intérêt hypothécaires sont des prix sensibles du point de vue politique, et les institutions financières les plus importantes subissent un stimulant économique qui les pousse à maintenir une position sociale positive. Au fur et à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les institutions financières peuvent hésiter à augmenter les taux des prêts hypothécaires suffisamment pour leur conserver leur attrait par rapport aux autres possibilités de placement à long terme. Selon la loi, les prêts aux emprunteurs non con-

stitués en société sont soumis à des droits de remboursement anticipé après cinq ans, quel qu'en soit le terme. Ainsi, quand les taux d'intérêt sont élevés et qu'il est possible qu'ils soient à un plus bas niveau après cinq ans, les créances hypothécaires perdent leur attrait par rapport aux autres créances à long terme qui sont mieux protégées contre le remboursement anticipé. Il est difficile d'imposer le taux plus élevé nécessaire au maintien de l'attrait relatif de la créance hypothécaire en regard de ce risque à cause de la sensibilité politique du taux d'intérêt.

Quoique moins important, les mêmes considérations s'appliquent au risque de défaut de la part de l'emprunteur. Si le défaut intervient quand les taux d'intérêt sont bas, tout principal récupéré devient disponible pour réinvestissement à un taux moins favorable. Ainsi, même si le capital du prêt est assuré, on est porté à préférer des investissements présentant moins de risque de défaut quand les taux d'intérêt sont élevés, à moins qu'une prime pour couvrir ce risque puisse être incorporée au taux d'intérêt. En général, les créances hypothécaires sont sujettes à une plus grande possibilité de défaut que les bons du gouvernement fédéral et que les obligations de premier ordre émises par d'autres organismes.

Des études économétriques récentes sur le comportement à court terme du marché du prêt hypothécaire à l'habitation indiquent de quelle façon les apports hypothécaires fournis pas les institutions sont affectés par le resserrement monétaire.⁹ Ces études démontrent que "les facteurs monétaires ont une influence considérable sur le volume de prêts hypothécaires consentis par les institutions financières canadiennes, influençant à la fois l'afflux des capitaux et les décisions d'investissement du portefeuille."¹⁰ Soumises aux effets combinés des deux influences, les banques à charte sont les organismes de prêt les plus sensibles, suivies par les compagnies de fiducie et les compagnies d'assurance sur la vie; les sociétés de prêt venant en troisième lieu. Les compagnies d'assurance sur la vie ont les rentrées les moins sensibles aux taux d'intérêt, et les compagnies de prêt, les décisions relatives au portefeuille les moins sensibles aux taux d'intérêt, mais les apports de fonds hypothécaires des deux institutions sont "fortement influencés par les facteurs monétaires".¹¹

L'incertitude et l'instabilité dans l'apport des fonds hypothécaires à l'habitation ont des effets profonds sur le coût des habitations par l'intermédiaire du taux des salaires dans le bâtiment, des prix des matériaux, des méthodes de construction et des coûts de l'aménagement des terrains. Les injections de deniers publics dans le marché du prêt hypothécaire à l'habitation peuvent atténuer la pénurie des capitaux pour la construction résidentielle mais elles n'éliminent pas l'incertitude qu'on puisse laisser survenir des pénuries à l'avenir. Ainsi, tout succès obtenu à amoindrir l'instabilité de l'apport privé de capitaux hypothécaires contribue à faire baisser les coûts de production des habitations à la longue. D'autre part, une industrie de la construction plus efficace rend les prix des habitations existantes inférieurs à

⁹Smith, Lawrence B, *The Postwar Canadian Housing and Residential Mortgage Markets and the Role of Government* (Toronto: University of Toronto Press, forthcoming); et Lawrence B. Smith et Gordon R. Sparks, "The Interest Sensitivity of Canadian Mortgage Flows", *Canadian Journal of Economics*, août 1970, pp. 407-421.

¹⁰Smith, *Postwar Canadian Housing*, p. 16.

¹¹*Ibid.*

ce qu'ils seraient autrement. Par conséquent, alors que les effets de la rareté de l'argent sur la construction résidentielle financée par des capitaux privés mettent en lumière le problème de la réalisation des objectifs à court terme du gouvernement relatifs à la construction d'habitations, l'élargissement des apports de fonds hypothécaires privés et la réduction de leur instabilité constituent, du point de vue de l'habitation, des objectifs souhaitables en eux-mêmes. Si ces objectifs sont poursuivis d'une façon qui améliore l'efficacité du marché des capitaux, dans son ensemble, ils sont souhaitables non seulement du point de vue de l'habitation, mais aussi du point de vue de l'économie dans son ensemble.

IV. AMÉLIORATION DE L'APPORT PRIVÉ DE FONDS HYPOTHÉCAIRES

Pour améliorer l'apport privé de fonds hypothécaires à l'habitation, il nous faut opérer, d'une certaine façon, sur les éléments régulateurs de l'afflux des fonds sur le marché des capitaux. Il existe trois types d'éléments régulateurs: (1) la rémunération anticipée après impôt (rentabilité) et les risques de l'investisseur; (2) les contraintes légales à caractère préventif ou régulateur affectant les modalités des contrats financiers, la commercialisation de leur marché primaire et secondaire, et les activités des investisseurs, (3) les politiques monétaires et fiscales.¹²

Il est possible d'aborder le problème de plusieurs façons. Toute action qui augmenterait la marge entre le revenu et les dépenses associées avec un placement hypothécaire sans en changer les risques ou les bénéfices anticipés après impôt et les risques associés avec d'autres formes d'investissement, augmenterait l'apport de fonds hypothécaires. A titre d'illustration, une telle action pourrait prendre la forme d'une réduction des dépenses administratives par dollar d'investissement hypothécaire, qui ne conduirait pas à une augmentation du risque; elle pourrait aussi prendre la forme d'une plus grande variété dans le portefeuille hypothécaire pour réduire les risques sans sacrifier le revenu net. Elle pourrait prendre une forme indirecte. Si la liquidité des investissements hypothécaires était augmentée, le montant des investissements collatéraux en capitaux liquides, à faible rendement pourrait être réduit, permettant ainsi certaines substitutions de créances hypothécaires à ces capitaux et à d'autres éléments de l'actif.

Une modification quelconque de la base légale de l'investissement hypothécaire qui serait attrayante pour les investisseurs augmenterait l'apport des fonds hypothécaires. Ceci présume naturellement que la modification de la loi ne transférerait pas simplement une partie du fardeau de l'investissement hypothécaire du prêteur à l'emprunteur. Ceci ne signifierait qu'une façon différente de détailler les dépenses et les rentrées relatives à la transaction. Ceci suppose aussi que la modification soit possible du point de vue de la réglementation. Etant donné ces conditions, une modification de la loi qui élargirait la gamme des modalités selon lesquelles les parties pourraient conclure

¹²L'idée de classer les régulateurs d'afflux de fonds dans le marché du capital provient de W. C. Hood, *Financing of Economic Activity in Canada, une étude préparée pour la Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques du Canada* (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1958). Une classification différente est employée ici.

un engagement irrévocable pourrait amener l'accroissement de l'apport des fonds hypothécaires. Par exemple, si la Loi sur l'intérêt était amendée pour donner aux emprunteurs la possibilité de différer légalement leur droit de remboursement anticipé des cinq ans actuels à, disons 10 ans, l'apport des fonds hypothécaires pour la maison occupée par le propriétaire serait moins restreint en périodes de resserrement monétaire.

Un exemple de limitation à la commercialisation des créances hypothécaires dont la suppression pourrait être envisagée est l'obligation qu'ont les vendeurs de titres en Ontario de se qualifier, soit pour la vente des actions et des obligations, soit pour la vente des créances hypothécaires, mais pas pour les deux à la fois. Un exemple de contrainte légale à l'activité des investisseurs est la nécessité pour les compagnies de fiducie et de prêt de conserver 20 pour cent de leurs dépôts à vue ou à terme arrivant à échéance dans moins de 100 jours, en liquide, en dépôts bancaires, ou en bons fédéraux ou provinciaux. (Voir chapitre 4). Ceci établit un plafond à la proportion de l'actif qui peut être investie sous d'autres formes. En l'absence d'une telle contrainte, certaines compagnies pourraient investir une plus grande partie de leur actif dans les prêts hypothécaires, en particulier s'il y avait une Société de Commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation.

Les politiques monétaires et fiscales peuvent être divisées en politiques générales et politiques sélectives. Les politiques générales ne sont pas destinées à influencer un type de participant au marché des capitaux, prêteur ou emprunteur, plus qu'un autre. Elles peuvent le faire mais il s'agit là d'une imperfection plutôt que d'une intention. La politique monétaire appliquée aux réserves liquides des banques à charte est générale en cela qu'elle n'est dirigée contre aucune classe particulière d'emprunteurs bancaires. On s'attend à ce que, en théorie, les réactions des banques transmettront l'impulsion à tout le marché des capitaux. D'autre part, les contrôles sélectifs du crédit sont appliqués à des secteurs particuliers du marché des capitaux, par exemple au crédit à la consommation ou au marché du prêt hypothécaire à l'habitation. On peut décrire pareillement comme politique fiscale générale celle qui vise la somme des revenus de l'impôt et le total des dépenses gouvernementales et qui ne se propose nullement de favoriser un type d'activité économique plus qu'un autre. La politique fiscale qui est générale dans l'impulsion qu'elle veut créer sur le marché des capitaux ne souhaite pas, à dessein, faire de discrimination entre une forme d'investissement et une autre et se veut aussi neutre face à la consommation et à l'épargne. Une politique fiscale sélective ferait la distinction. Il est évident que l'imposition d'une taxe sur les gains en capital, prise isolément, fait une distinction entre les actions ordinaires et les créances hypothécaires à l'habitation. La dose appropriée entre l'utilisation d'une politique monétaire qui se veut générale et celle d'une politique fiscale qui se veut générale, en vue de combattre l'instabilité économique, est importante pour l'apport de fonds hypothécaires. L'on croit que des changements à l'instabilité économique ont moins d'impact à court terme sur l'apport des fonds hypothécaires.

Afin de favoriser les objectifs du gouvernement pour augmenter l'importance du rôle des capitaux privés dans le financement du logement, l'équipe spéciale d'étude sur de nouveaux mécanismes et institutions fut

formée dans le cadre de la SCHL. L'équipe d'étude fut nécessairement intéressée par les trois types d'organes régulateurs. A moins que l'investissement hypothécaire privé ne soit accru par un acte législatif, les mesures adoptées se devaient d'être attrayantes au point de vue rentabilité et risque. Si des contraintes législatives du genre réglementaire ou soi-disant protectionniste se trouvaient à contrecarrer une mesure potentiellement efficace, il serait nécessaire d'étudier si la restriction devait être modifiée, remplacée, ou simplement supprimée. A cause de l'impact de la politique monétaire sur le marché des prêts hypothécaires et des nouvelles habitations, nous avons naturellement été intéressés par les effets que des mesures quelconques pourraient avoir sur cet impact. Cependant, l'étude du changement dans la politique monétaire, ou d'un dosage différent dans l'utilisation des politiques fiscales et monétaires, en tant que moyen d'améliorer l'apport privé de fonds hypothécaires, ne faisait pas partie du mandat de l'équipe spéciale.

Finalement, nous avons été nécessairement intéressés par la politique fiscale, pour deux raisons. Tout d'abord, le Livre Blanc sur la réforme fiscale, publié en 1969, comprenait des propositions visant à encourager les investissements canadiens en parts de sociétés, et des propositions qui auraient pour effet de décourager les investissements privés dans l'habitation à loyer.¹³ En second lieu, le traitement fiscal des sociétés d'investissement hypothécaire était considéré comme étant d'importance primordiale pour leur rentabilité.

Il existe plusieurs façons d'influer sur les mouvements de fonds sur le marché des capitaux. En choisissant, il est important de considérer leur effet sur le bon fonctionnement du marché des capitaux. Des mesures efficaces augmentent la croissance économique et les niveaux de vie au-dessus de ceux qui régneraient autrement; des mesures inefficaces ont l'effet contraire. En choisissant des mesures visant à améliorer un secteur du marché des capitaux, il est nécessaire de tenir compte de leur effet sur le bon fonctionnement du marché tout entier. Une mesure qui réduit l'efficacité du marché des capitaux dans son ensemble doit être rejetée, quelque efficace qu'elle puisse être pour résoudre le problème du secteur considéré.

Ici, l'efficacité a deux dimensions: le fonctionnement et les affectations.¹⁴ La première est relative aux coûts et profits des services fournis au marché des capitaux par des institutions financières et autres pourvoyeurs (par exemple, les avocats). Des mesures efficaces réduisent les coûts des fournitures de services, ou en élèvent le bénéfice plus près du niveau optimal. Le niveau optimal de profit est le niveau qui est suffisant, mais pas plus, pour à la longue, attirer assez de ressources afin que la fourniture des services puisse se développer afin de répondre à l'augmentation de la demande. A court terme, le niveau des bénéfices peut dans un marché efficace, dépasser ce niveau optimal dans le cas de pourvoyeurs répondant rapidement aux changements des conditions du marché, et dans le cas d'innovateurs compétents. Il

¹³E. J. Benson, ministre des Finances, *Propositions de réforme fiscale* (Ottawa: Imprimeur de la Reine, 1969.)

¹⁴Duesenberry, James S. "Criteria for Judging the Performance of Capital Markets", mémoire de la Commission sur la Monnaie et le Crédit, 10 avril 1960, édité et réimprimé chez H. K. Wu et A. J. Zakon, *Elements of Investments: Selected Readings* (New York: Holt, Rinehart and Winston, 1965) pp. 1-9.

est important pour l'amélioration à long terme de l'efficacité du marché des capitaux que les innovateurs en puissance ne soient pas empêchés d'encaisser dans l'immédiat des bénéfices au-dessus de la moyenne. Cette exigence n'est pas différente de celle d'autres industries. Le fait que les innovateurs dans la fourniture des services du marché des capitaux ne bénéficient pas de la protection d'un brevet pour leurs innovations tend à rendre pour eux l'avenir immédiat plus court que pour les inventeurs de produits brevetables.

L'efficacité dans les affectations se réfère à la capacité du marché des capitaux à allouer la quantité limitée d'épargnes aux usagers dont les projets ont les rémunérations totales anticipées les plus élevées, tenant compte des risques et des coûts de transfert des fonds. Théoriquement, les "rémunérations" comprennent les bénéfices qui ne sont pas normalement chiffrés mais qui n'en sont pas moins réels, comme dans le cas de la rémunération d'un investissement dans une habitation occupée par le propriétaire. "Les rémunérations totales" comprennent les recettes des investisseurs (autant celles des actionnaires que celles des créanciers) et les bénéfices qui reviennent à d'autres dans le cas de certains investissements. Par exemple, si les opérations d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation ont pour effet de réduire les taux d'intérêt des prêts hypothécaires à l'habitation, des bénéfices vont aux emprunteurs sous la forme d'un coût de financement résidentiel réduit. Les bénéfices collatéraux sont dignes de mention parce qu'ils peuvent être suffisants pour justifier une subvention à une proposition d'investissement, là où les rémunérations intrinsèques sont trop faibles pour attirer les investisseurs.

La conception de l'efficacité décrite ci-haut a servi de fil directeur pour le travail de l'équipe d'étude.

V. FACTEURS RELATIFS AU CHOIX DES TROIS PROJETS

On a demandé à l'équipe d'étude de considérer en particulier une Société de commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation, des compagnies de placements hypothécaires et des hypothèques à modalités variables. De nombreux facteurs furent examinés pour le choix de ces projets. Ceux-ci, faisant partie d'un mémoire interne, furent détaillés à l'origine par M. J. C. BOYD, chef de l'équipe d'étude, après des discussions avec les membres de l'équipe et des fonctionnaires et des représentants des secteurs public et privé. Ils sont reproduits ci-dessous après une mise au point sommaire:

1. La position des banques à charte, la prédominance de leur réseau de succursales au Canada, la formation de filiales telles que Kinross, Roy-more, Tordom, leur structure actif/passif, le bas pourcentage d'avoires hypothécaires dans leur portefeuille, leurs pratiques traditionnelles de crédit pour les prêts commerciaux, leur rôle de prêteurs aux entrepreneurs-aménagistes pendant la construction.
2. Le rôle des compagnies de fiducie et de prêt comme prêteurs sur hypothèques, leur position dans la mosaïque des institutions, leurs besoins en liquidités, leur rôle de banquiers hypothécaires, leur rôle comme conseillers de portefeuille, la nature passablement disparate de la structure actif/passif d'une compagnie à une autre.

3. La position des caisses de retraite comme collecteurs de dépôts gelés d'épargne à long terme, leur statut fiscal, leur croissance prévue, leurs sources d'information sur le portefeuille, les structures différentes et compliquées du contrôle des investissements des fonds de retraite, la tendance des épargnants à long terme vers les propriétés à revenu plutôt que vers les prêts sur propriété uni-familiale, le bas pourcentage de leur actif en créances hypothécaires, la différence de ce pourcentage entre grandes et petites caisses de retraite.
4. La position historique occupée par les compagnies d'assurance sur la vie dans le domaine des prêts hypothécaires, la mise en place au cours de nombreuses années de services bien établis et expérimentés dans l'établissement de prêts hypothécaires, la tendance, ces dernières années, à investir dans des prêts sur immeubles à revenu et à l'acquisition directe de propriétés à revenu, les effets des emprunts sur polices sur leurs liquidités pendant les périodes de resserrement monétaire, les effets de la taxation sur leur croissance future, leur expertise surabondante dans le domaine du prêt hypothécaire et comment elle peut être canalisée.
5. L'absence au Canada d'institutions d'épargne telles que les Building Societies, les banques d'épargne mutuelles et les associations d'épargne et de prêts.
6. Le développement au Canada au cours des quelques dernières années, de compagnies indépendantes agissant comme banquier hypothécaire, les besoins de ces compagnies tenant compte de leur capital relativement peu élevé.
7. Le développement par la Compagnie Trust Royal du "Fonds M" et sa convenance manifeste aux investisseurs individuels.
8. L'arrivée sur la scène au cours des cinq dernières années de grandes sociétés privées dont les actions sont négociées sur le marché boursier, qui se spécialisent dans le développement et la commercialisation de l'immeuble, telles que Markborough, Cadillac, Trizec, Bramalea et Campeau.
9. L'isolement du marché hypothécaire primaire au Canada et la forme rudimentaire du marché hypothécaire secondaire.
10. L'intérêt montré dans la première partie de la dernière décennie par les membres de l'Association des Négociants en Investissements (IDA) pour le commerce des hypothèques au cours de la période où la SCHL vendait aux enchères des paquets de créances hypothécaires aux prêteurs agréés et aux membres de l'IDA, les moyens importants des négociants en investissements dans leurs activités de commettants dans le commerce des obligations, leur isolement du marché du prêt hypothécaire au cours des quelques dernières années, comment utiliser leur expérience.
11. Les restrictions imposées, par les Commissions provinciales des valeurs, sur les investissements par les fonds mutuels, en avoir non liquides.
12. La préoccupation croissante au cours des cinq ou six dernières années portée à la liquidité par les institutions et les investisseurs institutionnels.
13. La structure de l'industrie du prêt hypothécaire aux Etats-Unis, les activités d'une industrie indépendante de banquiers hypothécaires aux Etats-Unis, les rapports entre les banquiers hypothécaires et les banques com-

merciales, les structures de soutien gouvernementales ou quasi-gouvernementales à l'industrie bancaire du prêt hypothécaire.

14. L'histoire des Trusts d'investissement immobilier et leur développement aux Etats-Unis, et les expériences de bons de propriété au Royaume-Uni.
15. Le développement de l'Association gouvernementale hypothécaire nationale (GNMA) et le marché des valeurs garanties par hypothèque aux Etats-Unis.
16. Les activités croissantes aux Etats-Unis des organismes bancaires en investissement dans le domaine des hypothèques et de l'immeuble, causées par la familiarisation croissante avec les trusts d'investissement immobilier et les valeurs GNMA, l'achat de firmes de courtage en hypothèques et de firmes bancaires hypothécaires par certains des organismes bancaires en investissement les plus importants et l'interaction croissante entre les marchés des obligations, des actions et des créances hypothécaires.
17. L'usage généralisé au Royaume-Uni des hypothèques à modalités variables et l'intérêt croissant qu'elles suscitent aux Etats-Unis.

Outre ce qui précède (et qui n'a pas la prétention d'être complet) d'autres considérations importantes furent les suivantes:

1. En considérant la croissance anticipée des caisses de retraite comme un facteur de plus en plus important, il est indispensable de définir de quelle façon conseils et services bancaires hypothécaires leur seront fournis. Il semble évident que les caisses de retraite exigeront le développement des services bancaires hypothécaires capables d'établir et d'administrer des prêts hypothécaires dans tout centre urbain important du Canada.

Le caractère des investissements hypothécaires des caisses de retraite dans des prêts d'assez forts montants sur des propriétés à revenu nécessite un niveau élevé d'expérience hypothécaire. Les compagnies canadiennes d'assurance sur la vie et les compagnies de fiducie ont développé un réseau de succursales leur permettant de mettre en place un personnel spécialisé en prêts hypothécaires dans toutes les régions importantes. De tels aménagements ne sont pas accessibles aux caisses individuelles de retraite. Une relation correspondant-banquier hypothécaire-courtier en placement analogue à la structure qui existe aux Etats-Unis peut avoir un rôle à jouer au Canada en ce qui concerne ces caisses de retraite, complétant les activités de certaines compagnies de fiducie dans ce domaine.

2. Après la seconde conférence sur l'investissement hypothécaire pour les régimes fiduciaires de pension convoquée par l'Honorable Robert Andras, Ministre fédéral, chargé du logement, en décembre 1970, il fut possible d'évaluer les opinions de ceux qui investissent ces fonds de retraite. Leurs principales préoccupations (nullement unanimes) semblaient être:
 - a) le manque de liquidité du marché du prêt hypothécaire;
 - b) le manque de mécanismes appropriés de mise en marché tels que les techniques de canalisation financière;

On laissa aussi entendre que l'un des problèmes difficiles était d'atteindre le personnel de décision ou le niveau de la direction qu'il fallait, quand on essayait de promouvoir le placement des fonds de retraite en prêts hypothécaires à l'habitation.

3. On doit éviter de prendre des mesures qui aideraient seulement un secteur du marché mais qui nuiraient à un autre. Par exemple, inciter les banques à emprunter sur le marché à moyen terme, leur fournissant ainsi des engagements plus appropriés en face des prêts hypothécaires renouvelables à tous les cinq ans, n'aidera pas si cela nuit aux compagnies de fiducie.
4. On doit reconnaître les besoins du propriétaire de maison en tant qu'emprunteur. L'un des éléments évidents, par exemple, est que le propriétaire d'une habitation ne peut déduire les paiements d'intérêts hypothécaires dans sa déclaration d'impôts sous le régime fiscal actuel ou envisagé. Ainsi, dans la mesure où les imperfections du marché hypothécaire se reflètent par des rendements plus élevés, la position de l'emprunteur devient plus sérieuse, en particulier quand on considère que l'emprunt hypothécaire peut être l'engagement d'endettement à long terme le plus important qu'une famille est susceptible de contracter. Qui plus est, ce facteur tend à augmenter les fluctuations de la demande en prêts hypothécaires sur habitations et contribue à l'instabilité de leur marché. De même, les possibilités pour le propriétaire d'une habitation d'exprimer ses préoccupations dans les cercles influents sont particulièrement réduites, comparées à celles de l'homme d'affaires.

Après l'examen global de ces nombreux facteurs, il a semblé désirable que toute mesure proposée tente de faciliter :

1. Une activité plus grande des banques à charte dans le domaine des prêts hypothécaires résidentiels.
2. Un placement plus important des fonds de retraite en créances hypothécaires à l'habitation.
3. Implication des particuliers et des institutions de moindre importance dans le marché de l'immeuble résidentiel et du prêt hypothécaire à l'habitation.
4. Plus grande utilisation de l'expérience disponible existante à la fois dans l'établissement et le commerce du prêt hypothécaire.

Il apparut ainsi nécessaire de s'en tenir aux mécanismes financiers permettant d'améliorer l'efficacité avec laquelle le marché hypothécaire :

1. Permet la liquidité et une réaction efficace aux changements dans l'offre et la demande.
2. Relie entre eux les différents secteurs du marché et utilise l'expérience disponible.
3. Offre aux institutions de moindre importance et aux investisseurs individuels l'accès à l'expérience, à la répartition à de grands programmes hypothécaires et immobiliers.
4. Utilise un instrument hypothécaire assez souple pour répondre aux exigences raisonnables des différents types d'emprunteurs et de prêteurs.

Pour assurer le développement du marché hypothécaire d'une manière efficace et pour relever la contribution à long terme du secteur privé, on considéra que la principale nécessité était :

1. La création d'une structure plus complètement intégrée du marché du prêt hypothécaire à l'habitation dont le noyau servirait de pivot à l'établissement d'un marché hypothécaire secondaire efficace.

2. Une plus grande cohésion entre les secteurs du marché tels que prêteurs institutionnels, courtiers en investissements, banquiers hypothécaires, conseillers en placements et assureurs hypothécaires privés.
3. Une interaction entre le marché des créances hypothèques, des obligations et des actions grâce à la mise en place de mécanismes qui permettraient aux courtiers en investissements de distribuer au public des actions dans des titres intermédiaires garantis par des hypothèques et de faire le commerce actif des valeurs à nantissement hypothécaire.

La possibilité de développer une structure de marché plus intégrée et d'amener des améliorations à la liquidité, la flexibilité, la stabilité et l'efficacité dans l'utilisation de l'expérience existante conduisit à la décision d'étudier la question d'une Société de commercialisation des créances hypothécaires, des compagnies de placements hypothécaires et des hypothèques à modalités variables, comme étant capables de fournir les résultats les plus rapides.

LA SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION amoindrirait les effets restrictifs sur l'apport de fonds hypothécaires résidentiels causés par la faible possibilité de commercialisation de l'instrument hypothécaire. La Société opérerait comme un créateur de marché secondaire. Pour ce faire, elle conserverait un portefeuille de créances hypothécaires résidentielles prêtes à la vente, et une position en liquide (espèces, autres avoirs en liquide, capacité d'emprunt inutilisée) pour lui permettre d'augmenter son portefeuille rapidement si le besoin s'en faisait sentir. Ceci permettrait aux investisseurs en créances hypothécaires d'atteindre leurs objectifs de portefeuille plus rapidement lorsque le montant détenu en créances hypothécaires devient plus bas ou plus élevé que ces objectifs. Ceux qui possèdent déjà des créances hypothécaires pourraient en détenir plus. Ceci encouragerait aussi de nouveaux investisseurs à entrer en scène. En même temps, la Société ferait disparaître chez certains prêteurs, le besoin de vendre leurs créances hypothécaires à l'habitation, ou d'ajuster leur activité dans le domaine des prêts, pour des raisons de liquidité. Elle réaliserait cela en mettant à la disposition des prêteurs des prêts collatéraux garantis par le nantissement de créances hypothécaires résidentielles en portefeuille.

Une telle Société pourrait aussi aider à diminuer la sensibilité de l'apport des fonds hypothécaires résidentiels aux changements de la politique monétaire. Elle pourrait exercer une telle influence d'une ou deux façons. Premièrement, elle pourrait le faire en augmentant l'importance du rôle des investisseurs sur le marché, qui y participeraient avec une constance au-dessous de la moyenne. Deuxièmement, elle pourrait le faire si elle parvenait de façon efficace à compléter ou à accroître l'apport de fonds hypothécaires résidentiels pendant les périodes de resserrement monétaire et à le réduire pendant les périodes où l'accent est abondant. Si la Société était motivée par le profit, on lui demanderait de spéculer judicieusement sur les mouvements des taux d'intérêt.

LES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES fourniraient un type d'intermédiaire pour les marchés hypothécaire et immobilier analogues aux so-

ciétés de placements à certificats remboursables ou non remboursables qui opèrent principalement sur le marché des valeurs. Il est facile pour des individus et des institutions de moindre importance d'acquérir (indirectement) une part dans un portefeuille de valeurs, bien diversifié et géré par des professionnels parce que les problèmes de classement, de négoce, de gestion, de commercialisation, les problèmes légaux et fiscaux, les problèmes de réglementation sont résolus par le truchement du fonds de placement. Par contre, de tels investisseurs affrontent généralement ces problèmes s'ils désirent investir en créances hypothécaires à l'habitation et en valeurs immobilières ordinaires sur une base comparable. Il est difficile du point de vue légal et administratif de fractionner des titres hypothécaires ou immobiliers de façon que les investisseurs deviennent propriétaires de droits de propriété distincts. Le petit investisseur a besoin d'une forme quelconque d'intermédiaire pour fractionner de grands investissements unique de façon efficace ou acquérir un portefeuille diversifié de droits de propriété fractionnés dans de tels investissements. C'est là le raisonnement de base sur lequel les compagnies de placements hypothécaires sont fondées.

Les compagnies de placements hypothécaires apporteraient une contribution notable au financement des habitations et à l'amélioration du marché des capitaux, si elles fournissaient un service utile, qui n'est pas autrement à la portée immédiate d'une catégorie importante d'investisseurs. Conséquemment, l'on doit noter leurs différences avec les trois autres types d'intermédiaires. Elles différeraient des compagnies de placement traditionnelles en ce qu'elles conserveraient en portefeuille des titres hypothécaires et immobiliers. La forme prédominante de la compagnie de placement traditionnelle est le fonds mutuel à certificats non remboursables. Reflétant la faible possibilité de commercialisation de ses avoirs, la forme prédominante de cette compagnie est susceptible d'être la société à certificats non-remboursables, avec titres inscrits à la cote des bourses pour leur commercialisation.¹⁵ Aussi, le fonds mutuel n'utilise pas normalement la méthode des rendements moyens tandis que la plupart des compagnies de placements hypothécaires utiliseraient probablement cette méthode. L'entité commerciale la plus semblable à cette compagnie est la compagnie de prêts¹⁶ mais les premières différeraient des compagnies de prêt de plusieurs aspects importants. Elles seraient autorisées à conserver dans leur portefeuille de placements une plus grande proportion de titres immobiliers et seraient contraintes à des niveaux de rendements moyens plus bas. Ce qui est plus important, elles pourraient se qualifier pour le statut de canalisateur devant l'imposition sur le revenu. Si elles remplissaient les conditions requises, y compris le décaissement d'une forte proportion de revenu net, leurs gains ne seraient pas soumis à l'impôt

¹⁵Il est concevable qu'éventuellement cette condition soit modifiée si une Société de commercialisation des créances hypothécaires à l'habitation développe avec succès le marché secondaire des créances hypothécaires à l'habitation et que la compagnie de placements hypothécaires conserve en portefeuille peu d'autres valeurs peu commercialisables.

¹⁶Le Bill C-135 propose en fait que les compagnies de placements hypothécaires soient traitées comme une forme de compagnie de prêt et soient régies par la Loi sur les compagnies de prêt. Canada, Chambre des communes, Bill C-135—*Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, première lecture, 1^{er} février 1973.

sur le revenu au taux des sociétés. Le décaissement serait sujet à l'impôt au taux applicable de chaque bénéficiaire. En échange d'un tel traitement fiscal, ces compagnies seraient privées du droit de s'engager dans le commerce "actif", même dans le commerce spéculatif de leurs avoirs. Elles sont censées être des intermédiaires "passifs" dans la détention des placements hypothécaires et immobiliers.

Finalement, les compagnies de placements hypothécaires différencieraient des sociétés de développement immobilier par leur orientation hautement axée vers la créance hypothécaire, par leur "passivité" et par leurs caractéristiques de forts décaissements.

Les compagnies de placements hypothécaires pourraient jouer le même rôle que la Société de commercialisation en ce qu'elles pourraient avoir pour effet d'amener de façon active les négociants en placement sur le marché des créances hypothécaires à l'habitation. La Société leur permettrait d'offrir à leurs clients des titres hypothécaires résidentiels en même temps que des actions et des obligations. Les compagnies de placements hypothécaires seraient en mesure d'offrir des valeurs sous une forme bien connue à leurs clients investisseurs et leur donneraient des occasions de souscription. L'implication active et étendue de l'industrie du négoce des investissements sur le marché hypothécaire serait une étape décisive dans le développement de ce marché et de l'ensemble du marché des capitaux.

Comme dans le cas de la Société de commercialisation, les compagnies de placements hypothécaires, pourraient aider à réduire la sensibilité de l'apport des fonds hypothécaires résidentiels aux changements de la politique monétaire. Ceci pourrait être réalisé si elles réussissaient à amener, sur le marché, des investisseurs ayant une constance, dans leur comportement face aux investissements hypothécaires, supérieure à la moyenne. Elles produiraient de même un effet stabilisateur, si leurs activités étaient capables de compenser les fluctuations de participation dans le marché par d'autres investisseurs.

En scrutant le système financier canadien pour découvrir des moyens d'élargir l'apport de fonds hypothécaires résidentiels, on est assuré d'observer le vaste flux monétaire d'épargne qui survient sous la forme d'augmentation des dépôts dans les banques à charte et dans les autres établissements de dépôts. Comme cela est mis en évidence dans le *Tableau 1-1*, les autres intermédiaires financiers ne viennent qu'à la taille des banques à charte. Quoique les banques à charte et autres établissements de dépôts participent au marché hypothécaire à l'habitation, il est juste de dire qu'une proportion relativement faible des prêts hypothécaires est financée par des dépôts à court terme. Il est naturellement bien connu que les intermédiaires financiers doivent se préoccuper du degré de non concordance entre les échéances de leurs actifs et de leurs engagements. Les prêts hypothécaires, même du type de cinq ans, compliquent le problème de la concordance pour les déposants à court terme.

Cette situation soulève deux questions: Est-ce que l'on peut élaborer une forme de prêt hypothécaire à l'habitation qui atténuerait le problème de la concordance des échéances pour les établissements de dépôts et en même temps saurait plaire aux emprunteurs? Est-ce que le prêt hypothécaire pourrait devenir assez intéressant pour inciter les établissements de dépôts à investir davantage de leurs dépôts à court terme en prêts hypothécaires à

l'habitation? L'importance de ces questions conduisit l'équipe à envisager l'addition possible des hypothèques à modalités variables aux mécanismes du marché canadien du prêt hypothécaire à l'habitation.

UNE HYPOTHÈQUE À MODALITÉS VARIABLES est une hypothèque dans laquelle on a prévu la variation de clauses énoncées dans le contrat sur une base préétablie pendant la durée du prêt. Les clauses importantes qui peuvent être modifiées sont le taux d'intérêt, la période d'amortissement et le montant des mensualités. Quelques prêteurs seraient peut-être aussi en mesure d'adapter des modalités de solde variable, qui ne pénaliseraient pas les paiements anticipés et permettraient un emprunt ultérieur, en tant que partie du contrat de prêt. L'échéance du prêt resterait fixée.

Tel que proposé par l'équipe d'étude, le taux d'intérêt d'une hypothèque à modalités variables serait rattaché à un taux bien défini du marché des capitaux, comme le taux moyen des bons du Canada à long terme tel qu'il est publié par la Banque du Canada. Le prêteur serait libre de fixer l'écart initial avec le taux référence (taux de base), qui serait maintenu (approximativement) par des remises à jour annuelles ou semestrielles pendant toute la durée du prêt. Dans la limite où les variations de l'intérêt sur ses comptes de dépôt correspondraient aux variations du taux de référence, la marge du prêteur resterait constante. Les variations de l'intérêt du prêt dans certaines limites n'empêcheraient pas l'utilisation des paiements mensuels stables si des dispositions avaient été prises pour des variations correspondantes de la période d'amortissement. Inversement, une disposition pourrait être prévue pour faire varier la période d'amortissement d'année en année, indépendamment du taux d'intérêt. L'emprunteur pourrait alors utiliser l'hypothèque à modalités variables comme un instrument souple d'épargne. Des modalités de solde variable faciliteraient encore plus le processus épargne-placement de l'emprunteur.

Pour les banques à charte, l'hypothèque à modalités variables serait moins différente des prêts commerciaux que ne le sont les hypothèques à modalités fixes. De l'importance des différences qui demeurent, particulièrement dans la rentabilité, dépendrait l'efficacité de la concurrence des hypothèques à modalités variables pour les fonds que les banques ont à investir. La rentabilité de ces hypothèques dépend dans une grande mesure de l'importance de l'attrait que ses caractéristiques à l'exclusion de l'intérêt, exercent sur les emprunteurs.

C'étaient là les trois propositions visant à améliorer l'apport privé aux fonds hypothécaires, qui furent étudiées par l'équipe d'étude. Elles n'épuisent naturellement pas la liste des possibilités. On pourrait peut-être prétendre que ce ne sont pas là les trois meilleures mesures à étudier. D'un autre côté, la tâche d'améliorer le marché hypothécaire à l'habitation, de même que la tâche d'améliorer le marché des capitaux dans son ensemble, devrait être considérée comme une tâche continue. Dans ce contexte, classer les possibilités est important, mais se mettre au travail l'est aussi.

Une fois que les trois propositions furent choisies pour examen, un comité d'étude fut créé pour explorer chacune. Les comités furent agencés pour comprendre dans chaque cas au moins un économiste, un avocat, un

praticien financier, et pour que soient représentés tous les points de vue du marché privé, du gouvernement, ainsi que le point de vue académique. Un effort spécial fut fait dès le début du travail pour obtenir l'opinion de spécialistes qualifiés. Pour le projet de la Société de commercialisation des créances hypothécaires, une vaste enquête fut menée grâce à des entrevues avec les principales institutions de prêt et les négociants en placements, et une enquête sur les caisses de retraite fiduciaires fut entreprise à l'aide de questionnaires expédiés par la poste. Pour les hypothèques à modalités variables, deux petites enquêtes furent menées grâce à des entrevues, pour l'une avec certaines banques et compagnies de fiducie, pour l'autre, auprès de constructeurs d'habitations. Quelques entrevues furent aussi menées dans le cadre du projet de la compagnie de placements hypothécaires. Dans le projet visant ces compagnies, figurait une étude approfondie de l'expérience des Etats-Unis, mais on rechercha également les leçons de l'expérience étrangère pour les deux autres projets.

Lorsque l'on estima que les projets étaient suffisamment avancés, un Comité interdépartemental fut formé pour les examiner. L'équipe spéciale était représentée et participa à la préparation du rapport de ce Comité au gouvernement. Elle fut dissoute après que le Comité interdépartemental eut déposé son rapport.

VI. CONTENU DU VOLUME I

Cette étude est divisée en sept chapitres et sept annexes.

Dans le chapitre 2, le professeur H. H. Binhammer dépeint brièvement la nature du marché hypothécaire à l'habitation, et la nécessité d'un marché secondaire plus développé ainsi que les conséquences qui en découleraient.

Dans le chapitre 3, le professeur Binhammer présente une description générale de l'organisation et du fonctionnement de la Société de commercialisation de créances hypothécaires proposée. En bref, la proposition consiste dans la constitution d'une société de la couronne, orientée vers le marché privé, distincte de la SCHL, ayant le pouvoir de négocier les créances hypothécaires à l'habitation et de faire des prêts collatéraux basés sur leur nantissement (mais sans le pouvoir de consentir des prêts hypothécaires) et qui rechercherait à encaisser un taux de rendement économiquement justifiable. La description fait appel aux conclusions de l'enquête menée grâce à des entrevues avec des institutions financières au sujet d'une telle Société envisagée et rappelle les discussions sur le sujet entre les membres du comité d'étude instauré par l'équipe spéciale.

Le chapitre 4, sur l'impact potentiel que la Société en question pourrait avoir sur les principales institutions de prêt est rédigé par E. D. L. Miller, G. A. Golden, et J. A. Galbraith. Chacun est un administrateur du type d'institution financière sur laquelle il écrit. Miller décrit l'impact que l'on pourrait espérer d'une telle Société sur les compagnies de fiducie et les compagnies de prêt, Golden, l'impact sur les compagnies d'assurances sur la vie et Galbraith l'impact sur les banques à charte. Chaque rédacteur discute de l'importance que revêtent les facilités de commercialisation et de prêt offertes par la Société en question.

Au chapitre 5, le professeur W. R. Waters examine l'investissement potentiel en créances hypothécaires à l'habitation que représentent les caisses de retraite fiduciaires. Les conclusions de l'enquête sur ce sujet sont discutées et il présente une estimation des niveaux anticipés de l'investissement hypothécaire net de ces institutions en tenant compte de l'action d'une Société de commercialisation.

Le chapitre 6, par le professeur Paul Halpern, est une analyse économique de la Société de commercialisation. Il traite de la fonction commerciale de la société, examinant si cette fonction pourrait être exercée sur une base bénéficiaire pour réduire l'instabilité des rentrées sur le marché primaire du prêt hypothécaire à l'habitation. L'analyse est entièrement sur une base théorique. Elle conclut que la société en question doit choisir entre le rôle de créateur de marché secondaire et celui de modérateur de rendement. Elle ne peut tenir les deux.

Le dernier chapitre de cette étude est une postface du présent auteur. Elle consiste principalement en une description et des commentaires sur la Bourse fédérale d'hypothèques telle qu'elle est définie dans le Bill C-135.

Chapitre 2

Le marché hypothécaire: La nature du problème

par H. H. Binhammer

I. L'ACTE HYPOTHÉCAIRE

Un prêt à l'habitation s'accompagne, dans la plupart des cas, d'une hypothèque. Une hypothèque, c'est la création d'un droit à l'immeuble comme nantissement pour le paiement d'une créance ou pour l'exécution d'une obligation.

A la base même de la loi anglaise sous l'ancien système d'enregistrement, le prêteur (créancier hypothécaire) obtient un véritable droit de propriété sur l'immeuble hypothéqué, mais sous réserve du droit de rachat de l'emprunteur en purgeant sa dette. Sous le système des Titres de propriété foncière, dont l'utilisation est traditionnelle dans la Province de Québec, l'emprunteur conserve un titre légal et ne donne au prêteur qu'un droit sur sa propriété.¹ En d'autres termes, le débiteur donne un gage au créancier comme garantie. C'est ce qu'on appelle hypothéquer un bien, et le document ou l'acte reconnaissant une telle transaction, c'est l'hypothèque. La Loi nationale de 1954 sur l'habitation, définit un prêt hypothécaire comme comprenant "l'hypothèque et une cession de, ou une hypothèque sur le droit de tenure par bail d'un locataire".²

L'acte hypothécaire typique utilisé pour les prêts hypothécaires à l'habitation comprend la date, le nom de l'emprunteur et du prêteur, la description légale exacte de l'immeuble, une déclaration quant aux deniers hypothécaires déboursés et un engagement de rembourser le principal à un taux d'intérêt déterminé, selon une formule de paiements pré-établie. L'acte peut aussi contenir des dispositions quant au remboursement anticipé de capital et à l'ajustement des intérêts. De plus, il peut comprendre des promesses ou des "engagements" de payer toutes les taxes, impositions spéciales, et autres cotisations imposées par le gouvernement local contre la propriété, de garder la propriété en bon état; et de l'assurer à sa pleine valeur contre le feu et autres risques et périls. Il stipule également que la propriété ne sera utilisée pour

¹H. Woodard, *Canadian Mortgages* (Don Mills, Ont.: Collins, 1959).

²Statuts du Canada, 1953-4, *Loi nationale de 1954 sur l'habitation*, c. 23, art. 2(27).

aucunes fins illégales et que tout changement important, toute rénovation ou tout rajout à la propriété ne pourra être fait qu'avec l'autorisation du créancier.

Avant qu'un pourvoyeur de fonds hypothécaires ne prête son argent sur le nantissement d'un immeuble en particulier, il voudra connaître le statut légal du titre de propriété, et qu'une évaluation de la valeur marchande de la propriété soit faite. Dans certains cas, le prêteur peut désirer qu'une compagnie d'assurance émette une police d'assurance-titre, pour sa protection. Cette pratique est encore relativement rare au Canada.

Il y a maintenant deux principaux types de prêts hypothécaires à l'habitation—les prêts hypothécaires aux termes de la Loi nationale sur l'habitation (LNH) et les prêts hypothécaires conventionnels. La caractéristique distinctive du prêt hypothécaire LNH est que le prêteur est assuré contre le défaut de la part de l'emprunteur.³ La police d'assurance est émise par la Société centrale d'hypothèques et de logement (SCHL) au nom du Gouvernement du Canada. Quoiqu'une compagnie d'assurance privée ait été fondée pour émettre des polices d'assurance pour les prêts hypothécaires conventionnels, une proportion relativement petite des prêts hypothécaires conventionnels en vigueur sont assurés.

Comme la SCHL n'émet de polices d'assurance que dans les cas où une propriété rencontre certaines normes déterminées, les prêts hypothécaires LNH sont plus homogènes que les prêts conventionnels. Cependant, étant donné qu'il n'y a pas deux propriétés identiques et qu'il existe des différences dans la qualité des évaluations de propriété, il s'ensuit qu'il n'y a pas deux prêts hypothécaires identiques. Quoique nous nous acheminions vers un document hypothécaire uniforme dans tout le pays, l'acheminement vers un prêt hypothécaire uniforme reste endémique.

Ceci ne veut pas dire que les prêts hypothécaires à l'habitation ne sont pas classés. Les propriétés ont des caractéristiques communes telles que la localisation, le genre et l'âge de l'édifice, et la qualité de la construction. La SCHL a contribué d'une manière importante à uniformiser le marché du prêt hypothécaire à l'habitation en y introduisant des procédés améliorés d'inspection et d'évaluation, des normes minimales dans la qualité de la construction et une certaine standardisation dans les modalités hypothécaires. D'autre part, certains règlements administratifs de la SCHL peuvent avoir compliqué la tâche des prêteurs sur hypothèques LNH et avoir eu tendance à éloigner les emprunteurs de telles hypothèques, accentuant ainsi la différence entre les prêts hypothécaires.

³Pour chaque prêt hypothécaire LNH, la police d'assurance prévoit la paiement comptant à l'assuré d'un montant représentant la somme des quatre item suivants:

- a) 100 pour cent du montant de capital impayé
- b) le taux d'intérêt de l'hypothèque pour une période de défaut allant jusqu'à douze mois
- c) le taux d'intérêt de l'hypothèque moins 2 pour une période additionnelle allant jusqu'à 6 mois (p. ex. si le taux d'intérêt de l'hypothèque était de 9½ pour cent, le taux correspondant à cette période serait de 7½ pour cent)
- d) le montant le plus élevé entre des frais d'acquisition de \$250 et les coûts légaux d'acquisition imposés sur une base de partie à partie.

Voir Société centrale d'hypothèques et de logement, *Les prêts hypothécaires, une forme d'investissement pour les régimes fiduciaires de pension* (Ottawa: SCHL, 1970).

II. LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE RÉSIDENTIEL

Le marché hypothécaire résidentiel comprend un marché *primaire* et *secondaire*. C'est à partir du marché primaire que sont établis les prêts hypothécaires. D'autre part, c'est dans le marché secondaire que les créances hypothécaires en vigueur sont achetées et vendues. En d'autres mots, le marché primaire entraîne un octroi du crédit et le marché secondaire, une vente de l'acte de crédit.

Les principaux promoteurs des prêts hypothécaires résidentiels au Canada sont les plus importantes institutions prêteuses privées—les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de prêts et de fiducie, et les banques à charte. Les particuliers, les sociétés fraternelles de secours mutuels, les caisses populaires du Québec, de même que la SCHL sont également d'importants promoteurs de prêts hypothécaires résidentiels. Les institutions prêteuses privées qui sont engagées dans l'établissement des prêts hypothécaires résidentiels, ont mis sur pied des services de prêts hypothécaires spécialisés, compétents dans le choix du crédit, l'évaluation, l'inspection durant la construction, et le travail administratif requis dans la gestion de portefeuilles de créances hypothécaires. En fait, plusieurs de ces institutions ont porté leur capacité d'établir et de gérer des prêts hypothécaires à un niveau beaucoup plus élevé que celui qui leur est requis pour leur propre portefeuille d'investissement.

Les courtiers en prêts hypothécaires produisent des prêts hypothécaires d'une façon indirecte puisqu'ils "recrutent" des emprunteurs pour les institutions financières qui leur paient des "honoraires de placement". Ces dernières années, les entrepreneurs ont fait appel aux services des courtiers en prêts hypothécaires. Dans ces derniers cas, l'entrepreneur paye au courtier en prêts hypothécaires ses honoraires ou les partage avec le prêteur, institution ou autre. En Ontario, les courtiers en prêts hypothécaires sont régis par la Loi des courtiers en prêts hypothécaires de l'Ontario.

Un petit nombre de courtiers en prêts hypothécaires spécialisés établissent des prêts hypothécaires pour fins de vente. Ils sont en contact continu avec les prêteurs qui n'ont pas de service de prêts hypothécaires leur permettant d'en établir. La plupart des clients de ces courtiers ont été des caisses de retraite de moindre importance.

Lorsque le prêt hypothécaire assuré LNH fut introduit en 1954, ce fut la première étape dans le développement d'un marché hypothécaire secondaire au Canada. La Loi nationale de 1954 sur l'habitation prévoyait la commercialisation des créances hypothécaires assurées. Les prêteurs agréés qui consentaient des prêts LNH pouvaient en vendre les créances à d'autres investisseurs pourvu que le prêteur agréé retienne l'administration. Cela permettait autant aux institutions qu'aux particuliers d'investir dans les créances hypothécaires, même s'ils étaient incapables de les établir ou de les administrer. De plus, la SCHL reçut l'autorisation d'acheter et de vendre des créances hypothécaires assurées.⁴

⁴La SCHL a l'autorisation d'acheter et de vendre des prêts hypothécaires assurés, de faire des avances collatérales aux prêteurs sur hypothèques sur le nantissement de leurs prêts hypothécaires, et d'acheter des obligations des institutions prêteuses. Statuts révisés du Canada, 1952, Loi sur la Société centrale d'hypothèques et de logement, c. 46, art. 28; et Statuts révisés, 1971, Loi nationale sur l'habitation, c. N-10, art. 10.

Les honoraires annuels des prêteurs agréés pour l'administration de créances hypothécaires a généralement été en bas de ½ pour cent du solde en instance. En 1970, plusieurs prêteurs agréés exigeaient ⅜ pour cent pour administrer des créances hypothécaires sur propriétés unifamiliales et de ¼ à 1/10 pour cent pour les créances sur les propriétés à habitations multiples, selon que le prêt était plus ou moins élevé. Dans certains cas, des créances hypothécaires ont été vendues sur une base d'administration payée à l'avance; le cours de la créance comprend le coût total de l'administration pendant toute la durée de l'hypothèque. Certains investisseurs préfèrent payer tous les frais d'administration à l'avance parce que, de cette façon, le prix payé pour la créance est relié directement au rendement net sur lequel on s'est basé pour effectuer l'achat.

La SCH n'a pas fait de véritable tentative pour acheter des créances de prêteurs agréés. Elle a probablement décidé de ne pas le faire parce qu'elle n'a pas reçu de directives du gouvernement décrétant qu'une telle ligne de conduite soit souhaitable.

Le 13 avril 1961, le gouvernement a demandé à la SCHL de vendre une portion suffisante de son portefeuille d'hypothèques vendables pour promouvoir l'établissement d'un marché secondaire actif.

A ce moment-là, le ministre des Travaux publics, dans une déclaration à la Chambre des Communes, a dit que "La première étape nécessaire pour encourager un marché actif est de s'assurer qu'il y ait une ample provision de créances hypothécaires existantes pour les acheteurs intéressés. En conséquence, le Gouvernement a ordonné à la SCHL d'offrir en vente, aussitôt que possible, à des taux de rendement suffisamment attrayants pour les investisseurs, des créances hypothécaires qu'elle détient actuellement dans son portefeuille par suite de l'activité importante en prêts directs qu'elle a maintenue depuis que ce Gouvernement est arrivé au pouvoir en 1957".⁵

De 1954 à 1961, un marché secondaire pour les créances LNH avait commencé à se développer lentement. Au cours de ces années, \$266 millions de créances furent vendues par des prêteurs agréés à même les \$3.1 billions de prêts hypothécaires qu'ils avaient consentis aux termes de la Loi nationale sur l'habitation.⁶ Ce qui veut dire qu'une créance hypothécaire sur dix établies par des prêteurs agréés aux termes de la LNH avait été vendue sur le marché secondaire. Dans un sens, les prêteurs sur hypothèques, en moyenne, ont obtenu neuf pour cent des fonds qu'ils ont investis dans les prêts hypothécaires LNH par l'entremise du marché hypothécaire secondaire.

Entre 1961 et 1965, la SCHL a tenu 14 ventes à l'enchère, où plus de \$300 millions de créances LNH furent vendues sur le marché. (Voir Appendice A, *Tableaux A-22 et A-23*). Une grande partie de créances hypothécaires furent amenées dans le portefeuille des caisses de retraite et d'autres investisseurs qui autrement n'auraient pas investi dans les créances hypothécaires. Après la douzième vente à l'enchère, la SCHL a restreint le droit de soumissionner auprès de prêteurs agréés LNH, de correspondants LNH et

⁵Canada. *Débats de la Chambre des communes*, Quatrième session, vingt-quatrième Parlement, 1960-61, Vol. IV.

⁶Société centrale d'hypothèques et de logement, *Rapport annuel, 1961* (Ottawa: SCHL, 1952), p. 10.

des membres de l'Association des courtiers en investissements du Canada qui acceptèrent de ré-offrir ces créances en vente ou de les utiliser comme nantissement pour les titres s'appuyant entièrement sur des créances LNH.

Comme pour donner une impulsion supplémentaire au développement d'un marché hypothécaire secondaire actif, la SCHL fut autorisée, en décembre 1962, à agir comme prêteur de dernier ressort pour tout détenteur de créances LNH qui manquerait temporairement d'argent liquide. Un plafond global de \$100 millions fut fixé pour des créances de cette sorte. Ces facilités de prêts n'ont été utilisées qu'une seule fois, et pour des fins qui seraient probablement atteintes aujourd'hui d'une façon plus appropriée par la Société d'Assurance Dépôt du Canada. Quand le Gouvernement annonça les nouvelles facilités de prêts de la SCHL en 1962, il croyait que la simple existence de facilités de prêts d'urgence rendrait plus accessible aux prêteurs sur hypothèques le crédit des banques et de d'autres sources.

Entre 1954 et 1971, la totalité des ventes et des achats des créances assurées LNH sur le marché secondaire s'élevait à \$1.3 milliards. De cette somme, la SCHL en a vendu pour \$329 millions et acheté pour \$3.1 millions. Parmi les prêteurs du secteur privé, les compagnies de fiducie en ont vendu pour \$580 millions, les banques à charte pour \$277 millions, les compagnies d'assurance-vie pour \$61 millions et les sociétés de prêts et autres compagnies pour \$53 millions. Les compagnies d'assurance-vie en ont acheté pour \$338 millions, les caisses de retraite pour \$332 millions, les banques à charte pour \$231 millions, les sociétés et les firmes non financières pour \$213 millions, les compagnies de fiducie pour \$135 millions et les sociétés de prêts et autres compagnies pour \$45 millions. (Voir Appendice A)

III. LES FONCTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS

Le marché hypothécaire résidentiel, comme les marchés financiers généralement, a trois principales fonctions à remplir: faciliter le transfert des fonds à partir des unités qui disposent de fonds excédentaires vers celles qui en sont déficitaires; fournir une infrastructure financière qui permet une affectation efficace des ressources; et pourvoir à la liquidité des biens non monétaires.

Le mouvement direct des fonds entre les épargnants et les emprunteurs est ralenti par le risque et les inconvénients et le coût du transfert aussi bien que par le désir de la part des épargnants (prêteurs) d'éviter le manque de liquidité. Quoique certains fonds dans les marchés financiers passent directement des épargnants aux prêteurs eux-mêmes, la plupart doivent passer par les mains d'intermédiaires. En fait, les marchés financiers établis se caractérisent par un haut degré d'intermédiation financière. De cette façon, les fonds circulent plus facilement entre les épargnants et les emprunteurs même s'ils ont diverses préférences quant aux échéances et aux modalités.

Etant donné que les intermédiaires financiers font concilier leurs engagements avec les préférences des épargnants, l'épargne est probablement plus importante qu'elle ne le serait sans eux. De plus, parce que les intermédiaires ont développé des mécanismes particuliers pour investir des fonds, l'affectation d'épargnes véritables entre les divers investissements est plus efficace. En d'autres mots, avec des marchés financiers établis ayant un haut degré d'in-

termédiation, les consommateurs et les prêteurs peuvent atteindre quelque chose qui ressemble beaucoup à un mode de consommation optimum relativement au temps, et les investissements faits dans un ordre efficace se reflètent dans une affectation fructueuse des ressources rares. En outre, des marchés financiers bien implantés permettent que l'affectation des ressources réponde plus facilement aux priorités établies par le gouvernement.

Une fonction importante des marchés financiers établis est de pourvoir à la liquidité des actifs financiers. L'avantage de la liquidité est apprécié par les détenteurs de tels actifs, même si en fait ils ne s'en départissent pas. Le fait que les investisseurs financiers désirent la liquidité affecte le coût de financement de l'investissement réel pour ceux qui utilisent le marché des capitaux pour financer un tel investissement. Etant donné la demande de logement, des taux hypothécaires plus bas élèvent le rendement net sur la mise de fonds, ce qui attire des fonds utilisés à cette fin, causant ainsi une diminution éventuelle du coût de financement de la mise de fonds.

IV. LES CARACTÉRISTIQUES D'UN MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE SECONDAIRE ÉTABLI

Un marché hypothécaire secondaire établi devrait remplir les conditions suivantes:

1. Un nombre suffisamment important de participants de sorte qu'il ne soit possible pour aucun d'entre eux d'avoir une influence exagérée sur les modalités des prêts hypothécaires provenant du marché primaire ou sur le cours officiel des créances hypothécaires existantes qui sont négociées sur les marchés secondaires.
2. Un acte hypothécaire qui est uniforme pour qu'il ne s'identifie pas avec un prêteur particulier de sorte que ce dernier puisse exercer une influence sur le cours ou les modalités. Quoique chaque créance hypothécaire doive être différenciée, on est tout à fait libre de les traiter en tranches relativement homogènes pour répondre aux exigences d'un marché établi.
3. Des participants au marché qui ont une connaissance adéquate des conditions du marché pour faire des choix rationnels basés sur les cours qui y sont fixés.
4. Un commerce continu dans le marché, ou du moins la possibilité pour les prêteurs sur hypothèques de se tourner vers le marché chaque fois qu'ils désirent régulariser leur portefeuille hypothécaire. Ce qui entraîne qu'il doit y avoir une variété suffisamment importante de "tranches de créances hypothécaires" pour répondre aux diverses préférences des prêteurs.
5. Une intégration relativement étroite des divers sous-marchés et un marché hypothécaire résidentiel complet, rattaché étroitement à d'autres marchés financiers. Le marché hypothécaire devrait aussi avoir une certaine homogénéité géographique.

La raison pour laquelle un marché secondaire remplissant les conditions précitées ne s'est pas développé au Canada, est probablement que les prêteurs sur hypothèques du secteur privé y ont vu très peu d'avantages à en prendre l'initiative; ils n'avaient pas les capitaux requis pour agir comme instigateurs de marché ou ils ont hésité à courir les risques que cela comportait. Jusqu'à

ces derniers temps, les prêteurs sur hypothèques du secteur privé ont été peu enclins à développer un marché secondaire parce qu'ils pouvaient accueillir les créances hypothécaires dans leur portefeuille à un rythme plus grand que leur capacité d'en établir. Ce n'est qu'au cours des quelques dernières années que plusieurs prêteurs ont commencé à gérer leur portefeuille d'une façon plus élaborée. Comme ceci les a obligés à régulariser plus souvent leur portefeuille, l'établissement d'un marché secondaire plus développé pour les créances hypothécaires résidentielles est devenu plus attrayant.

V. LE RÔLE DES INSTIGATEURS DE MARCHÉ

Pour qu'un marché hypothécaire secondaire d'une ampleur et d'une importance suffisantes se développe au Canada, il est nécessaire d'avoir des instigateurs. Sans instigateur, le marché hypothécaire secondaire restera purement transitoire, changeant irrégulièrement en importance et incapable de donner confiance dans la facilité d'écoulement des créances hypothécaires résidentielles. Une des plus importantes raisons recommandant l'établissement d'une Société de commercialisation des créances hypothécaires est la suivante: assurer les services essentiels fournis par un instigateur.

Jones et Grebler ont suggéré deux services essentiels qui doivent être assurés par un instigateur.⁷ Il doit prévoir un mécanisme permettant des ajustements dans les portefeuilles hypothécaires et il doit prévoir un mécanisme d'acheminement des créances hypothécaires—les acquérir, les classer, les mettre en tranches, en portefeuilles et en circulation, et en assurer l'administration.

Plusieurs facteurs peuvent inciter un prêteur à ajuster les actifs de son portefeuille hypothécaire sur un marché secondaire. Ce sont: (1) des changements dans ses préférences en liquidité, (2) des changements dans le rendement de divers types d'investissements et (3) les différences non prévues entre l'apport net des fonds et les engagements et les opportunités d'investissement.

A cause des incertitudes inévitables dans l'évaluation et du flux des fonds disponibles pour l'investissement, et du moment ainsi que du volume des déboursés hypothécaires résultant d'engagements précédents, les prêteurs sur hypothèques du secteur primaire s'exposent au risque de s'engager au-delà de leur capacité. Une telle éventualité a amené les prêteurs à diminuer ou arrêter la promotion de prêts, créant ainsi d'importantes fluctuations dans la disponibilité des fonds hypothécaires. Un marché secondaire établi permettrait aux prêteurs de compenser les situations compromettantes sans, qu'en même temps, d'importantes fluctuations dans le marché primaire soient nécessaires. Une plus grande stabilité dans le marché hypothécaire résidentiel attirerait les investisseurs circonspects ainsi que d'autres dans le marché. Ceci faciliterait l'approvisionnement en fonds hypothécaires et modérerait tout mouvement ascendant dans les rendements hypothécaires. Jones et Grebler font remarquer "qu'il est futile de supposer que le marché secondaire, qu'il

⁷Jones, Oliver et Grebler, Leo, *The Secondary Mortgage Market* (Programme de recherche sur les propriétés immobilières, Université de la Californie, Los Angeles, 1961), p. 23.

soit parfait ou imparfait, ou que tout autre moyen puisse maintenir une parfaite stabilité dans les taux d'hypothèques et dans les nouvelles constructions durant les périodes de rectification pour une erreur cumulative de jugement des prêteurs du secteur primaire". Cependant, "en achetant des créances hypothécaires de prêteurs qui sont dans une situation compromise et en effectuant un ajustement dans le cours des créances hypothécaires, le marché secondaire sans défaut remettrait à flot le marché hypothécaire pendant la période de compensation sans arrêter sérieusement le flux des fonds hypothécaires".⁸

Lorsque les épargnes augmentent plus vite que prévu, les prêteurs peuvent se trouver sous-engagés. Un marché secondaire bien établi permettrait d'ajuster plus facilement leur situation sans créer des fluctuations non désirées dans le flux des fonds hypothécaires.

A part les situations d'engagements cumulatifs exagérés ou de sous-engagements, chacun des prêteurs aura recours au marché secondaire pour satisfaire ses exigences normales d'ajustement de portefeuille. A un moment donné "un prêteur peut estimer que son portefeuille est surchargé; un autre, que le sien ne l'est pas assez. Un autre encore peut désirer accroître son crédit hypothécaire pour garder de bons clients, même s'il estime que son portefeuille hypothécaire est déjà trop chargé".⁹ A cause de leurs méthodes traditionnelles de gérance de portefeuille et d'administration et pour d'autres raisons, les prêteurs ont des préférences variées quant au portefeuille. Un marché hypothécaire secondaire établi leur permettrait de satisfaire leurs préférences plus adéquatement et plus efficacement.

Un instigateur peut considérer son rôle en vue de créer un mécanisme pour faciliter l'achat et la vente de créances hypothécaires existantes de deux façons. Il peut soit maintenir la stabilité dans le flux de fonds hypothécaires et permettre aux cours de trouver des niveaux d'équilibre, ou soit soutenir les cours et permettre au flux hypothécaire de trouver des niveaux d'équilibre. Puisqu'une des raisons importantes de développer un marché hypothécaire secondaire est de stabiliser le flux de fonds hypothécaires, l'instigateur hypothécaire devrait considérer les changements dans le flux hypothécaire comme son principal indicateur déterminant son intervention dans le marché hypothécaire. Cette démarche, si elle est adéquatement reconnue, dégagera l'instigateur hypothécaire de toutes responsabilités pour le maintien des cours du marché, car ceci serait toujours sujet à critique de la part du public. Mais cependant l'instigateur devra continuellement essayer de faire connaître son rôle au public.

Un instigateur de marché doit démontrer clairement que les rendements hypothécaires ne sont rien de plus que des cours relatifs qui peuvent varier si l'on veut une affectation efficace des ressources.

Nous avons déjà fait remarquer que les prêteurs ont diverses préférences quant à leur portefeuille et que les prêts hypothécaires sont très différents les uns des autres. Malgré la très grande variété de caractéristiques qui les différencient, un degré d'uniformité, qui est nécessaire dans un marché établi,

⁸*Ibid.*, p. 17.

⁹*Ibid.*, p. 18.

peut être atteint en classant les créances hypothécaires résidentielles selon les normes qui peuvent être évaluées facilement par les participants au marché. L'échec de l'établissement d'un marché hypothécaire secondaire au Canada peut être attribué, en grande partie, à l'absence d'un instigateur de marché qui groupe les créances hypothécaires en tranches sur une base continue. Il n'y a eu aussi aucune tentative véritable pour établir un genre de système uniforme qui réduirait l'impact provoqué par les différences entre les créances hypothécaires sur l'importance et l'étendue du marché secondaire.

Enfin, l'instigateur doit fournir une place d'affaires centrale, communiquant étroitement, si elle n'est pas à proximité, avec les principaux participants au marché. Les renseignements sur l'état du marché hypothécaire et des marchés financiers en général, devraient circuler continuellement entre la place d'affaires centrale et l'extérieur et vice-versa.

VI. LES CONSÉQUENCES D'UN MARCHÉ SECONDAIRE ÉTABLI

1. Une plus grande facilité d'écoulement des créances hypothécaires résidentielles par suite de l'existence d'un marché secondaire adéquat encouragera les prêteurs traditionnels à investir une proportion plus importante de leurs fonds dans les créances hypothécaires à l'habitation. "Parce que les actifs hypothécaires des prêteurs seraient moins susceptibles de se trouver gelés et que leur capacité d'investir une partie du flux des épargnes à venir dans les créances hypothécaires deviendrait plus assurée, la quantité des valeurs non hypothécaires à forte liquidité, gardées pour des fins d'ajustement de portefeuille serait réduite en faveur des créances hypothécaires offrant un rendement plus élevés".¹⁰
2. On peut s'attendre à ce que de nouveaux participants soient attirés vers le marché hypothécaire résidentiel si les actes hypothécaires deviennent plus négociables et par conséquent plus liquides.
3. Etant donné que plus de fonds pour le logement seraient disponibles chez des prêteurs du secteur privé, le Gouvernement fédéral pourrait concentrer ses ressources limitées plus efficacement pour répondre aux besoins croissants de ce secteur du marché du logement qui nécessite une certaine forme de subvention.
4. Un marché hypothécaire secondaire réduirait l'instabilité dans le flux de fonds hypothécaires et dans la quantité de nouvelles constructions. Les prêteurs sur hypothèques n'auraient pas à changer leur participation dans le marché hypothécaire primaire pour ajuster leur portefeuille.
5. Le secteur du logement n'aurait pas à subir aussi fortement les effets de la politique monétaire restrictive. Un marché secondaire établi s'intégrerait plus étroitement aux marchés financiers en général et les rendements hypothécaires varieraient de façon plus étroite avec les rendements sur les autres investissements. Ceci entraînerait un flux de fonds hypothécaires plus stable.
6. Etant donné qu'un marché hypothécaire secondaire diminuerait l'impact disproportionné causé par la politique monétaire sur le secteur du loge-

¹⁰*Ibid.*, p. 24.

ment, l'usage de la politique monétaire serait déchargé d'une de ses principales critiques.¹¹

7. Un marché secondaire complètement établi tendrait à réduire le coût de l'emprunt sur la garantie des hypothèques à l'habitation. Le coût plus bas serait la conséquence d'un système de production plus efficace et d'une augmentation de la quantité de fonds en quête d'investissement hypothécaire.

¹¹Certaines conséquences de ceci ont été exposées dans H.H. Binhammer, *The Activities of a Central Mortgage Bank and Government Stabilization Policies*, document inédit, préparé pour l'équipe spéciale sur les nouveaux mécanismes et institutions de financement, 1971.

Chapitre 3

Organisation et fonctionnement d'une Société de Commercialisation de Créances Hypothécaires à l'Habitation — Grandes Lignes du Projet

par H.H. Binhammer

I. FORME DE L'ORGANISATION

Les moyens considérés par l'équipe spéciale pour l'accomplissement des fonctions d'instigation d'un marché hypothécaire central sont:

- a) Une société de la Couronne indépendante relevant du Ministère responsable du logement
- b) Une filiale de la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement
- c) Une division de la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement.

Tel qu'indiqué dans l'enquête ouverte par l'équipe spéciale (voir appendice B) et dans d'autres discussions, la Communauté financière a exprimé en règle générale sa préférence pour que la Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation, telle que proposée, appartienne au gouvernement et soit contrôlée par celui-ci, tout au moins à l'étape préliminaire. Le seul opposant de poids a été une des plus grandes compagnies d'assurance sur la vie, laquelle croyait que la Société devrait être établie par l'entreprise privée. Certains observateurs estiment qu'après un certain nombre d'années la Société pourrait et devrait être confiée au secteur privé.

Insérer la fonction d'instigateur de marché central de créances hypothécaires dans le cadre existant ou dans un nouveau cadre au sein de la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement comporte certains avantages. Cela évite la prolifération d'agences gouvernementales. La S.C.H.L. est déjà dotée d'un personnel expérimenté en ce qui touche le marché des créances hypothécaires et est en relation étroite avec les prêteurs hypothécaires. Elle possède également un réseau de bureaux régionaux qui pourraient être utilisés pour le fonctionnement d'un marché secondaire. Cependant, certains inconvénients viennent contrebalancer ces avantages et d'autres encore. Les fonctions d'un instigateur de marché central de créances hypothécaires sont mieux accomplies si elles sont complètement dissociées de celles qui permettent l'établissement des prêts hypothécaires. Cela serait difficile à réaliser dans le cadre de la S.C.H.L., si ce n'est en fait, du moins en apparence. Bien plus,

il pourrait être plus difficile de créer l'image d'un organisme qui couvre ses frais et qui est orienté vers la commercialisation, s'il était placé au sein de la S.C.H.L. L'expérience américaine démontre l'importance de séparer les programmes gouvernementaux d'aide au logement qui requièrent une certaine forme de subvention gouvernementale, de ceux dont les activités se font strictement sur le marché. Il est donc recommandé que les moyens d'action choisis soient indépendants des attributions actuelles de la S.C.H.L., tant en fait qu'en apparence.

II. FONCTIONNEMENT EN TANT QU'ORGANISME FINANCIÈREMENT INDÉPENDANT

L'objectif de la Société de commercialisation devrait être de fonctionner sur une base financière indépendante, et d'obtenir un taux de rendement "économiquement justifiable". Son seul recours aux fonds du gouvernement devrait se limiter à la constitution d'un capital-actions; des dispositions devront lui permettre d'effectuer des emprunts à court terme auprès du Fonds Consolidé.

III. FONCTION COMMERCIALE

1. *Admissibilité des correspondants*

Il est recommandé qu'un "prêteur agréé" tel que défini couramment par la S.C.H.L. puisse être admis à négocier avec la Société de commercialisation. En outre, des dispositions devraient être prises afin d'inclure, sinon immédiatement, du moins dans un proche avenir, des courtiers en placement sélectionnés, des banquiers hypothécaires ainsi que d'autres établissements et négociants qui feraient preuve d'un intérêt actif dans tout ce qui touche au marché secondaire des créances hypothécaires résidentielles. Le critère principal pour la désignation des institutions et négociants admis à traiter avec la Société de commercialisation devrait être leur capacité à participer à l'expansion et au maintien d'un marché secondaire actif. Les aménagistes immobiliers ainsi que les individus devraient être exclus de toute transaction avec la Société de commercialisation.

2. *Admissibilité des créances hypothécaires*

Pour s'assurer que la Société de commercialisation ne négocie que les premières hypothèques de bonne qualité, ses activités devraient se limiter, au début, aux créances hypothécaires LNH et aux créances hypothécaires résidentielles du type conventionnel en règle et assurées contre tout défaut par une compagnie dûment autorisée à cet effet par le Surintendant des Assurances. Des dispositions devraient être prises pour permettre à la Société, à une étape subséquente et après approbation du Gouverneur en Conseil, d'étendre ses transactions aux créances hypothécaires conventionnelles dotées de certaines normes de qualité satisfaisante.

Bien qu'à certaines occasions il pourrait être opportun d'acheter des créances hypothécaires de types spécifiques (prêts sur propriété à logements multiples plutôt que sur logements uni-familiaux) ainsi que des créances établies ou détenues par des établissements dans des régions spécifiques

(telles que les Maritimes), cela ne devra pas détourner la Société de commercialisation de sa politique d'ensemble.

3. *Techniques commerciales*

a) Prix cotés ou système de vente aux enchères

Il y a deux techniques de base que la Société de commercialisation pourrait utiliser dans son négoce. Elle pourrait acheter et vendre des créances hypothécaires résidentielles à des prix cotés ou à la suite d'enchères périodiques ou à date fixe.

Sur la base de prix cotés, la Société de commercialisation publierait les prix de vente auxquels les acheteurs pourraient se procurer les créances ainsi que les prix d'achat auxquels la Société de commercialisation serait prête à acheter des créances des vendeurs. Sur la base d'un tel système, une fois que la Société de commercialisation aura divulgué ses prix, le marché déterminerait le volume des transactions. Tout système basé sur la cotation des prix soulève des problèmes. Le public, inévitablement, estime que les prix devraient être maintenus à quelque niveau approprié. L'organisme assumant la responsabilité de fixer les prix devra faire face à des difficultés liées à ses propres obligations, dès l'instant où il renonce au contrôle immédiat du volume des fonds fournis et exigés. Des prix affichés pourraient inciter les détenteurs de créances à liquider leur portefeuille actuel à des prix maintenus par la Société de commercialisation, lui imposant de ce fait des contraintes soudaines et inattendues sans aucune assurance que les fonds seraient réinvestis dans les prêts hypothécaires. Aux Etats-Unis, la Federal National Mortgage Association avait commencé par afficher les prix mais, par la suite, a dû abandonner cette méthode pour adopter le système des enchères.

Le système de vente aux enchères permettrait à la Société de commercialisation d'offrir continuellement des tranches de créances hypothécaires, identifiables par type, montant, région et autres caractéristiques, sous une forme qui serait attrayante aux acheteurs éventuels. Ces tranches de créances seraient mises en vente lors d'enchères tenues sur une base régulière. Le prix auquel les offres seraient acceptées serait déterminé par les conditions du marché hypothécaire, selon les évaluations de la Société de commercialisation, compte tenu de sa responsabilité de fonctionner comme organisme financièrement indépendant.

Dans un système d'enchères, la Société de commercialisation publierait aussi régulièrement des avis spécifiant le montant global des fonds dont elle pourrait disposer durant une période d'offre donnée pour l'achat de créances hypothécaires résidentielles. La Société en question aurait le choix d'accepter plus ou moins que la quantité disponible annoncée. L'avis spécifierait la date d'ouverture et de fermeture de la période d'offre et peut-être aussi le montant maximum qui pourrait être présenté par tout vendeur. Elle pourrait allouer un montant spécifique des fonds qu'elle offrirait aux enchères pour l'achat de créances hypothécaires de types spécifiques ou de créances établies ou détenues par des établissements dans des régions désignées. Cependant, une telle allocation de fonds n'est pas recommandée car elle tendrait à compartimenter ce qui sera plutôt un marché étroit pour un certain temps. Le montant des fonds offerts par la Société de commercialisation au cours de ses

enchères dépendrait des conditions du marché hypothécaire ainsi que de la disponibilité et du coût de ses fonds. Au moment de prendre une décision sur l'action à mener, elle devrait être tenue au courant de l'afflux de l'épargne confiée aux principaux prêteurs hypothécaires, des engagements hypothécaires pris par divers groupes institutionnels, sur le volume des demandes de fonds à venir émanant des sociétés et du gouvernement ainsi que sur la tendance de la politique monétaire. Lors de ses prises de décision, la Société de commercialisation ne devrait se préoccuper de la disponibilité des fonds hypothécaires et des prix que dans la mesure où ils affectent le volume des prêts hypothécaires à l'habitation.

Il est impossible de légiférer sur la technique commerciale spécifique que la Société en question devrait employer à un moment donné. Des techniques différentes peuvent convenir à différentes conditions du marché. L'organisme devrait avoir la liberté d'action suffisante pour choisir la technique appropriée. Cependant, il devrait être précisé sans équivoque, dès le début, que la *raison d'être* première de ses activités sera de contribuer à la stabilisation du volume des fonds hypothécaires à l'habitation ainsi qu'à celle des prix de telles créances dans la mesure où elles affectent le volume de ces fonds. La Société de commercialisation doit faire preuve d'un degré élevé de flexibilité allant jusqu'à l'innovation dans ses techniques commerciales afin d'encourager le développement d'un marché secondaire efficace de créances hypothécaires à l'habitation. Sans cela, elle se trouvera à accumuler un important portefeuille de créances hypothécaires et deviendra un prêteur indirect sur une base continue, comme cela a été le sort de la S.C.H.L.

b) Engagements à terme

Prendre des engagements en vue de l'achat futur de prêts hypothécaires résidentiels complètement déboursés ne saurait être considéré comme une fonction d'un marché secondaire véritable. Si la Société de commercialisation devait placer des engagements à terme, cela équivaldrait pour elle à mettre à contribution son crédit pour supporter le marché hypothécaire à l'habitation et de ce fait, garantir un volume futur de fonds dans ce même marché. En donnant l'assurance aux prêteurs qu'ils bénéficient d'un engagement définitif, ceux-ci pourraient envisager leur activité dans le marché hypothécaire avec une confiance et une continuité plus grandes. Cependant, dans la mesure où les engagements à terme fournissent des fonds de réserve pour la création de prêts hypothécaires résidentiels que le détenteur premier n'a aucunement l'intention d'essayer de vendre, ces engagements constituent l'équivalent d'un financement direct, ce qui, bien entendu, ne saurait être une attribution de la Société en question.

Il existe un besoin manifeste, cependant, pour un organisme qui supporterait les banquiers hypothécaires qui ont consenti des prêts hypothécaires à l'habitation mais qui sont incapables d'obtenir aisément un financement provisoire parce que des conditions externes indépendantes de leur volonté viennent contrecarrer leurs efforts. Une solution raisonnable doit être envisagée. Il est admis que l'on ne doit pas permettre que la Société de commercialisation se voit appelée à consentir ou aider à consentir des prêts. D'autre part, toutes choses étant égales et le prêt étant une entité viable, la Société de commercialisation, devra prendre en considération le soutien d'un tel prêt.

Des dispositions devront être prises pour éviter que se glissent des abus dans la pratique d'engagement à terme. Cette pratique ne devra être permise que si des mesures de précaution appropriées sont appliquées. Ces précautions pourraient prendre une double forme:

1. Etablir le droit d'attente d'un engagement à un niveau tel que le banquier hypothécaire devra examiner de façon appropriée la possibilité du prêt, avec une disposition permettant le remboursement d'un tel dépôt par la Société de sorte que le banquier ne serait pas pénalisé au moment de la vente.
2. Obliger le banquier hypothécaire à persévérer dans ses efforts en vue de vendre les créances après qu'elles ont été prises en main par la Société de commercialisation en stipulant qu'il pourra être déchu de sa qualité de correspondant si les créances n'ont pas été vendues dans les douze mois qui suivent.

Si l'on considère qu'il serait avantageux que la Société en question puisse consentir des engagements à terme, on ne devrait lui permettre de n'utiliser cette faculté qu'au moment où elle aura acquis une expérience suffisante dans ses autres attributions et alors seulement s'il a été démontré que l'usage des engagements à terme par la Société en question est un outil nécessaire et avantageux.

Les engagements à terme assureraient aux prêteurs agréés un marché futur à un prix spécifique pour des prêts hypothécaires entièrement déboursés. Les engagements pourraient être pris par la Société de commercialisation à des prix qui seraient ou bien régulièrement affichés, ou bien négociés, ou alors déterminés au moyen d'enchères. Les échéances des engagements pourraient varier de 90 jours à 18 mois ou même coïncider avec la période de construction des projets. La Société établirait des honoraires sous forme de droit d'engagement basés sur la durée du contrat. Aux Etats-Unis, la Federal National Mortgage Association (F.N.M.A.) permet que des créances hypothécaires provenant d'engagement soient vendues à d'autres acheteurs, durant la période de l'engagement. Cette procédure optionnelle fait, en réalité, de la F.N.M.A. un assureur auprès de l'acheteur d'engagements contre tout changement défavorable dans les taux d'intérêt.

c) Volume

La Société de commercialisation devrait fixer la valeur minimale des tranches de créances hypothécaires qu'elle se propose d'acheter ou de vendre. Le montant minimal d'une transaction qui serait acceptable devrait être assez bas pour ne pas exclure les prêteurs et courtiers institutionnels de moindre importance. Ce minimum devrait probablement être fixé à \$100,000 à l'exception des cas où la Société de commercialisation pourrait avoir besoin de créances hypothécaires spécifiques dans le but de les mettre en tranches.

Les achats effectués par la Société auprès de n'importe quel prêteur ou courtier au cours de n'importe quelle période pourraient être aussi limités à un pourcentage déterminé, disons 25%, du montant global du portefeuille hypothécaire du vendeur. En tant que partie de ses activités, la Société devra établir des lignes de conduite internes en vue d'éviter un dumping excessif de créances hypothécaires.

d) Administration

Les vendeurs de créances hypothécaires résidentielles à la Société de commercialisation seront ordinairement appelés à continuer l'administration du prêt. Ils devront démontrer à la satisfaction de la Société qu'ils disposent de moyens adéquats en administration et en personnel aux emplacements requis pour une gestion adéquate et efficace du prêt. Cependant, en accord avec la Société, la gestion d'une créance hypothécaire pourra être transférée à un autre administrateur approuvé. Les honoraires de l'administrateur seront payables à même la portion des intérêts de chaque versement mensuel se rapportant au solde décroissant de capital du prêt et spécifié comme pourcentage annuel du montant de capital impayé. Dans le contexte actuel, les honoraires appropriés pour la gestion des créances hypothécaires LNH se rapportant à des habitations unifamiliales pourraient être de 3/8 pour cent par année, alors que les taux pour les logements multi-familiaux pourraient être légèrement plus bas. Dans les cas de défaut et de saisie en réalisation de la garantie, l'administrateur exige des honoraires additionnels pour couvrir les déboursés supplémentaires requis.

e) Transport de créances hypothécaires

Les créances hypothécaires négociées avec la Société de commercialisation devront pouvoir faire l'objet d'un transport semblable à celui en usage à la S.C.H.L. à l'occasion de ses enchères de créances hypothécaires. La Société de commercialisation devrait se charger de l'enregistrement du transport de ces créances au nom de l'acheteur, si désiré, mais le coût de l'enregistrement doit être à la charge de l'acheteur. Ces coûts d'enregistrement varient d'une province à l'autre. La plupart des acheteurs n'exigent pas un tel enregistrement du fait que l'administration de la créance est facilitée lorsqu'elle demeure au nom de l'administrateur.

f) Informations relatives au marché

L'efficacité d'un marché quel qu'il soit est étroitement liée à la disponibilité d'informations adéquates s'y rapportant. Afin de faciliter les transactions dans le domaine des créances hypothécaires résidentielles, la Société de commercialisation devrait diffuser les informations suivantes:

1. Prix et volume des offres d'achat et de vente de chaque type de créance hypothécaire résidentielle admissible au négoce du marché
2. Prix et volume des achats et des ventes de chaque type de créance hypothécaire résidentielle admissible au négoce du marché

Ces informations devraient être disponibles au moins sur une base hebdomadaire et classées selon chaque province, chaque zone métropolitaine et chaque agglomération urbaine importante.

4. *Politique commerciale à long terme*

On devrait s'attendre à ce que la Société, dans ses efforts de réduire l'instabilité et de rendre plus uniforme le volume des fonds hypothécaires destinés à l'habitation, achète plus de créances hypothécaires qu'elle n'en vende à certaines périodes et qu'elle en vende plus qu'elle n'en achète à d'autres périodes. La tâche la plus difficile à laquelle devra s'atteler la Société sera d'être engagée continuellement en tant qu'acheteur aussi bien

que vendeur afin de promouvoir la croissance du marché et, en même temps, de s'assurer qu'elle ne devienne pas la cible d'un dumping de créances hypothécaires. A l'occasion, la Société sera amenée, sans aucun doute, à amasser un portefeuille hypothécaire substantiel, mais cela devrait être une situation temporaire suivie d'une période de nette liquidation.

IV. FONCTION DE PRÊT

1. *Dispositions actuelles*

Aux termes de l'article 11 de la Loi Nationale de 1954 sur l'Habitation et de l'article 28 de la Loi sur la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement, la Société centrale peut agir comme prêteur de dernier recours vis-à-vis de n'importe quel détenteur de créances LNH qui pourrait se trouver temporairement à court de fonds liquides. Des dispositions sont prévues dans la Loi Nationale sur l'Habitation pour que des avances pouvant atteindre \$100 millions soient faites à la Société centrale par le Fonds Consolidé de sorte que cette dernière puisse consentir des prêts aux détenteurs de créances hypothécaires qui les requièrent en rapport avec leurs prêts assurés. Le mandat statutaire de la Société centrale l'autorise à consentir des prêts à des institutions prêteuses à même son capital et ses fonds de réserve ainsi qu'à même les fonds votés par le Parlement à cette fin. Ces prêts devront être garantis par des créances hypothécaires. En plus de consentir des prêts garantis par des créances hypothécaires, la Société peut acheter d'une compagnie de fiducie ou de prêts des "débentures ou autres titres de créance, des reçus ou des certificats d'investissements garantis".

Cette dernière disposition n'a probablement pas été inscrite dans la Loi de la S.C.H.L. (article 28 (ic) en vue de fournir des liquidités temporaires à une institution mais plutôt pour la protéger contre l'insolvabilité. La création de la Société Canadienne d'Assurance Dépôt a supprimé la nécessité des prêts consentis par la S.C.H.L. pour protéger les compagnies de fiducie et de prêts contre la faillite.

Ces dispositions de prêteur de dernier recours qu'offre la S.C.H.L. ont été rarement utilisées, et pas du tout au cours des dernières années, à cause du fait que la S.C.H.L. ainsi que les prêteurs sur hypothèques ont interprété très étroitement le mandat se rapportant à leur utilisation. La S.C.H.L. n'a jamais donné l'impression que ces dispositions pourraient être utilisées sur une base régulière par les prêteurs agréés pour les aider à faire des ajustements à leur portefeuille.

2. *Rôle des dispositions de prêt*

Il est recommandé que la Société de commercialisation de créances hypothécaires procure des dispositions de prêt sur une base régulière, sous forme de privilège d'escompte ou autre, aux prêteurs agréés et aux courtiers en valeurs reconnus comme correspondants désignés. Cette disposition aiderait les prêteurs à stabiliser le volume des fonds affectés aux prêts hypothécaires à l'habitation. Les hausses et les baisses saisonnières dans la demande de fonds hypothécaires diffèrent des changements saisonniers dans l'apport net des fonds d'épargne chez plusieurs des principaux prêteurs sur hypothèques. Des prêts à court terme aideraient à tempérer les fluctuations saisonnières

dans les activités de prêt. A part l'asymétrie saisonnière entre les entrées et les sorties de fonds, l'asymétrie est inhérente au processus de l'engagement hypothécaire lui-même. A cause de la longue période d'attente impliquée dans le processus engagement-déboursé du financement résidentiel, les engagements hypothécaires doivent être consentis sur la base d'apports d'épargne anticipés. Une disposition de prêt servirait à compenser chez les prêteurs la diminution des fonds d'épargne escomptés et les inciterait à fournir un volume plus stable de crédit hypothécaire.

Il est également possible d'avancer que la disponibilité continue de dispositions de prêts amènerait certains des principaux prêteurs hypothécaires à concentrer une plus grande proportion de leur portefeuille dans des prêts hypothécaires du fait qu'il y aurait pour eux une nécessité moins impérieuse à diversifier leur portefeuille pour fins de liquidité.

La fonction de prêt de la Société de commercialisation implique nécessairement le développement d'un marché secondaire des créances hypothécaires résidentielles. Même si elle n'est que rarement utilisée, cette disposition de prêt, de par sa disponibilité, aura un impact psychologique important de nature à apaiser les peurs traditionnelles ressenties à l'égard des prêts hypothécaires à l'habitation.

3. *Techniques de prêt*

a) Utilisateurs admissibles

La disposition de prêt devrait être disponible pour tous les prêteurs ou négociants d'hypothèques agréés (ou désignés). Les banques, probablement, n'y auront pas recours puisqu'elles peuvent s'adresser à la Banque du Canada. Les compagnies de fiducie et de prêts et peut-être aussi, les négociants en hypothèques seront les plus fréquents utilisateurs. Les compagnies d'assurance sur la vie ont déclaré qu'elles y recourraient à contre-cœur.

b) Modalités et conditions

Les modalités et les conditions de prêts par la Société de commercialisation devraient être déterminées et diffusées au jour le jour par elle.

Le montant total des emprunts qu'un prêteur pourrait faire de la Société à un moment donné pourrait être établi comme étant un pourcentage de ses biens hypothécaires résidentiels admissibles. Ceci ferait correspondre étroitement les fonctions de prêt de la Société à l'activité de l'emprunteur dans le marché des prêts hypothécaires à l'habitation.

En attendant que la Société de commercialisation acquière de l'expérience, l'échéance maximale de ses prêts devra être de six mois. Les prêts pourraient être renouvelés pour une autre période de six mois sans pour autant que cela soit automatique et l'emprunteur devrait justifier sa requête en prolongation.

Les prêts devraient être disponibles sur demande présentée à la Société mais, en aucun temps, elle pourra refuser une demande de prêt qui ne répondrait pas à ses exigences. Normalement, les emprunteurs ne devraient obtenir des prêts sur demande que si leurs besoins en liquidités sont associés à leur activité dans le marché hypothécaire résidentiel, ou en résultent.

A étape régulière, la Société annoncerait le taux d'intérêt d'emprunt. Le niveau du taux pourrait se rattacher au taux des bons du Trésor, au taux

bancaire, au taux de base fixé par les banques à charte ou aux taux courants des prêts LNH ou conventionnels. Il ressort des discussions avec les institutions qu'elles préféreraient un taux rattaché au taux de base des banques à charte ou au taux en vigueur pour les prêts hypothécaires à l'habitation.

Les prêts consentis par la Société seraient entièrement nantis par un billet à ordre lui-même garanti par une cession de créances hypothécaires à un minimum de 100 per cent du montant du prêt. Lorsqu'une créance hypothécaire détenue en garantie collatérale s'avère délinquante, l'emprunteur pourrait être requis de lui substituer une créance en règle.

V. DÉFAUTS DE PAIEMENT ET SAISIES¹

Des défauts de paiement et des saisies en réalisation de la garantie ont lieu même durant les périodes de forte expansion économique. Autant que puissent être concernées la plupart des institutions financières, les pertes monétaires résultantes ont été négligeables durant les vingt-cinq années écoulées. Les défauts de paiement et saisies occasionnent cependant un surcroît de travail administratif et de frais.

L'équipe spéciale chargée du projet est d'avis que la Société ne devrait pas s'occuper elle-même de ce problème. Autrement, la voie qu'elle aura délibérément choisie sera détournée. Cela ne signifie pas qu'elle devrait aller jusqu'à la négligence dans ses façons d'opérer. A mesure qu'elle commence à évoluer dans le commerce de créances hypothécaires conventionnelles et qu'elle les accumulera en son portefeuille, elle devra mettre sur pied des procédés adéquats de contrôle de la qualité.

Compte tenu des deux fonctions de la Société, nos recommandations seraient les suivantes:

1. Fonction de prêt. Chaque fois qu'une créance hypothécaire engagée comme garantie collatérale est arriérée de trois mois, l'emprunteur doit la remplacer immédiatement par une créance ou des créances en règle de valeur égale.
2. Fonction commerciale. La Société de commercialisation doit engager la S.C.H.L. comme agent à des honoraires appropriés pour s'occuper de la perception des arrérages et, si nécessaire, des procédures de saisie en réalisation de la garantie et de vente judiciaire. Cette disposition devrait stipuler que toute créance en arrérages pour plus de trois mois soit confiée à la S.C.H.L. Il est reconnu que, dans la plupart des cas, cette disposition ne fera qu'amener la S.C.H.L. à transiger avec l'administrateur. Cependant, la S.C.H.L. devrait avoir le droit d'acquiescer le droit de propriété dans la créance hypothécaire et d'agir en tant que prêteur si cela semble être au mieux de ses intérêts.

VI. FINANCEMENT²

1. *Capitalisation*

Que la Société de commercialisation de créances hypothécaires soit instituée en compagnie totalement indépendante ou comme filiale d'une société existante

¹D'après un memorandum préparé par E.D.L. Miller.

tante, un plan financier doit être élaboré pour sa constitution. On pourrait avancer que son premier stade d'activité sera faible et que la capitalisation pourrait être minimale. On pourrait également avancer que cette façon de procéder pourrait créer dès les débuts, une image négative propre à diminuer le rôle qu'elle doit jouer dans les marchés de capitaux.

Sans aucun doute, la capitalisation initiale sera l'objet d'un jugement arbitraire, mais un indice peut apparaître si l'on considère certains éléments généraux:

- a) Ceux qui ont répondu à l'enquête-interview menée par l'équipe du projet (voir appendice B) ont estimé que les transactions annuelles pourraient commencer par atteindre de \$50 millions à \$500 millions avec un inventaire augmentant graduellement pour se situer entre \$1 milliard et \$3 milliards, au cours des trois premières années de fonctionnement.
- b) Au cours des enchères de prêts LNH tenues par la S.C.H.L., au début des années 1960, le niveau de vente le plus élevé fut atteint en 1964, se chiffrant à \$150 millions. (Les créances LNH n'étaient pas si attrayantes à l'époque).
- c) Les plus importantes institutions de prêts (banques à charte, compagnies d'assurance sur la vie, compagnies de prêts et de fiducie), ratifièrent en 1971, des prêts hypothécaires sur de nouvelles constructions résidentielles de l'ordre de \$2.3 milliards ainsi qu'un montant additionnel de \$1.3 milliard en prêts hypothécaires sur des propriétés résidentielles existantes.

Ainsi donc, dans le contexte d'un jugement arbitraire, une mise de fonds de départ de \$200 millions semblerait appropriée. Le volume des transactions pourrait être décevant au cours des première et deuxième années, jusqu'à ce que l'institution fasse ses preuves au point d'être unanimement acceptée. Cette mise de fonds devrait suffire à la Société pour lui permettre d'emprunter suffisamment en vue de supporter le volume de l'inventaire envisagé.

2. Dette à court terme

Le marché financier au Canada s'est fortement développé durant les dix dernières années. Les billets à court terme ont trouvé acquéreurs chez un nombre croissant d'institutions dans la gestion de leurs liquidités. Plus de courtiers en valeurs participent activement au marché.

Les billets à ordre à court terme de la Société de commercialisation devraient donc trouver un marché réceptif prêt à y engager un volume substantiel. Ils seraient adaptables à la fonction de prêt de la Société, elle-même devant être à court terme par nature. Ces billets auraient également un rôle important à jouer dans le financement des inventaires de créances hypothécaires. L'expérience américaine laisse penser qu'à n'importe quel moment donné, de tels billets pourraient représenter jusqu'à 60% de la structure de dette. Il serait cependant important qu'à tout le moins au début des opérations, ces billets soient couverts par un appel au Fonds consolidé. Au début, cela pourrait être fixé à \$1 milliard.

²D'après un memorandum préparé par E.D.L. Miller.

3. *Dettes à long terme*

Le marché d'obligations à long terme au Canada a subi des chocs sévères de temps à autre, depuis cinq ans. Ce n'est pas un fait isolé. Le même phénomène s'est produit aux États-Unis et dans d'autres marchés de capitaux mondiaux. Les contre-coups ont été ressentis avec plus d'acuité au Canada et se traduisirent par une diminution de l'activité du marché secondaire.

Néanmoins, le plan financier devrait envisager une créance à long terme. Il a été admis qu'il ne serait pas souhaitable d'entrer en compétition avec les certificats de créance ou de fiducie émis par les compagnies de fiducie et de prêts, cela pouvant arrêter l'expansion naturelle de la fonction de prêt de cette industrie et de ce fait, se révéler en contradiction, en quelque sorte, avec les objectifs ultimes de la Société de commercialisation. Ceci démontre la nécessité de limiter l'émission d'obligations venant à échéance à une période aussi courte que cinq ans. Bien entendu, avec le temps, des obligations à plus longue échéance entreraient en compétition dans le marché secondaire au fur et à mesure que les dates d'échéance ou d'amortissement coïncideront avec cette période. Il est probablement important, toutefois, que les émissions initiales n'entrent pas directement en compétition.

La question la plus difficile est de savoir si oui ou non les obligations devraient être directement garanties par le gouvernement fédéral. Il y a une garantie implicite du seul fait d'être une société de la couronne ayant droit d'appel au Fonds consolidé.

Notre désir est d'établir une institution orientée vers le marché, capable de réaliser des profits économiquement acceptables. Dans cet esprit, nous estimons que les obligations n'ont pas besoin d'une garantie directe du gouvernement, car, dans ce cas, évidemment, il est probable que le financement sera quelque peu plus coûteux. L'absence d'une garantie directe pourrait aider l'institution à rester orientée vers le marché. À brève échéance, cela pourrait l'inciter davantage à rechercher le profit, ce qui faciliterait à la longue, son éventuel transfert au secteur privé, si cette solution s'avérait désirable.

4. *Sources publiques contre sources privées*

Dans les paragraphes précédents, il a été implicitement admis que les sources publiques financeraient la créance. Le capital action devrait être composé d'actions ordinaires à valeur nominale au pair, (peut-être de \$1.00 à \$5.00 par action) afin qu'il soit plus aisé de vendre la Société de commercialisation au marché privé en temps et lieu. La possibilité de crédit auprès du Fonds consolidé n'est pas supposée être utilisée sauf s'il y a nécessité de maintenir le crédit de la Société.

5. *Gestion des engagements*

a) *Contrôle*

Au début des opérations, à tout le moins, la Société serait une institution gouvernementale soutenue par le crédit du gouvernement, qu'il soit implicite ou direct. Ses titres de créances seraient en compétition dans le marché monétaire avec les obligations du gouvernement.

On devra être conscient du programme global de financement du gouvernement dans le contexte des conditions changeantes du marché. Le ministère des Finances aurait besoin au moins du droit de véto en ce qui concerne le moment de l'émission et le montant des nouveaux titres. Ceci n'aurait pas une aussi grande importance dans le cas de l'émission de billets à ordre car le marché des bons du Trésor est bien structuré et n'en serait probablement pas gêné. Le marché des billets à ordre sera substantiellement différent. De plus, les taux seront plus élevés.

b) Structure des échéances concordant aux avoirs

Nous ne pouvons énoncer ici que certains principes quant au type et à la structure des échéances du passif de la Société de commercialisation.

1. Les exigences financières initiales devraient être rencontrées par la mise de fonds et des emprunts sur le marché des capitaux.
2. La fonction de prêt devrait être financée par les emprunts sur le marché des capitaux.
3. L'expérience en rapport avec l'accumulation de l'inventaire déterminera la façon d'obtenir les fonds pour les créances à long terme. Idéalement, cette consolidation serait accentuée au cours des périodes de prospérité monétaire et on aurait recours au marché des capitaux durant les périodes de restrictions du crédit. La Société aura probablement ses propres apports de fonds à partir des ventes de créances au cours des périodes plus faciles mais cela ne devrait pas l'empêcher de consolider ce qui semblerait être une position d'inventaire témoin. Jusqu'à un certain point, l'échéance d'émissions de créance serait dictée par les échéances de prêts mais se situerait probablement entre sept (7) ans et dix (10) ans à toute fin pratique.
4. La fonction de négoce aurait des variations temporaires dans l'afflux d'argent provenant de déplacements routiniers mineurs d'inventaire. Les fonds requis à cette fin proviendraient de l'émission d'effets à court-terme.

c) Commercialisation

La Banque du Canada est l'agent fiscal du gouvernement et il est raisonnable de s'attendre à ce qu'elle soit l'agent fiscal de la Société. De cette façon, les conflits résultant du moment et des montants des émissions pourraient être probablement résolus avec plus de rapidité.

Si, toutefois, la Société devait être une institution orientée vers le marché et devait se révéler comme telle au monde de la finance, il serait souhaitable qu'elle traite directement avec des courtiers en valeurs ou par leur intermédiaire.

(i) CRÉANCES À COURT TERME

Il serait logique de confier le négoce des billets à ordre à court terme aux courtiers du marché des capitaux agréés par la Banque du Canada. Il ne devrait pas y avoir d'offres régulières mais le bureau des transactions devrait être activement relié à ce groupe de vendeurs sélectionnés dont le nombre s'élève présentement à quinze.

S'il est admis qu'une distribution équitable par l'entremise de ces vendeurs est un point important, le rendement devrait être le critère déter-

minant. Il est probable qu'après un certain temps, quelques-uns s'avèreront plus actifs que d'autres. Tous devront être traités sur le même pied d'égalité en ce qui a trait aux taux, lesquels taux devraient être cotés régulièrement. Ceci ne présentera aucune difficulté étant donné que les courtiers en valeurs publient, sur une base hebdomadaire et parfois plus souvent, les taux d'une grande variété de titres du marché monétaire.

(ii) CRÉANCES À LONG TERME

Les émissions de créances de quelques municipalités sont lancées par appels d'offres, mais le procédé le plus courant pour les sociétés est de faire en sorte que les émissions soient souscrites par un syndicat de courtiers en valeurs, les modalités en étant arrêtées après négociation. Afin d'éviter toute accusation de discrimination, il semblerait que deux ou même trois syndicats de courtiers devraient être formés, chacun disposant de son propre groupe de vente. La Société traiterait alors avec les syndicats à tour de rôle. Ceci, et particulièrement les méthodes utilisées par les gouvernements provinciaux et leurs agences, exigera une étude plus poussée.

(iii) MONTANTS ET TAUX RELATIFS

Il ne devrait pas y avoir de difficulté en ce qui concerne le court terme pour la rotation d'une émission de 300 millions de dollars à un milliard de dollars si l'on dispose d'une possibilité de crédit d'un milliard de dollars à même le Fonds du Revenu Consolidé. Deux ou même trois ans pourront être requis pour atteindre la plus haute limite. Evidemment, on devrait éviter d'inonder le marché et l'accroissement devrait être graduel. Les taux dépendraient des conditions du marché mais se situeraient probablement entre les taux des bons du Trésor d'une part et ceux des effets des banques et des compagnies de fiducie d'autre part, une fois que la Société aura reçu une réception favorable et qu'un marché actif aura été établi.

Les émissions de créance à long terme devraient être commercialisables pour des montants de \$75 millions à 100 millions de dollars et les taux s'établiront probablement au niveau de ceux des titres à long terme du gouvernement de l'Ontario.

d) Valeurs supportées par des titres hypothécaires

Pour ce qui est de savoir si la Société devrait émettre des valeurs supportées par des titres hypothécaires, cette question sera réglée en temps et lieu par le processus de gestion des engagements. Rien ne devrait être tenté dans ce sens avant que la Société ait acquis un minimum d'une ou deux années d'expérience.

Chapitre 4

Les répercussions possibles d'une Société de Commercialisation de Créances Hypothécaires à l'Habitation auprès des institutions de prêt

par E.D.L. Miller, G.A. Golden et J.A. Galbraith¹

Il est difficile, sinon impossible, d'évaluer adéquatement les répercussions possibles d'une Société de commercialisation de créances hypothécaires à l'habitation sur l'infrastructure financière canadienne et, conséquemment, sur le secteur du logement. Dans le chapitre 2, on a exposé à grands traits quelques-unes des conséquences auxquelles on pourrait s'attendre si l'établissement d'une telle Société donnait naissance à un marché hypothécaire secondaire efficace. Ces observations sont basées sur des études faites par MM. Jones et Grebler aux Etats-Unis,² et par des membres de l'équipe spéciale dont le professeur Paul Halpern (voir au chapitre 6) en particulier et sur des discussions avec des prêteurs et investisseurs hypothécaires au Canada et aux Etats-Unis.

Le présent chapitre offre des renseignements supplémentaires sur les effets possibles d'une Société de commercialisation sur les compagnies de prêt et de fiducie, les compagnies d'assurance et les banques à charte. Le chapitre consiste en trois exposés sollicités des dirigeants des établissements financiers mentionnés ci-dessus. Bien que les opinions exprimées soient celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des établissements que les auteurs représentent, il y a tout lieu de croire qu'elles sont généralement conformes aux prévisions de la communauté financière sur les répercussions de l'établissement d'une Société de commercialisation.

I. RÉPERCUSSIONS SUR LES COMPAGNIES DE FIDUCIE ET DE PRÊT

1. *Perspective historique*

Les premières sociétés de prêts hypothécaires furent établies vers le milieu

¹Le première partie est de E.D.L. Miller, la deuxième de G.A. Golden et la troisième de J.A. Galbraith.

²Jones, Oliver et Grebler, Leo, *The Secondary Mortgage Market* (Programme de recherche sur les propriétés immobilières, Université de la Californie, Los Angeles, 1961).

du dix-neuvième siècle en tant qu'organismes d'épargne et de crédit. Une bonne partie de leurs premiers emprunts se firent au Royaume-Uni. Leurs prêts étaient consentis presque exclusivement sur la propriété résidentielle. Les premières compagnies de fiducie sont nées juste avant le début du siècle.

Jusqu'à la fin des années 1950, les compagnies de fiducie se distinguaient nettement des compagnies de prêt. Dans l'ensemble, les compagnies de fiducie se consacrèrent surtout au commerce fiduciaire et remplirent une fonction d'intermédiaire sur une base secondaire. De plus, les prêts hypothécaires constituaient un investissement relativement de moindre importance en rapport avec leur capital intermédiaire que dans le cas des compagnies de prêts hypothécaires. Juste avant la dernière décennie, les compagnies de fiducie reconnurent que les bénéfices possibles de l'intermédiation orientée vers les prêts hypothécaires avaient augmenté par rapport à ceux de leur commerce fiduciaire. En conséquence, leurs propres fonds ainsi que leurs fonds garantis connurent une expansion rapide et la proportion de l'actif consacré aux hypothèques augmenta considérablement. Le *Tableau 4-1* démontre la tendance.

Tableau 4-1

ACTIF TOTAL ET POURCENTAGE CONSACRÉ AUX HYPOTHÈQUES,
COMPAGNIES DE FIDUCIE ET DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES,
1950, 1960 ET 1970

	<i>Compagnies de fiducie</i>		<i>Compagnies de prêts hypothécaires</i>	
	<i>Actif total \$ M.</i>	<i>% consacré aux hypothèques</i>	<i>Actif total \$ M.</i>	<i>% consacré aux hypothèques</i>
1950	424	27	405	65
1960	1,302	36	914	76
1970	6,545	59	3,640	76

Source: *Tableaux A-6, A-7 et A-8* de l'annexe A.

Le nombre de compagnies de fiducie et de prêt a beaucoup augmenté durant le période 1950-65 et toutes les nouvelles compagnies se concentrèrent surtout, du moins au début, dans le commerce d'intermédiation.

Même si cette orientation vers le commerce d'intermédiation plutôt que vers le commerce fiduciaire s'accrut au cours de cette période, il y a toujours un certain nombre de compagnies de fiducie importantes dont les niveaux de placements hypothécaires sont relativement plus bas par rapport aux compagnies de prêts hypothécaires, tel que l'indique le *Tableau A-9* de l'annexe A.

2. *Stratégie relative aux investissements*

La stratégie relative aux investissements doit être élaborée en tenant compte des lois aussi bien que des politiques de gestion. La plupart des compagnies ont des chartes provinciales et sont régies par des lois des provinces; toutefois, un bon nombre d'entre elles ont été incorporées et sont régies selon les lois fédérales.

Avec l'encouragement de l'Association des compagnies de fiducie, des efforts considérables ont été faits ces dernières années pour uniformiser les

lois dans toutes les juridictions et on note un certain progrès de ce côté-là. Qu'elles aient été incorporées au niveau fédéral ou provincial, un grand nombre de compagnies fonctionnent sur une base nationale ou au moins, multi-provinciale et sont ainsi assujetties à des différences juridictionnelles dans la législation régissant leurs affaires. Ces différences compliquent la mise en oeuvre d'une stratégie interne globale relativement aux investissements.

Les lois relatives à la stratégie des investissements sont à la fois directes et indirectes dans leur mise en application. D'une façon directe, elles limitent à 75 pour cent le rapport prêt/valeur pour les hypothèques conventionnelles, à moins que l'excédent ne soit assuré par un assureur agréé. Les sommes qui peuvent être investies en actions ordinaires et immobilisations sont également limitées. Des normes de qualité requise sont établies pour tout investissement sous forme d'obligations, obligations non garanties, actions privilégiées et autres titres. Une 'clause omnibus' autorise les compagnies à détenir environ sept pour cent de leur actif sous forme de prêts à découvert et de placements autrement inadmissibles.

Les politiques d'investissement subissent des restrictions indirectes également, telles que celles de la limite du pouvoir d'emprunt et de la liquidité statutaire relative aux emprunts. En général, le montant des emprunts ne doit pas dépasser 20 fois l'excédent de l'actif sur le passif. En ce qui a trait à la liquidité, généralement 20 pour cent des dépôts à demande et des dépôts à terme échéant en-deçà de 100 jours doivent être disponibles sous forme d'argent comptant, dépôts en banque et obligations du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux.

Bien que les compagnies de fiducie soient devenues semblables aux compagnies de prêts hypothécaires, les compagnies de fiducie et de prêt ont des caractéristiques et des buts qui les différencient d'une certaine façon et qui influencent ou se reflètent dans leur stratégie d'investissements.

En résumé, ce sont les différences suivantes:

1. Quelques compagnies sont régionales (même locales) tandis que d'autres sont nationales.
2. Un plus grand nombre de compagnies sont constituées au niveau provincial plutôt que fédéral.
3. Certaines compagnies se considèrent toujours principalement dans le commerce fiduciaire tandis que les autres, pour la plupart, se spécialisent dans la fonction d'intermédiaire.
4. Certaines compagnies, dont l'une des principales compagnies nationales, sont mêlées de près aux opérations du marché monétaire.
5. Un certain nombre de compagnies importantes ont des liens très étroits avec certaines banques à charte.
6. Certaines compagnies, qui s'occupaient au début de la vente d'immeubles, se sont engagées de façon plus dynamique dans les affaires immobilières. Des modifications législatives récentes autorisent l'établissement de filiales en biens immobiliers dans certaines juridictions. Cela peut entraîner une participation active des compagnies dans l'aménagement et la possession d'immeubles.

Pour ces raisons et d'autres, il est impossible de définir une stratégie d'investissement commune pour l'industrie. Ce qui est pertinent cependant, est la rentabilité relative des fonctions. Le commerce fiduciaire avec les individus requiert beaucoup de personnel dont les membres doivent être hautement qualifiés et pour qui les mécanismes de rémunération sont traditionnels et dépassés. Il est devenu plus évident que le fonction d'intermédiaire, avec une composante appropriée d'engagements en prêts à demande et à terme allant jusqu'à cinq ans, peut être plus rentable si elle est investie en créances hypothécaires et en obligations, en autant que l'échéance du portefeuille soit équilibrée par un fort nombre d'hypothèques de cinq ans. Cela ne signifie pas que tous les aspects du commerce fiduciaire sont moins rentables. Le commerce fiduciaire avec les sociétés peut être assez rentable; par exemple, agir comme agent de virement d'actions, comme fiduciaire pour les émissions d'obligations et de débentures, pour les fonds d'investissement et de pension, et les autres fonctions d'agence.

Sur le marché, les compagnies de fiducie et de prêt s'efforcent d'être de véritables grands magasins financiers afin de contrecarrer la concurrence des banques à charte. Toutefois, elles continuent d'oeuvrer dans toutes les sphères traditionnelles où elles sont qualifiées. Des pouvoirs législatifs assouplis leur permettront de connaître une expansion dans le domaine immobilier, d'établir des filiales à l'étranger et de développer leurs opérations de gestion d'investissements et de fonds mutuels. Au cours des années, cette expansion évoluera lentement et pour autant que des bénéfices réalisables sembleront assurés.

Dans l'intervalle et aussi longtemps que le placement hypothécaire conservera son attrait relatif, la stratégie d'investissement s'orientera vraisemblablement davantage dans ce sens sur une base globale dans l'industrie.

3. La situation des prêts hypothécaires dans la stratégie d'investissement

Les compagnies de fiducie et de prêt ont traditionnellement cherché à s'accaparer les économies réelles ou à long terme du public et à les placer dans les obligations et les créances hypothécaires. Les obligations sont détenues surtout pour leur liquidité, les créances hypothécaires pour un revenu plus élevé. Parce que les créances hypothécaires offrent un revenu plus élevé et plus stable, les compagnies de fiducie et de prêt ont pu offrir des taux plus élevés pour leurs dépôts ou leurs emprunts que n'ont pu le faire les banques à charte dont les instruments de placement ont toujours été de plus courte durée et sujets à des bénéfices d'intérêt moins stables.

Au cours des deux dernières décennies, les compagnies de fiducie ont placé dans les hypothèques plus de leurs fonds de garantie ainsi que de leurs propres fonds, lesquels ont connu une croissance très rapide. A l'heure actuelle, le niveau des placements hypothécaires des grandes compagnies de fiducie varie entre 40 et 76 pour cent de leur actif global. (Voir le *Tableau A-9*). La variation est considérable et elle est significative en ce qui a trait au volume de fonds qui circulent dans l'industrie. Elle indique qu'il y a place pour une orientation accrue de l'industrie vers les hypothèques.

Au moins deux facteurs ont probablement eu une influence marquée sur la part de l'actif des compagnies de fiducie détenue en hypothèques, ce sont:

1. L'investissement hypothécaire demande des connaissances et un organisme pouvant administrer un gros volume d'affaires. Heureusement, il se prête à une mécanisation à l'ordinateur, une fois le chiffre d'affaires établi.
2. Traditionnellement, les hypothèques n'ont pas été considérées comme actif liquide et ne sont pas considérées comme telles dans les exigences de liquidité fixées par la loi.

Ces deux facteurs ont sans doute freiné l'expansion du placement hypothécaire chez les compagnies qui se sont considérées fondamentalement comme des compagnies de prêt et de fiducie.

Le perfectionnement des connaissances et des structures organisationnelles n'est qu'une question de temps. Par contre, la liquidité est plutôt une question de jugement de la part des administrateurs et des corps législatifs et de réglementation gouvernementaux.

Il y en a dans l'industrie qui pourraient soutenir que, depuis 1966, les créances hypothécaires jouissent d'un plus haut degré de liquidité sur les marchés de capitaux canadiens que les obligations.

Toutefois, on doit ajouter à cet argument que des rapports montant du prêt/valeur d'emprunt plus élevés et des périodes d'amortissement plus longues diminuent le remboursement de comptant en capital durant les premières années. Ainsi, la liquidité est également réduite à moins que le portefeuille hypothécaire ne soit substantiel et ne soit grand et suffisamment âgé. Le fait que le terme du prêt soit de cinq ans n'augmente pas vraiment la liquidité, sauf durant les périodes d'abondance de fonds alors que la liquidité n'est pas si importante.

4. *L'importance d'un service de négoce*

Ordinairement, les compagnies de prêt et les compagnies de fiducie ne seraient pas portées à utiliser le service de négoce d'une Société de commercialisation dans leur commerce d'intermédiation durant les périodes normales ou de resserrement monétaire. Elles seraient plutôt portées à le faire lorsque l'argent est plus abondant et que la demande hypothécaire est au ralenti par rapport aux flux de dépôts. Au cours des premiers mois de l'année 1971, un certain nombre de sociétés auraient été heureuses d'acheter des créances hypothécaires en quantité de la Société de commercialisation.

Les compagnies de fiducie ne vendraient leurs créances hypothécaires à une Société que si leur stratégie d'investissement subissait un changement fondamental en ce qui concerne leurs propres fonds et leurs fonds de garantie. Cependant, dans la conduite de leur commerce fiduciaire, les compagnies pourraient utiliser le service de négoce plus régulièrement, à la fois dans l'achat et la vente de créances hypothécaires. En ce qui concerne les comptes de succession, de fiducie et d'agence ordinaires, le placement hypothécaire pourrait être une formule attrayante. A l'heure actuelle, l'une des restrictions d'ordre pratique du placement hypothécaire, pour ce genre de compte, est l'absence de moyens d'encaissement lors de la répartition ou la dissolution du compte. (Les régimes fiduciaires de pension font partie du commerce de succession, de fiducie et d'agence (SFA) mais sont considérés séparément dans le chapitre qui suit à cause de l'importance de leur volume d'affaires.)

Une évolution importante qui s'est produite récemment dans le commerce SFA, est sans doute l'établissement de fonds de placements hypothécaires dont le Fonds 'M' Trust Royal est un exemple classique. L'établissement de ce Fonds a été la première tentative véritable au Canada d'offrir, au petit investisseur, une formule lui permettant de participer au placement hypothécaire. A cause de son caractère à rachat, ce Fonds nécessitait des liquidités. Etant donné que son propre portefeuille ne comportait pas un pourcentage élevé de valeurs hypothécaires, le Trust Royal a pu appuyer ce caractère à rachat par ses propres liquidités.

D'autres compagnies, possédant des rapports créances hypothécaires/actif total plus élevés dans leur propre portefeuille, considèrent sans doute que le caractère à rachat d'un tel fonds créerait une exigence potentielle de liquidité que prudemment elles ne peuvent garantir. Une Société de commercialisation pourrait bien être la réponse à leurs problèmes.

Ces remarques présupposent que la Société serait orientée vers le marché avec des politiques de fixation des prix favorables au commerce actif.

5. L'importance d'un service de crédit

Un facteur important de la gestion des mouvements de fonds dans la fonction d'intermédiation des compagnies de fiducie et de prêt, est le décalage entre l'approbation d'une demande d'emprunt hypothécaire et les déboursés de fonds subséquents au fur et à mesure que la construction progresse. Evidemment, le problème ne se pose pas lorsque le prêt est consenti en regard d'une propriété déjà construite; il ne se pose pas non plus pour les compagnies dont le niveau de placements hypothécaires est relativement bas. C'est un problème pour les compagnies qui se spécialisent dans les prêts de construction et dont le portefeuille contient un niveau élevé de valeurs hypothécaires.

Habituellement, ces compagnies établissent une estimation de leurs rentrées de fonds provenant de leurs emprunts pour la période qui suit, décident du niveau de placements hypothécaires à atteindre et, par la suite, échafaudent leurs niveaux d'engagements en vue d'atteindre cet objectif. Si les engagements sont surtout pour des résidences uni-familiales, les déboursés sont susceptibles de s'étendre sur une période de deux à six ou huit mois. D'autre part, s'il s'agit surtout de la construction d'immeubles à logements multiples ou de conciergeries en hauteur, les déboursés peuvent s'échelonner sur une période de un, deux ou même trois ans, selon l'importance du projet. D'autres facteurs importants influençant les mouvements de fonds sont les changements dans les habitudes des emprunteurs en regard des remboursements anticipés et les grèves ou arrêts de travail dans l'industrie de la construction.

Mais la clé est la réalisation des emprunts prévus par les compagnies de fiducie et de prêt. Même si l'expérience et une étude présentement en cours sur les conditions monétaires, économiques et concurrentielles tendent à diminuer la conjecture, de grandes fluctuations inattendues peuvent survenir d'un mois à l'autre. On a habituellement recours au mécanisme du rajustement des taux d'intérêt sur l'emprunt pour ramener les rentrées de fonds à un niveau qui correspond à l'objectif, mais il peut y avoir décalage, par-

ticulièrement si des sociétés financières concurrentes prennent immédiatement des mesures de compensation.

Il est raisonnable d'envisager que certaines compagnies utilisent le service de crédit de la Société pour leur permettre de tenir le coup à l'occasion d'écartés temporaires dans les flux, pour autant que le coût de l'emprunt de la Société ne soit pas répressif. Pour être efficaces, les prêts doivent être consentis pour des périodes de trois à six mois. Durant ce laps de temps, un rajustement des taux ou des modifications dans les politiques d'approbation de prêts hypothécaires réussissent habituellement à régulariser les flux.

En ce qui concerne la partie SFA des opérations fiduciaires, le service de crédit d'une Société de commercialisation ne serait utile que dans de rares circonstances. Même avec des comptes tels que le Fonds 'M', il est plus probable que le service de négoce soit la meilleure technique.

6. *Effets sur la détention de titres hypothécaires*

Il est impossible d'accumuler des preuves empiriques sur les effets de la Société sur la détention de titres hypothécaires. Par leurs réponses au questionnaire de l'équipe spéciale, les compagnies de fiducie et de prêt ont indiqué qu'elles augmenteraient la part qu'elles détiennent en titres hypothécaires de cinq à vingt pour cent. En même temps, quelques compagnies ont révélé qu'elles étudiaient alors la possibilité d'augmenter cette part pour des raisons de politique interne. Selon toute évidence, la cause déterminante serait le facteur de rentabilité.

Il est probablement vrai aussi que les effets de la Société se feront sentir au cours des années, au fur et à mesure qu'elle fera preuve de son efficacité dans le marché. Evidemment, s'il n'y a pas de Société, il n'y aura pas d'effets. Par contre, si elle existe et si elle est bien orientée vers le marché, des effets assez considérables se répercuteront autant sur la fonction d'intermédiation que sur la fonction de fiducie de l'industrie.

II. EFFETS SUR LES COMPAGNIES D'ASSURANCE SUR LA VIE

1. *Stratégie relative aux investissements*

Même si la stratégie des différentes compagnies d'assurance sur la vie varie considérablement dans ses particularités, la nature des engagements d'une compagnie d'assurance sur la vie et les procédures réglementaires entourant l'aspect légal et l'évaluation de l'actif ont, de par leur nature, établi de larges paramètres de comportement en investissement que la plupart des compagnies suivent dans leurs opérations.

La nature de leurs engagements étant à long terme, les compagnies peuvent généralement se permettre d'acquérir des investissements contractuels à long terme à revenu fixe. Jusqu'à ce que les crises de crédit de 1966, accompagnées d'une accélération persistante de pressions inflationnistes, aient eu pour effet d'augmenter et de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux sans précédent dans l'histoire, la question de liquidité jouait un rôle secondaire dans la planification des investissements. L'apparition de taux d'intérêt élevés et de conditions de crédit restrictives ont encouragé beaucoup de titulaires de police à exercer leur droit contractuel d'emprunter con-

tre la valeur de rachat de leur police. Etant donné qu'à cette époque, la plupart des polices prévoyaient un taux de prêt contractuel de six pour cent et que les autres sources de crédit exigeaient des taux bien au-delà de ce niveau, l'épuisement des fonds des compagnies influença sensiblement la gestion des investissements. La perspective que dans les années à venir les taux d'intérêts demeureront à un niveau plus élevé que le niveau moyen des années 1950 et de la première moitié des années 1960, laisse entendre que le problème de la liquidité continuera de retenir une plus grande attention que par le passé dans la gestion de l'élément d'actif. Toutefois, à mesure que les taux d'emprunt des nouveaux contrats sont haussés pour concorder à ceux du marché courant et tenant compte des rentrées substantielles de fonds provenant des échéances et des remboursements des portefeuilles de créances hypothécaires et d'obligations bien établis, la liquidité demeurera une question mineure plutôt que majeure dans la politique d'investissement relativement aux banques et aux trusts d'investissement.

Etant donné que la partie du revenu provenant de l'actif qui excède celle qui est garantie pour l'accumulation de réserves de polices contribue largement à un barème de primes à coût net faible, à des réserves financières importantes et favorise une position concurrentielle, la politique d'investissement est orientée surtout vers l'obtention d'un revenu maximal.

Dans ce contexte, les prêts hypothécaires ont toujours constitué un pourcentage important dans les portefeuilles d'investissements des compagnies d'assurance sur la vie. Le fait que, pour fins d'évaluation de fin d'année, les actifs hypothécaires sont évalués au coût plutôt qu'au marché comme c'est le cas pour les obligations et les actions, constitue un attrait particulier étant donné que la position excédentaire des compagnies se trouve ainsi à l'abri des fluctuations que subit la valeur marchande des obligations et des actions. Deux facteurs limitent le degré auquel les capitaux d'investissement sont détournés du marché hypothécaire lorsque ses taux deviennent relativement non concurrentiels. Ce sont une vaste structure administrative comprenant un réseau de bureaux régionaux et de succursales d'une part, et des rapports de longue date établis par le biais du prêt hypothécaire avec les constructeurs et les aménagistes d'autre part. En dépit de cela, on peut dire qu'il existe toujours une assez grande souplesse.

La planification des investissements varie considérablement d'une compagnie à l'autre. Certaines compagnies, telles que la Sun Life, élaborent un plan d'investissements assez détaillé pour l'année qui vient et un plan général moins détaillé pour une période de 5 ans. Les données initiales sont les rentrées de fonds (après les exigences pour emprunts sur police) estimées pour l'année courante. Ce flux de capitaux est alors affecté provisoirement aux principales catégories de placement telles que valeurs hypothécaires, obligations, biens immobiliers, titres de participation et titres du marché monétaire en s'appuyant sur les taux d'intérêt calculés d'après la prévision financière et économique globale pour l'année. Cette affectation tient compte également de l'objectif de revenu global de la compagnie. Le calendrier de l'attribution de fonds aux différentes catégories d'investissement est dressé au début suivant les tendances qui ressortent des prévisions financières et économiques

fondamentales et ensuite modifié par le cours réel des événements durant l'année.

Au cours des dernières années, la gestion des investissements chez les compagnies d'assurance sur la vie a été influencée par un intérêt croissant pour la participation dans des avoirs cumulatifs soit sous la forme d'actions ou de biens immobiliers. La principale raison a été l'intérêt croissant chez leurs épargnants et les compagnies elles-mêmes à s'approprier la croissance potentielle de revenu qui caractérise ce genre d'avoirs. Les principales restrictions, dans la possession d'une part considérable de l'ensemble des avoirs sous ces formes, sont la vulnérabilité à laquelle est exposée une compagnie par son excédent, à savoir une forte diminution des valeurs marchandes et la difficulté d'amener des gains de capitaux dans le compte du revenu afin de maintenir le taux global de rendement gagné, pour des motifs de concurrence et dans le but de ne pas favoriser injustement des générations à venir de titulaires de police aux dépens des titulaires actuels.

2. Les créances hypothécaires dans la stratégie relative aux investissements

Dans les commentaires précédents, on fait mention de la forte tendance à maximiser le revenu afin de garder une position concurrentielle solide; il en résulte que les créances hypothécaires constituent normalement un pourcentage important du portefeuille des compagnies d'assurance. On peut s'attendre à ce que le rendement d'un portefeuille hypothécaire dépasse celui d'un portefeuille d'obligations de catégorie moyenne de 1 à 1½ pour cent.

De nombreuses raisons expliquent une telle variation, par exemple: un portefeuille hypothécaire coûte plus cher à administrer, un manque de confiance répandu envers les créances hypothécaires de la part de beaucoup d'administrateurs de capitaux et, un haut degré de confiance dans la négociabilité des obligations. Ces objections résultent en grande partie d'un manque de familiarité avec les créances hypothécaires en particulier et, avec le marché immobilier en général. Peut-être est-il pertinent de supposer que si quelques-uns de ces obstacles étaient vaincus par une Société de commercialisation, l'écart dans le rendement pourrait se rétrécir. D'où la possibilité de quelque perte d'intérêt de la part des investisseurs conventionnels dans les créances hypothécaires. Il serait extrêmement difficile de représenter cette possibilité en chiffres.

La négociabilité est relative au terme d'une créance hypothécaire. Les prêts hypothécaires sont normalement consentis sur une base contractuelle à long terme. Même les prêts hypothécaires de cinq ans comportent une entente implicite qu'ils seront normalement renouvelés à échéance au taux d'intérêt courant. L'expérience révèle que de par les effets combinés de l'amortissement régulier et des privilèges de remboursement anticipé, on peut s'attendre à ce qu'un portefeuille mûri produise des rentrées annuelles de capital variant entre six et neuf pour cent environ. Le taux des rentrées annuelles de capital est influencé par les facteurs suivants: la part de prêts sur propriétés familiales, l'abondance monétaire durant la période en question et le niveau absolu des taux d'intérêt.

A cause de la grande mobilité relative de la population et des dispositions de la Loi canadienne sur l'intérêt, les rentrées annuelles de capital sont plus

élevées dans un portefeuille ayant un haut pourcentage de prêts sur propriétés familiales. Les banques à charte et les compagnies de fiducie dont les engagements sont à court terme montrent un intérêt accru dans ce domaine et cela a pu contribuer au fait que beaucoup de compagnies d'assurance sur la vie ont eu tendance à mettre moins d'accent sur cet aspect. Les autres facteurs s'expliquent plus ou moins par eux-mêmes. Quelques-unes des compagnies d'assurance sur la vie ont certainement vu le taux de leurs rentrées annuelles de capital diminuer (présentement au plus bas de l'échelle suggérée), ce qu'elles attribuent aux effets combinés de la rareté de l'argent et du niveau relativement élevé des taux d'intérêts qu'on a connu ces dernières années.

Il est sans doute bon de voir qu'en pratique, chaque compagnie a ses idées propres quant à la composition appropriée du portefeuille d'investissements. Dans l'industrie de l'assurance, la part investie dans les créances hypothécaires s'échelonne entre un tiers et deux tiers du portefeuille ou même davantage, dans de rares cas. De nombreux facteurs peuvent entrer en ligne de compte et il est extrêmement difficile de généraliser à cet égard. Chacune des compagnies a connu une histoire différente, ce qui a influencé la composition de ses investissements. L'intérêt relatif que portent les compagnies dans les techniques d'investissement plus élaborées varie avec chacune. Ces dernières années, il y a eu une tendance croissante chez pratiquement toutes les compagnies à mettre l'accent davantage sur l'actif qui assure quelque protection contre l'inflation en donnant la possibilité de participer à la croissance. Si on considère simplement les placements immobiliers, ce facteur a provoqué un mouvement en faveur des prêts hypothécaires offrant quelque forme de participation et un délaissement des prêts hypothécaires en faveur de projets conjoints avec les aménagistes et des investissements directs de la compagnie dans la mise de fonds immobilière. Cette dernière tendance a probablement été et continuera probablement à être au détriment de l'expansion du portefeuille hypothécaire.

Tous ces facteurs ont eu tendance à créer un intérêt moindre, chez les investisseurs à long terme, dans les prêts hypothécaires sur le logement unifamilial, à cause de leur durée relativement courte, le manque de possibilité de participation et la tendance actuelle vers des taux relativement plus bas pour les prêts hypothécaires sur propriétés familiales.

(Ce fléchissement relatif des taux en rapport avec les propriétés familiales tient du paradoxe car ces créances sont plus coûteuses à administrer et reflètent présument un changement dans le rapport de l'offre et de la demande à cause du nombre accru de nouveaux prêteurs dans ce domaine particulier. Ceci peut être pertinent en ce qui concerne les commentaires donnés précédemment sur l'effet secondaire de l'existence d'une Société de commercialisation sur l'offre et la demande de créances hypothécaires.)

Bien que les restrictions légales qui affligent les créances hypothécaires n'ont peut-être pas directement rapport à l'établissement d'une telle Société, elles ont indubitablement une influence sur le marché hypothécaire résidentiel. Il y a de nombreuses intransigeances qui militent contre la souplesse dans ce domaine. Entre autres, ce sont: le coût relatif de l'emprunt, en particulier le remprunt et les complications qui restreignent la souplesse. Par exemple, les prêts hypothécaires avec droit de remprunt jusqu'au montant

initial durant le terme devraient être populaires mais les implications légales qui s'y rapportent tendent à les limiter dans la pratique. Cela a probablement une portée sur le fait que, même si des paiements par anticipation non-contractuels sont souvent autorisés, l'expérience semble indiquer que leur usage a été peu fréquent dans le passé. Si les prêts hypothécaires donnaient un droit de remprunter (c'est-à-dire si le procédé était réversible), sans doute verrait-on plus de remboursement par anticipation. Enfin, tandis que l'on traite de procédures légales, dans le cas d'un défaut, la complexité d'avoir recours à la justice en fonction du coût et du temps, décourage certains prêteurs. Beaucoup de juridictions permettent des tactiques de délais prolongés et, dans certaines régions au moins, les tribunaux ont tendance à favoriser le "petit emprunteur" contre la compagnie.

3. L'importance d'un service de négoce

Il importe de se demander si l'absence d'un service de négoce a eu une influence concrète sur la politique des investisseurs, particulièrement à l'égard de la limite absolue du pourcentage de l'actif investi dans les créances hypothécaires. Est-ce que l'existence d'une Société ne renforcerait pas dans l'esprit des investisseurs l'idée de l'existence d'un marché accessible en tout temps? Au mieux, il serait extrêmement difficile d'établir quoi que ce soit se rapprochant même de loin du marché libre qui existe normalement pour les obligations, c'est-à-dire un marché étendu avec des cours à chaque heure et offrant de nombreuses possibilités, à court ou long terme, de négoce à profits.

Il est probable que le marché sera hautement artificiel dans le domaine hypothécaire car il dépendra de l'appui financier du gouvernement pour de nombreuses années et sera assujéti à toutes les restrictions de politique qui surviendront de ce fait. L'existence d'une Société assurerait en quelque sorte les investisseurs que leurs créances hypothécaires ne sont pas bloquées mais qu'elles pourraient être échangées en cas d'urgence. La question est de savoir si le marché sera viable du point de vue de l'échange ordinaire par opposition au "marché de dernier recours".

4. L'importance d'un service de crédit

Les commentaires qui suivent doivent être reliés à ceux de la section précédente. Il semble sûr que l'existence d'un service disponible, au moment opportun, à satisfaire toutes les demandes de capitaux à court terme prévues devrait inviter certains investisseurs à accorder de plus hauts pourcentages de leurs capitaux aux créances hypothécaires. Il est probable que la crainte de voir leurs capitaux bloqués dans un portefeuille hypothécaire ait été un facteur de dissuasion chez certains administrateurs de fonds. Il est douteux toutefois que cet aspect puisse influencer de façon significative les organismes d'investissement ayant une perspective à long terme et qui sont présentement actifs dans le domaine hypothécaire. La compagnie d'assurance typique ayant un portefeuille hypothécaire accumulé au cours des années aura gagné confiance en sa faculté de prévoir le mouvement des capitaux provenant normalement de son portefeuille hypothécaire. Nous doutons que la

présence ou l'absence d'un service de crédit aurait une influence très marquée sur le pourcentage de l'actif réservé aux prêts hypothécaires.

5. *Effets de la Société sur le portefeuille hypothécaire*

Il est peu probable que la création d'une Société de commercialisation ait un effet très profond sur la stratégie relative aux investissements des compagnies d'assurance. Les compagnies d'assurance ont des influx de fonds raisonnablement prévisibles et les années aidant, elles ont découvert dans les créances hypothécaires une forme d'investissement utile et facile à gérer. Dans ces circonstances, la plupart des compagnies d'assurance sur la vie ne s'attendraient pas à faire de fortes demandes auprès d'une telle Société. En dernière analyse, il faut donc conclure que ces compagnies ne considèrent pas que la création d'un tel service aurait des effets importants sur leur politique d'investissements.

On note une tendance croissante parmi les compagnies d'assurance sur la vie à entrer dans de nouvelles sphères de placement associées à un genre ou l'autre de fonds indépendants. Elles ne considèrent pas que des questions de liquidité les empêcheraient d'offrir un fonds hypothécaire si elles y étaient disposées à d'autres égards. Cependant, l'existence d'un tel service constituerait un élément rassurant et notamment, pourrait influencer la souplesse du contrat offert aux investisseurs particuliers.

Parce que les compagnies s'inquiètent de la possibilité de rachats importants, on inclut ordinairement dans les contrats des clauses obligeant les investisseurs à donner préavis de leur intention de se retirer. Leur expérience indique que cette forme de protection n'a pas été utilisée à grande échelle mais elle existe tout de même et il est possible, du moins en principe, que l'existence d'une Société rendrait ces mesures moins nécessaires. Les compagnies d'assurance sur la vie doutent que les clauses qui se trouvent à l'heure actuelle dans de tels contrats découragent beaucoup d'investisseurs, mais il semble indéniable que toute simplification du contrat serait susceptible d'attirer plus de clients à acheter le produit.

Dans l'ensemble, l'influence d'une Société doit être mesurée par son effet sur les organismes d'investissement qui ne sont pas, à l'heure actuelle, mêlés de près au marché hypothécaire. Rien ne porte à croire qu'une Société aurait des effets vraiment importants sur l'orientation du portefeuille des compagnies d'assurance sur la vie, mais elles sont prêtes à accepter le fait que cela pourrait encourager les banques et les administrateurs des régimes de rentes en particulier, à s'intéresser davantage à cette forme d'investissement.

III. EFFETS SUR LES BANQUES À CHARTE

Toute influence que la création d'une Société de commercialisation aura sur les banques à charte dépend évidemment, en supposant qu'elle connaîtra le succès, de ses réalisations et de son savoir-faire.

Telle qu'on la conçoit dans ce volume, elle remplit un rôle de créatrice de marché, servant de catalyseur dans l'établissement d'un marché secondaire de créances hypothécaires résidentielles. Pour ce faire, elle assumera à

la fois une fonction de négoce et de crédit. Ainsi, ses effets possibles sur les banques peuvent être analysés en fonction de son rôle de créatrice de marché et de la façon dont elle remplit les fonctions mentionnées précédemment. La discussion restera générale de façon à ce qu'elle soit plus applicable dans l'évaluation des différentes formes particulières qu'une telle Société peut prendre.

1. *Le rôle de créatrice de marché d'une Société de commercialisation*

Si la Société réussissait à créer un marché, il en résulterait que les créances existantes deviendraient plus liquides ou négociables. Une amélioration de la négociabilité des créances hypothécaires pourrait permettre aux banques de faire plus de commerce hypothécaire, de la même façon qu'une négociabilité accrue de tout autre genre d'actif bancaire (telles que les obligations de société à long terme) augmenterait le commerce des banques dans ces avoirs. Cependant, une plus grande négociabilité des créances hypothécaires ne suffira pas d'elle-même à changer de façon significative les opérations bancaires.

Des effets plus profonds se feraient sentir si, par l'intermédiaire d'une Société, les banques pouvaient utiliser les créances hypothécaires résidentielles dans l'ajustement de leurs liquidités. Ce serait possible si la Société achetait des créances aux banques durant les périodes de resserrement monétaire et leur en vendait en période de détente monétaire.³ Les banques auraient alors à leur disposition un actif supplémentaire pour l'ajustement de leurs liquidités. Cependant, si la banque centrale considérait ce plus grand accès à la liquidité par les banques comme une façon de contrebalancer la politique monétaire, elle pourrait se montrer plus sévère à l'égard des banques en période de resserrement monétaire et moins sévère en période de détente monétaire, qu'elle ne le ferait autrement. En pareil cas, la politique monétaire devrait fluctuer de façon plus prononcée à mesure que les banques utiliseraient les créances hypothécaires de façon plus active dans la gestion de leurs liquidités. Pesant le pour et le contre pour chaque banque, soit une amélioration du procédé d'ajustement des liquidités contre les difficultés causées par des écarts plus prononcés dans la politique monétaire, on doute que, dans ces circonstances, l'ensemble des banques y trouvent meilleur parti.

D'autre part, une amélioration marquée du marché hypothécaire secondaire, surtout si elle engendrait la création d'autres genres d'établissements financiers, représenterait un changement de structure dans le système financier à l'exclusion du système bancaire. L'on reconnaît maintenant qu'une croissance financière et des activités financières accrues à l'extérieur du système bancaire se font habituellement aux dépens du système bancaire. Cela signifie que le volume du système bancaire est une variable déterminée

³Cela explique peut-être pourquoi, en répondant au N° 34 du questionnaire de l'équipe spéciale ayant trait à la proposition d'une banque hypothécaire, cinq banques ont exprimé l'opinion qu'une banque de créances hypothécaires résidentielles devrait accroître ses stocks hypothécaires en période de resserrement monétaire et les décroître en période de détente monétaire. (Voir l'annexe B). Tel qu'on l'indique ci-après, ce mode d'opérations pourrait avoir des effets défavorables sur le taux de croissance du système bancaire.

par les changements de politique financière et varie en rapport inverse de la croissance ou l'activité accrue ailleurs dans le système financier.

Ainsi, avec le temps, une Société de commercialisation réussissant vraiment à créer un marché pourrait restreindre les opérations des banques dans le système financier. En soi, cela n'est ni bon ni mauvais. Dans une économie où la concurrence est libre, chaque concurrent gagne ou perd constamment du terrain. Beaucoup d'intéressés mettraient en cause, cependant, le remaniement structurel des banques par des moyens produits de façon artificielle. Si le succès de la Société dans l'exercice de son rôle premier dépendait de quelque sorte de subvention, telle qu'un financement préférentiel du gouvernement, les avantages de ses effets à long terme sur les banques seraient remis en question.

2. *La fonction de négoce d'une SCPHH*

Afin de créer un marché de créances hypothécaires résidentielles, une Société devrait acheter et vendre des créances, c'est-à-dire, jouer un rôle de négoce. Il se peut qu'elle essaie de jouer ce rôle d'une manière strictement neutre de manière à ne pas influencer le marché hypothécaire. Pour ce faire, une Société serait obligée d'acheter des créances et de les revendre aussitôt; lorsqu'elle vendrait, elle serait forcée de remplacer immédiatement les créances vendues par de nouveaux achats. Ce fonctionnement aurait tendance à garder ses stocks hypothécaires relativement stables. Elle garderait juste assez de stocks pour prévoir les frictions à court terme dans l'ajustement de ces achats et ventes.

Une Société qui suivrait cette ligne de conduite sur le marché secondaire des créances hypothécaires serait neutre sur le marché hypothécaire. Elle n'interviendrait pas dans la détermination par le marché des taux hypothécaires parce qu'elle obéirait aux forces fondamentales de l'offre et de la demande dans le marché secondaire des créances hypothécaires. Cela suppose qu'en agissant ainsi, elle ne serait pas tenue de prendre des engagements à court terme ou à long terme dans des créances suffisamment importantes pour avoir une influence significative sur le marché.

Si l'on suppose qu'elle pourrait exercer ses opérations de négoce d'une façon neutre (c'est-à-dire avec des stocks relativement stables), elle atteindrait une fois établie, un chiffre d'affaires qui ne serait pas influencé par ses activités de négoce. A titre d'organisme de négoce neutre, elle n'entrerait pas en conflit avec d'autres établissements dans ses opérations de financement. De même, elle ne serait pas une entreprise en croissance et elle n'aurait aucunement besoin de puiser à de nouvelles sources de fonds en concurrence avec d'autres emprunteurs dans l'exercice de son rôle de négoce.⁴

En maintenant des stocks de créances hypothécaires stables à travers des périodes de détente et de resserrement monétaire, une Société n'influen-

⁴Cela signifie que tout titre financier qu'une telle Société pourrait vendre ou émettre, garanti par les créances achetées, serait considéré par son détenteur comme un simple substitut des créances elles-mêmes. Si les titres ne sont pas ainsi considérés, une SCPHH apparaîtra comme un intermédiaire financier direct émettant ses propres titres de créance afin d'acheter et de détenir des créances hypothécaires. A ce moment-là, elle ne fonctionnerait pas comme un service de négoce neutre mais plutôt comme une quasi-banque.

erait pas de manière défavorable la politique monétaire. Un niveau des stocks stable impliquerait qu'elle ne connaîtrait aucune expansion pendant une période de resserrement monétaire. Une institution financière ne contrebalance la politique monétaire que lorsqu'elle prend de l'expansion durant une période de resserrement monétaire (ou le contraire dans une période de détente monétaire).

Par contre, si en s'efforçant de fonctionner d'une façon neutre, la Société se voyait obligée d'assumer d'importants engagements à court terme et à long terme dans les créances hypothécaires, elle entrerait en conflit avec d'autres emprunteurs et avec la politique monétaire. Par exemple, si, au cours d'une période de resserrement monétaire, ses avoirs en créances augmentaient considérablement, elle puiserait alors aux sources de fonds existantes pour son financement. En prenant de l'expansion durant une période de resserrement monétaire, une Société jouerait un rôle de contrebalancement en regard de l'efficacité de la politique monétaire. En conséquence, la Banque du Canada serait obligée de prendre des mesures de contrebalancement en se montrant plus sévère envers les établissements bancaires.

Une Société qui fonctionnerait de façon neutre en gardant ses stocks hypothécaires à un niveau constant lui permettant de remplir son rôle de créatrice de marché, n'interviendrait pas dans la politique monétaire et n'aurait aucun effet monétaire défavorable sur les banques. Elle ne serait pas non plus un concurrent actif dans la quête de capitaux.

Il découle de ce qui précède que si la Société décide d'exercer son rôle de négoce de manière à influencer l'état du marché hypothécaire, elle aura des effets sur les taux hypothécaires, la concurrence dans la quête de capitaux et la politique monétaire. Plus précisément, il se peut qu'elle décide d'exercer son rôle de négoce de façon à modifier les fluctuations des taux hypothécaires. Elle serait obligée d'être un acheteur net de créances lorsque les taux sont à la hausse et un vendeur net lorsque les taux sont à la baisse. (En fait, ce serait la méthode idéale à suivre par une Société désireuse de réaliser le plus de bénéfices possibles.) Par conséquent, ses stocks de créances augmenteront en période de resserrement monétaire et diminueront en période de détente monétaire. De plus, durant des périodes de resserrement monétaire, elle rechercherait et trouverait le financement dont elle aurait besoin pour poursuivre sa politique concernant les taux hypothécaires, supposément (dans ce cas-ci) sans tenir compte du coût de ce financement.

Cela signifie que la croissance d'une telle Société varierait inversement par rapport à l'orientation de la politique monétaire. Par exemple, elle prendrait de l'expansion en période de resserrement monétaire et ce faisant, pourrait avoir le même effet contrariant sur la politique de resserrement monétaire qu'aurait la croissance de toute autre quasi-banque en pareille occasion. C'est-à-dire qu'elle fonctionnerait dans l'ensemble à l'opposé de la politique monétaire.⁵

⁵Ceux qui sont en faveur d'une SCPHH admettent volontiers que pour la SCPHH de jouer le rôle de stabilisateur des taux hypothécaires pourrait entraîner un tel établissement à fonctionner à l'opposé de la politique monétaire à certains moments. Voir "Research and Development in the Residential Mortgage Market", de M. J.V. Poapst, *The Canadian Banker*, tome 78, mars/avril 1971.

L'influence sur les banques, dans cette situation, dépendrait de la part des affaires de négoce avec la Société qu'elles obtiendraient. Si, dans l'achat et la vente de créances, elle traitait avec tous les établissements financiers, y compris les banques, sur un pied d'égalité de sorte que les banques bénéficient de la même opportunité que les autres investisseurs ont de négocier leur part des affaires avec une Société, les banques ne seraient relativement pas désavantagées. Cependant, la politique monétaire devrait être plus serrée dans le moments de restriction, et inversement en période de détente monétaire, pour influencer les effets neutralisants d'une telle Société sur la politique monétaire. Ainsi, la politique monétaire aurait à changer de façon plus prononcée qu'autrement lorsqu'elle laisserait ses stocks aller à l'encontre de la politique monétaire.⁶

Les banques subiraient une distorsion et seraient défavorisées si le négoce d'une Société qui augmentait et diminuait ses avoirs hypothécaires à l'encontre de la politique monétaire, était orienté en faveur d'investisseurs en créances hypothécaires autres que les banques. Ces investisseurs seraient en mesure de poursuivre leurs opérations financières en période de resserrement monétaire, alors que les banques fonctionneraient au ralenti, et gagneraient ainsi une avance sur elles. En contrebalançant les effets d'autres établissements financiers, la Banque du Canada se montrerait plus sévère à l'égard des banques à charte, ce qui retarderait le taux de croissance des établissements bancaires.

Il suffit de se souvenir de l'expérience que les banques ont connue avec la politique monétaire à la fin des années 1950 et au début des années 1960 pour concevoir l'effet qu'aurait sur elles un nouveau genre d'établissement financier qui, dans ses opérations, neutraliserait la politique monétaire. Dans l'atmosphère de resserrement monétaire qui régnait au cours de ces périodes antérieures, les quasi-banques pouvaient, pour des raisons diverses, se développer relativement aux banques d'une façon qui tendait à neutraliser la politique monétaire. D'où l'obligation pour la Banque du Canada de se montrer plus sévère envers les banques qu'il ne l'aurait fallu en autre cas. Par conséquent, les banques ont perdu du terrain dans le système financier au cours de ces années-là.

Si les opérations de la Société dont la création est prévue avaient les mêmes effets sur les banques, cela signifierait une diminution du rôle d'un principal prêteur hypothécaire, c'est-à-dire les banques, dans le système financier. Ainsi, une Société qui aurait des influences importantes dans le marché hypothécaire pourrait avoir des effets néfastes sur les banques et affecter profondément la politique monétaire.

Si elle entreprenait non seulement de stabiliser les taux hypothécaires mais aussi de rendre le niveau général à long terme des taux hypothécaires plus bas qu'à l'ordinaire, elle serait à tout prendre, avec le temps, un acheteur net de créances. Elle assumerait une tendance de croissance à la hausse

⁶Une Société de commercialisation qui laisse ses avoirs hypothécaires varier directement selon la politique monétaire permettrait à celle-ci de subir moins de fluctuations. Cette façon de fonctionner a été suggérée par M. H.H. Binhammer dans sa soumission à la Commission royale sur les banques et les finances. *Monetary Implications of the Operations of Central Mortgage and Housing Corporation with a Proposal for the Establishment of a Central Mortgage Bank, mimeo.*, 1964.

et sa capacité d'influencer la politique monétaire de façon défavorable ne cesserait d'augmenter avec le temps étant donné que sa croissance se ferait aux dépens des banques.

3. *La fonction de crédit d'une Société de commercialisation*

La fonction de crédit de la Société, telle qu'on l'a conçue dans ce volume, est d'aider les prêteurs sur hypothèques autres que les hors-banques à planifier leurs exigences de liquidité plus aisément. Si cette fonction de crédit est suffisamment restreinte pour n'intervenir que dans des conditions extrêmes ou comme service de "crédit de dernier recours", elle n'aura aucune influence sensible sur les banques.

Si, d'autre part, cette Société exerçait sa fonction de crédit de façon à permettre aux détenteurs de créances hypothécaires autres que les banques d'effectuer leurs opérations avec moins de liquidité, cela pourrait peut-être exposer les banques à un élément de concurrence injuste. Les établissements détenteurs de portefeuille hypothécaire autres que les banques pouvant obtenir aisément des prêts de la Société pour des fins de liquidité, pourraient renoncer à détenir eux-mêmes l'actif nécessaire pour assurer leur liquidité et ainsi s'éviter le coût de garder suffisamment d'actif sous forme liquide à faible rendement. Les banques et les autres établissements de crédit, qui défraient le coût de leur liquidité eux-mêmes, seraient défavorisés du point de vue financier (à moins qu'ils puissent, eux aussi, utiliser les créances hypothécaires pour l'ajustement de leur liquidité).

4. *Conclusion*

Les effets que la Société de commercialisation de créances hypothécaires pourrait avoir sur les banques à charte dépendront du succès qu'elle remporterait dans l'amélioration du marché hypothécaire secondaire et de la façon dont elle s'acquitte de ses fonctions d'organisme de négoce et de crédit. Une Société qui connaîtra vraiment le succès aura une influence dans la structure du système financier, au détriment de la croissance des banques à charte, ce qui pourrait être ou ne pas être compensé par les bénéfices accrus pour les banques par suite d'une plus grande activité sur le marché hypothécaire secondaire.

A un niveau d'exploitation au jour le jour, si une Société peut fonctionner avec succès sur le marché d'une façon strictement neutre et si elle restreint sa fonction de crédit convenablement, elle devrait, en principe, ni intervenir dans la politique monétaire ni défavoriser les banques. Ses effets sur les banques seront minimes et avantageux si elle réussit à favoriser naturellement un meilleur marché secondaire pour les créances hypothécaires. Cependant, ses effets sur les banques seront d'autant plus défavorables et fortement sentis si la Société essaie d'influer sur les taux hypothécaires par sa fonction d'organisme de négoce et si elle se montre trop libérale dans l'exercice de sa fonction de crédit.

Chapitre 5

Potentiel de l'investissement hypothécaire résidentiel par les régimes fiduciaires de pension, et impact éventuel d'une société de commercialisation des prêts hypothécaires à l'habitation

par *W. R. Waters*

INTRODUCTION ET SOMMAIRE

Les avoirs administrés par les régimes fiduciaires de pension sont considérables et connaissent une croissance rapide et importante. A la fin de 1970, leur valeur aux livres était estimée à quelque \$11 milliards.¹ Pris ensemble, ces régimes représentent le second intermédiaire financier non-bancaire du Canada. Leurs avoirs n'étaient dépassés par ceux des compagnies d'assurance-vie que de \$3.9 milliards en 1970², et leur taux de croissance beaucoup plus élevé semble indiquer qu'ils occuperont la première place d'ici peu d'années. Selon des estimations bien avisées de leur niveau pour 1976, le chiffre de \$30 milliards paraît encore prudent.³

Etant donné leur importance et leur taux de croissance, il est compréhensible que l'analyse de leur façon d'investir soit devenue chose courante aux Etats-Unis comme au Canada. Vers la fin des années 1950 et au début de la décennie 60, les observateurs se préoccupaient surtout du rythme auquel ces régimes de pension accumulaient des avoirs, ainsi que de l'impact de leur existence sur le niveau global de l'épargne.⁴ Plus récemment cependant, l'attention se déplaçait vers les genres d'investissements entrepris par ces régimes. L'intérêt se concentra d'abord sur l'importance des capitaux investis en actions ordinaires⁵, essentiellement en raison d'une certaine

¹ Statistique Canada, *Statistiques financières sur les Régimes Fiduciaires de Pension, 1970*. (Cat. No 74-201), tableau 3.

² La valeur aux livres des avoirs détenus au Canada par les compagnies d'assurance sur la vie au 31 décembre 1970 était de \$14,960 millions (*Sommaire statistique de la Banque du Canada*, novembre 1971, p. 873).

³ T. J. Courchene et T. R. Robinson, "Contractual Savings with and without Carter", (Rapport No 6801, Institute for the Quantitative Analysis of Social and Economic Policy, Université de Toronto, février 1968, pp. A. 6-A. 17).

⁴ Deux études capitales sur le sujet ont été résumées par J. W. L. Winder dans "Discretionary Personal Savings", (Rapport No 6802, Institute for the Quantitative Analysis of Social and Economic Policy, Université de Toronto, février 1968, pp. 25-31).

inquiétude vis-à-vis de la capacité des Canadiens à financer l'activité économique du pays.⁶ La hausse des taux d'intérêt et l'inquiétude quant au stock résidentiel du Canada ont stimulé l'intérêt du gouvernement fédéral envers le niveau courant et possible des investissements hypothécaires, par les régimes fiduciaires de pension.

L'intérêt et les activités du gouvernement fédéral pour l'encouragement à l'investissement hypothécaire par les organismes financiers du secteur privé est bien connu, et la Loi nationale sur l'habitation de 1954 est là pour en témoigner. Mais le monde de la finance est également familier avec les "inconvenients" des créances hypothécaires en tant qu'investissements⁷, liés, en particulier, aux problèmes que pose leur revente après lancement. C'est ainsi que la création d'une "Société de commercialisation des prêts hypothécaires à l'habitation" a souvent été proposée comme additif au système financier actuel afin — comme le disent les économistes dans leur jargon — "de réduire les imperfections du marché hypothécaire secondaire".

Le présent document n'a pas pour objet de savoir si, oui ou non, une Société de commercialisation des prêts hypothécaires à l'habitation pourrait, en fait, atteindre ce but. Prenant plutôt ce point pour acquis, il explore les effets possibles sur le niveau d'investissement hypothécaire des régimes fiduciaires de pension, et pose dès lors quatre questions — toutes impliquant l'existence d'une SCPHH — et qui sont les suivantes: 1) Quelle proportion des avoirs détenus par les régimes fiduciaires de pension pourrait finalement être canalisée dans les créances hypothécaires? 2) A quelle allure pourrait-on s'approcher de cette proportion ultime? 3) Par quelle augmentation annuelle des investissements hypothécaires se traduirait la réponse aux deux premières questions? 4) Jusqu'à quel point les dispositions d'une SCPHH pourraient-elles être utilisées par les régimes fiduciaires de pension pour réduire l'importance de leur portefeuille hypothécaire?

Comme on peut s'en douter, les réponses à toutes ces questions sont hautement conjecturales. Une connaissance générale des marchés hypothécaires et des autres marchés financiers, des éléments de théorie économique et des données fragmentaires émanant de sources variées, — tels furent les éléments de base de notre processus d'estimation.

La présente étude est divisée en quatre sections. La section I contient des observations sur l'évolution historique et les facteurs qui l'ont influencée, de la constitution du portefeuille d'investissement des régimes fiduciaires de pension. Bien que la plupart des observations traitent des régimes canadiens,

⁵ A la fin de 1970, la valeur boursière des actions ordinaires détenues par les régimes fiduciaires de pension atteignait \$2.8 milliards (Statistique Canada, tableau 3). Ce montant est le plus élevé de toutes les institutions financières du Canada, à l'exception possible des Fonds mutuels canadiens.

⁶ La principale étude sur le sujet a été faite par G. R. Conway, *The Supply of and Demand for Canadian Equities* (Toronto: la Bourse de Toronto, 1968).

⁷ Voir, par exemple, de A. Walling Ruby, "Selling Mortgages to Pension Funds", document présenté à la seconde conférence sur les investissements hypothécaires par les régimes fiduciaires de pension au Centre gouvernemental de conférences à Ottawa, le 8 décembre 1970. Spéc. pp. 7-11 et 14-17. Sur le point de vue américain, voir de Sherman J. Maisel "Can the Mortgage Market be Made More Effective?", remarques faites au congrès annuel de l'Association des banquiers hypothécaires, à Palm Springs, Californie, le 14 avril 1967.

on a également examiné brièvement les méthodes de gestion des régimes de pension non-assurés aux États-Unis.

Les données pour le Canada ont été examinées pour la période allant de 1957 à 1970, au cours de laquelle nous avons constaté que la constitution du portefeuille avait énormément changé. Pour tous les régimes dans leur ensemble, on constate un déplacement marquant à partir des valeurs à revenu fixe vers les valeurs à revenu variable, avec passage très net des obligations vers les actions ordinaires. Bien qu'il n'y eût que très peu de changement dans le pourcentage investi dans les créances hypothécaires, il y eut des périodes où les créances hypothécaires non assurées ont été acquises à un rythme plus rapide que les créances hypothécaires résidentielles assurées.

Des différences marquées cependant, ont pu être relevées entre les divers genres de régimes. D'une part, en effet, on constate que les régimes patronnés par des organismes officiels provinciaux et municipaux continuent d'investir le gros de leurs avoirs en obligations, et une très faible partie dans les créances hypothécaires; d'autre part, les régimes placés sous la responsabilité des organismes fédéraux et des compagnies de la Couronne ont préféré de façon dramatique les actions ordinaires aux obligations tout en gardant une part importante de leurs avoirs sous forme de créances hypothécaires. De même, les fonds patronnés par les organismes industriels se détournent vers les actions ordinaires, n'investissant qu'une faible proportion de leurs avoirs en créances hypothécaires. Enfin, nous avons trouvé que les régimes de moindre importance investissent une partie appréciable de leurs avoirs dans les fonds mis en commun.

De l'examen des données historiques, nous avons tiré les conclusions suivantes:

1) Il faudrait probablement plus que l'instauration d'une SCPHH pour changer radicalement la proportion des avoirs investis en créances hypothécaires par les régimes de pension provinciaux et municipaux; 2) l'existence d'une SCPHH ne se traduirait que par une faible augmentation des investissements hypothécaires des régimes de pension sous contrôle fédéral, dont le portefeuille en est déjà considérablement garni; 3) Les régimes de pension relativement petits ne changeraient très probablement pas leurs principes d'investissement en raison de l'existence d'une SCPHH. 4) Les régimes plus importants, contrôlés par des organismes industriels, figurent parmi ceux qui accroîtraient le plus vraisemblablement la part de leurs investissements hypothécaires — advenant la création d'une SCPHH.

Le cadre analytique de nos prévisions quant à l'impact d'une SCPHH fut un portefeuille-modèle dit de "composition optimale" représentatif du mouvement de l'investissement, reproduit à la section II. Il est essentiellement fondé sur une prémisse selon laquelle, étant donné des rendements probables et d'autres conditions du marché pour les divers genres de valeurs, un organisme financier souhaite qu'une "proportion-type" particulière de son portefeuille soit investie dans chaque catégorie de valeurs. En admettant que la proportion actuelle diffère de la "proportion-type", l'allure à laquelle elle tendra à rejoindre cette dernière est fonction de divers facteurs, parmi

lesquels les plus importants sont les rentrées nettes de fonds de l'organisme et les différences en cours entre les taux de rendement des valeurs par rapport aux différentiels normaux à long terme.

La section III est consacrée à la "proportion-type" de l'investissement hypothécaire, à une étude sur la question de savoir jusqu'à quel point une SCPHH pourrait servir à la réalisation de ces objectifs, et à l'évaluation des effets d'une SCPHH sur le niveau des investissements hypothécaires des régimes fiduciaires de pension.

Afin d'établir une estimation de la proportion-type hypothécaire qui pourrait se concrétiser en la présence d'une SCPHH, nous avons tout d'abord déterminé les proportions couramment investies dans ce secteur par des régimes de pension, qui, à notre avis, ne subissaient pas dans leurs investissements habituels de contraintes pouvant être allégées par une SCPHH. Nous avons tour à tour déterminé les pourcentages investis dans la créance hypothécaire par: 1) les grands régimes de pension du secteur industriel; 2) les régimes créés pour les employés de certaines compagnies de fiducie et banques à charte; 3) les fonds communs gérés par les compagnies de fiducie et les fonds indépendants contrôlés par les compagnies d'assurance.

Nous en avons conclu qu'un objectif d'investissement raisonnable se situait entre 17 et 20 pour cent. Une condition importante demeure cependant — à savoir que l'échelle des rendements relatifs, telle qu'elle existait durant la période dont nous avons tiré nos chiffres, continuerait de prévaloir après la création d'une SCPHH. Mais si celle-ci atteint son objectif, et si les rendements hypothécaires bénéficient couramment de quelque prime à cause des présumés inconvénients qu'éliminerait la SCPHH, — l'échelle des rendements changerait dès lors très vraisemblablement. Advenant en effet un changement dans cette structure, certains régimes de pension qui ont un portefeuille hypothécaire important pourraient bien réduire leur participation dans ce secteur.

Nous avons de plus tenté de nous assurer indirectement si des régimes de pension seraient davantage susceptibles d'investir dans les créances hypothécaires advenant la création d'une SCPHH, ce à l'aide d'un questionnaire adressé par courrier à un certain nombre de ces organismes. Les questions portaient plus directement sur l'utilité potentielle d'une SCPHH pour les régimes de pension, et sollicitait leur opinion quant aux aspects du titre ou du marché hypothécaire qui présentait un manque d'attrait ou certaines contraintes du point de vue investissement. En général, les réponses démontrèrent que le champ d'action prévu pour la SCPHH était tributaire de particularités qui découragent couramment l'investissement hypothécaire de la part des régimes fiduciaires de pension.

En vue d'estimer le rythme auquel la proportion-type pourrait être approchée si une SCPHH existait, nous avons postulé que l'échelle des rendements respectifs demeurerait inchangée, et que la seule variable serait l'importance des liquidités nettes que l'on déciderait d'affecter au secteur hypothécaire. Pour établir ce dernier point, nous avons considéré deux éléments: 1) le pourcentage (déterminé selon les données disponibles) des montants nets alloués dans le passé au secteur hypothécaire par des régimes

de pension fortement engagés dans les créances hypothécaires (ceux des organismes fédéraux, par exemple, ainsi que des compagnies de la Couronne); et, en second lieu, 2) la proportion des montants nets affectés aux actions ordinaires par les régimes de pension du secteur industriel.

Nous avons conclu de ces éléments que de 20 à 60 pour cent des rentrées nettes de fonds pourraient être employés à l'achat de créances hypothécaires, tout en retenant le chiffre de 30 pour cent comme étant le plus plausible.

Nous avons également procédé à quelques estimations quant à l'accroissement éventuel de l'investissement dans les créances hypothécaires par les régimes fiduciaires de pension pour la période 1972-1976. Ces projections furent fondées sur les diverses combinaisons de ce qui suit: 1) les indices d'accroissement de leurs rentrées nettes de fonds; 2) le pourcentage d'investissement hypothécaire visé; 3) la fraction des liquidités devant être allouée aux créances hypothécaires.

Ces estimations s'avèrent particulièrement sensibles aux valeurs données au pourcentage-type, ainsi qu'à la proportion des liquidités nettes allouée aux créances hypothécaires. Notre "meilleure" estimation unique de cette augmentation virtuelle fut de \$120 millions pour la première année, et de \$194 millions pour la cinquième.

La section IV tente de prévoir dans quelle mesure les fonds fiduciaires de pension seraient affectés par le réajustement de portefeuille et un marché hypothécaire secondaire, en insistant sur les facteurs provoquant le réajustement de portefeuille: changements dans les objectifs d'investissement; changements dans l'attrait relatif des moyens d'investissement; la qualité des prévisions des rentrées nettes de fonds et les coûts de transaction.

Nous en avons conclu que les régimes fiduciaires de pension ne se désaisiraient que d'un très faible volume de leurs valeurs hypothécaires au profit d'une SCPHH, à cause de leur très faible exigence d'encaissement de portefeuille. Ceci découle du fait que la plupart de ces régimes continueront à bénéficier d'un mouvement monétaire positif (à une cadence très prévisible), pour une bonne période de temps, et de notre conclusion que des changements dans la politique d'investissement ne nécessiteraient vraisemblablement pas des conversions appréciables à brève échéance des valeurs de portefeuille.

I. CONTEXTE HISTORIQUE

1. *Composition du portefeuille des régimes de pension canadiens*

Le but d'un survol historique de la composition de portefeuille des régimes fiduciaires de pension est d'obtenir certains indices indiquant jusqu'à quel point les gestionnaires de ces régimes pourraient acquérir des créances hypothécaires. Nous souhaitons déterminer en particulier la force des facteurs qui ont, dans le passé, motivé les administrateurs à changer la forme de leurs investissements. Tout ceci afin d'apprécier si, oui ou non, la création d'une SCPHH aurait une incidence factuelle suffisante dans la propension des administrateurs de régimes à acquérir des créances hypothécaires.

Les données examinées s'étendent de 1957 à 1970, l'année de départ étant la première pour laquelle les éléments d'investissement des régimes fiduciaires de pension furent présentés d'une façon régulière et systématique par Statistiques Canada, et la dernière année citée étant celle où s'arrêtent les données actuellement disponibles.

La première évidence découlant de l'étude de cette période est la chute ininterrompue du pourcentage des investissements globaux en obligations, et la montée continue du pourcentage investi en actions, en fonds mis en commun et en fonds mutuels (voir *tableau 5-1*). Si de nombreux facteurs ont sans aucun doute contribué à cet état de choses, il reste que les trois principaux ont certainement été la hausse des salaires, l'amélioration des prestations et l'inflation, tant subie que prévue.

Durant la première moitié de cette période la hausse des salaires et l'amélioration des prestations furent les deux facteurs importants, — l'inflation n'ayant guère causé de problèmes depuis le début des années 1970. Obligés de financer les prestations en constante augmentation, les responsables des régimes n'ont pas dû manquer d'être impressionnés par les possibilités évidentes offertes par les actions ordinaires, comme moyen apte à alléger leur fardeau de financement — même si tel n'était pas l'opinion de leurs conseillers en placements, qui avaient probablement meilleure mémoire. Lors des années 1950 et au début des années 1960, les actions ordinaires canadiennes ont offert des rendements nettement plus élevés que les obligations. A l'index industriel de la Bourse de Toronto, la moyenne de rendement annuel fut de 15 pour cent durant la période allant de 1950 à 1965⁸. Par contre, le rendement des obligations du Canada à long terme n'a jamais dépassé six pour cent (voir *figure 5-1*). Les administrateurs de régimes de pension pouvaient difficilement manquer d'être impressionnés par ces différences, alors surtout que les risques supplémentaires associés aux actions ordinaires semblaient plus théoriques que réels. Généralement donc, l'intérêt croissant porté aux actions ordinaires paraît bien compréhensible⁹.

A partir de 1965, un nouveau facteur commença de faire sentir sa présence. L'inflation — et l'appréhension de son expansion — se mirent à faire des ravages dans les cours des obligations. Il est en effet à peine exagéré de dire que "l'enfer se déchaîna" alors dans le monde des investis-

⁸ Le changement moyen annuel de l'Index (basé sur les valeurs de clôture de l'année) était de 11 pour cent. Le dividende annuel moyen rapporté de l'ordre de 3½ pour cent.

⁹ Devant l'importante différence de rendement entre les obligations et les actions ordinaires, on serait en droit de se demander pourquoi le mouvement des unes vers les autres n'a-t-il pas été encore plus poussé que ce qu'on a pu observer. La raison en est peut-être que de nombreux régimes patronnés par les organismes d'Etat sont considérés comme des acheteurs captifs d'effets gouvernementaux, et n'ayant pas la latitude de mettre en oeuvre des politiques d'investissement axées sur le meilleur rendement possible moyennant un certain niveau de risque.

Tableau 5-1

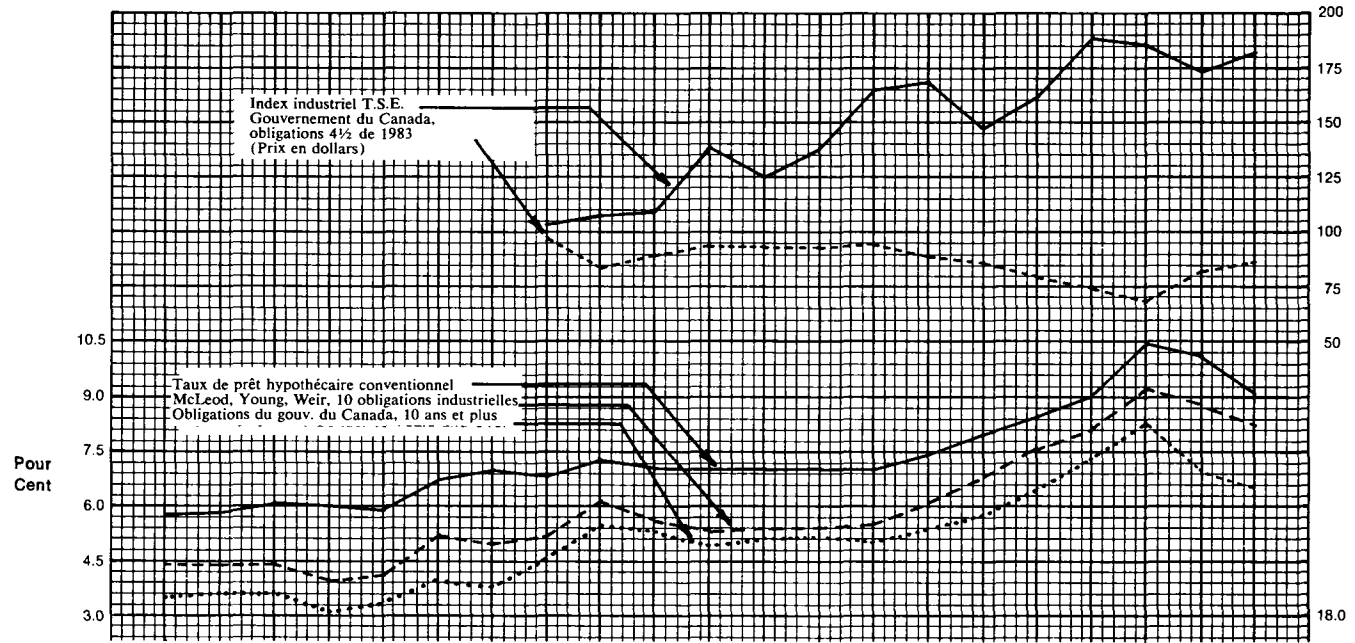
VENTILATION DU PORTEFEUILLE DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION CANADIENS
 (valeur aux livres) de 1957 à 1970
 Pourcentage du portefeuille détenu en

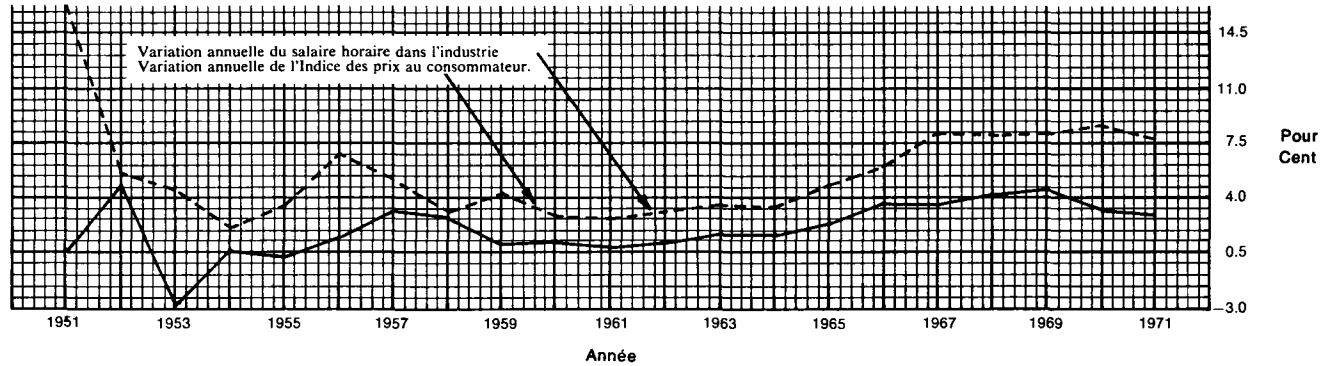
Année	Créances hypothécaires			Fonds mutuels et mis en commun	Toutes obligations	Toutes actions	Tous autres avoirs	Total avoirs (en millions de \$)
	LNH	Autres	Total					
1957	4.0	3.2	7.2	0.6 ¹	80.6	6.3	5.3	2,459.5
1958	5.0	3.2	8.2	1.2 ¹	78.0	7.5	5.1	2,814.0
1959	5.6	3.1	8.7	1.7 ¹	77.4	7.9	4.3	3,200.5
1960	5.4	2.9	8.3	2.9	77.0	8.4	3.4	3,616.3
1961	5.6	2.8	8.4	4.0	74.7	9.6	3.3	4,074.1
1962	6.0	3.0	9.0	4.9	72.0	11.0	3.1	4,572.4
1963	6.3	3.0	9.3	5.6	69.9	11.8	3.4	5,174.9
1964	6.1	3.3	9.4	6.6	67.1	13.4	3.5	5,819.5
1965	5.9	3.6	9.5	7.1	63.9	15.1	4.4	6,600.1
1966	5.2	4.1	9.3	7.6	61.8	16.8	4.5	7,250.3
1967	4.6	4.4	9.0	8.0	59.0	18.8	5.2	8,068.4
1968	4.2	4.4	8.6	8.1	55.9	21.8	5.6	8,972.4
1969	4.4	4.2	8.6	8.0	52.8	24.3	6.3	10,003.4
1970	4.7	4.5	9.2	7.7	52.2	24.3	6.6	11,059.1

¹ Fonds mutuels non compris.

Source: Statistiques Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics*, (Cat. No 74-201), plusieurs éditions.

Figure 5-1
COURBES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES SÉLECTIONNÉES
(fins d'années 1951-1971)





Remarques:

1. On trouvera les courbes de rendement des obligations et des créances hypothécaires dans la *Revue de la Banque du Canada*, mai 1972, p. S131.

Sources: Pour l'Index industriel de la Bourse de Toronto: *The Toronto Stock Exchange Indices Historical Record*, 5ième édition, (Toronto: The Toronto Stock Exchange, 31 décembre 1970), ainsi que *The Toronto Stock Exchange Review*, publication mensuelle de la Bourse.

Pour le cours des obligations: *The Bank of Canada Statistical Summary*, éditions diverses, et la *Revue de la Banque du Canada*, mai 1972.

Pour l'indice des prix au consommateur et le salaire horaire moyen dans l'industrie: *Supplément annuel à la Revue statistique canadienne*, (Cat. no 11-206), éditions diverses, et la *Canadian Statistical Review*, (Cat. no 11-003), mai 1972.

Pour les rendements de créances hypothécaires et d'obligations: la Banque du Canada, *Selected Canadian Bond Yield Averages and Other Interest Rates*, (Ottawa: la Banque du Canada, Département des opérations bancaires et d'analyse financière, 1971), ainsi que la *Revue de la Banque du Canada*, mai 1972.

seurs de régimes de pension.¹⁰ D'une part les cours des obligations, demeurés très fermes jusqu'à cette époque, commencèrent à plonger — sans que les patrons fussent rassurés d'apprendre que les valeurs aux livres n'étaient pas affectées. D'autre part, avec l'augmentation rapide des salaires et le fait que les prestations sont indexées, dans le cadre de nombreux régimes, aux salaires en cours (ou, ce qui est pire, à ceux de fin de carrière), les engagements financiers des responsables de régimes de pension montèrent en flèche. De nombreux administrateurs de régimes, qui avaient déjà subi d'assez sérieuses pressions de la part des patrons pour qu'ils investissent davantage dans les actions ordinaires, furent indubitablement l'objet de pressions accrues. Et, compte tenu du dicton traditionnel selon lequel les actions ordinaires représentent "une protection contre l'inflation", on ne peut s'étonner que, dans la deuxième moitié de la décennie, une proportion encore plus grande des capitaux disponibles fût investie dans les actions ordinaires.

A la lumière de ce qui précède, le fait que la proportion des avoirs globaux investis dans la créance hypothécaire soit demeurée relativement stable (aux environs de neuf pour cent) peut sembler paradoxal, et aucune explication claire ne vient à l'esprit. Une possibilité qui semble toutefois acceptable, en fonction des conditions instables de la fin des années 60, est que le secteur hypothécaire offrait plus ou moins un compromis entre les actions ordinaires et les obligations. Au cours de la période en question, les créances hypothécaires rapportèrent davantage que la plupart des obligations. De plus, le profil de l'amortissement signifiait que le principal du prêt était en moyenne plus vite remboursé que dans le cas des obligations à long terme. Par conséquent, si les taux d'intérêt augmentaient de fait après l'octroi du prêt, le principal affecté était moindre pour un montant donné investi en créances hypothécaires plutôt qu'en obligations. Et, en admettant que la probabilité de défaut de paiement n'était pas plus grande dans un cas que dans l'autre, les créances hypothécaires n'en demeuraient pas moins le meilleur placement étant donné leur rendement plus élevé. Il se peut que ces raisons aient paru suffisantes à ceux des administrateurs qui ne désiraient pas engager leurs régimes dans les actions ordinaires.

Nous avons jusqu'à présent examiné les tendances de la composition du portefeuille en considérant les régimes fiduciaires de pension dans leur ensemble. Comme on pouvait s'y attendre, il existe cependant des différences marquées d'un groupe de régimes à un autre. Par exemple, en examinant les cinq principales catégories de patrons de régimes de pension ("sponsoring organizations") telles que les distingue Statistiques Canada (*tableau 5-2*), on s'aperçoit qu'il existe des différences significatives dans la part allouée

¹⁰ La presse financière abonde en articles et commentaires sur les problèmes causés aux administrateurs de régimes de pension par l'inflation actuelle. Les quatre articles mentionnés ci-après donnent la mesure de l'inquiétude manifestée à cet égard dans le monde des affaires. On les trouvera dans le *Financial Analysts Journal*. Il s'agit de: 1) "Higher Interest Rates Forever?", de Stephen B. Packer, Vol. 24, No 1 (janvier-février 1968), pp. 84-90; 2) "Causes and Consequences of the New Financial Setting", de Henry Kaufman, Vol. 24, No 2 (mars-avril 1968), pp. 19-21; 3) "Inflation and the Capital Markets," de Sidney Homer, Vol. 25, No 4 (juillet-août 1969), pp. 143-145; 4) "The Stock-Bond Split-Decision for Pension Funds", de Robert E. Innocenti, Vol. 25, No 6 (novembre-décembre 1969), pp. 97-101.

aux investissements hypothécaires. On trouve à une extrémité les régimes relevant de l'Éducation, qui n'ont investi que 1.5 pour cent de leurs avoirs dans des créances hypothécaires, en 1970. À l'autre bout, les investissements hypothécaires des régimes fiduciaires de pension fédéraux atteignent 29.2 pour cent. Par ailleurs, l'importance des investissements hypothécaires varie en fonction du temps. Les régimes provinciaux, par exemple, passèrent d'un placement hypothécaire nul en 1957 à une participation de 8.1 pour cent en 1970¹¹. Quant aux régimes sous juridiction fédérale, ils accrurent leurs investissements en créances hypothécaires non-assurées d'une façon spectaculaire. Alors que la valeur absolue de leurs avoirs en créances hypothécaires LNH augmenta légèrement de 1963 à 1970, celle-ci ne représentait qu'environ 20 pour cent de leurs avoirs globaux en 1970, comparativement à 28.6 pour cent en 1963. En même temps, leurs avoirs en créances hypothécaires non-assurées passaient de 0.2 pour cent du total en 1963 à 9.2 pour cent en 1970. La résultante de ces deux tendances opposées est que les investissements hypothécaires des régimes fédéraux représentaient encore 29.2 pour cent du total de leurs avoirs en 1970 contre 28.8 pour cent en 1963, soit, grosso modo, une proportion semblable.

Durant toute la période à l'étude, il n'y eut d'autre part que très peu de changements dans l'importance de l'investissement hypothécaire de la part des régimes des secteurs municipaux, de l'éducation et industriels. Pas de changement non plus — sauf, peut-être, du côté du groupe municipal — dans la composition entre créances hypothécaires LNH et non-LNH.

Pour résumer notre étude sur les tendances historiques de l'investissement hypothécaire, il appert qu'il n'y eut que deux changements de quelque portée: l'accroissement des avoirs hypothécaires détenus par les régimes sous juridiction provinciale, et le déplacement par les régimes fédéraux des créances hypothécaires LNH aux créances hypothécaires non-LNH.

C'est un tout autre tableau que présentent les autres catégories d'investissement. Les cinq groupes de régimes ont tous réduit proportionnellement leurs avoirs en obligations du Canada, augmentant par contre leur participation dans les actions; d'une façon générale, le fléchissement des obligations du Canada a égalé l'augmentation en actions. Les changements ont été moins marqués pour les régimes des secteurs municipaux, provinciaux et de l'éducation — reflet de la concentration de leurs portefeuilles durant toute cette période sur les obligations municipales et provinciales. Ce qui tend à montrer — sans toutefois le prouver — que la liberté de manoeuvre de ces régimes serait réduite à une proportion plutôt faible du total disponible à l'investissement.

La plupart des groupes — et particulièrement les groupes industriels, ont accru leur participation dans les fonds mutuels et les fonds de pension mis en commun. Cette tendance est certainement attribuable à l'apparition de nouveaux régimes, nombreux et relativement petits puisque le gros de

¹¹ Il semble néanmoins qu'il faille accorder une importance très relative à cette observation du point de vue du dégagement d'une tendance. En 1969, le gros des investissements hypothécaires de ce groupe était aux mains d'un régime de pension, qui répondit à l'enquête de l'équipe spéciale en avril 1971. On trouvera plus de détails sur cette enquête à la section III.

ces avoirs est détenu par des régimes dont la masse totale est inférieure à \$5 millions.¹²

2. Facteurs influant sur le choix de la composition du portefeuille

Bien que ce développement historique contienne maintes implications pour les marchés du capital canadien, nous limiterons notre analyse à la place que les régimes fiduciaires de pension pourraient réserver dans l'avenir aux créances hypothécaires lors de la constitution de leur portefeuille. Dans le cadre de notre discussion, nous commencerons cependant, par identifier et passer en revue brièvement les principales caractéristiques à considérer, à l'heure du choix des investissements. Ces caractéristiques sont les suivantes: 1) taux de rendement attendu du portefeuille; 2) risque global représenté; 3) convertibilité du portefeuille.

Un débat sur la question de savoir pourquoi un administrateur de portefeuille devrait se préoccuper du taux de rendement que rapporterait un investissement éventuel éprouverait certainement la patience de quiconque a été assez intéressé pour nous suivre jusqu'ici. Toutefois, le taux de rendement attendu justifie un commentaire, dans la mesure où il est dépendant des aléas du portefeuille à l'étude. En laissant de côté pour l'instant la difficile définition du "risque", disons que le postulat de base, qui sous-tend virtuellement toutes les prescriptions quant au choix des investissements et la constitution des portefeuilles, est que les investisseurs s'attendent à recevoir, en moyenne, un taux de rendement d'autant plus élevé qu'est élevé le risque inhérent à l'investissement.¹³ En supposant des marchés de capitaux raisonnablement efficaces, cette affirmation peut s'entendre comme impliquant que plus grand est le taux de rendement espéré par l'administrateur du régime, plus grand est le risque auquel ce même régime se trouve exposé. Dans cette perspective, il apparaît que le niveau de risque accepté par un administrateur trace une limite supérieure aux taux de rendement attendu, lequel à son tour définit un sous-ensemble de valeurs acceptables qui sont passibles de faire partie du portefeuille.

Quels sont les principaux risques auxquels doit faire face l'administrateur-type d'un régime de pension? D'après la documentation sur les problèmes d'administration des régimes de pension, le tout premier est de voir

¹² A la fin de 1970, les régimes ayant un actif total de moins de \$5 millions comptaient pour \$556.9 millions ou 69.8 pour cent des \$797.6 millions d'investissements dans les fonds de pension mis en commun, et pour \$16.9 millions ou 30.6 pour cent des \$55.0 millions investis dans les fonds mutuels par les régimes fiduciaires de pension. (Statistique Canada, tableau 13).

¹³ Il ne s'agit nullement d'une idée nouvelle. En 1830, J. R. McCullough écrivait déjà: "Il y a relativement peu de sortes d'effets dépourvus de risque, qu'il s'agisse du remboursement des prêts eux-mêmes ou du versement régulier de l'intérêt . . . A conditions égales, le taux d'intérêt doit bien entendu varier selon le risque encouru par le prêteur soit de ne pas recouvrer son dû, soit de ne le point recevoir au terme stipulé. Aucune personne saine d'esprit ne prêterait au même taux d'intérêt tantôt à un individu douteux de caractère et de solvabilité, et tantôt sur une hypothèque garantie par un bien immobilier. Là où le risque existe, il doit être compensé vis-à-vis du prêteur par un intérêt plus élevé". Cette citation est tirée de son ouvrage intitulé "*The Principles of Political Economy: With a Sketch of the Rise and Progress of the Science*, 2ième éd., (Edimbourg, Londres et Dublin 1830) pp. 508-509, telle que citée par Lawrence Fisher dans "Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds", *Journal of Political Economy*, Vol. 67, No 3 (juin 1959), p. 221.

la valeur-capital du régime affaiblie à titre permanent. Nous insistons sur le mot “permanent” car il est courant que les patrons du régime — sinon l’administrateur — embrassent un tour d’horizon très lointain, au terme duquel les engagements du régime peuvent être rencontrés à même les capitaux contribués et les revenus générés par l’actif du régime. Il est malheureusement difficile de définir d’une façon opérationnelle si, oui ou non, le changement de valeur d’un actif particulier a entraîné une détérioration permanente de la valeur-capital, et ceci demeure une question d’appréciation. C’est ainsi qu’il eût été hasardeux pour quiconque de prétendre en décembre 1971, que la baisse de 950 à 798 points enregistrée dans le cours moyen des valeurs industrielles Dow-Jones entre avril et novembre 1971 ne représentait pas une chute permanente des valeurs de cet index. Le même observateur aurait été probablement plus à l’aise — sans être plus certain d’avoir raison — pour affirmer en juin 1972, que la chute accusée cette même année par les obligations 4½ pour cent 1983 du gouvernement du Canada, qui passèrent de \$87 à \$80 entre janvier et mai, ne représentait pas une diminution permanente de la valeur-capital.

La notion de risque que nous avons introduite ci-dessus est indéniablement floue et est ainsi difficile à discuter d’une façon efficace. En donnant une définition qui paraîtra inévitablement irréaliste et arbitraire aux yeux de certains, nous avons tenté de contourner cette difficulté. Pour les fins de la présente étude, nous allons donc y substituer l’expression “certitude du capital”, laquelle se définit comme étant “le coefficient de prévision auquel il est possible d’anticiper la valeur d’un actif à certaines dates futures sur le marché”.¹⁴ C’est à cet aspect de la question que nous nous référerons implicitement en commentant plus bas les implications des niveaux de “risques” actuels des régimes pour le niveau futur de l’investissement dans les créances hypothécaires.

Nous avons évoqué la “convertibilité du portefeuille” comme étant la troisième caractéristique devant être considérée au moment de décider des investissements. Une fois de plus, nous introduisons une définition qui peut sembler arbitraire. “La convertibilité d’un actif peut être définie comme la partie de sa valeur qui peut être réalisée en comptant à l’issue d’une courte période de temps — une semaine par exemple.”¹⁵ C’est intentionnellement que nous avons adopté cette expression à la place du mot “liquidité” d’un usage plus fréquent. Ce dernier englobe en effet certaines autres caractéristiques de l’actif qui, à notre point de vue, ne présentent guère d’intérêt pour la plupart des administrateurs de régimes de pension.¹⁶

On peut par ailleurs se demander si la convertibilité est en fait une caractéristique à laquelle les administrateurs de régimes devraient attacher de l’importance. Ainsi que nous en ferons état plus loin, nos recherches montrent que les mouvements de fonds dans les deux sens sont normalement assez prévisibles. En conséquence, le besoin de pouvoir convertir rapide-

¹⁴ *An Introduction to the Theory of Finance*, de Basil J. Moore, (New York: The Free Press, 1968), p. 13.

¹⁵ *Ibid.* pp. 13-14.

¹⁶ Pour un plus grand développement sur l’ambiguïté du terme “liquidité”, voir *Ibid.*, pp. 12-14.

ment des valeurs en liquide semble minime. De plus, même dans l'éventualité peu probable où un régime décidait de changer brutalement sa stratégie d'investissement — afin de se dessaisir, par exemple, de l'ensemble de ses avoirs d'un type déterminé — le facteur temps de l'opération ne semble guère impératif.

Forts des définitions ci-dessus, nous sommes maintenant à même d'évaluer, au moins qualitativement, l'effet des développements historiques décrits plus haut sur les trois principales considérations-guides concernant le choix des composants d'un portefeuille.

Il est presque certain que le taux de rendement auquel s'attendent la plus grande partie des régimes de pension est aujourd'hui plus élevé qu'il ne l'était il y a quelques années. La principale raison en est la faveur dont jouissent les actions ordinaires au détriment des obligations du Canada; et, comme raison secondaire, la préférence accrue pour les créances hypothécaires non-LNH par rapport aux LNH.

Nous en tirons la conclusion que le glissement marqué depuis les obligations vers les actions ordinaires a réduit la certitude du capital pour ce qui concerne les portefeuilles des régimes de pension. Pour en arriver à cette conclusion, que d'aucuns pourraient trouver évidente, notre raisonnement a été le suivant. Tout d'abord, la certitude du capital pour un portefeuille d'actions bien diversifié est avant tout fonction de la façon dont ses changements de valeur reflètent les changements de valeur d'une vaste gamme d'actions ordinaires. Pour les portefeuilles des régimes de pension composés d'actions ordinaires pris en tant que groupe, la correspondance est vraisemblablement de un à un, en gros. D'un autre côté, la certitude du capital pour un portefeuille d'obligations est essentiellement fonction de deux variables: 1) l'instabilité des taux d'intérêt en général; 2) la composition des échéances du portefeuille. Normalement, plus les termes d'échéance des obligations détenues sont longs, plus grand sera le changement des cours du fait d'une modification donnée des taux d'intérêt. Un examen sommaire, année par année, de la récente évolution dans les indices des marchés boursiers et des cours des obligations à long terme montre que les premiers présentent les variations les plus importantes; d'où notre conclusion selon laquelle le recours préférentiel aux actions ordinaires a réduit la certitude du capital.

Si nous nous tournons vers l'impact de ces développements historiques, sur la convertibilité des portefeuilles, nous remarquons tout d'abord que la convertibilité d'un actif est fonction de la commission à payer pour le réaliser ainsi que de l'écart offre-demande. Pour certains effets, en particulier les actions ordinaires inscrites dans les principales bourses et abondamment échangées, la commission est le facteur numéro un. Pour d'autres, tels que les obligations, l'écart offre-demande est l'élément principal. Il est également probable que l'écart offre-demande et/ou la commission dépend de la quantité d'effets que l'investisseur désire vendre ou acheter en un laps de temps donné, comparativement au volume habituellement échangé en une

Tableau 5-2

RÉPARTITION DES ACTIFS EN PORTEFEUILLE (RÉGIMES DE PENSION CANADIENS)
PAR CATÉGORIES D'EMPLOYEURS, 1957, 1963, 1969 ET 1970

(valeurs aux livres)

Catégorie d'employeur	Créances hypothécaires			Fonds mutuels et groupés	Obligations		Toutes actions	Total avoirs (\$ millions)
	LNH	Autres	Total		Gouvernement du Canada	Total		
<i>Municipal</i>								
1957	1.7	0.9	2.6	0.1 ¹	7.2	82.5	3.3	155.5
1963	2.7	1.3	4.0	0.8	5.3	88.6	3.2	398.2
1969	1.5	2.2	3.7	2.6	2.2	85.2	4.7	953.1
1970	1.6	3.6	5.2	3.1	1.6	83.4	4.4	1,171.1
<i>Provincial</i>								
1957	0.0	0.0	0.0	0.0 ¹	15.4	95.1	0.2	273.5
1963	0.9	2.0	2.9	0.1	15.1	91.8	3.1	423.4
1969	2.1	2.1	4.2	0.5	8.7	83.9	8.7	831.3
1970	3.3	4.8	8.1	0.5	5.8	75.8	11.4	1,012.2
<i>Fédéral</i>								
1957	22.6	0.1	22.7	0.0 ¹	35.4	72.3	3.1	373.1
1963	28.6	0.2	28.8	7.6	29.5	56.6	4.8	631.6
1969	19.3	8.1	27.4	3.0	14.8	38.2	26.0	1,115.8
1970	20.0	9.2	29.2	2.8	12.9	37.8	25.3	1,184.9
<i>Education</i>								
1957	0.5	0.0	0.5	0.1 ¹	3.7	88.6	0.2	260.2
1963	0.3	0.2	0.5	0.5	3.1	96.5	0.2	516.0
1969	0.9	0.2	1.1	2.6	1.4	81.8	3.0	1,144.7
1970	1.2	0.3	1.5	2.6	1.0	80.6	3.4	1,318.2
<i>Industriel</i>								
1957	3.0	5.1	8.1	1.8 ¹	18.2	74.5	11.2	1,696.3
1963	4.0	4.6	8.6	7.1	9.1	62.9	17.5	3,077.6
1969	3.1	5.0	8.1	11.9	3.8	40.2	33.4	5,615.2
1970	3.4	4.7	8.1	11.7	3.4	39.0	34.3	5,986.2

¹ Fonds mutuels non compris.Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics* (Cat. No 74-201), éditions diverses.

période de même durée.¹⁷ En moyenne, il semble que le déplacement à partir des obligations vers les actions ait accru la convertibilité des portefeuilles, en particulier si l'on considère les transactions d'obligations sur le marché secondaire par rapport à celles portant sur les actions, le fait que les fonds les plus importants peuvent bénéficier des taux de commission s'appliquant aux fortes transactions d'actions, et la part non négligeable de certains portefeuilles-actions investie en actions étrangères (surtout américaines, croit-on).¹⁸

3. Implications des développements historiques pour les investissements futurs dans les créances hypothécaires

Au cours des récentes années, l'essentiel de la politique d'investissement des régimes fiduciaires de pension a été directement axé sur l'augmentation des taux de rendement. Cette politique a réduit la certitude du capital-portefeuille et accru sa convertibilité. Dès lors cependant, que la convertibilité voulue peut s'obtenir en investissant les montants requis dans des actions ordinaires sélectionnées, la seule raison économique de posséder des obligations est le maintien d'un certain niveau de certitude du capital. Mais cette certitude tirée des obligations peut ainsi, dans une large mesure, être obtenue de créances hypothécaires assurées, ayant des échéances variées mais certaines.¹⁹ Et puisque les créances hypothécaires donnent normalement des rendements plus élevés, il semble qu'il y ait là de bonnes raisons pour de nombreux régimes de passer des obligations aux créances hypothécaires.²⁰ Bien sûr, à partir d'un certain niveau de certitude de capital obtenu par les

¹⁷ Pour un développement rigoureux sur ce point et la façon dont il s'applique aux écarts de l'offre et de la demande, voir "The Cost of Transacting", de H. Demsetz, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82, No 1 (février 1968), pp. 33-53.

¹⁸ A la fin de 1970, les actions ordinaires étrangères représentaient respectivement 7.7 et 6.9 pour cent des avoirs du groupe fédéral et du groupe industriel. (Statistiques Canada, tableau 10). Comme le montre le *tableau 5-2*, ces groupes détenaient les proportions les plus élevées à la fois en actions et en créances hypothécaires.

¹⁹ Il y a cependant lieu de noter ici que le propre de l'assurance LNH est de ne couvrir que le principal et l'intérêt gagné avant saisie. Elle ne garantit pas à l'investisseur le taux d'intérêt convenu pour la durée originale de l'hypothèque. Celui-ci encourt donc le risque de devoir réinvestir le capital recouvré à un taux d'intérêt inférieur. Ce problème ressort d'un problème plus général, celui de la "maximisation" du rendement à long terme d'un portefeuille sujet à des rentrées périodiques d'espèces. Le problème est d'autant plus grand que le taux de remboursement de la somme originellement investie est plus rapide.

Le concept de "durée" de MacAuley semble s'appliquer ici. A propos de ce concept et de son application au contrôle des rendements d'un portefeuille voir "Coping with the Risk of Interest-Rate Fluctuations; Returns to Bondholders from Naive and Optimal Strategies", de L. Fisher et R. K. Weil, *The Journal of Business*, Vol. 44, No 4 (octobre 1971), pp. 408-431.

²⁰ L'enquête de l'équipe spéciale en avril 1971 a mis en lumière l'existence d'une telle tendance. En réponse à la question no 4, "Prévoyez-vous de modifier la répartition de votre actif d'une des façons indiquées ci-dessous et d'une façon notable?", les réponses se décomposaient comme suit: nombre d'établissements prévoyant d'*augmenter* leur participation dans les créances hypothécaires résidentielles assurées, non-assurées, et les obligations: respectivement 13, 13 et zéro. Nombre d'établissements prévoyant de *diminuer* leur participation dans les valeurs ci-dessus mentionnées: zéro, un et 17, respectivement pour les créances hypothécaires assurées, les créances hypothécaires non-assurées et les obligations.

Tous les détails quant aux réponses à ces questions sont donnés dans l'appendice C.

créances hypothécaires, il est judicieux, à la fois sur la base du rendement et de la convertibilité, de se retourner vers les actions.

Cette recommandation ne vaut cependant pas pour tous les régimes, en particulier pour ceux du secteur provincial, municipal et de l'éducation. Advenant qu'ils décident de réduire leur concentration, ils auraient intérêt à se tourner vers les actions plutôt que vers les créances hypothécaires. En effet, étant donné qu'ils sont assurés d'un haut degré de certitude-capital aussi longtemps que l'essentiel de leur portefeuille sera constitué d'obligations, il est normal qu'ils recherchent les valeurs ayant l'indice de rendement le plus élevé.

4. *Autres indications relatives à la participation des régimes fiduciaires de pension dans les créances hypothécaires: l'expérience américaine*

Il existe à la fois des ressemblances et des différences majeures entre les méthodes d'investissement des régimes fiduciaires de pension américains et canadiens et l'environnement financier dans lequel ils fonctionnent. Si les différences apparaissent d'elles-mêmes lorsqu'on essaie de déterminer dans quelle mesure les régimes de pension du Canada pourraient rivaliser avec leurs homologues américains, l'examen rapide de l'expérience américaine indique qu'elle semble valable, tout en tenant compte du rapport initiative/retard qui caractérise tant d'activités économiques entreprises dans les deux pays. Nous n'examinerons ici que l'évolution historique de la composition du portefeuille pour les régimes américains, dont les méthodes commerciales sont effleurées en section IV.

Bien qu'il y ait trois principaux types de régimes de pension aux E.-U. en dehors de l'OASDI ("Old Age Survivors and Disability Insurance"), nous n'examinerons ici que les modes d'investissement d'une seule catégorie, celle des régimes fiduciaires ou "non-assurés". Nous avons écarté le régime d'assurance-groupe financé par les compagnies d'assurance sur la vie, car le gros de leurs actifs est mêlé aux actifs relevant des polices d'assurance-vie. Nous n'avons pas tenu compte non plus des régimes patronnés par les organismes fédéraux, d'Etats ou d'administrations locales. La plupart de ces régimes comportent en effet des caractéristiques ou sont assujettis à des contraintes qui font que leur expérience n'est pas pertinente sur la scène canadienne.

Au cours de leur existence, les régimes fiduciaires de pension américains n'ont investi qu'une faible part de leurs avoirs en créances hypothécaires. La plus importante proportion représentée par la créance hypothécaire dans ces dernières années fut de 5.9 pour cent en 1966, pourcentage qui tombait d'ailleurs en 1967 et 1968, à 5.5 et 4.8 respectivement (*tableau 5-3*).

Le fait marquant aux Etats-Unis a été l'importante réduction proportionnelle des obligations face à l'accroissement correspondant de l'investissement en actions ordinaires. De 1960 à 1968, le pourcentage total des avoirs investis en obligations tombait de 55.5 à 35.8, tandis que l'investissement-actions grimpait durant cette même période de 32.4 à 50.1 pour cent.

5. *Parallèle Etats-Unis-Canada*

La principale ressemblance entre les modes d'investissement américain et

canadien réside dans un intérêt marqué pour les actions ordinaires. Il est pratiquement certain que, dans les deux pays, ce phénomène a résulté des pressions exercées sur les administrateurs de régimes en vue d'accroître le taux de rendement de l'investissement.

Les principales différences se trouvent quant à elles dans le pourcentage d'investissement en créances hypothécaires. De 1960 à 1968 en effet les régimes canadiens patronnés par des organismes non gouvernementaux avaient en moyenne 8.2 pour cent de leurs actifs investis en créances hypothécaires, tandis que la proportion pour les régimes américains n'était que d'environ 5.0 pour cent (*tableaux 5-1 et 5-3*).

Cette différence peut s'expliquer de deux façons. En premier lieu, l'écart de rendement entre les créances hypothécaires et les obligations a été en moyenne beaucoup plus grand au Canada durant la dernière décennie.²¹ De plus, l'orientation que donnent les administrateurs à leurs investissements semble différer entre les deux pays. Alors qu'au Canada ce sont les sociétés de fiducie qui ont joué le rôle principal de conseil auprès des régimes de pension, aux Etats-Unis ce sont les banques d'affaires qui ont rempli cette même fonction. Or, il est de notoriété publique que la créance hypothécaire constitue une part importante de l'activité des sociétés de fiducie. Il paraît donc logique, en conséquence, que les portefeuilles sur lesquels celles-ci exercent un certain contrôle reflètent cet état de choses.

Tableau 5-3

DISTRIBUTION DES ACTIFS DES RÉGIMES DE PENSION E.-U.
PRIVÉS ET NON ASSURÉS (1960-1968)

(d'après les valeurs aux livres)

<i>Année</i>	<i>Actions ordinaires</i>	<i>Obligations</i>	<i>Créances hypothécaires</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>	<i>Total avoires (\$ milliards)</i>
1960	32.4%	55.5%	3.9%	8.2%	100.0%	33.1
1961	35.6	52.2	4.2	8.0	100.0	37.5
1962	37.5	50.2	4.5	7.8	100.0	41.9
1963	38.9	48.6	4.8	7.7	100.0	46.6
1964	40.1	46.8	5.3	7.8	100.0	51.9
1965	42.1	44.4	5.7	7.8	100.0	58.1
1966	44.0	42.2	5.9	7.9	100.0	64.5
1967	47.1	38.7	5.5	8.7	100.0	71.8
1968	50.1	35.8	4.8	9.3	100.0	80.5

Source: U.S. Securities and Exchange Commission, *Statistical Bulletin*, juin 1969.

Notre examen des portefeuilles E.-U. nous amène à deux considérations principales quant à l'importance prévisible de l'investissement en créances hypothécaires par les régimes de pension canadiens. En premier lieu, il est probable que les actions ordinaires continueront de former une part toujours croissante des actifs des fonds canadiens pour un certain temps encore — ce au détriment des obligations. En second lieu, l'expérience américaine

²¹ Sur les écarts des rendements canadiens voir la *figure 5-1*. On trouvera des données sur les écarts de rendement aux USA dans "Interest Rate Discrimination, Savings Flows, and New Priorities in Home Financing", de Andrew F. Brimmer; (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 9 juin 1972), spéc. Chapitre II.

ne donne pas d'indications quant au plafond de l'investissement en créances hypothécaires des régimes canadiens (en supposant que ceux-ci décident de l'accroître) du fait que la participation canadienne a toujours dépassé dans ce secteur celle des Américains. En même temps cependant l'expérience américaine représente une mise en garde contre l'expectative de hausses subites à la suite d'un réarrangement des institutions financières canadiennes, pour autant que la nouvelle structure s'aligne simplement sur l'américaine.

II. PORTEFEUILLE-MODÈLE DIT DE "COMPOSITION OPTIMALE"

Nombre des travaux récemment effectués sur l'attitude des intermédiaires financiers canadiens en matière d'investissement hypothécaire ont été axés autour de certains portefeuilles — modèles dit de "composition optimale".²² Ces modèles s'appuient sur le principe qu'un organisme financier tend à investir une "proportion-type" de son portefeuille dans les diverses valeurs à sa portée, tenant pour acquis que la meilleure formule est celle combinant le taux de rendement attendu avec la certitude du capital et sa convertibilité espérées.²³

Partant de l'hypothèse que la ventilation d'un actif donné diffère à tout moment de la sélection-type, le modèle détermine l'approche vers l'objectif visé comme étant fonction de divers facteurs. Cette approche est estimée d'autant plus rapide que le rendement attendu de l'actif est plus intéressant dans la période considérée. Ce facteur d'intérêt est lui-même défini par comparaison entre le rendement que doit rapporter l'actif en question et d'autres actifs dans la période en cours par rapport aux variations théoriques normales prévues à long terme. Cette approche est aussi censée être d'autant plus rapide: a) que l'organisme financier draine davantage de capitaux bruts; b) que la différence est plus grande entre sa ventilation-type et la constitution présente de son portefeuille; c) que les frais de transaction sont plus bas.²⁴

²² M. Lawrence B. Smith y a grandement contribué. Voir en particulier son ouvrage: *Housing and Mortgage in Canada*, No 6, "Bank of Canada Staff Research Series" (Ottawa, Banque du Canada, 1970), ainsi que les références qu'il contient.

²³ Comme nous l'avons vu précédemment, on ne peut avoir "la meilleure combinaison au monde" par rapport à chacun des aspects. Il s'agit d'une question d'échanges. Leur mécanisme a été analysé avec rigueur dans maintes études financières durant ces récentes années. Le lecteur intéressé pourra consulter "An Extension of the Markowitz Portfolio Selection Model to Include Variable Transactions Costs, Short Sales, Leverage Policies and Taxes", de G. A. Pogue, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No 5 (décembre 1970), 1005-1027, et les références de l'ouvrage.

²⁴ Cette description verbale du mécanisme d'ajustement est adaptée de Lawrence B. Smith, "Financial Intermediary Lending Behaviour in the Postwar Canadian Mortgage Market", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXXI, No 3 (août 1967), pp. 499-500. Le même article contient un examen de la raison d'être de chacun des facteurs cités.

III. INVESTISSEMENT HYPOTHÉCAIRE VISÉ ET POSSIBILITÉS D'IMPACT D'UNE SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES

1. *L'investissement-type*

a) Hypothèses

Pour évaluer les effets possibles d'une SCPHH sur le niveau d'investissement dans les créances hypothécaires, il est évidemment nécessaire au préalable de posséder quelque information sur les activités auxquelles celle-ci pourrait se livrer. Du fait que des recherches sur ce sujet ont été entreprises en même temps que la présente étude, il n'a pas été possible de recueillir des données précises sur son champ d'action possible. Les déclarations qui suivent, faites publiquement par le Professeur J. V. Poapst, directeur de la recherche de l'équipe spéciale d'étude de nouveaux mécanismes et institutions de financement, sont les meilleures indications disponibles sur ce que seraient les activités d'une SCPHH.²⁵

Une banque centrale d'hypothèques (ou un fonds) activerait et élargirait le mandat que possède déjà la SCHL afin de fonctionner comme prêteur de dernière instance et d'acheter et vendre des créances hypothécaires LNH.

La plus importante fonction de la banque centrale d'hypothèques serait d'aider à promouvoir un marché secondaire des créances hypothécaires. Elle afficherait des offres d'achat à des tarifs concurrentiels, de telle sorte que prêteurs et investisseurs en créances hypothécaires mèneraient leurs opérations en sachant qu'il existe un endroit où des valeurs hypothécaires peuvent être écoulées s'il y a lieu en importante quantité, dans le cas où un changement de stratégie en ce qui concerne leur portefeuille l'exigerait. De la sorte, si un administrateur de portefeuille s'avisait, cinq ans après avoir investi dans les créances hypothécaires qu'un changement d'orientation s'impose, il pourrait s'en dessaisir facilement, sans perte de temps ni d'argent. De son côté, la banque centrale d'hypothèques se tiendrait prête à vendre des créances hypothécaires à des prix compétitifs, permettant aux investisseurs désireux d'augmenter rapidement leurs avoirs hypothécaires en portefeuille d'y procéder méthodiquement. Le fait d'accroître la capacité de l'investisseur à la fois à acheter et à vendre favorise un plus grand investissement hypothécaire.

Une autre fonction d'une banque centrale d'hypothèques serait d'assouplir l'attribution de crédits à la construction, de la sensibiliser davantage à l'importance des capitaux recherchés par les emprunteurs à des conditions avantageuses.

Dans la perspective de ces activités possibles, nous avons adopté l'attitude suivante pour établir leur éventuel impact. Premièrement, nous avons présumé l'existence d'un groupe de régimes qui ne modifieraient pas le pourcentage d'investissements en créances hypothécaires de leur portefeuille du simple fait qu'il existe une SCPHH. Ces régimes pourraient certes utiliser les services de la Société si celle-ci est finalement fondée, mais dans l'en-

²⁵ J. V. Poapst, "R & D in the Mortgage Market", mémoire à l'intention de la Seconde conférence sur les investissements hypothécaires pour les fonds fiduciaires de pension, Centre des conférences gouvernementales, Ottawa, le 8 décembre 1970; pp. 9-10.

semble leur recours à ces services sera infime, simplement parce qu'ils font pour eux double emploi.

Deuxièmement, nous avons admis qu'un second groupe de régimes serait très enclin à modifier le pourcentage de ses actifs investis en créances hypothécaires. Nous supposons qu'ils ne l'ont pas fait parce que les conditions actuelles du marché ne les y incitent pas mais que, advenant l'existence d'une SCPHH ils rivaliseront avec les régimes du premier groupe en ce qui concerne la part des investissements hypothécaires.

Il est enfin un troisième groupe de régimes qui, à l'instar du premier groupe, ne changera pas la proportion de ses investissements hypothécaires. A la différence cependant, du premier groupe, nous admettons que les régimes du troisième groupe s'abstiendront en raison des impératifs de leur politique d'investissement, laquelle exclut tout investissement hypothécaire important. Nous pensons en particulier à ces régimes qui sont contraints — implicitement ou explicitement — à investir le gros de leurs actifs dans les valeurs de l'organisme qui les patronne.

b) Evaluation du pourcentage-type

Nous aborderons maintenant l'examen du portefeuille des régimes de notre premier groupe, c'est-à-dire de ceux qui sont présumés capables de se bâtir un portefeuille contenant une proportion optimale de créances hypothécaires, ce en dépit de l'inexistence d'une SCPHH. Avant d'en étudier les éléments, il est important de noter que leurs portefeuilles actuels furent construits sur la base d'écart de rendements. Si ceux-ci étaient réduits par l'activité d'une SCPHH, il en résulterait une diminution relative de l'attrait des créances hypothécaires, par rapport aux valeurs concurrentes. Nous ne tiendrons pas compte, dans le cadre de la présente étude, de cette importante complication en puissance.

A notre avis, les régimes ayant apparemment le moins besoin des services d'une SCPHH sont: les régimes les plus importants, les régimes d'employés de compagnies de fiducie et d'employés de banques, les régimes qui achètent des valeurs dans les fonds mis en commun des compagnies de fiducie ou les régimes indépendants des compagnies d'assurance. Les régimes du premier et du second groupes devraient être les plus aptes à réaliser une économie de l'envergure de celle qu'impliquent l'établissement et l'administration de créances hypothécaires et la constitution d'un portefeuille hypothécaire bien diversifié. De leur côté, bien que les régimes qui acquièrent des parts dans les fonds communs ou indépendants se concentrent à l'autre bout de l'échelle des grandeurs, leur souplesse dans l'emploi de créances hypothécaires comme investissements provient du fait qu'ils peuvent acheter autant d'unités qu'ils le veulent dans des régimes individuels d'obligations, de créances hypothécaires ou d'actions avec à peu près les mêmes commissions d'achat et frais d'administration pour chaque type. Ce qui fait qu'ils n'ont pas aujourd'hui de préférence pour un type de valeurs ou un autre à cause des différences de coût.

Deux séries de données ont été examinées. Les données d'ensemble proviennent du catalogue no 74-201 de Statistiques Canada. Les chiffres se rapportant aux régimes pris individuellement ont été tirés de l'enquête de

l'équipe spéciale sur les régimes fiduciaires de pension d'avril 1971. Les données d'ensemble ont servi à l'analyse de la composition du portefeuille des régimes importants, des fonds communs et de régimes indépendants. Pour certaines raisons que nous exposerons plus loin, les données relatives aux régimes individuels ont également servi à l'analyse du portefeuille des régimes importants et de ceux institués pour les employés de banques et de compagnies de fiducie.

Tous ces éléments présentent des problèmes. Dans le cas des données d'ensemble, ils sont au nombre de trois. Premièrement, la catégorie la plus importante examinée se situe dans les \$25 millions et plus. Nous aurions préféré un plafond plus élevé, du fait qu'il est couramment admis dans les milieux de l'investissement qu'un portefeuille doit dépasser les \$50 millions avant de pouvoir donner sa pleine mesure économique. Deuxièmement, cette catégorie comprend le gros des avoirs des régimes des secteurs provinciaux, municipaux et de l'éducation — qui ont pour la plupart concentré leurs actifs sous forme d'obligations provinciales ou municipales. Comme notre but est d'examiner la politique d'investissement de régimes relativement libres, nous avons soustrait ce que nous avons évalué être le montant plausible de l'actif de ces régimes de la catégorie de 25 millions ou plus.

En conséquence, nous avons défini cette catégorie comme étant celle des régimes excluant les secteurs provinciaux, municipaux et de l'éducation; ayant un actif de \$25 millions et plus.

Le troisième problème tient au fait que la source de documentation donne la proportion d'ensemble investie dans chaque medium. On risque ainsi, pour un régime très important ayant largement investi dans les créances hypothécaires, par exemple, de donner une indication faussée quant à la part normalement investie dans la créance hypothécaire. Nous pouvons heureusement contrôler cette possibilité, au moins partiellement, en utilisant les chiffres sur les régimes individuels obtenus par l'enquête de l'équipe spéciale.

Voyons maintenant les éléments d'ensemble. Le *tableau 5-4* montre la distribution des avoirs (d'après les valeurs aux livres) pour notre sous-ensemble spécial de régimes dont les actifs étaient de \$25 millions et plus en 1967, 1968 et 1969. La part investie dans les créances hypothécaires varie peu d'année en année, bien qu'un léger glissement apparaisse des créances hypothécaires LNH vers les non-LNH. De toute façon, la stabilité du pourcentage dans son ensemble tend à montrer que ces régimes, d'une façon générale, considéraient le chiffre de 14 pour cent comme un niveau d'équilibre.

Pour ce qui est de notre sous-ensemble de régimes importants, à la fois les régimes en commun et les régimes indépendants avaient une plus grande partie de leurs avoirs en portefeuille investis sous forme de créances hypothécaires au cours de la période examinée (*tableaux 5-5 et 5-6*). Basés sur la valeur aux livres à la fin de l'année 1970, les pourcentages étaient de 31.9 et 21.6 respectivement pour les fonds communs et les régimes indépendants. Durant quelque temps cependant, la tendance fut constamment à la baisse pour les deux catégories — ce qui permet de penser que les pourcentages de 1970 n'étaient peut-être pas des niveaux d'équilibre.

Vu la stabilité de la proportion observée pour le groupe de \$25 millions et plus, il semble très peu probable que celle des fonds mis en commun et des régimes indépendants tomberait au-dessous de 14 pour cent. Il semble donc raisonnable de considérer la plus basse de ces deux proportions (notamment celle de 21.6 pour cent pour les régimes indépendants) comme limite supérieure pour l'évaluation de la proportion d'équilibre.

Tableau 5-4

ESTIMATION DE LA RÉPARTITION DES ACTIFS: RÉGIMES TOTALISANT
DES ACTIFS DE \$25 MILLIONS ET PLUS, À L'EXCLUSION DES RÉGIMES DES
SECTEURS PROVINCIAUX, MUNICIPAUX ET DE L'ÉDUCATION 1967-1969

(Valeurs aux livres, en millions de dollars)

	1967		1968		1969	
	\$	%	\$	%	\$	%
Investissements dans les régimes de pension communs	55.6	1.5	60.2	1.5	60.9	1.4
Investissements dans les fonds mutuels	23.6	0.7	21.5	0.5	19.7	0.4
Obligations						
Gouvernement du Canada	301.8	8.4	301.9	7.6	304.5	6.8
Gouvernement provincial	821.6	22.8	823.8	20.7	836.8	18.8
Municipalités, commissions scolaires, etc.	219.7	6.1	206.3	5.2	221.4	5.0
Autres valeurs canadiennes	615.6	17.1	658.1	16.5	700.9	15.8
Valeurs non canadiennes	4.4	0.1	3.9	0.1	6.1	0.1
Total	1,963.1	54.5	1,994.0	50.1	2,069.7	46.5
Actions						
Canadiennes, ordinaires	663.0	18.4	824.9	20.7	1,009.1	22.7
Canadiennes, privilégiées	25.8	0.7	30.1	0.8	33.2	0.7
Non canadiennes, ordinaires	223.9	6.2	321.6	8.1	415.4	9.3
Non canadiennes, privilégiées	2.2	0.1	5.1	0.1	3.7	0.1
Total	914.9	25.4	1,181.7	29.7	1,461.4	32.8
Créances hypothécaires						
Assurées résidentielles (LNH)	298.2	8.3	314.1	7.9	357.5	8.0
Conventionnelles (non LNH)	205.0	5.7	234.1	5.9	259.0	5.8
Total	503.2	14.0	548.2	13.8	616.5	13.8
Immobilier et retours locatifs	29.1	0.8	31.0	0.8	32.2	0.7
Divers	119.9	3.3	151.8	3.8	188.1	4.2
Total actifs	3,609.4	100.0	3,988.4	100.0	4,448.5	100.0

Source: Statistique Canada, *Trusted Pension Plans Financial Statistics* (Cat. No 74-201), diverses éditions.

Les données relatives aux régimes individuels obtenus de l'équipe spéciale d'enquête répondent à deux objectifs: 1) ils donnent lieu à un recoupement de la proportion d'équilibre telle qu'estimée d'après les données d'ensemble sur les régimes importants, et 2) ils nous permettent d'évaluer les pourcentages détenus par les régimes d'employés de banques et de compagnies de fiducie.

Bien que nous ne soyons pas encore à la discussion de détail sur l'essentiel des résultats obtenus par l'équipe d'enquête, la méthode d'échantillonnage utilisée et le type de réponses méritent ici un bref commentaire.

Le questionnaire d'enquête fut envoyé à un certain nombre de personnes qui avaient assisté à la deuxième conférence sur l'investissement hypothé-

Tableau 5-5

RÉPARTITION DES AVOIRS DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION
MIS-EN-COMMUN 1962-1970

Année	Pourcentage du portefeuille détenu en					Total avoires (\$ millions)
	Obligations	Actions	LNH	Autres	Total	
Créances hypothécaires						
D'après les valeurs aux livres						
1962	46.9	27.4	11.5	11.4	22.9	191.9
1963	42.6	28.0	12.9	14.7	27.6	260.0
1964	38.5	26.3	12.6	20.9	33.5	349.8
1965	33.2	25.9	10.0	28.9	38.9	481.0
1966	29.5	27.3	8.2	31.9	40.1	594.4
1967	26.5	30.4	7.7	29.6	37.3	687.0
1968	23.3	35.4	6.6	29.3	35.9	772.5
1969	20.6	39.6	6.3	26.8	33.1	864.2
1970	18.7	43.5	5.5	26.4	31.9	888.2
D'après les cours du marché						
1962	na	na	na	na	na	na
1963	40.5	31.3	12.6	13.9	26.5	274.3
1964	35.8	31.5	11.9	19.2	31.1	379.7
1965	30.6	30.7	9.7	27.1	36.8	506.5
1966	27.4	30.6	8.0	30.9	38.9	596.1
1967	23.6	35.5	7.3	27.7	35.0	681.5
1968	19.5	43.8	5.6	25.8	31.4	789.5
1969	17.1	45.7	5.5	24.7	30.2	820.9
1970	17.1	47.1	4.9	24.7	29.6	853.5

nd: non disponible.

Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial* (Cat. No 74-201), diverses éditions.

Tableau 5-6

RÉPARTITION DES ACTIFS DANS LES RÉGIMES INDÉPENDANTS
(D'APRÈS LES COMPAGNIES D'ASSURANCE) 1964-1970

Année	Pourcentage du portefeuille détenu en					Total avoires (\$ millions)
	Obligations	Actions	LNH	Autres	Total	
Créances hypothécaires						
D'après les valeurs aux livres						
1964	41.0	20.9	5.0	30.3	35.3	57.8
1965	37.0	25.9	3.2	29.0	32.2	93.8
1966	40.2	25.3	1.9	26.1	28.0	139.3
1967	34.9	30.4	1.3	29.6	30.9	193.7
1968	30.0	36.4	1.7	27.2	28.9	258.9
1969	23.9	44.2	2.2	20.4	22.6	400.5
1970	25.9	45.3	2.8	18.8	21.6	545.1
D'après les cours du marché						
1964	40.1	23.2	4.8	29.2	34.0	60.1
1965	36.2	27.5	3.2	28.7	31.9	93.8
1966	39.8	25.1	1.9	26.4	28.3	133.9
1967	33.0	33.3	1.2	28.7	29.9	189.7
1968	27.0	42.1	1.5	24.8	26.3	267.9
1969	22.3	45.7	2.1	20.2	22.3	387.0
1970	26.2	45.9	2.7	17.8	20.5	533.9

Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics*, (Cat. No 74-201), diverses éditions.

caire par les régimes fiduciaires de pension, tenue à Ottawa, en décembre 1970. Quarante-neuf questionnaires utilisables furent retournés, chiffre représentant approximativement les deux tiers des personnes directement associées à un régime particulier ou plus. Quarante-trois réponses autorisaient Statistiques Canada à fournir à l'équipe d'enquête les données financières recueillies lors des enquêtes B.F.S. de 1967, 1968 et 1969.²⁷ Ces régimes comptaient 35.5 pour cent des actifs (sur le marché) et 48.5 pour cent des hypothèques (aux livres) détenus en 1969 par les régimes fiduciaires de pension.²⁸ En outre, les régimes correspondant à la catégorie des \$25 millions et plus ayant répondu comptaient pour 48.9 pour cent et 59.1 pour cent respectivement des actifs totaux et des créances hypothécaires de cette catégorie. Il appert donc que les régimes ayant répondu sont plus importants, s'intéressent davantage aux créances hypothécaires et possèdent probablement plus que la moyenne d'expertise en administration d'investissement hypothécaire. Enfin, des réponses furent obtenues de cinq régimes de pension d'employés de compagnie de fiducie et de trois régimes d'employés de banque à charte.²⁹ Le pourcentage moyen investi dans les créances hypothécaires à la fin de 1969 par les 10 régimes les plus importants ayant répondu était de 13.3 pour cent (*tableau 5-8*). Eu égard à l'importante proportion d'avoir total détenue par ces régimes, il n'est guère étonnant — mais néanmoins rassurant — de constater que ce chiffre est très voisin de celui précédemment observé à propos des données d'ensemble. Si nous omettons un régime important sous gestion provinciale, ce pourcentage s'élève à 14.7 — chiffre représentant probablement mieux le comportement des régimes libres.

Au cours des trois années auxquelles se rapportent les éléments disponibles, on note une légère tendance à la hausse du pourcentage investi en créances hypothécaires; ce qui signifierait que le chiffre de 1969 est peut-être en-dessous du pourcentage-type, ou proportion d'équilibre.³⁰

Des valeurs quelque peu supérieures s'observent pour 1969 au *tableau 5-8* à propos des régimes d'employés de compagnies de fiducie et de banque à charte. Si nous en excluons les deux régimes de cette catégorie qui se chevauchent avec les 10 régimes les plus importants, la valeur moyenne pour 1969 est de 18.4 pour cent; calculée sur tous les régimes de la catégorie, elle passe à 17.6 pour cent.

Contrastant avec les 10 régimes les plus importants, les régimes d'employés de banques à charte et de compagnies de fiducie ont accusé durant la

²⁷ Outre les 49 questionnaires utilisables, deux autres avaient été remplis par des représentants d'organismes qui ne parrainaient pas directement des régimes de pension. Leurs réponses ne figurent pas dans notre analyse.

²⁸ Ces chiffres minimisent actuellement la proportion des actifs totaux détenue par les organismes ayant fait l'objet de l'enquête. Trois de ces organismes patronnaient deux régimes. Dans les cas semblables, nous n'utilisons que les données financières du régime le plus important. Cette méthode a été adoptée afin de s'assurer que chaque organisme s'est vu donner une importance égale dans les analyses qui ont suivi le dépouillement des questionnaires.

²⁹ Du fait qu'une des banques n'a pas autorisé la divulgation des ses caractéristiques financières, certaines des analyses ne font état que de deux fonds d'employés de banque.

³⁰ D'autres éléments en faveur de cette possibilité sont fournis par les réponses à la question no 4 lors de l'enquête d'avril 1971. Voir nos précédents commentaires en note de bas de page no 20.

Tableau 5-7

RÉPARTITION DES RÉGIMES ÉTUDIÉS AYANT FOURNI TOUTES LES DONNÉES FINANCIÈRES
ET LA COMPARAISON AVEC LES DONNÉES D'ENSEMBLE

(Tous les montants en dollars et toutes les données groupées se rapportent à la fin de l'année 1969)

	Echantillonnage					Groupements				Echantillonnage / Groupements		
	No. de régimes	No. de dét. de créances hyp.	Total créances hyp. (\$ Millions, aux livres)	Total actifs (\$ Millions, marché)	Créances hyp. en pourcentage d'actifs	No. de régimes	Total créances hyp. (\$ Millions marché)	Total actifs (\$ Millions, marché)	Créances hyp. en pourcentage d'actifs	No. de régimes	Total créances hyp.	Total actifs
<i>Par avoirs totaux</i>												
<i>(en \$ Millions, sur le marché)</i>												
Moins de 1.0	1	0	0.0	0.2	0.0	3,458	12.4	513.9	2.4	*	0.0	*
1.0 - 4.9	3	1	0.2	7.8	1.9	387	38.4	826.9	4.6	0.8	0.5	0.9
5.0 - 24.9	16	11	12.7	185.3	6.9	158	125.9	1,610.8	7.8	10.1	10.1	11.5
25.0 et plus	23	21	405.5	3,129.4	13.0	69	686.6	6,398.5	10.7	33.3	59.1	48.9
Total	43	33	418.4	3,322.7	12.6	4,072	863.4	9,350.1	9.2	1.1	48.5	35.5
<i>Par catégorie d'organisme</i>												
<i>Municipalités et entreprises municipales</i>												
	3	3	11.0	136.4	8.1	75	35.4	856.6	4.1	4.0	31.1	15.9
<i>Compagnies provinciales de la Couronne et organismes gouvernementaux</i>												
	4	3	26.5	407.2	6.5	39	34.8	737.6	4.7	10.3	76.1	55.2
<i>Compagnies fédérales de la Couronne et organismes gouvernementaux</i>												
	2	2	276.9	956.4	28.9	8	305.2	1,023.3	29.8	25.0	90.7	93.5
<i>Éducation</i>												
	4	1	0.4	706.6	0.1	49	12.3	1,026.9	1.2	8.2	3.3	68.8
<i>Industrie (autres que banques ou trusts)</i>												
	22	17	52.2	781.7	6.7	na	na	na	na	na	na	na
<i>Industrie (banques ou trusts)</i>												
	8	7	51.5	334.5	15.4	na	na	na	na	na	na	na
<i>Toutes industries</i>												
	30	24	103.7	1,116.2	9.3	3,778	455.3	5,375.3	8.5	0.8	22.8	20.8
<i>Toutes autres</i>												
	0	0	0	0	0	123	20.4	330.4	6.2	0.0	0.0	0.0
<i>Par valeur de créances hypothécaires</i>												
<i>(En \$ Millions, aux livres)</i>												
Aucun	10	0	0.0	768.4	0.0							
0.100 - 7.499	26	26	53.4	824.5	6.5							
7.500 et plus	7	7	365.0	1,729.7	21.1							
<i>Par pourcentage de créances hypothécaires sur les actifs totaux</i>												
0.0	10	0	0.0	768.4	0.0							
0.1 - 8.9	18	18	49.7	906.6	5.5							
9.0 et plus	15	15	368.7	1,647.6	22.4							

*Moins de 0.1 pour cent. nd: non disponible.

Source: Enquête de l'équipe spéciale de la SCHL sur les régimes fiduciaires de pension, avril 1971, et Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics 1969*.

Tableau 5-8

POURCENTAGES DES ACTIFS TOTAUX INVESTIS DANS LES CRÉANCES
HYPOTHÉCAIRES PAR DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION
SÉLECTIONNÉS LORS DE L'ENQUÊTE DE L'ÉQUIPE SPÉCIALE
FINS D'ANNÉES 1967-1969

	1967	1968	1969
<i>Dix plus grands régimes</i> (Actifs 1969 supérieur à \$75 millions)			
*Fonds A	5.3	4.7	17.2
Fonds B	28.8	27.9	27.3
*Fonds C	14.3	15.1	13.9
Fonds D	6.6	5.8	5.1
Fonds E	4.4	5.0	9.5
Fonds F	8.7	7.5	8.5
Fonds G	7.3	9.6	10.1
Fonds H	0.0	0.0	0.0
Fonds I	33.2	34.1	36.9
Fonds J	4.6	4.0	4.0
Moyenne 10 régimes	11.3	11.4	13.3
Moyenne, régime H exclus	12.6	12.6	14.7
<i>Fonds protégeant les employés de banques et compagnies fiduciaires¹</i>			
*Fonds A	5.3	4.7	17.2
Fonds K	34.2	36.6	23.4
*Fonds C	14.3	15.1	13.9
Fonds L	37.2	38.2	37.9
Fonds M	31.3	6.9	5.2
Fonds N	29.0	23.8	18.4
Fonds O	1.5	5.4	7.1
Moyenne 7 régimes	21.8	18.7	17.6
Moyenne, 5 régimes non communs aux deux groupes	26.6	22.2	18.4

¹ Une compagnie de fiducie non incluse du fait que tous ses avoirs sont investis dans des régimes de pension mis en commun.

*Commun aux deux groupes.

Source: Enquête de l'équipe spéciale de la SCHL sur les Régimes fiduciaires de pension, avril 1971.

période de trois ans à l'étude, une légère baisse du pourcentage investi en créances hypothécaires. Cette divergence pourrait permettre de conclure que le "vrai" équilibre se situe entre les deux chiffres relevés pour 1969, l'un des deux groupes s'en rapprochant depuis sa position de sous-investissement et l'autre, de sur-investissement hypothécaire.

c) Valeur estimée

Nous pouvons conclure, d'après l'analyse ci-dessus, qu'une échelle raisonnable de la position d'équilibre en investissements hypothécaires oscillerait entre 17 et 20 pour cent des actifs globaux, tenant compte de l'existence d'une SCPHH. Cette échelle ne s'applique cependant, qu'à ceux des régimes non astreints à un investissement massif dans d'autres valeurs. A en juger par notre précédent examen des régimes des secteurs provinciaux, municipaux et relevant de l'éducation, de telles contraintes pourraient affecter les régimes détenant une fraction appréciable des valeurs de régimes fiduciaires de pension.

2. Rythme de réalisation éventuelle d'une proportion-type

Nous examinerons maintenant l'allure à laquelle un nouvel équilibre pourrait être approché. Des recherches effectuées par d'autres auteurs ont montré

que les deux principales variables influençant le rythme d'ajustement sont les rendements relatifs et le mouvement de liquidités de l'organisme en cause.³² Pour les fins de la présente étude, nous admettrons que les rendements relatifs demeurent constants,³³ et nous nous concentrerons sur la variable visant les liquidités.

Il y a lieu d'étudier deux aspects de ce dernier point: l'importance absolue du mouvement des liquidités, et la part pouvant être raisonnablement affectée aux créances hypothécaires. Théoriquement, nous devrions inclure dans nos calculs l'argent provenant de la vente ou de l'amortissement des valeurs. Vu le manque de données sur la question, nous limiterons notre analyse aux cotisations des employés et des employeurs, aux revenus d'investissements, retraits des employés, paiement de pensions et dépenses d'administration.

Pour avoir une idée de l'importance possible des rentrées liquides nettes, nous avons consulté les archives de Statistiques Canada sur les revenus et dépenses de diverses catégories de régimes durant la période allant de 1958 à 1970 (*tableaux 5-9, 5-10, et 5-11*). A l'exception des périodes précédant et suivant immédiatement la mise en application du Régime de pension du Canada, les régimes de la plupart des catégories ont enregistré, d'année en année, un accroissement soutenu de leurs rentrées liquides, nettes. Nous en concluons que ces archives permettent un point de départ valable pour la présente démonstration.³⁴

L'évaluation de la proportion à affecter aux créances hypothécaires requiert cependant des spéculations bien plus conjecturales. Nous aimerions déterminer jusqu'à quel point les régimes de pension engageraient leurs disponibilités dans des créances hypothécaires, advenant que l'existence d'une SCPHH les "branche" sur la question.

La seule autre circonstance dans laquelle les régimes s'entichèrent d'un medium d'investissement particulier, fut quand ils passèrent des obligations aux actions. Comme l'indique le *tableau 5-11*, les régimes de la catégorie "industrielle" — celle qui a pris le plus abruptement le virage — ont consacré approximativement 68 pour cent de leurs liquidités nettes (basées sur notre définition) à l'achat d'actions en 1968 et 1969. Etant donné que le passage des obligations aux actions a probablement été beaucoup plus spectaculaire que tout changement qui pourrait être apporté par la création

³² Voir, par exemple, "Financial Intermediary Lending Behavior in the Postwar Canadian Mortgage Market", de Lawrence B. Smith, pp. 493-514, spec. 507-509.

³³ Ne disposant pas d'éléments nous permettant d'évaluer dans quelle mesure l'existence d'une SCPHH aurait contribué à réduire les taux d'intérêts hypothécaires, nous n'avons pas d'alternative. Toutefois, ce n'est pas sans quelque trépidation que nous avons procédé ainsi, de récentes recherches ayant montré que les organismes financiers ayant peu de besoins en liquidités se révèlent tout à fait sensibles à cette question. Voir à ce propos "The Interest Sensitivity of Canadian Mortgage Flows", de Lawrence B. Smith et Gordon R. Sparks, *The Canadian Journal of Economics*, Vol. III, No 3 (août 1970) pp. 407-421, spéc. 413-415. A notre avis, les régimes fiduciaires de pension n'ont besoin que de peu de liquidités.

³⁴ Dans un avenir plus ou moins rapproché, les régimes fiduciaires de pension finiront par "mûrir", dans ce sens que leurs sorties monétaires en faveur ou au nom de leurs membres excéderont les rentrées de liquide. Il est peu probable que cela se produise avant un certain nombre d'années et, en conséquence, l'extrapolation de la tendance historique au sein de la période de cinq ans (1972-1976) que nous avons considérée semble raisonnable.

d'une SCPHH, nous en déduisons que ce chiffre de 68 pour cent pour les actions représente une limite supérieure pour la part qui serait affectée aux créances hypothécaires. Une estimation probablement réaliste pourrait en outre être tirée des pourcentages que les régimes relevant du "fédéral" ont occasionnellement affectés aux créances hypothécaires: 68.4 pour cent, en 1958 et 58.6 pour cent, en 1970 (*tableau 5-10*).

3. *Evaluation de l'utilité d'une Société de Commercialisation de Prêts Hypothécaires à l'Habitation pour les régimes fiduciaires de pension*

a) Méthode d'approche

La question cruciale se pose dès lors comme suit: si une SCPHH était créée et s'adonnait aux activités décrites plus haut, cela motiverait-il suffisamment de régimes aux investissements hypothécaires inférieurs à la proportion-type précédemment définie pour leur faire rechercher cette proportion?

Nous voulons préciser dès maintenant que nous n'avons pas de réponse concluante à cette question. Il reste que nous nous sommes formé une opinion sur le sujet, basée en grande partie sur les réponses à l'enquête d'avril 1971. Bien que cette enquête n'eût pas sollicité d'avis sur l'utilité d'une SCPHH en tant que telle, certaines de ses questions portaient néanmoins sur divers aspects du mécanisme et du marché hypothécaires vers lesquels s'orienteraient les activités d'une SCPHH. L'enquête avait d'ailleurs demandé aux administrateurs de régimes de pension dans quelle mesure certaines des caractéristiques du mécanisme et du marché hypothécaires leur paraissaient peu attrayantes, ou rédhitoires; les opinions exprimées sont détaillées ci-dessous.

b) Avis des responsables des régimes fiduciaires de pension sur les caractéristiques du mécanisme et du marché hypothécaires

(i) MÉTHODE DE CLASSEMENT DES RÉPONSES

Pour des fins analytiques, les régimes ont été classés selon trois critères: 1) la valeur en dollars de l'investissement hypothécaire; 2) la valeur en dollars du total des actifs; 3) la part du portefeuille investie en créances hypothécaires. Ces divisions ont été déterminées en examinant la répartition des régimes dans chaque domaine, et les conglomerats qui parurent naturels furent gardés intacts autant que faire se pouvait. Le classement par valeur en dollars d'investissement hypothécaire nous permet de comparer les opinions des régimes peu engagés dans l'investissement hypothécaire avec celles de régimes ayant une vaste expérience de ce mode d'investissement. Etant donné l'existence des coûts d'information, et donc la possibilité de réaliser des économies d'échelle, et l'amélioration graduelle du savoir-faire dans l'investissement hypothécaire, nous pouvions normalement nous attendre à des opinions différentes. Le classement par importance relative des créances hypothécaires en portefeuille peut donner un aperçu de la façon dont les opinions des administrateurs de fonds reflètent leur préoccupation quant à l'équilibre du portefeuille, c'est-à-dire à la répartition "appropriée" des actifs du régime parmi les divers investissements possibles. Le classement par importance du régime a pour objet de mettre en lumière la façon dont

Tableau 5-9 DONNÉES FINANCIÈRES SÉLECTIONNÉES POUR LES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION
DONT LES ACTIFS DÉPASSENT \$5 MILLIONS 1957-1970

(Valeurs aux livres)

Année	<u>Rentrées liquides nettes</u>		<u>Avoirs de fin d'année (\$ millions)</u>				<u>Variation annuelle des avoirs en pourcentages de liquidités nettes</u>			
	Millions	Variations du pourcent. d'année en année	<u>Créances hyp.</u>			Tous titres	<u>Créances hyp.</u>			Tous titres
			LNH	Autres	Total		LNH	Autres	Total	
<i>Régimes \$5.0 - 24.9 millions</i>										
1957	—	—	15.1	9.6	24.8	51.8	—	—	—	—
1958	85.8	—	21.1	12.5	33.6	71.0	7.0	3.3	10.4	22.3
1959	88.7	3.4	19.7	15.8	35.4	59.0	-1.7	3.7	2.0	-13.5
1960	99.4	12.0	20.7	17.9	38.6	73.4	1.1	2.1	3.2	14.5
1961	98.0	-1.4	23.4	23.6	47.0	96.8	2.7	5.9	8.6	23.9
1962	121.7	24.3	30.0	33.3	63.3	123.0	5.4	8.0	13.4	21.5
1963	139.1	14.2	43.9	42.6	86.4	152.2	10.0	6.6	16.6	21.0
1964	165.0	18.7	50.1	50.6	100.7	195.7	3.8	4.9	8.6	26.4
1965	165.0	-0.0	54.4	70.9	125.3	240.3	2.6	12.3	14.9	27.0
1966	128.5	-22.1	41.1	75.7	116.8	282.2	-10.3	3.7	-6.6	32.6
1967	140.1	9.0	35.8	83.1	118.9	330.6	-3.8	5.3	1.5	34.6
1968	144.4	3.1	34.7	85.8	120.4	433.5	-0.8	1.8	1.0	71.2
1969	186.2	28.9	35.5	90.5	125.9	546.8	0.4	2.5	3.0	60.9
1970	211.5	13.6	41.3	94.2	135.5	629.5	2.7	1.7	4.5	39.1
<i>Régimes \$25.0 millions et plus</i>										
1957	—	—	78.2	55.2	133.4	62.8	—	—	—	—
1958	188.1	—	113.1	60.3	173.4	113.4	18.5	2.7	21.3	27.0
1959	194.2	3.2	155.4	64.6	219.9	135.0	21.6	2.2	23.9	11.2
1960	205.8	6.0	169.8	64.6	234.4	138.6	7.0	0.0	7.0	1.8
1961	240.0	16.6	198.0	65.5	263.6	208.5	11.8	0.4	12.2	29.1
1962	274.7	14.5	235.0	82.3	317.4	287.2	13.5	6.1	19.6	28.7
1963	314.1	14.4	271.6	91.5	363.1	358.0	11.7	2.9	14.6	22.5
1964	335.3	6.7	290.6	115.0	405.6	454.4	5.6	7.0	12.7	28.7
1965	383.2	14.3	320.6	132.1	452.7	596.5	7.8	4.5	12.3	37.1
1966	424.0	10.7	321.6	191.3	512.9	755.5	0.2	14.0	14.2	37.5
1967	499.9	17.9	318.6	236.7	555.3	982.7	-0.7	9.1	8.5	45.5
1968	598.4	19.7	337.9	268.7	606.6	1,271.7	3.2	5.4	8.6	48.3
1969	679.6	13.6	392.8	293.8	686.6	1,589.8	8.1	3.7	11.8	46.8
1970	787.6	15.9	471.2	368.0	839.2	1,750.7	10.0	9.4	19.4	20.4

Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics* (Cat. No 74-201), éditions diverses.

Tableau 5-10

DONNÉES FINANCIÈRES SÉLECTIONNÉES POUR LES RÉGIMES FIDUCIAIRES SOUS
L'ÉGIDE D'ORGANISMES FÉDÉRAUX ET DE COMPAGNIES DE LA COURONNE 1957-1970

(Valeurs aux livres)

Année	<u>Rentrées liquides nettes</u>		<u>Avoirs en fin d'année (\$ Millions)</u>				<u>Changements annuels des avoirs en pourcentage des rentrées liquides nettes</u>			
	\$ Millions	Variations du pourcent. d'année en année	Créances hyp.			Tous titres	Créances hyp.			Tous titres
			LNH	Autres	Total		LNH	Autres	Total	
1957	—	—	53.0	0.2	53.2	6.2	—	—	—	—
1958	45.8	—	84.4	0.2	84.6	11.6	68.5	-0.1	68.4	11.8
1959	53.1	15.9	107.0	0.2	107.1	18.9	42.4	-0.1	42.4	13.7
1960	44.2	-16.8	121.5	0.3	121.8	26.6	33.0	0.2	33.2	17.4
1961	47.9	8.4	136.8	0.3	137.1	2.9	31.9	0.0	32.0	-49.5
1962	57.7	20.5	159.0	0.5	159.5	11.5	38.5	0.3	38.8	14.9
1963	61.8	7.1	180.8	1.4	182.2	30.8	35.3	1.4	36.7	31.2
1964	65.3	5.7	186.8	2.7	189.5	50.0	9.1	2.0	11.2	29.4
1965	70.4	7.8	193.0	9.7	202.7	103.1	8.9	9.9	18.8	75.4
1966	76.4	8.5	190.7	42.8	233.5	126.7	-3.1	43.3	40.2	30.9
1967	89.0	16.5	185.2	75.9	261.1	174.6	-6.2	37.2	31.1	53.8
1968	96.9	8.9	197.9	85.2	283.2	237.7	13.2	9.6	22.8	65.1
1969	84.8	-12.5	214.7	90.5	305.2	290.7	19.7	6.3	26.0	62.5
1970	69.1	-18.5	236.5	109.2	345.7	299.8	31.5	27.1	58.6	13.2

Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics* (Cat. No 74-201), éditions diverses.

Tableau 5-11

DONNÉES FINANCIÈRES SÉLECTIONNÉES POUR LES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION
DE LA CLASSE "INDUSTRIELLE" 1957-1970

(Valeurs aux livres)

Année	Rentrées liquides nettes		Avoirs en fin d'année (\$ Millions)				Changements annuels dans les avoirs exprimés en pourcentages des rentrées liquides nettes			
	Millions	Variations du pourcent. d'année en année	Créances hyp.			Tous titres	Créances hyp.			Tous titres
			LNH	Autres	Total		LNH	Autres	Total	
1957	—	—	43.0	76.5	119.5	139.1	—	—	—	—
1958	211.2	—	51.9	86.1	137.9	188.1	4.2	4.5	8.7	23.2
1959	216.3	2.4	68.7	95.6	164.3	221.4	7.8	4.4	12.2	15.4
1960	226.0	4.5	68.9	98.5	167.4	265.1	0.1	1.3	1.4	19.3
1961	251.2	11.2	83.5	103.7	187.2	361.8	5.8	2.1	7.9	38.5
1962	284.3	13.2	100.1	119.2	219.3	453.3	5.8	5.5	11.3	32.2
1963	336.4	18.3	122.4	138.6	261.0	540.7	6.6	5.8	12.4	26.0
1964	365.6	8.7	144.5	160.6	305.1	671.8	6.0	6.0	12.0	35.9
1965	400.0	9.4	151.7	205.7	357.4	818.0	1.8	11.3	13.1	36.5
1966	351.4	-12.2	153.2	215.1	368.3	981.9	0.4	2.7	3.1	46.6
1967	412.5	17.4	150.4	233.5	383.9	1,199.0	-0.7	4.5	3.8	52.6
1968	480.5	16.5	145.8	259.1	404.9	1,526.4	-1.0	5.3	4.3	68.1
1969	509.4	6.0	171.6	283.7	455.3	1,875.3	5.1	4.8	9.9	68.5
1970	371.0	-27.2	204.6	282.8	487.3	2,052.7	8.9	-0.2	8.7	47.8

Source: Statistique Canada, *Trusteed Pension Plans Financial Statistics* (Cat. No 74-201), éditions diverses.

les avis sont influencés par la possibilité d'exploiter une économie d'échelle dans les coûts d'information et le désir de bénéficier de plus de souplesse en ce qui touche les transactions importantes.

Le mode de classement par total des créances hypothécaires et total des avoirs, justifié *a priori* en termes de capacité à exploiter des économies d'échelle, peut être brouillé partiellement par l'habileté manifestée par l'administration à obtenir ces mêmes économies par la gestion simultanée des avoirs de différents comptes. Ce sera presque certainement le cas si une compagnie de fiducie a quelque responsabilité dans l'administration des investissements du régime. Ce sera certainement le cas quand le régime est celui des propres employés d'une banque ou d'une compagnie de fiducie. Pour évaluer l'effet virtuel de dédoublement qui se présente dans ce dernier cas, nous avons analysé les réponses à la fois avec et sans ces fonds.³⁵ Nous avons préféré procéder de la sorte plutôt que de les écarter complètement en raison de la faible dimension de notre échantillonnage. Nous n'avons cependant pas eu la possibilité de contrôler convenablement les "déformations" pouvant provenir du fait qu'une compagnie de fiducie aurait donné des réponses pour un régime autre que le sien propre.

Enfin, un ordre de classement possible est celui par catégorie d'organisation patronnant le régime. Ainsi que nous en avons traité plus haut, certains régimes se trouvent placés directement ou indirectement sous l'influence de gouvernements provinciaux et, ayant fortement investi dans les obligations municipales et provinciales, ne se trouvent de ce fait que peu engagés dans d'autres secteurs. Ce "favoritisme" dans l'investissement peut ou non avoir influencé les réponses à notre questionnaire. De toute façon, la taille de l'échantillonnage ne permettait pas de donner davantage d'importance à ce facteur.

(ii) OPINIONS SUR LES CARACTÉRISTIQUES DU TITRE DE L'HYPOTHÈQUE RÉSIDENTIELLE

Les correspondants étaient invités à classer les caractéristiques du titre des hypothèques résidentielles qu'ils trouvaient peu attrayantes par ordre de "manque d'intérêt" décroissant. Huit principales caractéristiques étaient mentionnées dans le questionnaire (no 7), et le correspondant pouvait en ajouter d'autres à la liste s'il le voulait.³⁶

Les réponses sont résumées au *tableau 5-12*. Celui-ci indique le nombre de régimes ayant assigné un numéro d'ordre à une caractéristique donnée, ainsi que le nombre de régimes qui lui donnent la première ou la deuxième place. Seules les six caractéristiques les plus fréquemment mentionnées y figurent. Les quatre premières sont commentées séparément d'après leur classement approximatif de "manque d'attrait" global; le classement des caractéristiques restantes tend à montrer que leur impact global est minime.

DÉLAI ENTRE L'ENGAGEMENT ET L'INVESTISSEMENT DES CAPITAUX

C'est la caractéristique qui a été jugée la plus ennuyeuse par ceux des régimes ayant des investissements hypothécaires bien que faibles, (à la fois

³⁵ Une très faible différence fut observée.

³⁶ Le questionnaire est reproduit à l'appendice C.

relativement et dans l'absolu). Il est à noter que, comparativement à plusieurs autres caractéristiques (droit de rachat de l'emprunteur; manque de négociabilité), les régimes largement engagés dans les créances hypothécaires n'ont pas trouvé cette caractéristique spécialement désagréable. Ceci vient probablement du fait que les régimes importants sont plus aptes à maîtriser les facteurs d'incertitude dans la programmation des débours importants. En admettant que ce soit le cas, plusieurs facteurs y contribuent certainement, Parmi ceux-ci, le fait qu'une transaction d'un volume donné absorbe proportionnellement une part moindre des rentrées liquides d'un régime important; que les régimes importants peuvent probablement s'engager et se dégager plus facilement dans les opérations d'investissement à très court terme; que les régimes importants sont peut-être davantage désireux de se livrer à des investissements impliquant la prévision des cours futurs, du fait qu'ils peuvent probablement compter sur la "loi des grands nombres" pour contrebalancer toute situation qui s'avérerait embarrassante par défaut de prévision.

DROIT DE RACHAT DE L'EMPRUNTEUR

Ce point semble être d'autant plus désagréable que l'engagement hypothécaire (en valeur à la fois relative et absolue) est plus grand. Cela semble normal, à partir du moment où cette caractéristique entraîne de l'incertitude à propos de mouvements d'argent liquide et, ce qui est peut-être plus important, de la réalisation effective de rendements à long terme. Plus grand est l'engagement hypothécaire, plus naturellement élevés sont les montants faisant l'objet de cette incertitude. Et l'incertitude globale est donc d'autant plus grande qu'est importante la somme investie.

MANQUE DE NÉGOCIABILITÉ

L'aspect dissuasif de cette caractéristique semble croître légèrement avec l'importance du régime et celle de ses engagements hypothécaires. Cette relation tend à montrer que les régimes les plus importants ne considèrent pas les créances hypothécaires comme remplaçant les investissements à revenu fixe, mais bien comme se substituant à l'investissement en actions ou lui faisant concurrence. Elle indiquerait également — sous toute réserve — que le genre de créances hypothécaires intéressant un régime change probablement avec l'importance de ce régime et celle de son engagement hypothécaire.

AMORTISSEMENT DU PRINCIPAL

Fait qui peut sembler assez surprenant, les régimes — à quelque catégorie qu'ils appartiennent — n'ont pas considéré ce point comme étant une caractéristique par trop désagréable. Selon toute apparence, les rentrées d'argent connexes n'entraînent pas de gros problèmes — peut-être parce que ces sommes sont hautement prévisibles.

(iii) OPINIONS SUR LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE RÉSIDENTIEL

Ce sujet a été traité de la même façon que pour le titre hypothécaire, six caractéristiques principales ayant été soumises aux personnes interrogées (No 10).

Les réponses ont été résumées au *tableau 5-13* de la même manière

Tableau 5-12

NOMBRE DE RÉGIMES AYANT ATTRIBUÉ À CERTAINES CARACTÉRISTIQUES SÉLECTIONNÉES
DU TITRE HYPOTHÉCAIRE LE PREMIER OU LE SECOND RANG, DANS L'ORDRE DES FACTEURS
LES PLUS DÉPOURVUS D'ATTRAIT

	<i>Délai entre l'engagement et l'investissement</i>		<i>Droit d'appel de l'emprunteur</i>		<i>Manque de négociabilité</i>		<i>Droit de saisie contre individu</i>		<i>Amortissement du principal</i>		<i>Rendements fixes</i>								
	<i>Rang du classement</i>		<i>Rang du classement</i>		<i>Rang du classement</i>		<i>Rang du classement</i>		<i>Rang du classement</i>		<i>Rang du classement</i>								
	<i>Nombre de régimes</i>	<i>Nombre de classements</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>Nombre de classements</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>Nombre de classements</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>Nombre de classements</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>Nombre de classements</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	
<i>En valeur de créances hypothécaires (\$ Millions, aux livres)</i>																			
Aucun	10	6	3	0	5	1	1	7	2	3	7	1	2	4	0	1	3	1	0
0.1 - 7.4	26	18	9	4	23	8	2	16	4	6	20	2	9	11	0	1	4	0	0
7.5 et plus	7	5	1	3	7	3	4	5	3	0	3	0	0	2	0	0	2	0	0
Non divulgué	6	5	3	1	6	1	3	5	1	0	6	0	1	4	0	0	6	0	1
<i>Par total des actifs (\$ Millions, sur marché)</i>																			
Moins de 25.0	20	14	6	1	15	5	1	13	3	5	15	3	6	11	0	2	6	1	0
25.0 - 99.9	16	11	6	4	14	5	2	11	3	4	13	0	5	5	0	0	2	0	0
100.0 et plus	7	4	1	2	6	2	4	4	3	0	2	0	0	1	0	0	1	0	0
Non divulgué	6	5	3	1	6	1	3	5	1	0	6	0	1	4	0	0	6	0	1
<i>Par pourcentage en investissement hypothécaire du portefeuille</i>																			
0.	10	6	3	0	5	1	1	7	2	3	7	1	2	4	0	1	3	1	0
0.1 - 8.9	18	12	8	2	16	5	3	11	2	6	13	2	5	5	0	0	2	0	0
9.0 et plus	15	11	2	5	14	6	3	10	5	0	10	0	4	8	0	1	4	0	0
Non-divulgué	6	5	3	1	6	1	3	5	1	0	6	0	1	4	0	0	6	0	1
Total réponses	49	34	16	8	41	13	10	33	10	9	36	3	12	21	0	2	15	1	1

Source: Enquête de l'équipe spéciale de la SCHL sur les régimes fiduciaires de pension, avril 1971.

Tableau 5-13

**NOMBRE DE RÉGIMES AYANT ATTRIBUÉ À CERTAINES CARACTÉRISTIQUES SÉLECTIONNÉES
DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE LE PREMIER OU LE SECOND RANG, DANS L'ORDRE DES FACTEURS
LES PLUS DISSUASIFS**

	<i>Absence de cotes lors des transactions importantes</i>		<i>Absence d'évaluations fréquentes en Bourse</i>		<i>Courtiers hypothécaires</i>				<i>Organismes de gestion hypothécaire</i>										
	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>	<i>Genre ou accessibilité</i>	<i>Honoraires exigés</i>							
<i>Nombre de régimes</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	<i>No. de classe-ments</i>	<i>1er rang</i>	<i>2e rang</i>	
<i>En valeur de créances hypothécaires (\$ Millions, aux livres)</i>																			
Aucun	10	7	2	4	7	4	2	5	0	0	5	0	0	4	0	0	5	0	0
0.1 - 7.4	26	16	11	3	13	1	7	8	0	3	10	4	0	6	1	0	8	1	2
7.5 et plus	7	6	5	1	5	0	4	3	0	0	2	0	0	2	0	0	4	1	1
Non divulgué	6	4	4	0	3	0	2	3	0	1	3	0	0	3	0	0	2	0	1
<i>Par total des actifs (\$ Millions, sur marché)</i>																			
Moins de 25.0	20	14	8	4	14	3	7	8	0	1	11	2	0	8	1	0	9	0	1
25.0 - 99.9	16	10	6	3	7	2	3	6	0	2	5	2	0	3	0	0	5	1	1
100.0 et plus	7	5	4	1	4	0	3	2	0	0	1	0	0	1	0	0	3	1	1
Non divulgué	6	4	4	0	3	0	2	3	0	1	3	0	0	3	0	0	2	0	1
<i>Par pourcentage en investissement hypothécaire du portefeuille</i>																			
0	10	7	2	4	7	4	2	5	0	0	5	0	0	4	0	0	5	0	0
0.1 - 8.9	18	13	10	2	11	1	7	6	0	3	7	2	0	4	0	0	6	1	0
9.0 et plus	15	9	6	2	7	0	4	5	0	0	5	2	0	4	1	0	6	1	3
Non-divulgué	6	4	4	0	3	0	2	3	0	1	3	0	0	3	0	0	2	0	1
Total réponses	49	33	22	8	28	5	15	19	0	4	20	4	0	15	1	0	19	2	4

Source: Enquête de l'équipe spéciale de la SCHL sur les régimes fiduciaires de pension, avril 1971.

qu'au *tableau 5-12*. Alors que toutes les caractéristiques sont classées, une seule fait l'objet d'un développement. Le classement des autres montre également que leur effet négatif n'est ni fort ni répandu.

Le trait caractéristique considéré comme étant le plus négatif par la majeure partie des correspondants fut celui de l'absence de cotations régulières auxquelles s'effectueraient des transactions en grosses quantités. Le *tableau 5-13* indique que la préoccupation à propos du manque de souplesse des transactions hypothécaires devient surtout *relative* à mesure que le régime s'accroît; ce qui n'implique pas nécessairement une augmentation de la préoccupation *absolue*. Il se pourrait fort bien, au demeurant, qu'aucune des caractéristiques énumérées n'ait été étudiée comme étant réellement dissuasive au sens absolu, par les fonds ou investisseurs importants dans la créance hypothécaire. Par ailleurs, les honoraires et les frais d'administration facturés par les courtiers et organismes de gestion devraient peu compter aux yeux des régimes importants, étant donné leur faculté de réaliser toutes les économies d'échelle possibles.

Il semble donc que les régimes importants n'aient pas à se soucier outre mesure du critère de souplesse des transactions hypothécaires. Leur besoin de convertibilité, ou plus généralement parlant, de liquidités, semble minime, et la plupart des administrateurs interrogés par l'équipe d'enquête se sont dits capables de prévoir leurs rentrées ou leurs sorties de capitaux avec une marge d'erreur de 10 pour cent.³⁷ En outre, leurs avoirs proportionnels en effets aisément négociables, comme les obligations du gouvernement du Canada, les actions ordinaires canadiennes et non canadiennes, sont considérables, tenant compte de la politique d'investissement des régimes des administrations municipales et provinciales.³⁸

Un argument en faveur de la souplesse de négociabilité peut être tiré des variations d'intérêt que présentent divers genres de créances hypothécaires pour un régime particulier avec le temps. C'est ainsi qu'un régime qui fait un changement important de politique concernant la proportion de capitaux à investir dans certaines catégories d'avoirs, peut être amené à augmenter ou diminuer plutôt brusquement certaines composantes de son portefeuille hypothécaire. Les régimes sont cependant réticents à l'idée d'enregistrer des pertes, et peu portés à poursuivre une politique de réduction de leurs investissements hypothécaires au moment où les valeurs comptables sont inférieures aux cours du marché. Étant donné ce qui précède, la vente active de créances hypothécaires ne surviendra qu'au moment où les rendements sont dans l'ensemble plus bas qu'à l'époque où elles furent achetées. Quoi qu'il en soit, il semble que des changements majeurs de politique, qui nécessiteraient des modifications plus importantes de la composition du portefeuille hypothécaire que lors du remboursement du capital ou d'achat par les canaux existants, n'arriveraient que rarement. En conséquence, il est peu probable que les possibilités offertes par un marché secondaire fassent l'objet d'un usage extensif. Ce qui est d'ailleurs tout à fait distinct de savoir si, oui ou non, l'instauration de telles facilités augmenterait l'in-

³⁷ Voir le classement des réponses à la question no 2 à l'appendice C.

³⁸ Tableau 5-9 et Statistique Canada, op. cit. tableau 14.

Tableau 5-14

RÉPONSES QUANT À LA SUFFISANCE DU RENDEMENT¹

	Nombre de régimes	Pas de caractéristiques mentionnées comme non intéressantes ou prohibitrices	Quelques caractéristiques mentionnées, et la réponse fut			
			Oui	Non	Sans opinion	Pas de rép.
<i>En valeur de créances hypothécaires (\$ Millions, aux livres)</i>						
Aucun	10	0	6	2	1	1
0.1 - 7.4	26	2	8	13	2	1
7.5 et plus	7	0	5	2	0	0
Non divulgué	6	0	3	2	1	0
<i>Par actif total (\$ millions, marché)</i>						
Moins de 25.00	20	1	8	10	0	1
25.00 - 99.9	16	1	7	5	2	1
100.0 et plus	7	0	4	2	1	0
Non divulgué	6	0	3	2	1	0
<i>Par pourcentage du portefeuille investi en créances hypothécaires</i>						
0	10	0	6	2	1	1
0.1 - 9.9	18	1	7	8	1	1
9.0 et plus	15	1	6	7	1	0
Non divulgué	6	0	3	2	1	0
Total réponses	49	2	22	19	4	2

¹ La question était: "Pensez-vous que le rendement soit assez élevé pour compenser les caractéristiques inintéressantes ou prohibitrices du titre et du marché hypothécaires?"

Source: Enquête de l'équipe spéciale de la SCHL sur les régimes fiduciaires de pension, avril 1971.

vestissement dans les créances hypothécaires. Dans la mesure où les régimes de pension s'inquiètent du manque de souplesse des transactions hypothécaires — qu'ils y aient ou non recours — un correctif à cet état de choses pourrait bien accroître le niveau de leurs investissements.

(iv) OPINIONS SUR L'ATTRAIT DES MARGES DE RENDEMENT

Nous avons jusqu'à présent examiné les opinions des administrateurs de régime sur la question de savoir si le taux de rendement des créances hypothécaires était présentement assez élevé pour compenser la présence de telles caractéristiques de ce titre et de ce marché qu'ils considèrent comme non souhaitables. A tout prendre, la réponse est (de justesse) "oui"; l'attitude variant selon les catégories de régime (tableau 5-14). Fait assez surprenant, la plupart des régimes qui n'ont pas d'avoirs hypothécaires ont répondu que le rendement de ceux-ci compense effectivement. Nous en inférons que l'absence de créances hypothécaires dans leurs portefeuilles est attribuable à l'idée que les rendements d'autres secteurs d'investissement sont plus intéressants, plutôt qu'à des facteurs non-monnaïres, ou encore à l'incapacité d'investir en quantités suffisantes pour surmonter les effets non-économiques des opérations de faible envergure. La majeure partie des

régimes ayant des investissements hypothécaires se situant entre \$0.1 et \$7.4 millions sentent en effet que le rendement est insuffisant. Alors qu'il peut sembler paradoxal de voir des régimes détenir des créances hypothécaires et croire en même temps que leur rendement est insuffisant, une telle situation peut être plausible dans les cas où les régimes en cause trouvaient ce même rendement satisfaisant au moment de l'achat des créances hypothécaires, ou qu'ils furent empêchés de s'en dessaisir du fait des coûts de transactions ou d'autres considérations. Finalement, la majorité ayant \$7.5 millions ou plus investis en créances hypothécaires ont estimé que leur rendement était assez élevé pour compenser les inconvénients précités.

Si nous classions les régimes en fonction du pourcentage du portefeuille investi en créances hypothécaires, les avis sont à nouveau mélangés. Les régimes non détenteurs de créances hypothécaires estiment, à tout prendre, que leur rendement est satisfaisant; d'un autre côté, les deux catégories de régimes à créances hypothécaires sont presque également divisées sur la question.

Lors du classement par actifs totaux, la proportion de ceux qui considèrent le rendement favorable, s'élève avec l'importance en question des régimes. Cette relation paraît normale si l'on considère la plus grande possibilité qu'ont ces régimes de réaliser des économies d'échelle et d'annuler les effets des facteurs indésirables par la diversification appropriée de leurs portefeuilles.

(v) CONCLUSIONS TIRÉES DES OPINIONS DES RÉGIMES

Les résultats de notre enquête ne manquent pas de paradoxes. Peut-être était-ce inévitable, compte tenu de facteurs tels que la complexité de la prise de décision dans l'investissement; la manière simpliste dont nous avons examiné certaines relations; le fait que les décisions d'investissement prises dans le passé (comme le montre la composition des portefeuilles en 1969) ne représentent pas nécessairement les opinions des responsables en avril 1971, et enfin le fait que les réponses données par la ou les personnes ayant rempli le questionnaire peuvent ne pas représenter l'unanimité du comité d'investissement du régime en cause.

Malgré ces paradoxes, il en ressort clairement qu'un nombre appréciable de régimes estiment que certaines des caractéristiques du marché hypothécaire sont prohibitrices et que les taux de rendement ne contrebalancent pas la présence de ces facteurs négatifs. Quant à la question de savoir s'ils s'intéresseraient davantage aux investissements hypothécaires advenant l'élimination de ces facteurs négatifs par une SCPHH, la réponse est presque certainement "oui". La grande inconnue reste alors "jusqu'à quel point"; et son complément est la question de savoir dans quelle mesure leur intérêt s'émousserait suite à un changement dans les écarts de rendement entre les créances hypothécaires et les autres effets financiers, changement attribuable à l'existence d'une SCPHH.

4. *Estimation de l'impact d'une Société de Commercialisation de Prêts hypothécaires à l'Habitation sur le niveau de l'investissement hypothécaire des régimes fiduciaires de pension*

Nous mettrons ensemble maintenant toutes les conjectures et tous les bouts de données concernant la proportion d'actif qui pourrait être investie en créances hypothécaires et le rythme auquel on pourrait procéder à des changements si une SCPHH était fondée. Ces facteurs ainsi que les quelques hypothèses supplémentaires détaillées ci-dessous, forment la base de notre évaluation de l'impact probable qu'aurait une SCPHH sur le volume d'investissement hypothécaire qui se ferait durant les cinq années suivant sa fondation.

a) Hypothèses

Notre première hypothèse porte sur les limites qu'apporterait la notion de profit aux activités d'une SCPHH.

L'établissement d'une SCPHH partirait évidemment du principe qu'un tel organisme réduirait l'incidence de certains facteurs négatifs — réels ou imaginaires — lesquels freinent les investissements hypothécaires de certains établissements financiers. Une fois ce principe admis, une question se pose: pourquoi les établissements en cause, et spécialement ceux du secteur privé, n'ont-ils rien entrepris pour atténuer l'influence négative de ces facteurs? La raison doit en être que personne n'a jamais vu d'avantage économique (dans le sens d'un gain prévisible) à agir de la sorte.

On ne peut prétendre qu'il n'existe pas de demande pour des articles ou des services non disponibles actuellement; par contre, les revenus attendus, associés à cette demande insatisfaite, ne compenseraient pas les coûts prévisibles (ces derniers comprenant une marge de bénéfice "normal").

Bien entendu, ce qui n'est pas considéré aujourd'hui comme étant profitable par le secteur privé peut le devenir demain et l'on a vu, durant ces quelques dernières années, se développer considérablement les activités d'ouverture et de gestion de comptes hypothécaires dans le secteur privé.³⁹ Et, lorsqu'une SCPHH pourrait finalement voir le jour, il est hors de doute que de nouveaux développements seront survenus.⁴⁰

A partir du moment où l'on admet notre évocation de certaines entraves dans le domaine de l'investissement hypothécaire, le débat est alors soulevé quant à la justification d'une SCPHH dont l'activité viserait à éliminer ces inconvénients. L'examen de cette question dépasse le cadre de la présente étude; il est néanmoins facile d'envisager une justification de cet organisme basée sur le fait que les avantages sociaux dérivant d'un afflux de fonds vers le marché hypothécaire l'emporteraient de loin sur les pertes de possibilités inhérentes à son fonctionnement. On pourrait de plus invoquer le fait qu'une telle SCPHH pourrait accomplir cette fonction plus efficacement que toute autre organisation connue ou envisagée.

Nous n'avons pas soulevé ce point pour discuter les mérites de telle forme

³⁹ Ruby, *op. cit.*, pp. 15-16.

⁴⁰ On pourrait logiquement présumer que le fait de prôner sérieusement l'établissement d'une SCPHH pourrait avoir dissuadé le secteur privé de pousser de l'avant certaines réalisations.

particulière de système de redistribution du revenu, ou l'efficacité gouvernementale par rapport à celle des organismes privés. Notre but est plutôt de souligner que, en l'absence d'informations détaillées sur une SCPHH et de l'attitude de ses créateurs vis-à-vis de son degré de rentabilité, nous ne sommes réellement pas en mesure de juger dans quelle mesure elle pourrait accroître les investissements hypothécaires des régimes fiduciaires de pension.

Nous avons dû traiter cette question de la même manière que sont traités maints problèmes en l'absence d'informations pertinentes. Nous avons donc formulé une hypothèse que nous pensons raisonnable. Nous avons postulé que le montant des "subsides" engagé par toute intervention de la SCPHH sur le marché serait juste suffisant pour rendre les revenus prévus (nets de tous frais) à ceux des régimes qui détiennent moins que la proportion hypothécaire type, juste égaux aux revenus nets attendus par les régimes détenant l'équivalent ou plus de la proportion-type.

Les autres hypothèses sont énumérées ci-dessous, le raisonnement correspondant ayant été précédemment fourni.

1. Advenant la création d'une SCPHH, seuls certains types de régimes modifieraient leur proportion-type, lesquels appartiennent tous à la catégorie relevant de l'"Industrie". Règle générale, les régimes fédéraux sont déjà au-dessus de l'objectif (*tableau 5-10*). Les régimes provinciaux, municipaux et de l'Education semblent contraints — au moins implicitement — à investir le gros de leurs actifs en obligations provinciales ou municipales.⁴¹ Toutes les autres catégories sont trop petites pour qu'on en tienne compte. Nous postulons de plus que les "petits" régimes industriels (dont les avoirs sont inférieurs à \$5 millions) ne changeront guère leurs objectifs du fait que la répartition de leurs avoirs hypothécaires a de fortes chances d'être sous la responsabilité de régimes en commun. Enfin, nous admettons que les régimes industriels ayant déjà atteint ou dépassé l'objectif mentionné dans l'article 10 ne changeront pas la répartition de leurs avoirs.
2. La SCPHH serait fondée au début de 1972.⁴²
3. A la fin de l'année 1969, les avoirs globaux des régimes "industriels" dépassant \$5 millions étaient de \$4.8 milliards, dont 9.0 pour cent en créances hypothécaires.
4. A la fin de 1971, les avoirs globaux des régimes "industriels" dépassant \$5 millions seront de \$6.0 milliards, et la proportion de créances hypothécaires de 9.0 pour cent.
5. Les rentrées nettes de ces régimes en 1972 seront de \$540 millions.
6. Le taux de croissance annuel des rentrées nettes sera de 12.0 pour cent.
7. La prévision la plus pessimiste en ce qui a trait à la part des rentrées nettes devant être affectée aux créances hypothécaires est de 20 pour cent.

⁴¹ Nous supposons qu'il faudrait plus que l'instauration d'une SCPHH pour amener les régimes provinciaux, municipaux et éducatifs à un niveau de créances hypothécaires significatif.

⁴² Les estimations obtenues ne sont pas spécialement sensibles à la date d'inauguration retenue. Etant donné nos autres hypothèses, plus la date est tardive, plus l'accroissement du niveau des investissements hypothécaires est important.

8. L'estimation la plus optimiste est que les rentrées nettes devant être affectées aux créances hypothécaires sera de 60 pour cent.
9. La courbe de répartition des avoirs totaux investis en créances hypothécaires en 1971 par les régimes "industriels" dépassant \$5 millions est normale, avec une moyenne de 9.05 pour cent et une déviation standard de 8.61. Ces valeurs ont été extrapolées à partir de la fréquence de distribution des pourcentages observés en 1969 pour les 26 régimes de cette catégorie pour lesquels l'organisme responsable autorisa Statistiques Canada à fournir les données nécessaires à l'équipe spéciale.⁴³
10. L'objectif d'investissement hypothécaire est de 20 pour cent du total des avoirs.
11. Le changement du niveau actuel à 20 pour cent, à l'article 10, est uniquement attribuable à l'existence d'une SCPHH.

b) Estimations

(i) ÉCHELLE POSSIBLE

Le *tableau 5-15* montre les estimations quant à l'accroissement des investissements hypothécaires attribuable à la SCPHH et en fonction des hypothèses ci-dessus. Avec seulement 20 pour cent des rentrées liquides nettes affectées aux créances hypothécaires, l'augmentation annuelle attribuable à l'existence de la SCPHH est estimée à \$69 millions pour la première année, atteignant \$133 millions la cinquième. A l'autre extrême, en admettant que 60 pour cent des rentrées liquides nettes seraient affectées aux créances hypothécaires, l'augmentation annuelle se monterait à \$237 millions la première année, plafonnant à \$332 millions la troisième année, pour redescendre ensuite à \$215 millions et \$245 millions respectivement la quatrième et la cinquième année. Ce fléchissement provient du fait que, plus les régimes sont initialement en-dessous de la proportion-type d'investissement, plus vite ils rejoignent cet objectif et plus grande est la part de liquidités allouée aux créances hypothécaires.

(ii) MARGE D'INFLUENCE

Afin d'évaluer plus avant la marge d'influence de nos estimations à tous changements dans les paramètres critiques exposés (objectif-type pour les investissements hypothécaires; taux de croissance des rentrées liquides nettes; pourcentage des rentrées liquides nets affectées à l'achat de créances hypothécaires), nous avons calculé l'accroissement potentiel de l'investissement hypothécaire en donnant successivement diverses valeurs aux paramètres critiques (*tableaux 5-16* et *5-17*). Les résultats sont donnés pour les plus hautes et plus basses valeurs admissibles du pourcentage du portefeuille à investir en créances hypothécaires (17 et 30 pour cent) et du taux annuel de croissance des rentrées liquides nettes (huit et 14 pour cent).

Les résultats montrent que les estimations ne sont pas trop sensibles au taux de croissance mis de l'avant pour les rentrées liquides nettes. Ils réagissent, par contre, aux valeurs adoptées pour la proportion-type d'in-

⁴³ Dans le cas où les organismes en question patronnaient deux régimes, seuls les éléments concernant le plus important ont été utilisés.

Tableau 5-15

ESTIMATION DES ACCROISSEMENTS ANNUELS NETS DE VALEUR
HYPOTHÉCAIRE DES RÉGIMES DE LA CLASSE "INDUSTRIELLE" AVEC UN
ACTIF DE \$5 MILLIONS ET PLUS, SELON LA PREMIÈRE PARTIE
DE NOTRE THÈSE

<i>Pourcentage des rentées nettes liquides affecté aux créances hypothécaires</i>	<i>Année</i>	<i>Accroissements annuels en créances hypothécaires</i>		<i>Accroissement attribuable au changement du pourcentage-type</i>
		<i>En admettant que le pourcentage-type passe à 20 p.c.</i>	<i>En admettant qu'il n'y ait pas de changt. du pourcentage-type</i>	
		(\$ Millions)		
20 pour cent (estimation la plus pessimiste)	1	123	54	69
	2	140	60	80
	3	154	66	88
	4	173	78	95
	5	197	84	113
60 pour cent (estimation la plus optimiste)	1	327	54	273
	2	371	60	311
	3	398	66	332
	4	293	78	215
	5	329	84	245

Remarque: les calculs sont basés sur l'hypothèse d'une augmentation annuelle nette de 12 pour cent des rentrées liquides nettes.

Source: projections ordinateur.

vestissement et à celle du pourcentage des rentrées nettes liquides affectées aux créances hypothécaires. De façon générale, un objectif plus élevé d'investissement hypothécaire entraîne l'augmentation des niveaux d'investissement dans les créances hypothécaires qui sont systématiquement plus élevés selon que l'année en cause est plus éloignée. Au contraire, l'augmentation du pourcentage des liquidités nettes affectées aux créances hypothécaires a un effet d'autant plus grand que l'année en cause est plus récente.

(iii) ESTIMATION FINALE LA PLUS PLAUSIBLE

Pour arriver à une seule estimation de l'impact potentiel d'une SCPHH, il nous a fallu assigner des valeurs uniques à celles des variables mentionnées dans la sous-section 4(a). L'estimation d'ensemble la plus plausible est donc basée sur les valeurs suivantes attribuées aux variables:

1. les estimations telles que spécifiées dans les hypothèses (1) à (6) inclusivement et (9) à (11) inclusivement dans la sous-section 4(a);
2. une part de 30 pour cent des rentrées liquides est affectée aux créances hypothécaires.

A partir de ces valeurs, l'estimation de l'accroissement annuel des avoirs hypothécaires des régimes fiduciaires de pension attribuable à l'existence d'une SCPHH se décompose comme suit:

<i>Année</i>	<i>\$ Millions</i>
1	120
2	137
3	154
4	166
5	194

IV. LA SOCIÉTÉ DE COMMERCIALISATION DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION EN TANT QU'ACHETEUR DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES AUPRÈS DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION

Nous nous occuperons dans la présente section de la façon dont les régimes fiduciaires de pension pourraient se servir d'une SCPHH afin de vendre des créances hypothécaires de leur portefeuille.

Il existe trois raisons pour lesquelles un régime fiduciaire de pension pourrait vouloir se défaire en tout ou en partie de ses avoirs hypothécaires: 1) pour changer les caractéristiques de certitude du capital et de rendements attendus du portefeuille; 2) pour "faire mieux que le marché" au moyen d'habiles transactions/d'achats et de ventes; 3) pour augmenter son encaisse liquide dans d'autres buts que celui d'acquérir d'autres valeurs. Nous discuterons ci-après ces trois motifs.

Normalement, un changement apporté aux caractéristiques de certitude du capital et de rendements attendus du portefeuille implique une modification dans le rapport des titres à revenu fixe et variable, ou encore dans la certitude globale du capital attaché au portefeuille d'actions ordinaires. Une réduction dans la proportion des effets à revenu fixe est une condition nécessaire mais non suffisante pour une réduction des avoirs hypothécaires. Tant que le régime concerné dispose en quantité suffisante d'obligations du gouvernement ou du secteur privé dont il peut se défaire — et auxquels les marchés seraient, semble-t-il, mieux adaptés qu'aux créances hypothécaires — il n'est pas forcé de vendre ses créances hypothécaires pour instaurer sa nouvelle politique. De plus, pour autant que le régime désire mettre en oeuvre sa nouvelle politique sur une période de temps donnée, au lieu de procéder d'un seul coup, il doit pouvoir se passer de vendre quelque avoir que ce soit. En effet, le réinvestissement des remboursements du principal rattachés aux créances hypothécaires, conjointement à l'investissement du gros des cotisations liquides et des revenus dans les valeurs de son choix devraient normalement permettre à ce régime d'atteindre ses nouveaux objectifs. Semblable démarche présente en outre l'avantage de réduire au minimum les frais de transactions reliés aux changements d'orientation financière. Nous en avons donc conclu que les créances hypothécaires ne devraient être vendues — advenant un changement d'orientation majeure dans l'orientation du régime — que dans le cas où ce dernier possède une part très importante de ses avoirs sous forme de créances hypothécaires, ou qu'il désire effectuer ce changement en une très courte période de temps.

En ce qui concerne l'habileté à "faire mieux que", c'est là quelque chose que tous les responsables de régimes souhaitent que leurs administrateurs possèdent. A l'occasion, certains l'ont d'ailleurs prouvé. Il reste que, à la suite de tests empiriques récemment effectués sur les réalisations d'administrateurs de portefeuille ainsi que sur les possibilités d'amélioration de nombreuses règles boursières,⁴⁴ il ressort que le nombre d'administrateurs susceptibles de faire mieux que le marché d'une manière constante est des plus réduit.

La difficulté pour les administrateurs de régime à prévoir les cours est

Tableau 5-16

ESTIMATION ANNUELLE NETTE DES ACCROISSEMENTS DE VALEUR
HYPOTHÉCAIRE DES RÉGIMES DE LA CLASSE "INDUSTRIELLE" AVEC
UN ACTIF DE \$5 MILLIONS ET PLUS D'APRÈS NOTRE SECONDE
SÉRIE D'HYPOTHÈSES

Taux de croissance annuelle des rentrées liquides nettes	Année	Accroissements annuels en créances hypothécaires		Accroissement attribuable au changement du pourcentage-type
		Si le pourcentage-type passe à 17%	Si le pourcentage-type ne change pas	
(\$ Millions)				
8 pour cent	1	118	52	66
	2	130	56	74
	3	142	60	82
	4	148	65	83
	5	160	70	90
14 pour cent	1	130	55	75
	2	142	62	80
	3	166	71	95
	4	185	81	104
	5	215	92	123

Remarque: les calculs sont basés sur un chiffre de 20 pour cent des rentrées liquides nettes étant affectées aux créances hypothécaires.

Source: projections ordinateur.

Tableau 5-17

ESTIMATION ANNUELLE DES ACCROISSEMENTS NETS DE VALEUR
HYPOTHÉCAIRE DES RÉGIMES DE LA CLASSE "INDUSTRIELLE" AVEC
UN ACTIF DE \$5 MILLIONS ET PLUS D'APRÈS NOTRE TROISIÈME SÉRIE
D'HYPOTHÈSES

Taux de croissance annuelle des rentrées liquides nettes	Année	Accroissements annuels en créances hypothécaires		Accroissement attribuable au changement du pourcentage-type
		En admettant que le pourcentage-type passe à 30%	En admettant que le pourcentage-type ne change pas	
(\$ Millions)				
8 pour cent	1	340	52	288
	2	368	56	312
	3	398	60	338
	4	428	65	363
	5	439	70	369
14 pour cent	1	362	55	307
	2	410	62	348
	3	468	71	397
	4	506	81	425
	5	577	92	485

Remarque: les calculs sont basés sur un chiffre de 60 pour cent des rentrées liquides nettes étant affectées aux créances hypothécaires.

Source: projections ordinateur.

de plus mise en évidence par la comparaison des valeurs aux livres des régimes fiduciaires de pension avec les cours du marché. A la fin de 1970, la valeur aux livres (qui équivaut, en gros, au coût) de tous les régimes de pension était de \$11.1 milliards.⁴⁵ Or, leur valeur sur le marché n'était que de \$10.6 milliards. Enfin, c'est encore l'évidence empirique qui montre que "l'information interne" joue vraisemblablement un grand rôle, si l'administrateur moyen devait fournir des résultats uniformément bons.⁴⁶ Ce n'est peut-être pas là un commentaire fracassant, mais il sert à bien faire voir que les créances hypothécaires sont plutôt loin sur la liste des investissements intéressants à cet égard.

La plupart des régimes fiduciaires de pension n'éprouvent que peu fréquemment le besoin de convertir leurs titres en argent liquide pour d'autres motifs que l'acquisition d'autres avoirs. Ainsi que nous l'avions mentionné dans notre introduction, la croissance de ces organismes en tant que groupe sera considérable et de longue durée, à moins de bouleversements économiques d'importance.

Ces régimes par ailleurs — qui sont de taille à acquérir d'importants portefeuilles hypothécaires risquent moins que les petits régimes de trouver nécessaire de réaliser rapidement leurs avoirs. Il ne nous appartient pas, bien entendu, d'écarter cette possibilité; il y a eu d'ailleurs récemment, aux Etats-Unis et au Canada, plusieurs cas de fermetures de compagnies qui ont provoqué la mise à pied d'un grand nombre d'employés ayant accumulés des crédits considérables de pension. Dans l'ensemble, cependant, il ne semble pas que des situations de ce genre puissent constituer une source majeure d'activité continue pour une SCPHH.

De ce qui a été dit plus haut, on peut déduire sans peine que nous nous attendons que les régimes fiduciaires de pension fassent très peu appel à une SCPHH dans le but de se défaire de leurs créances hypothécaires en portefeuille. Cette conclusion semble correspondre aux vues publiquement exprimées sur le sujet par des spécialistes canadiens⁴⁷ et d'au moins un éminent boursier et observateur financier aux Etats-Unis. Dans son dernier rapport sur les aspects économiques des régimes de pension, le Dr Roger F. Murray déclarait:

"Les efforts tentés en vue de développer un marché secondaire de créances hypothécaires ne semblent pas devoir retenir l'intérêt des administrateurs de portefeuilles de régimes de pension, car la possibilité de revente se situe tout au bas de la liste des objectifs poursuivis."⁴⁸

⁴⁴ Voir, par exemple, "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios", de Michael C. Jensen "The Journal of Business", Vol. 42, no 2 (Avril 1969), pp. 167-247, et "Filter Rules and Stock Market Trading", d'Eugène Fama et Marshall Blume, *Ibid.*, Vol. 39 (Janvier 1966), pp. 226-241.

⁴⁵ Statistiques Canada, *op. cit.*, tableau 3.

⁴⁶ Voir à ce sujet "Predictive and Statistical Properties of Insider Trading", de James H. Lorie et Victor Niederhoffer, *The Journal of Law and Economics*, Vol. XI (Avril 1968), pp. 35-54, spéc. 46-47. Egalement, de Myron Scholes, "The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices", *The Journal of Business*, Vol. 45, No 2 (Avril 1972), pp. 179-211, spéc. 200-204.

⁴⁷ Ruby, *op. cit.*, pp. 7-8.

⁴⁸ Roger F. Murray, *Economic Aspects of Pensions: A Summary Report* (New York: National Bureau of Economic Research, 1968), p. 126.

Chapitre 6

Une analyse économique d'une société de commercialisation de prêts hypothécaires à l'habitation

de Paul Halpern

I. INTRODUCTION ET GÉNÉRALITÉS

Dans le domaine des créances hypothécaires, l'un des concepts, suffisamment avantageux pour être accepté par l'ensemble des gens, est celui d'une "banque centrale" de créances hypothécaires, ou d'une Société de Commercialisation de prêts hypothécaires à l'Habitation (SCPHH). Une SCPHH pourrait avoir deux buts. D'une part, elle servirait de marché secondaire, prête à acheter et/ou à vendre des créances hypothécaires en instance. Ainsi, elle ne prendrait pas d'engagements vis-à-vis des prêteurs du secteur primaire mais achèterait des créances hypothécaires en instance au prix du marché. Dans ce prix, on prévoirait un taux normal de rendement pour la SCPHH. On s'attend que ce rôle de marché secondaire contribue à rendre les titres hypothécaires plus liquides, à les regrouper dans des portefeuilles qu'on pourrait négocier avec d'autres institutions et, comme suite logique, à les vendre à des institutions qui ne sont pas directement ou indirectement sur le marché hypothécaire. La création d'une SCPHH aurait comme résultat d'augmenter l'afflux des fonds sur le marché hypothécaire.¹

D'autre part, la SCPHH a également été considérée comme instrument de la politique gouvernementale destiné à modérer les variations cycliques de l'afflux des fonds sur le marché hypothécaire. Afin de remplir cette tâche, il n'est pas nécessaire d'avoir un marché secondaire. En fait, nous démontrerons que, afin de modérer les fluctuations cycliques, la SCPHH ne peut fonctionner comme créateur de marché secondaire. Cette étude nous apprendra théoriquement ce que la création d'une SCPHH, ayant les deux rôles mentionnés ci-dessus, aura comme impact économique. Les variables en cause seront les taux (ou rendements) hypothécaires et l'afflux de fonds.

Toutefois, le marché hypothécaire ne fonctionne pas indépendamment

¹ De fait, nous allons démontrer que la SCPHH rendraient les créances hypothécaires préférables aux obligations.

des autres marchés de valeurs. Les créances hypothécaires peuvent être considérées comme un substitut, bien qu'imparfait, des obligations, et si la SCPHH exerce une influence sur le rendement des créances hypothécaires, il en sera de même pour le rendement des obligations et vice-versa. De plus, il ne faut pas oublier qu'il existe un certain rapport entre le rendement des obligations à différentes échéances. Ainsi, une modification du rendement des créances hypothécaires due à la création d'une SCPHH influencera toute la structure du rendement des obligations, c'est-à-dire que toute la courbe représentant le rendement sera déplacée.²

Voici les grandes lignes de cet exposé:

Dans la Section II, nous étudions les raisons d'être d'un marché secondaire, pourquoi il n'a pas évolué de lui-même, et nous précisons si la création d'une SCPHH pourrait faire réaliser des économies.

La Section III analyse la façon de déterminer le rendement des créances hypothécaires et l'afflux en équilibre de fonds sur le marché hypothécaire qui en résulte. L'analyse est rendue difficile par le fait que le rendement des créances hypothécaires dépend de l'offre et de la demande de l'inventaire de créances hypothécaires en instance, alors que l'afflux des fonds hypothécaires dépend du marché de l'afflux.

Dans la Section IV, nous analysons l'impact de la création d'une SCPHH sur le rendement des créances hypothécaires et sur l'afflux des fonds, et l'écart de rendement entre les obligations et les créances hypothécaires. Nous nous rendons compte que l'écart de rendement diminuera, mais que la baisse du rendement des créances hypothécaires ou la hausse du rendement des obligations dépend de la souplesse de la demande de fonds hypothécaires sur le marché de l'afflux.

Dans la Section V, nous étudions et confirmons l'idée qu'un marché secondaire favorisera un ajustement plus rapide des déplacements structurels qui ont cours sur les marchés hypothécaires et les marchés d'obligations. Nous démontrons également que la SCPHH n'a pas besoin de tenir un rôle passif sur le marché secondaire, mais peut spéculer sur la tendance des taux futurs.

Dans la Section VI, il est question de la capacité de la SCPHH de modérer les changements des taux d'intérêt, et des avantages de ce geste.

Enfin, dans la Section VII, nous cherchons à démontrer que la SCPHH ne peut être à la fois un organisme de négoce et un instrument de politique gouvernementale. Nous concluons également que la SCPHH faussera les rendements et subira des pertes si elle tente d'empêcher les accroissements du taux d'intérêt dus aux modifications structurelles qui se produisent sur les marchés hypothécaires ou sur les marchés d'obligations.

Au cours de la discussion, nous tenons pour acquis qu'il n'y a pas de période de "démarrage" et que le marché secondaire fonctionnera sur une base de pleine activité.

² Ceci est vrai aussi longtemps que le marché des obligations n'est pas divisé en fonction de l'échéance de l'obligation.

II. LA SCPHH EN TANT QUE MARCHÉ SECONDAIRE

Le marché secondaire constitue “cette partie du marché hypothécaire où les créances hypothécaires qui existent sont achetées et vendues”, au contraire du marché primaire où les créances hypothécaires sont créées. Il est important d'exclure du marché secondaire les transactions au cours desquelles l'acheteur promet d'acquiescer la créance hypothécaire avant que le vendeur l'ait achetée. A ce moment-là, nous avons affaire à des transactions du marché primaire par engagement.

A l'heure actuelle, au Canada, il y a quatre grandes institutions financières qui consentent des prêts hypothécaires et partant, créent des créances hypothécaires: les banques, les compagnies de fiducie, les compagnies de placements hypothécaires et de prêts et les compagnies d'assurance-vie. Ces institutions achètent des créances hypothécaires soit comme commettants, c'est-à-dire qu'ils détiennent un portefeuille d'investissements composé de créances hypothécaires et autre actif, soit comme mandataires (en fait si ce n'est pas en droit) pour les régimes de pension, les compagnies d'assurance-vie et d'autres grandes mises en commun de fonds. De plus, les régimes de pension investissent indirectement dans les créances hypothécaires par l'achat de certificats de dépôt de compagnies qui détiennent un portefeuille de créances hypothécaires.

Si le taux hypothécaire est supérieur au taux payable sur les certificats de dépôt, les grandes mises en commun de fonds peuvent préférer investir directement dans les créances hypothécaires. Etant donné qu'elles ne sont pas structurées, du point de vue gestion, pour administrer des créances hypothécaires, les compagnies de placements hypothécaires ou de fiducie agiront comme mandataires et achèteront des créances hypothécaires pour les vendre aux compagnies.

Un marché secondaire efficace aurait comme point de contact une institution financière qui se tiendrait prête à “créer” un marché par l'achat ou la vente de créances hypothécaires pour son propre portefeuille. En même temps, cette institution pourrait négocier des créances hypothécaires en tranches et vendre ces tranches aux grandes mises en commun de fonds qui veulent détenir un portefeuille de créances hypothécaires, mais qui ne désirent ni le créer ni l'administrer.

Les créances hypothécaires seraient achetées et vendues aux prix courants du marché (moins un escompte pour la prime du créateur de marché) qui varieraient en fonction de l'offre et de la demande de créances hypothécaires sur le marché secondaire. Etant donné que le créateur de marché dresse un inventaire, le prix auquel il échangerait les créances hypothécaires dépendrait de l'importance de son inventaire présent par rapport à celui qu'il désire. Par exemple, s'il y a une offre excessive de créances hypothécaires en instance qui entre sur le marché secondaire, le créateur de marché les achèterait, mais son inventaire réel ne serait plus celui qu'il désirerait avoir. Afin de l'encourager à maintenir cet excédent, il doit augmenter son rendement. L'excédent de l'offre de créances hypothécaires serait acheté aux établissements à un prix réduit. Les activités du marché secondaire reflèteraient donc les rendements et les prix courants.

La principale raison d'être d'un marché secondaire, comme nous l'avons défini, est de rendre le titre hypothécaire liquide. Sans un marché secondaire, les institutions qui veulent modifier leur portefeuille de créances hypothécaires se verraient dans l'obligation de se trouver un autre établissement qui assumerait l'autre partie de la transaction, ce qui est très coûteux; en conséquence, les coûts de dépistage d'acheteurs ne permettent pas un haut volume d'échanges de créances hypothécaires en instance.

Toutefois, avec l'établissement d'un marché secondaire, les institutions financières qui veulent modifier leur portefeuille de créances hypothécaires, peuvent acheter ou vendre des créances hypothécaires au créateur de marché. Le coût de dépistage d'acheteurs est ainsi réduit et la liquidité, améliorée.³

Par ceci, nous ne voulons pas dire que, sans un marché secondaire, les portefeuilles de créances hypothécaires ne sont pas liquides, mais que les créances hypothécaires particulières le sont. Une façon de rendre le portefeuille de créances hypothécaires liquide est d'avoir un portefeuille mûri, c'est-à-dire un portefeuille composé de créances hypothécaires créées à diverses époques. Bien que ce type de liquidité soit suffisant pour les compagnies d'assurance-vie et les régimes de pension les plus importants, ce n'est pas le type de liquidité que les petits régimes de pension *déclarent* vouloir.⁴ Ce n'est définitivement pas le genre de liquidité que recherchent les institutions qui ont besoin de cette souplesse pour modifier rapidement le secteur hypothécaire de leur portefeuille (par exemple, les compagnies de fiducie).

Une question nous vient tout de suite à l'esprit: si la liquidité est si importante et le coût de dépistage très élevé, pourquoi ne s'est-il pas développé un marché secondaire? Une des réponses possibles est qu'un marché secondaire, prévoit-on, n'aurait pas un volume suffisamment important pour pouvoir survivre du point de vue économique. Une seconde réponse est que, pour avoir un marché secondaire viable destiné à l'échange de toute valeur, il faut que les valeurs échangées soit homogènes.

Il va sans dire qu'il n'y a pas de valeurs qui soient parfaitement homogènes (par exemple, les obligations), mais nous y voyons quand même un marché secondaire. En ce qui concerne les obligations des compagnies, il y a une méthode d'évaluation indépendante destinée à déceler le risque que représentent les différentes obligations, et le rendement des obligations reflète ces risques. En ce qui concerne les obligations des gouvernements, le risque est stable et ces obligations sont homogènes.

Toutefois, les créances hypothécaires non LNH ne sont pas homogènes. La qualité de la créance hypothécaire dépend de plusieurs facteurs, y compris les différences qui existent entre les régions, entre les emprunteurs et entre les immeubles. Par surcroît de malheur, ces facteurs peuvent varier dans le temps, de telle sorte que chaque fois qu'une créance hypothécaire

³ Toutefois, ce ne sont pas les frais de toutes les transactions qui sont éliminés. Comme nous l'indiquerons dans une section ultérieure, déterminer les éléments de risque des créances hypothécaires coûte cher et constitue un obstacle à la création d'un marché secondaire.

⁴ Nous ne pouvons pas comprendre pourquoi les régimes de pension, de quelque importance qu'ils soient, considèrent la liquidité comme un facteur important, étant donné que leur passif est à très long terme.

passer d'une main à une autre, il faut vérifier ces facteurs. Le coût à défrayer pour déterminer la qualité de la créance hypothécaire est probablement la principale raison pour laquelle on n'a pas créé de marché secondaire dans le domaine des créances hypothécaires non LNH.

Même s'il y avait un marché secondaire bien établi, la question de la qualité de la créance hypothécaire serait tout de même importante. Si le créateur de marché achetait des créances hypothécaires à un seul prix (c'est-à-dire qu'il ne serait pas question de la qualité des créances hypothécaires), les institutions financières vendraient leurs créances hypothécaires qui représentent le plus de risques au créateur de marché. Ainsi, celui-ci posséderait un portefeuille de grand risque qui ne serait pas compensé par un rendement supérieur. De plus, il serait difficile de revendre ces créances hypothécaires aux institutions financières qui voudraient augmenter leur avoir de titres hypothécaires.

En ce qui concerne les créances hypothécaires non LNH il y a plusieurs façons de surmonter ce problème. D'abord, l'institution financière qui vend des créances hypothécaires au créateur de marché, peut en garantir la qualité. Ainsi, si une créance hypothécaire devient en état de défaut, elle doit être remplacée par une autre de même échéance et du même rendement. L'institution qui a vendu la créance hypothécaire est encore responsable du risque de défaut. Même si une créance hypothécaire est revendue, la garantie du premier vendeur est valable. Il résulte donc qu'une créance hypothécaire peut passer plusieurs fois d'une main à une autre et encore porter la garantie originale.

Une meilleure technique serait que le créateur de marché effectue une vérification de la qualité et classe la créance hypothécaire lors de son achat. Le rendement de la créance hypothécaire reflète sa qualité. Le créateur de marché possède donc un portefeuille dont le rendement reflète son risque. Lors de la revente également, la qualité de la créance hypothécaire est déterminée. L'acheteur, toutefois, accepte le risque de défaut. Le créateur de marché, dans un certain sens, appose une marque de commerce sur la créance hypothécaire, qui sera reflétée par le rendement. Toutefois, cette technique présente des problèmes. Premièrement, seuls les créances hypothécaires qui ont été entre les mains du créateur de marché seront classées. Deuxièmement, étant donné que la qualité de la créance hypothécaire peut varier chaque fois qu'elle passe d'une main à une autre, celle-ci doit être reclassée; ce procédé est coûteux et retarderait l'afflux des créances hypothécaires sur le marché secondaire. Troisièmement, quelqu'un doit supporter les frais dus au classement des créances hypothécaires. Le partage final des frais dépendra de l'élasticité de l'offre et de la demande du marché secondaire.

Une autre solution est d'assurer toutes les créances hypothécaires non LNH contre la défaillance aux engagements.⁵ Cette situation ressemble à

⁵ Il est préférable d'assurer la continuité des paiements (le principal et l'intérêt à la fois). Ainsi, la compagnie détenant la créance hypothécaire ne sera pas pénalisée si une personne est en retard et manque à ses engagements ensuite. Si le risque de défaut seul était assuré, les compagnies de placements hypothécaires n'accepteraient pas que les gens retardent leurs paiements bien longtemps.

celle de la créance hypothécaire LNH. A ce moment-ci, le classement n'est pas nécessaire, comme les écarts de rendement ne le sont pas non plus. Les créances hypothécaires peuvent être échangées sans qu'il faille payer des frais de classement. Malheureusement, le problème est de savoir qui doit payer l'assurance. Si c'est un montant uniforme, exprimé en pourcentage comme c'est le cas pour les créances hypothécaires LNH, comment le fixe-t-on? La prime d'assurance peut ne prévoir aucune différence quant au risque inhérent de la créance hypothécaire.

Si une créance hypothécaire non LNH doit être assurée, l'émetteur de l'hypothèque (le propriétaire de la maison) paie une prime d'assurance et obtient un taux d'intérêt moins coûteux. La prime peut être considérée comme la valeur actuelle de la réduction en dollars dans les paiements d'intérêt.

A partir des arguments présentés ci-dessus, il est probable que, si un marché secondaire devait se développer, ce serait sur le marché des créances hypothécaires LNH où les créances hypothécaires sont homogènes. Malheureusement, les données ne nous fournissent pas de renseignements sur l'importance de ce marché secondaire. Il y a une grande quantité (en dollars) de créances hypothécaires achetées des compagnies de fiducie et d'assurance-vie.⁶ Toutefois, ces achats et ventes impliquent un grand nombre de transactions à engagements et ne sont pas de simples échanges du marché secondaire.

Un marché secondaire ne constitue pas la seule façon de régler le manque de liquidité des créances hypothécaires. Une autre possibilité serait de constituer un intermédiaire financier qui transformerait les créances hypothécaires en valeurs plus négociables qui seraient évaluées en fonction du portefeuille de créances hypothécaires constituantes. Par exemple, une institution peut décider d'établir un fonds de placement pour les créances hypothécaires et ces actions seraient négociées sur une bourse.⁷ Une grande institution qui désire des investissements liquides, à plus grand rendement, pourrait acheter ces actions pour son portefeuille et ainsi investir indirectement dans les créances hypothécaires. Si le régime de pension voulait modifier la proportion de créances hypothécaires dont se compose son portefeuille, il pourrait acheter ou vendre ces actions. Etant donné que ce procédé n'augmente pas la liquidité des créances hypothécaires pour les compagnies qui consentent et détiennent des portefeuilles de créances hypothécaires, il est préférable d'avoir un véritable marché secondaire.

III. ÉTABLISSEMENT DU RENDEMENT SUR LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Avant d'analyser l'impact d'une Société de commercialisation de prêts hypothécaires à l'habitation, nous devons étudier l'établissement du rendement sur le marché hypothécaire. Le procédé est rendu difficile par la présence

⁶ D. B. DasGupta, *Secondary Mortgage Market in Canada* (mémoire interne SCHL, août 1968), pp. 6-14.

⁷ Ou encore, l'institution qui émet les actions peut se tenir prête à les acheter.

d'un afflux d'équilibre de créances hypothécaires par unité de temps⁸ et d'un marché pour les inventaires de créances hypothécaires en instance.

La Figure 6-1a ci-dessous donne la courbe de demande d'afflux de fonds sur le marché hypothécaire au cours de la période t en fonction du rendement des créances hypothécaires (r_M). La courbe de demande, D_M , est une fonction décroissante du rendement et est due à la demande d'habitations.⁹

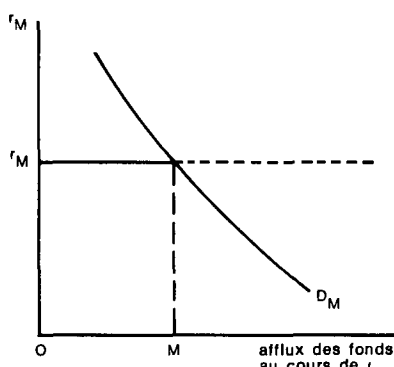


Figure 6-1a

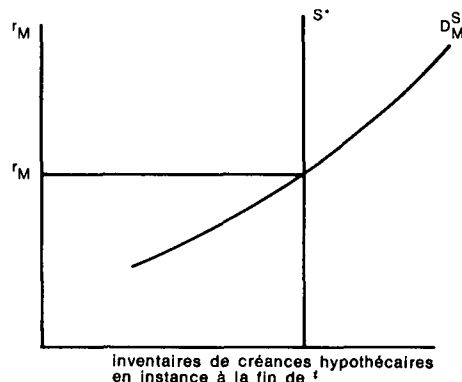


Figure 6-1b

La Figure 6-1b montre le marché des inventaires de créances hypothécaires en instance. La courbe d'offre est verticale à l'inventaire en instance, S^* . La courbe de demande D_M^S croît en fonction du rendement des créances hypothécaires et est une courbe de demande globale en ce qui concerne toutes les institutions qui détiennent des créances hypothécaires.

La demande globale de créances hypothécaires dépend de l'inventaire désiré de ces créances.

$$\text{c'est-à-dire, } M_t^{i*} = f(r_{Mt}, r_{bt}, A_t^i, Z_{Mt}),$$

où M_t^{i*} représente l'inventaire désiré de créances hypothécaires au cours de la période t en ce qui concerne l'institution de type i ; r_{Mt} , le rendement des créances hypothécaires; r_{bt} , le rendement des autres investissements compétitifs; A_t^i , l'actif total de l'institution de type i au cours de t et Z_{Mt} les attributs des créances hypothécaires qui n'ont pas rapport au rendement. M_t^{i*} est positivement relié à r_{Mt} et à A_t^i , mais est inversement relié à r_{bt} . Le rapport entre M_t^i et Z_{Mt} sera étudié dans la Section IV.

Voici la façon de déterminer le rendement; le rendement des créances hypothécaires est déterminé sur le marché des créances hypothécaires en instance. Au rendement mentionné à la Figure 6-1b (r_M), il y a un certain afflux de fonds au cours de t , qui équivaut à OM dans la Figure 6-1a, ce qui constitue un afflux d'équilibre, de fonds de créances hypothécaires et l'afflux est compris dans la courbe d'offre d'inventaire.

⁸ L'unité de temps dont nous avons tenu compte n'est pas un facteur essentiel dans l'analyse.

⁹ Il est possible d'introduire sur ce marché l'offre d'afflux des fonds hypothécaires qui constituerait une fonction croissante du rendement des créances hypothécaires. Toutefois, cette offre de fonds est établie par la différence entre l'inventaire réel et l'inventaire désiré de créances hypothécaires et variera en fonction des changements de la quantité d'inventaire désirée de créances hypothécaires et des modifications du rendement des créances hypothécaires. Il doit y avoir un équilibre dans le rendement des créances hypothécaires sur les marchés primaire et secondaire. Nous pouvons donc omettre la courbe d'offre dans notre analyse.

Afin de mieux comprendre le mécanisme concernant l'afflux d'inventaire, étudions l'impact d'un choc exogène sur le marché hypothécaire, soit une augmentation du montant d'argent accessible aux prêteurs du secteur primaire pour l'investissement. Au début de l'analyse, le marché hypothécaire

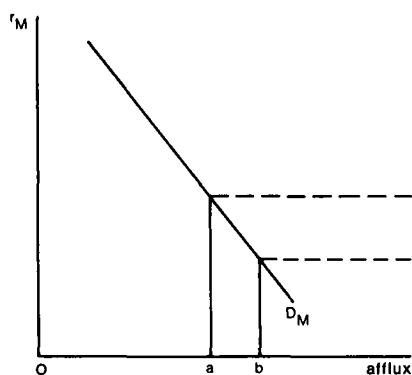


Figure 6-2a

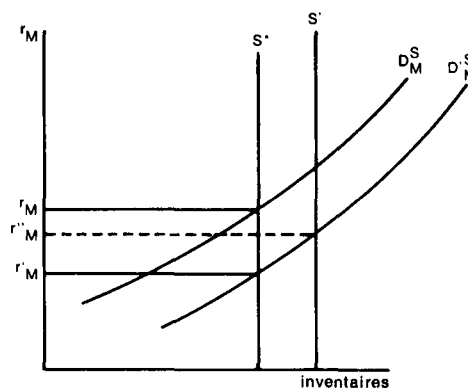


Figure 6-2b

est en équilibre au rendement r_M , ce qui implique un afflux de Oa par unité de temps. Le montant supérieur accessible aux prêteurs augmente l'actif des institutions financières, qui augmente la demande d'inventaire de créances hypothécaires à $D_M^{S'}$. Le premier impact est la baisse du taux des créances hypothécaires à r'_M et ce taux inférieur augmente l'afflux des fonds à Ob . Toutefois, cet accroissement d'afflux fera déplacer l'offre d'inventaire vers la droite à S' par un montant égal à ab . Il en résulte que le rendement est de r_M'' et l'afflux des fonds, inférieur à Ob . Ces modifications affectent le marché des inventaires en faisant baisser la courbe de demande d'inventaire et le rendement des créances hypothécaires change (ces déplacements n'apparaissent pas ici). Ces rétroactions se poursuivront jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli. L'augmentation du montant d'argent accessible aux prêteurs du secteur primaire aura comme résultat net l'accroissement de l'afflux des fonds et la diminution du rendement des créances hypothécaires (entre environ r_M et r_M').

Pour les besoins de l'analyse, nous avons simplifié le mécanisme à l'extrême. Dans la mesure où le rendement des créances hypothécaires diminue en rapport avec le rendement des obligations, il y aura une autre rétroaction qui réduira la demande de créances hypothécaires sur le marché de créances hypothécaires en instance, ce qui influencera l'afflux d'équilibre et l'inventaire de créances hypothécaires.

Nous possédons certaines estimations de l'élasticité des courbes. D'après des données économétriques, la demande de fonds hypothécaires D_M est passablement souple.¹⁰ On devrait s'attendre à ce que la demande de créances

¹⁰ L. B. Smith, "On the Economic Implications of the Yield Ceiling on Government Insured Mortgages", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, August 1967, pp. 420-31; L. B. Smith, "Financial Intermediary Lending Behavior in the Postwar Canadian Mortgage Market", *Quarterly Journal of Economics*, August 1967, p. 493-514; and L. B. Smith, "A Model of the Canadian Housing and Mortgage Markets", *Journal of Political Economy*, September-October 1969, pp. 795-816.

hypothécaires sur le marché des inventaires (D_M^S) soit très souple. La demande concernant ce marché dépendra du nombre de proches substitués. A moins de croire que le marché des créances hypothécaires est différent du marché des autres valeurs (c'est-à-dire aucune substitution possible), il existe un grand nombre de substitués aux créances hypothécaires et une certaine modification de l'inventaire de créances hypothécaires entraînera une petite variation de leur rendement.

IV. RÉPERCUSSIONS DE LA CRÉATION D'UN MARCHÉ SECONDAIRE

La somme globale d'argent destinée aux prêts hypothécaires dépend de la quantité de prêts hypothécaires consentis par toutes les institutions du marché primaire. Si nous utilisons un modèle d'ajustement d'afflux d'inventaire, nous obtenons le rapport suivant:

$$MA_t^i = \alpha [M_t^{i*} - M_{t-1}^i] + \beta R_t^i$$

où MA_t^i représente les prêts hypothécaires consentis au cours de la période t en ce qui concerne l'institution de type i ; M_{t-1}^i , l'inventaire actuel de créances hypothécaires à la fin de la période $t-1$ en ce qui concerne l'institution de type i , et R_t^i , les remboursements de créances hypothécaires au cours de la période t .

Comme nous l'avons déjà mentionné:

$$M_t^{i*} = f(r_{Mt}, r_{vt}, A_t^i, A_{Mt})$$

$$\text{où } i = \begin{cases} T = \text{compagnies de fiducie} \\ CB = \text{banques à charte} \\ L = \text{compagnies d'assurance-vie} \\ ML = \text{compagnies de placements hypothécaires} \end{cases}$$

Donc, la modification des éléments de l'équation 2 aura une influence sur l'inventaire désiré de créances hypothécaires (la courbe de demande d'inventaire) et sur l'offre de fonds hypothécaires.

La variable Z_M qui se trouve dans l'équation 2 est la variable la plus importante de notre analyse. Elle représente la liquidité de la créance hypothécaire.

Si un marché secondaire était créé, la liquidité d'une créance hypothécaire augmenterait. En ce qui concerne les banques à charte, les compagnies de fiducie et les compagnies de placements hypothécaires qui détiennent un portefeuille de créances hypothécaires, cette augmentation de la liquidité leur permettrait de substituer les créances hypothécaires à meilleur rendement aux investissements à plus faible rendement sans sacrifier la liquidité. L'inventaire désiré de créances hypothécaires augmenterait donc. Dans la mesure où ces institutions financières agissent comme mandataires de grandes mises en commun de fonds (par exemple, les régimes de pension), l'accroissement de la liquidité de la créance hypothécaire *peut* entraîner les régimes de pension à investir une plus grande proportion de leur portefeuille dans ces créances qui seront consenties par l'une des quatre institutions hypothécaires, augmentant ainsi l'afflux des fonds sur le marché primaire des créances hypothécaires.

Quant aux compagnies d'assurance-vie, étant donné qu'elles ont moins

besoin de liquidité, la valeur du coefficient Z^L_M sera moindre et le fait d'augmenter la liquidité d'une créance hypothécaire leur sera peu avantageux. Il n'y aura donc pas un plus grand afflux de fonds sur le marché hypothécaire en provenance de cette source. Dans la mesure où les acheteurs du secteur secondaire acquièrent des créances hypothécaires des compagnies d'assurance-vie suivant un engagement, parce qu'elles désirent de la liquidité, l'afflux des fonds provenant des compagnies d'assurance augmentera.

Voici l'impact que produira l'établissement d'un marché secondaire sur l'afflux des fonds et le rendement.¹¹

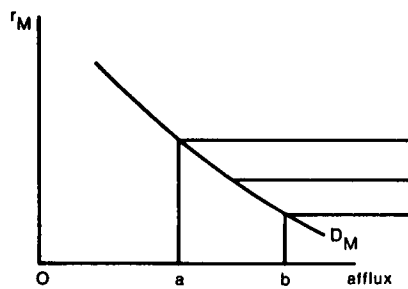


Figure 6-3a

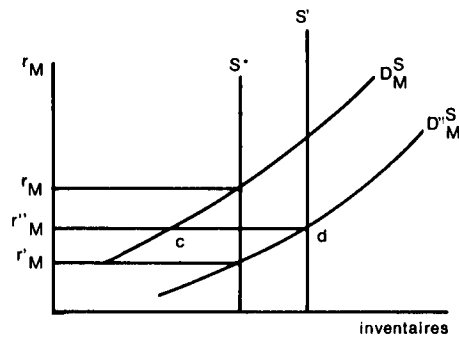


Figure 6-3b

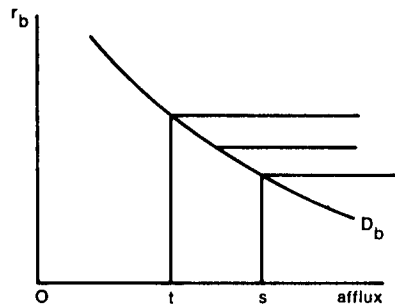


Figure 6-3c

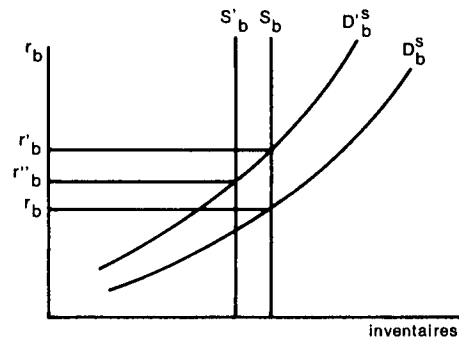
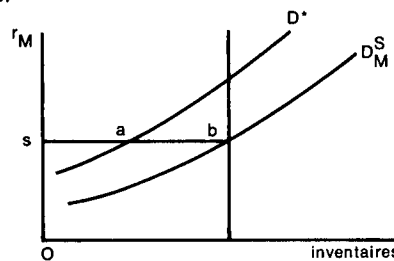


Figure 6-3d

¹¹ Si le créateur de marché du marché secondaire détient également un portefeuille, la demande de créances hypothécaires du marché des inventaires comportera celle du créateur de marché.



Donc, au rendement Os , la demande globale représente sb dont la partie sa est détenue par le créateur de marché et la partie ab par des institutions privées. La courbe de demande du créateur de marché D^* augmente en fonction du rendement étant donné qu'on doit le compenser pour la possession d'un portefeuille plus étendu. L'écart horizontal entre D^* et D_M^S doit augmenter à mesure que le rendement accroît étant donné que cet écart représente la demande privée de créances hypothécaires. Ceci représentera l'augmentation de la quantité demandée à mesure que le rendement croîtra.

Les *Figures 6-3a* et *6-3b* représentent les marchés de l'afflux et ceux des inventaires, respectivement; les *Figures 6-3c* et *6-3d*, les marchés d'obligations, où r_b représente le taux relatif aux obligations et r_M , le taux relatif aux créances hypothécaires.

Avec l'établissement d'un marché secondaire, les créances hypothécaires deviennent plus liquides. Donc, la courbe de demande globale relative aux créances hypothécaires sur le marché des inventaires s'élève à D_M^s , réduisant le rendement à r'_M et augmentant l'afflux des créances hypothécaires à Ob (*Figure 6-3a*). Cet accroissement d'afflux déplace l'inventaire des créances hypothécaires jusqu'à S' (d'un montant égal à ab), augmentant le taux relatif aux créances hypothécaires à r''_M . Supposons que ce soit la position finale; nous nous rendons compte qu'au taux r''_M , les prêteurs du secteur primaire ont entre les mains un portefeuille de créances hypothécaires dont la valeur a augmenté (*Figure 6-3b*) et que le taux relatif aux créances hypothécaires a diminué. Toutefois, il n'y a eu aucune modification de l'actif des prêteurs du secteur primaire — afin d'augmenter l'avoir de titres hypothécaires, ces derniers devaient réduire l'avoir de titres obligatoires. Dans la *Figure 6-3d*, ceci est représenté par un déplacement vers la gauche en ce qui concerne la demande globale d'obligations à D'_b . Ce mouvement entraîne une augmentation du taux relatif aux obligations à r'_b et une diminution de l'afflux des fonds sur le marché des obligations à Ot , ce qui réduira l'inventaire des obligations à S'_b diminuant ainsi sur le taux à r''_b . Il y a donc un rendement supérieur des obligations et un afflux d'équilibre inférieur d'obligations.

Il en résulte donc une diminution du rendement des créances hypothécaires, une augmentation du nombre de créances hypothécaires détenues, un accroissement du rendement des obligations, réduisant ainsi l'écart, et une baisse du nombre d'obligations détenues. L'importance du changement des taux dépendra de l'ampleur de la substitution des obligations aux créances hypothécaires dans les portefeuilles des institutions financières et de la souplesse des courbes de demande d'afflux sur les marchés des créances hypothécaires et des obligations. Toutefois, la réduction de l'écart reflète le fait d'avoir rendu les créances hypothécaires liquides et la diminution consécutive de la prime relative au risque.¹²

Afin de démontrer l'importance de l'élasticité de la demande d'afflux d'obligations, supposons qu'elle manque totalement d'élasticité (voir *Figure 6-4c*, ci-dessous).

Une plus grande liquidité fait déplacer D^s_M vers la droite à D_M^s étant donné que les institutions acceptent à ce moment-là de détenir plus de créances hypothécaires. Cette augmentation de la demande diminue le taux relatif aux créances hypothécaires à r'_M et accroît l'afflux. Afin de payer ces créances hypothécaires supplémentaires, les institutions tentent de vendre

¹² Dans la mesure où l'écart de rendement lors des premiers calculs de la *Figure 3*, ne reflète pas la valeur réelle, il surviendra des rétroactions qui déplaceront D^s_M et D^s_b jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli.

Ce phénomène est conforme à l'explication de la courbe de rendement basée sur la prime des attentes ou celle de la liquidité. De fait, l'établissement d'une SCPHH fera déplacer toute la courbe de la structure des termes dans la mesure où l'hypothèse concernant la segmentation du marché est non valable.

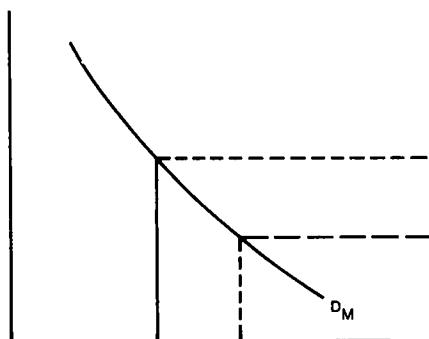


Figure 6-4a

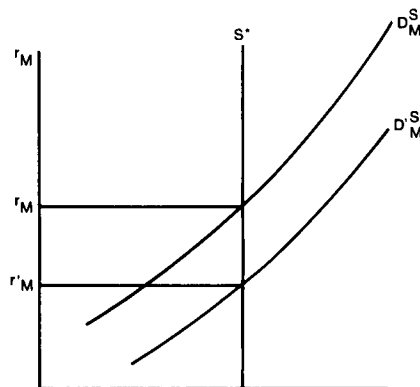
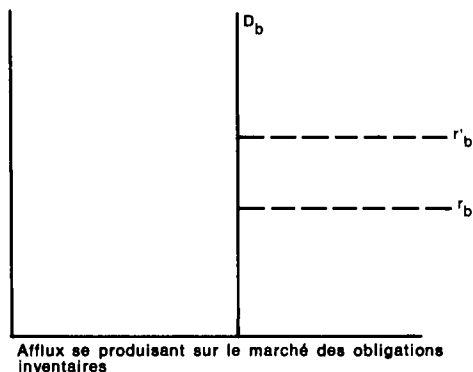
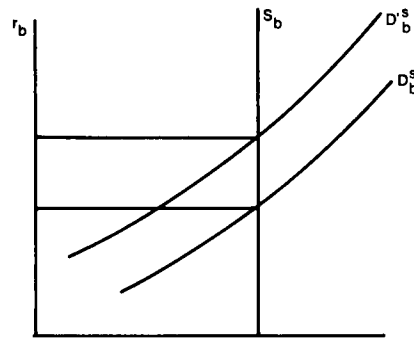


Figure 6-4b



Afflux se produisant sur le marché des obligations inventaires

Figure 6-4c



Inventaires sur le marché des obligations

Figure 6-4d

des obligations et de diminuer leur afflux, ce qui réduit la demande d'obligations à D_b^s et augmente leur rendement. Etant donné que la demande d'obligations sur le marché de l'afflux manque totalement d'élasticité, l'inventaire d'obligations n'est pas diminué et il n'y a donc pas d'argent pour payer la quantité accrue de créances hypothécaires sur le marché hypothécaire. Les institutions substitueront donc les obligations aux créances hypothécaires. L'influence réelle de la création d'un marché secondaire sur la quantité d'obligations et de créances hypothécaires en instance est nulle, c'est-à-dire que les quantités d'obligations et de créances hypothécaires en instance demeurent les mêmes.

La substitution des obligations aux créances hypothécaires se poursuivra jusqu'à ce que le rendement des créances hypothécaires revienne à r_M , c'est-à-dire que la demande de créances hypothécaires soit de nouveau D_M . A un rendement inférieur, il y aurait un accroissement d'afflux, mais il n'y aurait pas d'argent pour le payer. Sur le marché des obligations, la demande d'obligations augmente, affaiblissant ainsi leur rendement vers r_b . La position finale, toutefois, est encore supérieure au rendement original r_b . Puisque les créances hypothécaires ont été rendues plus intéressantes que les obligations, il faut que le rendement de ces dernières soit meilleur afin d'encourager les institutions à conserver l'ancien inventaire.

L'écart entre le rendement des créances hypothécaires et des obligations a été réduit étant donné que le taux se rapportant aux obligations a

légèrement augmenté. Une fois de plus, ce phénomène se produit parce que les éléments de risque relatifs à la créance hypothécaire ont été modifiés. Si ceux qui participent au marché se rendent compte au début que la courbe de la demande d'afflux d'obligations manque totalement de souplesse, ils se déplaceront alors directement vers la position terminale des deux marchés.

Les résultats prévus sont résumés ci-dessous dans le *Tableau 6-1*.

Tableau 6-1

EFFETS DE LA CRÉATION D'UN MARCHÉ SECONDAIRE SUR LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS ET DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES EN FONCTION DE L'ÉLASTICITÉ DE LA DEMANDE D'OBLIGATIONS SUR LE MARCHÉ DE L'AFFLUX

<i>Elasticité de la demande d'obligations</i>	<i>Modifications du</i>		<i>Ecart</i>
	<i>Taux relatif aux obligations</i>	<i>Taux relatif aux créances hypothécaires</i>	
$-\infty$	0	-	-
$> -\infty, < 0$	+	-	-
0	+	0	-

V. RÉPERCUSSIONS DU NÉGOCE SUR UN MARCHÉ SECONDAIRE

Afin d'analyser l'impact du négoce qui aurait cours sur le marché secondaire des créances hypothécaires, il faut faire quelques suppositions pour simplifier les choses. Premièrement, supposons que la SCPHH (c'est-à-dire le créateur de marché) détient un portefeuille bien garni de créances hypothécaires en instance et qu'il n'est pas question pour le moment de savoir de quelle façon ce portefeuille est financé. Deuxièmement, il n'y a aucune différence entre les créances hypothécaires LNH et les non LNH. Troisièmement, aucun participant au négoce ne peut seul modifier le rendement par ses achats ou ses ventes; les prix et le rendement sont déterminés d'après les transactions de tous les participants. Quatrièmement, la SCPHH peut être considérée comme une institution privée qui tente de maximiser ses profits. Cinquièmement, la SCPHH ne spéculé pas sur la tendance des taux d'intérêt futurs. Les quatrième et cinquième hypothèses garantissent que la demande de créances hypothécaires de la part de la SCPHH augmentera en fonction des taux d'intérêt et sera stable. Le portefeuille de la SCPHH sera également influencé par les modifications de la situation du marché.

Purement du point de vue de son rôle de négoce, le portefeuille de la SCPHH dépendra de la demande globale de créances hypothécaires en instance. Si certaines institutions désirent vendre des créances hypothécaires à la SCPHH, et que d'autres institutions veulent en acheter une quantité semblable, la courbe de demande globale restera la même. Ainsi, le rendement des créances hypothécaires et l'avoir en créances hypothécaires des prêteurs du secteur primaire et de la SCPHH ne seront pas modifiés.

Toutefois, supposons qu'il y ait plus d'institutions qui désirent vendre des créances hypothécaires que celles qui désirent en acheter. La courbe représentant la demande de la SCPHH (D^*) restera la même. Donc, la courbe de demande globale se déplacera vers la gauche à D'_M

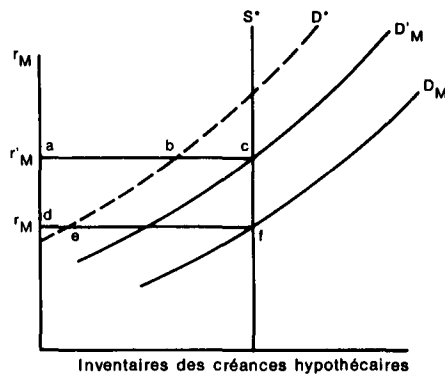


Figure 6-5

et le rendement augmentera jusqu'à r'_M . A ce meilleur rendement, les institutions privées détiendront des créances hypothécaires dont la valeur sera égale à bc (valeur monétaire), ce qui constitue une diminution par rapport à leur avoir précédent ef . Le portefeuille de la SCPHH a augmenté de de à ab et le rendement s'est amélioré pour compenser la SCPHH de détenir le portefeuille le plus important.

1. Rythme d'ajustement

Ce qui est important lorsque l'on considère la possibilité d'un marché secondaire, c'est la présence d'un créateur de marché qui se tiendra prêt à acheter ou à vendre des créances hypothécaires en instance aux rendements du marché. Donc, s'il survient des changements exogènes sur le marché hypothécaire ou sur un marché connexe, les institutions qui détiennent des créances hypothécaires peuvent *immédiatement* réagir en vendant ou en achetant des créances. Sans ce marché secondaire, la vente de titres hypothécaires en instance bien que possible, serait très coûteuse et les institutions seraient obligées d'attendre pour voir l'impact qu'aura le nouveau rendement sur l'afflux avant de modifier leur portefeuille. Etant donné que le créateur de marché rend un service aux institutions, service qui leur permettra d'épargner de l'argent, il sera compensé pour ce rôle. Nous pouvons illustrer ce rythme d'ajustement en comparant le marché hypothécaire avec le marché secondaire, et sans lui.

Supposons qu'il y ait un afflux imprévu de fonds entre les mains de prêteurs du secteur primaire. Ce fait entraînera une augmentation de l'avoir de titres hypothécaires.

Considérons d'abord la situation où il n'y a pas de marché secondaire. L'augmentation des fonds fera déplacer la courbe de demande globale vers la droite à D_M^S , qui fera diminuer le rendement à r'_M . Ce rendement inférieur entraîne une hausse d'afflux de fonds de Oa à Ob (Figure 6-6a) qui, à son tour, influence le marché des inventaires par une augmentation de l'offre à S' , ce qui accroît le rendement à r''_M . Grâce à l'augmentation de l'afflux, les prêteurs du secteur primaire ont pu augmenter le nombre de

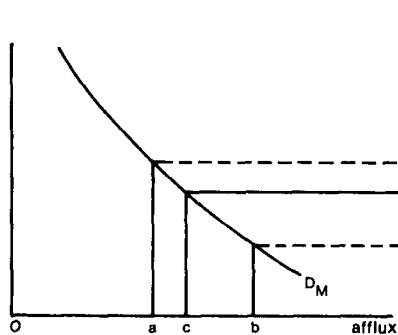


Figure 6-6a

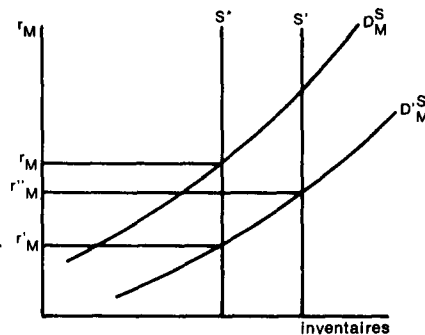


Figure 6-6b

créances hypothécaires de leur portefeuille. Le rythme d'ajustement dépend du temps qu'il faut pour augmenter l'afflux.

Les Figures 6-7a et 6-7b qui apparaissent ci-dessous représentent le cas où il y a un créateur de marché sur le marché secondaire.

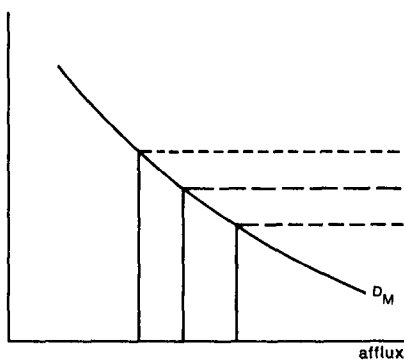


Figure 6-7a

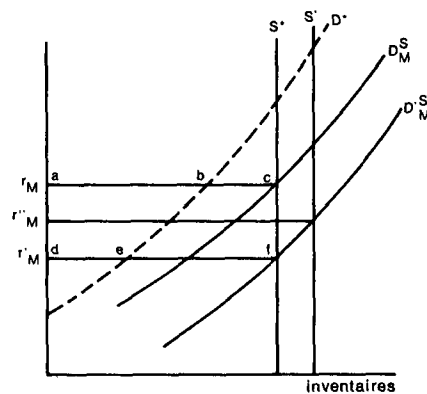


Figure 6-7b

L'augmentation des fonds déplace la courbe représentant la demande agrégée jusqu'à D_M^S . Ce déplacement est dû à la hausse de la demande privée; la courbe représentant la demande de la SCPHH est encore à D^* . En raison de l'augmentation de la demande, les institutions privées achètent des créances hypothécaires de la SCPHH. Au nouveau rendement r'_M , la SCPHH détient un portefeuille égal à de (une diminution par rapport à son portefeuille ab au rendement r_M). Les institutions privées en détiennent un égal à ef , ce qui constitue l'augmentation qu'elles désiraient. Le rendement inférieur r'_M entraîne une augmentation de l'afflux des fonds hypothécaires. Toutefois, les institutions privées sont satisfaites de leur portefeuille en instance. Donc, elles vendent des créances hypothécaires à la SCPHH et le taux augmente à r''_M . A ce nouveau rendement, elles détiennent plus de créances hypothécaires qu'au début et la SCPHH, moins. L'existence de la SCPHH leur permet d'augmenter *immédiatement* l'importance du portefeuille hypothécaire. S'il n'y avait pas de SCPHH, il faudrait attendre un certain temps avant que l'argent soit transformé en créances hypothécaires. Donc, dans ce cas-ci, l'existence de la SCPHH

permet aux institutions privées de placer immédiatement les fonds disponibles.

2. *Décalage des changements des taux hypothécaires par rapport à ceux des obligations*

Aux Etats-Unis, on s'est rendu compte que les taux des créances hypothécaires retardaient considérablement avant de refléter les changements des taux des obligations. Guttentag croit que cette situation est due au fait que le marché hypothécaire est un marché d'arbitrage et que les institutions veulent s'assurer que le nouveau taux des obligations n'est pas seulement dû à une fluctuation accidentelle.¹³

Une autre façon d'expliquer le décalage que l'on a observé et que Guttentag ne peut complètement ignorer est que le nouvel écart entre les taux des créances hypothécaires et ceux des obligations est dû à un changement de la prime relative au risque. Aux points culminants cycliques, il est démontré que la différence entre la prime relative au risque des créances hypothécaires et celle des obligations sera moindre, étant donné que l'on associe les points culminants cycliques aux grandes activités commerciales. A ces moments-là, les primes relatives au risque se rapprochent plus pour des titres plus risqués. Ainsi, l'écart toujours plus petit aux points culminants devrait se refléter dans les écarts de rendement entre les obligations de qualité supérieure et inférieure et les créances hypothécaires assurées par le gouvernement (FHA) et les créances hypothécaires non FHA.

Les données ne nous ont pas permis de prouver cette hypothèse. Toutefois, lors de l'étude des écarts au cours des périodes d'expansion et de recul, les obligations étaient toujours réévaluées suivant le risque tandis que les créances hypothécaires FHA et non FHA ne l'étaient pas. Donc Guttentag croit davantage à la première explication, et si nous établissons un marché secondaire, nous soutenons que le décalage sera moindre.¹⁴

Lorsque le taux des obligations augmente par rapport à celui des créances hypothécaires, les obligations représentent un investissement plus intéressant, et les institutions veulent céder des créances hypothécaires et acquérir des obligations. Cet arbitrage fera de nouveau concorder le taux des créances hypothécaires avec le nouveau taux des obligations.

Guttentag croit que les changements du rendement des créances hypothécaires retarde sur ceux du rendement des obligations, étant donné que "la communication des changements du rendement des obligations au marché hypothécaire dépend entièrement des transactions des prêteurs du secteur primaire (*il n'y a pas* d'arbitrage du négociant). Etant donné que ces prêteurs n'obéissent qu'à ce qu'ils tiennent pour des changements importants du rendement des obligations, qui doivent se révéler comme tels à la longue, la communication est lente et il y a décalage dans le rendement des créances

¹³ J. M. Guttentag, "The Behavior of Residential Mortgage Yields Since 1951" in Guttentag and Cogan (eds.), *Essays in Interest Rates*, Vol. 1, National Bureau of Economic Research, General Series, No. 88 (New York: Columbia University Press, 1969).

¹⁴ *Ibid.*, pp. 42-44.

hypothécaires.”¹⁵ Si Guttentag a raison, la première augmentation du taux des obligations n’entraîne pas la courbe de demande d’inventaire de créances hypothécaires à se déplacer vers la gauche. Donc, le rendement n’augmente pas et l’afflux sur le marché hypothécaire reste le même. Le rendement des créances hypothécaires change seulement lorsque les négociants considèrent le rendement modifié des obligations comme un nouveau rendement permanent. Toutefois, la création d’une SCPHH réduira de beaucoup ce décalage. Etant donné que les créances hypothécaires en instance peuvent être vendues à la SCPHH, la courbe de demande d’inventaire s’abaissera à mesure que les institutions qui se laissent impressionner par le taux modifieront leur portefeuille. Donc, le rendement des créances hypothécaires augmentera et l’écart entre les taux sera rétabli.

Cet exemple n’est qu’un cas spécial du rythme d’ajustement. Les deux impliquent que le rendement du marché hypothécaire sera amélioré étant donné que les taux courants des créances hypothécaires représenteront les conditions courantes sur tous les marchés.

Sur un marché efficace, les ressources seront employées à leur utilisation la plus profitable. L’élément régulateur qui permet cette affectation est le système de prix. Sur le marché hypothécaire, le rendement des créances, par rapport aux autres investissements compétitifs règlera l’afflux des ressources. Afin de qualifier le marché hypothécaire comme étant efficace, il faut que le rendement des créances hypothécaires représente rapidement les changements de la situation du marché. Sans un marché secondaire, les taux des créances hypothécaires sont tenus pour très lents à réagir. L’établissement d’un marché secondaire permettra aux taux des créances hypothécaires de réagir rapidement aux nouvelles données du marché.

3. *Spéculation de la SCPHH*

Au cours de cette analyse, nous avons supposé que la SCPHH était ni plus ni moins un organisme de négoce et qu’elle jouait un rôle passif en ce qui concerne l’importance que devrait avoir son propre portefeuille de créances hypothécaires. Nous avons considéré la SCPHH comme un phénomène découlant du marché, qui fonctionne comme s’il n’était pas un organisme gouvernemental. Toutefois, il n’est pas nécessaire que la SCPHH demeure un participant passif sur le marché secondaire. Elle peut décider de spéculer sur la tendance des taux futurs. Si elle croit que les taux diminueront, et que les taux courants ne reflètent pas cette attente, la SCPHH peut pénétrer sur le marché secondaire par l’achat de créances hypothécaires. Ce geste déplacera la courbe de demande de créances de la SCPHH vers la droite.

Si les autres institutions reconnaissent que les taux diminueront, la courbe de demande globale se déplacera vers la droite et le taux hypothécaire des marchés primaire et secondaire subira une baisse. Si, au contraire, elles croient que les taux augmenteront ou resteront les mêmes, les achats de la SCPHH peuvent ne pas modifier le rendement. La spéculation de la SCPHH sera avantageuse si les autres institutions ont des points de vue différents et

¹⁵ *Ibid.*, p. 31. L’analyse de Guttentag suppose également que seuls les négociants, parmi les investisseurs, font de l’arbitrage.

que la SCPHH a vu juste concernant la tendance des taux futurs des créances hypothécaires.

4. *Oppositions*

Tout au long de cette analyse, nous avons fait une supposition implicite qui peut rendre les praticiens hypothécaires inquiets. Nous avons présumé que les prêteurs du secteur primaire vendront des créances hypothécaires sur le marché secondaire, même si ce geste peut entraîner des pertes de capital, c'est-à-dire la vente d'une créance hypothécaire dont le taux nominal est inférieur au taux courant du marché. Bien que cette supposition semble logique du point de vue théorique, on a prétendu que les prêteurs du secteur primaire refuseront de subir une perte aux livres sur leurs créances hypothécaires. (Refusent-ils également d'accepter un gain aux livres dans leur portefeuille lorsque les taux diminuent?) S'ils ne veulent pas subir ces pertes aux livres, à ce moment-là, les activités de négoce d'une SCPHH se limiteront aux prêts hypothécaires dont le taux nominal n'est pas inférieur au taux courant. Donc, les activités de négoce peuvent aussi bien se tarir lorsque les taux d'intérêt sont élevés.

Malheureusement, nous n'avons aucune preuve empirique de l'hésitation des prêteurs à accepter de subir des pertes de capital. Toutefois, étant donné qu'ils désirent que la liquidité existe, ils peuvent quand même être prêts à encourir des pertes de capital s'ils doivent liquider leurs obligations du gouvernement.¹⁶

VI. OBJECTIFS DE LA POLITIQUE GOUVERNEMENTALE CONCERNANT L'AFFLUX DE FONDS VERS LE MARCHÉ DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES

Un grand nombre de personnes croient que le fardeau des restrictions monétaires tombe le plus lourdement sur le marché hypothécaire. Au cours des périodes à taux élevés d'intérêt, l'afflux de fonds sur le marché hypothécaire diminue sensiblement à mesure que les institutions se retirent du marché hypothécaire et pénètrent le marché des obligations. Ce fait se produit parce que le rendement des créances est lent à réagir et à mesure que les taux des obligations augmentent, l'écart du rendement diminue. À mesure que les institutions se retirent du marché hypothécaire, le rendement des créances hypothécaires commence lentement à s'accroître et graduellement l'équilibre se retablit, à un rendement supérieur.

Avec la création d'une SCPHH comme instrument de négoce, les taux des créances hypothécaires reflèteront plus rapidement les changements des taux des obligations. Toutefois, elle n'améliorera pas l'impact des restrictions monétaires sur l'afflux des fonds. La seule façon de modérer la diminution de l'afflux des fonds est de mettre de l'argent sur le marché hypothécaire.

¹⁶ Au chapitre 4, on mentionne que la loi régissant les compagnies de fiducie et de prêts fixe l'emprunt de celles-ci à un montant ne dépassant pas 20 fois l'excédent de la valeur de leur actif sur celle de leur passif. Cette loi n'encourage pas la prise de pertes aux livres si les compagnies désirent utiliser au maximum l'effet spéculatif accru.

Résumons-nous. L'impact relatif à l'écart survient parce que la demande de fonds hypothécaires sur le marché de l'afflux est très souple et, ainsi, de petits changements du rendement entraînent d'importants changements relatifs à l'afflux des fonds hypothécaires.

Avant d'analyser tout l'impact sur le marché des prêts hypothécaires et sur le marché des obligations, de l'intervention de la SCPHH à modifier le niveau des taux d'intérêt, nous démontrerons la technique à utiliser par la SCPHH. Considérons d'abord l'exemple où un grand nombre de compagnies veulent réduire la valeur monétaire des créances hypothécaires de leur portefeuille. Le premier impact serait le déplacement vers la gauche de la courbe de demande globale sur le marché hypothécaire en instance de D_M^S à D'_M^S (voir *Fig. 6-8b*). Notez qu'au taux courant r_M , la SCPHH détient encore une quantité ab de créances hypothécaires et que les institutions privées veulent réduire leur avoir à bc . Si la SCPHH agissait comme titulaire résiduel, le rendement augmenterait à r'_M et l'afflux d'équilibre diminuerait.

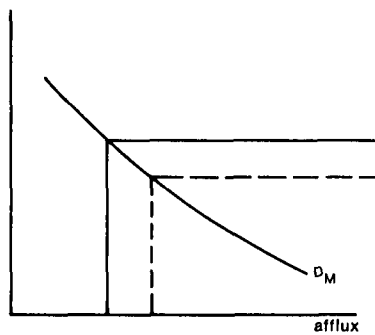


Figure 6-8a

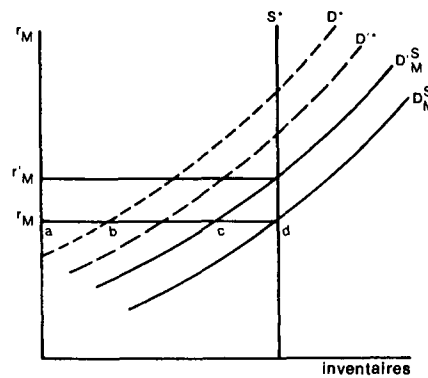


Figure 6-8b

Si la SCPHH voulait améliorer cette fluctuation, elle pourrait le faire en augmentant sa demande de créances hypothécaires, courbe passant de D^* à D'^* d'un montant semblable à celui qu'il a fallu aux institutions privées pour réduire la leur. Ainsi, la courbe de demande globale se déplacerait de nouveau vers D_M^S et les institutions privées détiendraient une quantité bc et la SCPHH, une quantité $ab + cd$. Donc, la SCPHH peut avoir un impact sur le rendement des créances hypothécaires et sur l'afflux des fonds en se tenant prête à acheter toutes les créances hypothécaires qui lui sont vendues au rendement courant. Pour le moment, nous ne tiendrons pas compte de l'impact dû à l'intervention de la SCPHH sur le marché des obligations ni de la rétroaction qui en résulte sur le marché hypothécaire.

Nous pouvons illustrer plus amplement ce mécanisme en considérant l'exemple selon lequel il y a une modification structurale de la demande de logement. Supposons que la demande de logement augmente, ce qui est illustré dans la *Figure 6-9a*: la courbe de demande d'afflux de créances hypothécaires se déplace vers la droite à D'_M .

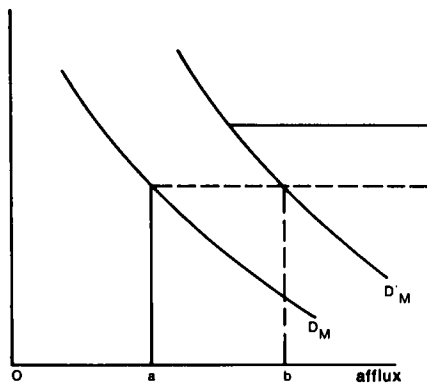


Figure 6-9a

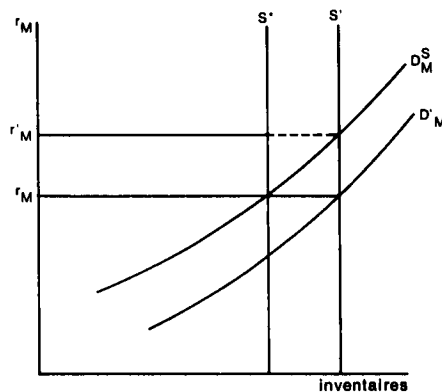


Figure 6-9b

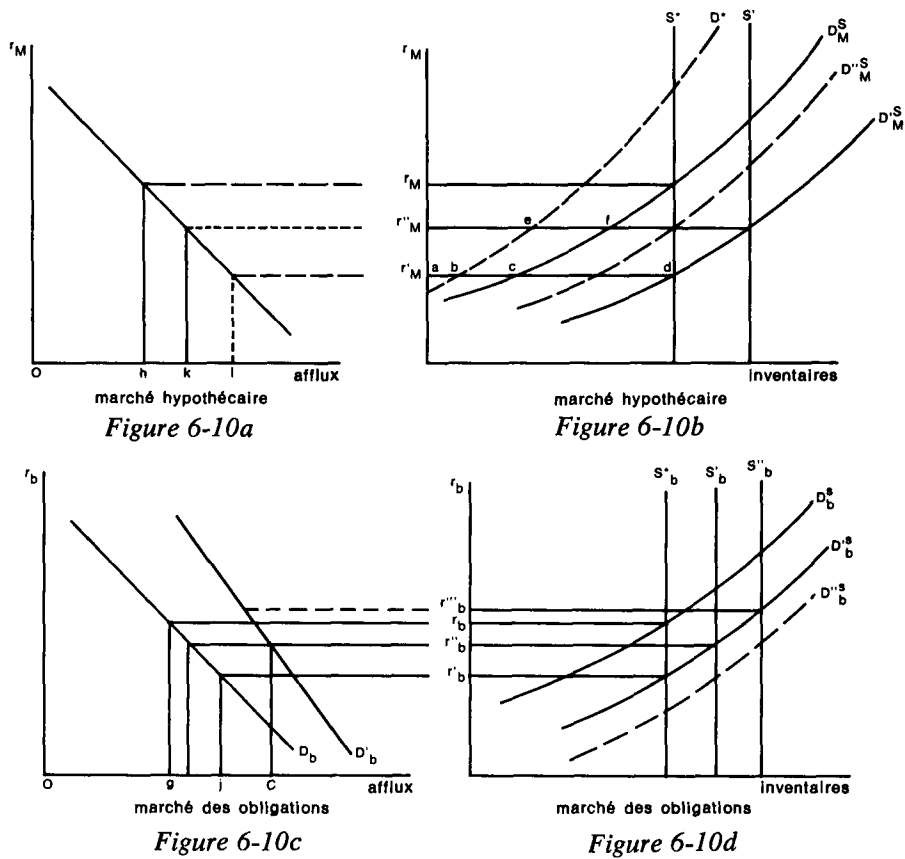
Au taux courant r_M , l'afflux d'équilibre de fonds sur le marché hypothécaire augmente d'une quantité ab (dans la Figure 6-9b). Ce phénomène donne lieu à une rétroaction sur le marché des inventaires en augmentant la quantité de l'inventaire et la courbe d'offre des inventaires se déplace de S^* à S' . Afin d'encourager les institutions à conserver cette plus grande quantité d'inventaires, il faut que celles-ci puissent bénéficier d'un rendement supérieur et le rendement augmente à r'_M . Afin de rendre cette augmentation plus importante, la SCPHH peut accroître sa demande de créances hypothécaires et faire déplacer la courbe de demande globale vers la droite jusqu'à D_M^S . Si l'augmentation de la demande égale la quantité accrue d'inventaires, le rendement des créances hypothécaires revient à r_M et l'afflux d'équilibre est Ob . Donc, par la hausse de l'avoir de son portefeuille, la SCPHH peut réduire le taux d'intérêt.

Nous pourrions continuer à citer des exemples *ad nauseum*, mais la technique de base est que la SCPHH augmente ou diminue sa demande de créances hypothécaires sur le marché des inventaires.

Nous allons à ce moment-ci, faire intervenir le marché des obligations dans notre analyse. Les Figures 6-10a à 6-10d présentent le marché hypothécaire et celui des obligations en équilibre. La SCPHH considère que le taux actuel des créances hypothécaires est à un sommet cyclique et désire le réduire, augmentant ainsi l'afflux de fonds. Afin d'y arriver, elle essaie de mettre de l'argent sur le marché hypothécaire. Une façon de faire ceci est d'augmenter sa demande de créances hypothécaires. Elle achètera des créances hypothécaires, déplaçant la courbe de demande globale de créances hypothécaires vers la droite à D_M^S .¹⁸ Afin de diminuer jusqu'à un certain point le taux des créances hypothécaires, il faut se dire que plus la courbe de demande globale sera souple, plus il faudra mettre de l'argent sur le marché.

L'augmentation de la demande globale entraîne la diminution du taux des créances hypothécaires à (r'_M) et la SCPHH détient les quantités ab et

¹⁸ La SCPHH pourrait également arriver à la même fin en s'engageant d'acheter toutes les nouvelles créances hypothécaires émises par les prêteurs du secteur primaire; ce geste aurait le même impact sur nos courbes.



cd de créances hypothécaires dans son portefeuille, alors que les institutions privées en détiennent bc . Toutefois, le rendement inférieur donne lieu à un afflux supérieur qui déplace la courbe des inventaires de créances hypothécaires jusqu'à S' , ce qui augmente le rendement à r''_M . En raison de ce rendement supérieur, les institutions privées détiennent une quantité ef de créances hypothécaires. Ces dernières prennent ces fonds libérés et achète des obligations, ce qui accroît la demande globale d'inventaire d'obligations à D_b^s . Cette hausse entraînera une diminution du rendement des obligations, ce qui augmentera l'afflux de fonds sur le marché des obligations. Le marché des inventaires est ainsi affecté par une augmentation d'inventaire d'obligations en instance à S'_b et du taux des obligations à r''_b . Donc, le premier impact est la réduction du taux des créances hypothécaires et de celui des obligations.

Nous devons considérer la façon dont la SCPHH finance ses achats de créances hypothécaires. Supposons qu'elle émet des obligations qui sont garanties par le gouvernement.¹⁹ Ce geste fera déplacer la courbe de demande d'obligations sur le marché de l'afflux vers la droite, jusqu'à D'_b d'un

¹⁹ Si tel est le cas, le rendement de ces obligations se rapprochera de celui des obligations du gouvernement, ce qui constitue un subside du gouvernement étant donné que les obligations de la SCPHH représenteront plus de risque que celles du gouvernement, mais le gouvernement accepte un rendement inférieur.

montant équivalent à la quantité d'argent nécessaire. Au rendement r''_b , l'afflux des fonds sur le marché des obligations augmente à OC , ce qui constitue une augmentation de l'inventaire d'obligations jusqu'à S''_b . Le taux des obligations augmentera à r'_b et l'afflux est moindre.

Le *Tableau 6-2* ci-après, présente le résultat net à court terme, si nous supposons que la SCPHH émet des obligations pour financer ses achats de créances hypothécaires.

Tableau 6-2

AVOIRS ET RENDEMENT DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET DES OBLIGATIONS

	<i>Avoirs du secteur privé</i>	<i>Rendement</i>
Créances hypothécaires	diminution	diminution
Obligations	augmentation	augmentation

A court terme, la SCPHH a été capable de donner une nouvelle direction aux fonds, les faisant passer du marché des obligations au marché hypothécaire et a réduit l'écart du rendement entre les créances hypothécaires et les obligations. En ce qui concerne le secteur privé, l'afflux des fonds relatifs aux créances hypothécaires est de Ok , soit une augmentation de hk (*Figure 6-10a*), et l'afflux des fonds relatifs aux obligations est de Og (*Figure 6-10c*), gj représentant la part de financement des obligations attribuée aux investisseurs privés investissant de nouveau le produit des créances hypothécaires vendues à la SCPHH.

Toutefois, nous ne pouvons à ce point, conclure cette analyse. Si nous supposons que le rendement des créances hypothécaires et celui des obligations diffèrent à cause de la prime relative au risque, et que celle-ci n'a pas été modifiée à cause de l'intervention de la SCPHH, il y aura arbitrage.²⁰ Etant donné que la demande globale de créances hypothécaires varie en fonction des taux des obligations et que ceux-ci ont augmenté, la demande de créances hypothécaires diminuera. Le contraire est vrai également: si les taux des créances hypothécaires diminuent, la demande globale d'obligations augmentera. La première situation fera déplacer $D_M'^S$ vers la gauche jusqu'à $D_M''^S$ (voir *Figure 6-10b*); la seconde constitue un déplacement de $D_b'^S$ vers la droite jusqu'à $D_b''^S$ (voir *Figure 6-10d*). Si la SCPHH se tenait prête à acheter les créances hypothécaires, une réaction se produirait aussitôt et les portefeuilles des institutions privées seraient rapidement modifiés. En réalité, même si nous ne le montrons pas sur nos graphiques étant donné qu'elles deviendraient très compliquées, les taux des créances hypothécaires et des obligations retrouveraient leurs niveaux originaux r_M et r_b . Si la SCPHH permettait le négoce, on parviendrait très rapidement à la situation à long terme et l'ancien écart de rendement existerait. Toutefois, la SCPHH pourrait déclarer qu'elle refuse d'échanger les créances hypothécaires en instance. A ce moment-là, le temps qu'il faudrait pour revenir aux taux originaux serait plus long. Le rythme d'ajustement, de fait, dépend de

²⁰ Nous supposons de nouveau que l'hypothèse relative à la segmentation du marché est fausse.

l'élasticité de la courbe de demande de créances hypothécaires sur le marché de l'afflux. Plus la demande est souple, plus le retour à l'équilibre à long terme est rapide. Le décalage peut être suffisamment long, qu'une fois l'ajustement à long terme effectué, les taux d'intérêt soient en train de diminuer et que ce soit de nouveaux taux inférieurs qui soient la situation à long terme.

Comme c'est le cas de tout genre de stabilisation, le moment où le geste est posé est très important. Si la SCPHH tente de faire baisser les taux au moment où, en réalité, ceux-ci sont déjà à la baisse, elle peut ainsi leur enlever leur stabilité au lieu de leur en donner et entraîner une trop grande diminution des taux. L'avantage de cette politique de stabilisation ne peut être déterminé sans l'utilisation d'une certaine forme de simulation, mais nous pouvons signaler qu'à court terme, si les taux des créances hypothécaires sont réduits, le portefeuille de titres hypothécaires de la SCPHH connaîtra une plus-value. Toutefois, l'augmentation du taux des obligations entraîne une moins-value de son portefeuille d'obligations. L'impact réel dépend de l'importance relative des portefeuilles de créances hypothécaires et d'obligations et de l'ampleur des changements du rendement.

VII. INCOMPATIBILITÉ ENTRE LA FONCTION DE NÉGOCE ET LA POLITIQUE DE STABILISATION

D'après l'analyse effectuée dans la Section VI, nous pouvons voir que les rôles de marché secondaire et de stabilisation sont incompatibles. Lorsqu'elle modère les mouvements cycliques, la SCPHH doit, si elle veut réussir, s'abstenir de toute activité de négoce. Si elle s'occupait de négoce, les institutions seraient rapidement capables, par arbitrage, de faire en sorte que les rendements des créances hypothécaires et des obligations retrouvent leurs anciens niveaux.

Prenons un autre exemple pour clarifier cette analyse. Supposons que le taux des obligations augmente et que la SCPHH veut empêcher la hausse du taux des créances hypothécaires, ce qui implique que la SCPHH essaierait de conserver un écart de rendement inférieur à la prime relative au risque. Etant donné qu'il est plus intéressant d'investir dans les obligations, les institutions se désintéresseront des créances hypothécaires et achèteront des obligations. Ce geste fera augmenter le rendement des créances hypothécaires (et peut modifier le rendement accru des obligations) jusqu'à ce que l'écart d'équilibre relatif au risque soit rétabli. Comme nous l'avons mentionné auparavant, si la SCPHH agit comme un participant passif, le rendement des créances hypothécaires représentera la situation modifiée du marché des obligations.

Afin de maintenir le taux existant des créances hypothécaires, la SCPHH doit acheter toutes les créances hypothécaires qui lui sont offertes au rendement qui existe. Donc, elle se constituera un portefeuille bien garni de créances hypothécaires en instance. Dans la mesure où elle finance ses achats hypothécaires au moyen d'obligations, l'écart relatif au risque ne sera pas réduit et on continuera à vouloir échanger les créances hypothécaires pour des obligations. Etant donné que le rendement des créances n'augmente

pas, l'afflux des fonds sur le marché hypothécaire ne diminue pas et la SCPHH pourrait se trouver dans la situation non enviable de détenir toutes les créances hypothécaires en instance. Toutefois, si la SCPHH refuse de négocier, elle pourra diminuer le rythme d'ajustement du rendement des créances hypothécaires au nouveau rendement supérieur des obligations.

Afin de poursuivre sa politique de stabilisation du taux d'intérêt, la SCPHH doit s'abstenir de toutes transactions sur le marché secondaire. Du point de vue d'efficacité, toutefois, c'est précisément au moment où la SCPHH se retire du marché secondaire, qu'on en a le plus besoin.

Les conclusions auxquelles nous sommes arrivés dans l'exemple relatif aux obligations peuvent être généralisées et inclure les cas où la SCPHH tente d'empêcher les changements du rendement des créances hypothécaires causés par des modifications structurales qui se produisent sur les marchés des créances hypothécaires ou des obligations. Dans ces cas-là, les institutions modifient leur demande de créances hypothécaires. La principale raison de son peu de succès dans ce domaine, est que la SCPHH essaie, de façon artificielle, de conserver un écart de rendement différent de celui du marché afin de tenir compte de la prime relative au risque des créances hypothécaires par rapport à celle des obligations.

La SCPHH peut réussir à modérer les changements du rendement seulement s'ils constituent un fait du hasard. Toutefois, la SCPHH peut-elle différencier les modifications structurales des modifications dues au hasard? Cela est peu probable.

La SCPHH doit prendre une décision de principe. Sera-t-elle un créateur de marché sur le marché secondaire ou celle qui modérera le rendement des créances hypothécaires? Ces deux fonctions, malheureusement, s'excluent mutuellement.

Chapitre 7

Post-scriptum

par J. V. Poapst

Le 15 mai 1972, le Bill-209 sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles passa la première lecture au Parlement et le 1^{er} février 1973, il fut présenté de nouveau, avec certains changements, comme Bill-C-135. Les articles de 4 à 16 concernaient la Société de Commercialisation de Prêts Hypothécaires à l'Habitation de Bill C-135 changea le nom de la Société pour celui de Bourse fédérale d'hypothèques. Les articles 4 à 16 portaient sur la Bourse. La partie I de ce chapitre décrit brièvement la B.F.H. qu'établirait le Bill tout en la comparant à la SCPHH proposée dans ce rapport. La partie II consiste en observations sur la corporation proposée et ses possibilités. La partie III est un commentaire en guise de conclusion.

I. LA B.F.H. DU BILL C-135

Le Bill C-135 établirait la B.F.H. comme une société de la Couronne relevant du ministre des Finances, avec une disposition stipulant le transfert éventuel de son contrôle à des propriétaires non gouvernementaux. Pour fins de réglementation, la Corporation serait sujette à la Loi sur les compagnies de prêt, sauf stipulations contraires de la Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles. La B.F.H. du Bill C-135 comporte trois objectifs. Le premier est d'acheter et vendre des créances hypothécaires résidentielles — tant LNH que non LNH — acceptables comme investissement selon la Loi sur les compagnies de prêt. Le deuxième but est de *s'engager* à acheter ou vendre ces types divers de créances hypothécaires c'est-à-dire de prendre des engagements préalables. Le troisième but est de faire des avances garanties avec le cautionnement des genres de créances hypothécaires sus-mentionnés pour des périodes ne dépassant pas une année d'échéance. La Bourse est autorisée à manipuler des valeurs liquides sous forme de dépôts dans des banques, sociétés de fiducie et compagnies de prêt ou leurs obligations à court terme. Son avoir en valeurs liquides pourrait ainsi contribuer indirectement au financement de la construction de logements. Elle est aussi autorisée à investir "les fonds non engagés autrement dans la poursuite de ses objectifs" dans toute la

gamme d'investissements détaillés dans la Loi sur les compagnies de prêt, paragraphe 60(1). Ce qui comprend les obligations des gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux, obligations et actions des compagnies et biens immeubles en vue de produire des revenus. Si le portefeuille hypothécaire de la B.F.H. est sujet à de grands écarts à travers les cycles de crédit, la Bourse pourrait acquérir des valeurs diverses en détention temporaire ou dans l'alternative, avoir recours à un financement à court terme et le relâcher dans les temps de détente.

La capacité totale de financement est initialement fixée à \$400 millions. Le capital autorisé est de \$100 millions et le passif en instance est sujet à une limite de \$300 millions. Ce dernier chiffre pourrait être augmenté par le gouverneur en conseil. La loi ne mentionne rien en ce qui concerne les limites quant à l'effet spéculatif accru. Elle déclare seulement que l'article 68 de la Loi sur les compagnies de prêt qui concerne l'effet spéculatif accru ne s'applique pas dans ce cas.

La première offre d'actions doit être faite au gouvernement. Par la suite, la participation gouvernementale sera limitée à la capacité initiale de financement de la Bourse. Il est ainsi prévu que tout développement ultérieur viendrait du financement direct par la B.F.H. Les titres détenus par le gouvernement pourraient être vendus sous réserve de ratification du gouverneur en conseil. Cependant la propriété majoritaire doit demeurer dans les mains du gouvernement jusqu'à ce que le Parlement en décide autrement.

II. OBSERVATIONS

1. *Situation de la B.F.H. dans le gouvernement*

Le Bill C-135 activerait et étendrait les fonctions présentement attribuées à la Société centrale hypothèques et de logement et en transférerait la responsabilité d'administration au ministère des Finances. Ceci placerait la responsabilité pour le développement d'un segment important du marché du capital au Canada dans les mains de fonctionnaires publics possédant une connaissance plus grande et plus étendue de la capacité du marché canadien. La Société centrale d'hypothèques et de logement a développé une grande compétence dans l'établissement et la gestion des créances hypothécaires assurées.

Les compétences nécessaires pour cette fonction diffèrent grandement de celles qui sont requises pour l'exploitation d'un service de marché secondaire pour une tranche importante du marché de capital.

La Société centrale d'hypothèques et de logement a essayé d'élargir la composante LNH du marché hypothécaire résidentiel. Elle a élargi les rangs des prêteurs agréés. Elle a essayé de familiariser les administrateurs des régimes fiduciaires de pension avec les avantages des hypothèques LNH comme investissement.¹ Pour un certain temps, elle a agi en fonction de prêteur de dernier recours vis-à-vis des prêteurs hypothécaires résidentielles. Elle tint une série d'enchères de créances hypothécaires assurées LNH.

¹ Société centrale d'hypothèques et de logement, *Hypothèques Assurées, valeur comme investissements*. Un guide des occasions de placement dans les créances hypothécaires de la Loi nationale sur l'habitation (Ottawa: SCHL, 1970).

Malheureusement, l'initiative dans les deux dernières mesures, qui se rapportent aux objectifs de la B.F.H. a été perdue. Les conditions répressives de la facilité de prêteur de dernier recours restreignirent son usage sauf en cas d'extrême urgence. La série d'enchères prit fin en 1965 et les courtiers en placement qui avaient été encouragés à créer des départements d'hypothèques enregistrèrent un recul. La création d'une entité indépendante avec autorisation de contrôle et de propriété privés éventuels, aiderait à suggérer l'intention que les mécanismes de financement seraient continuellement disponibles.

2. Situation de la B.F.H. dans le secteur privé

Considérations précédentes à part, une B.F.H. pourrait ne pas se développer facilement sous les auspices de la SCHL qui est fortement engagée dans les subventions pour le logement de toutes sortes et dont l'organisation est fortement orientée vers l'assistance aux pauvres. Ce n'est pas une critique que de suggérer que cette orientation pourrait ne pas bien s'harmoniser avec celle d'une B.F.H. qui, selon le groupe de travail du présent projet, devrait employer un personnel entreprenant possédant un goût assez développé pour réaliser des profits sur le marché du capital. Ceci est un argument en faveur de l'établissement de la B.F.H., tôt ou tard, dans le secteur privé.

La B.F.H. aura fait sa contribution à l'économie canadienne si elle améliore l'efficacité de la distribution des ressources sur le marché du capital. Ce qui veut dire qu'avec une B.F.H. les épargnes financières seront plus dirigées vers le financement d'investissements réels qui offriront des taux d'intérêts réels plus élevés à la longue, après déductions des marges prévues pour risques et le coût du transfert des fonds du fournisseur à l'utilisateur. La B.F.H. réalisera ses profits en s'attaquant aux imperfections que présente le marché des créances hypothécaires résidentielles et en créant des rapports entre ce marché et les autres composantes du marché canadien du capital. Ce succès à réduire certaines imperfections précises diminuera cependant, les profits associés à cette attaque. La B.F.H. ne s'engagera pas dans des activités qui sont défendues aux autres institutions. En fait, sa fonction est un genre de catalyseur. Ainsi, les profits de ses opérations diverses tendront à diminuer. Si cette institution vit de ses profits, elle sera fortement motivée à chercher d'autres imperfections à exploiter sur le marché. Que l'institution soit propriété publique ou privée, il est désirable qu'elle établisse et maintienne un esprit d'entrepreneur. On croit, par tradition, que cela se réaliserait plus facilement dans le secteur privé.

3. Taux de rendement requis

Le fait que la B.F.H. serait financée pour une certaine période initiale avec des fonds gouvernementaux ne réduit pas le taux de rendement à long terme qu'elle devrait gagner. Pour ne pas gaspiller les ressources, on ne doit pas établir une B.F.H. aux dépens d'un autre projet, de risque comparable, qui donne un taux plus haut de rendement². Risque, ici, se rapporte à la probabilité d'un certain taux minimal de rendement et non pas au fait que

² Le critère s'applique naturellement aux autres activités gouvernementales.

seuls les détenteurs d'obligations seraient payés. Si la B.F.H. est censée gagner au début moins que le taux requis de rendement à long terme, elle doit, pour se justifier, réaliser, à un certain moment, plus que le taux requis. Pour se faire une idée générale du moyen de déterminer le taux requis de rendement, le problème devrait être abordé du côté financement. C'est la moyenne des taux de rendement des dettes et du capital de participation prédominant sur le marché du capital pour placements à risques comparables. Les taux sont pondérés par la proportion des sommes engagées à long terme de chaque genre de financement employé. Le problème se complique par le fait que les taux pour le capital de participation et les dettes eux-mêmes dépendent de la proportion dans laquelle ils sont combinés. Le taux requis de rendement déterminé de cette façon représente les frais de capital pour la B.F.H.

Les frais de capital sont difficiles à évaluer en pratique. Le risque d'employer un chiffre trop bas sera néanmoins réduit si on tient compte de trois points très simples en établissant un taux de principe. Premièrement, le taux de rendement prévu pour le capital de participation n'est pas le rendement en dividendes populairement connu ou le rendement en profits mais un certain taux plus élevé que l'intérêt de l'obligation. Deuxièmement, les profits retenus ne sont pas une source de fonds libre mais simplement un financement du capital de participation acquis sans frais de transaction. Finalement, le taux d'obligation est un taux quelque peu plus élevé que celui des obligations du gouvernement fédéral à échéance comparable.

Il faut noter que dans le financement commercial il n'est pas de pratique courante de devoir estimer le coût du capital de la société mais on admet hypothétiquement plutôt, un certain taux minimal acceptable. Le taux généralement admis est de dix pour cent après impôt. Ce taux s'applique aux compagnies non-financières. Pour une compagnie dont l'avoir consiste en titres financiers de premier choix, le niveau de l'effet spéculatif accru peut être plus élevé et le taux plus bas.

Comme nous avons vu au Chapitre I, les gains attribuables à la B.F.H. ne seront pas égaux à ses bénéfices réels. Si les activités de la B.F.H. résultent en une répartition plus efficace des ressources, quelques uns des bénéfices iront ailleurs dans l'économie, par exemple, aux emprunteurs sous forme de taux un peu plus bas d'intérêt hypothécaire. Par principe, il faut tenir compte de ces profits ainsi que des frais extérieurs, s'il y a lieu en déterminant le taux de rendement attribuable à la B.F.H. Si le taux attribuable est plus élevé que celui des frais de capital, l'existence de la B.F.H. sera justifiée. Si le taux qui lui revient est inférieur à ses frais de capital, elle requiert alors des subventions pour opérer comme entreprise privée.

4. Sources de bénéfices

Pour permettre à la B.F.H. de se concentrer sur le négoce et les prêts garantis à court terme, il a été recommandé au Chapitre 3 qu'elle ne doive ni établir des prêts hypothécaires ni les gérer. Ces activités n'entrent pas dans les objectifs de la B.F.H. du Bill C-135.

Cependant, elle aurait sept sources différentes ou potentielles de béné-

fications: (1) prêts garantis (2) prendre des engagements anticipés (3) services de transactions (4) opérations de conversion (5) spéculation (6) prise d'inventaires et (7) intérêts sur fonds liquides et placement des fonds oisifs. Si ces sept sources potentielles prises ensemble procurent des taux de rendement compétitifs aux investisseurs en prêts et en mises de fonds, aucune subvention n'est requise.

Pour que les prêts garantis soient rentables, il faut qu'il y aient des emprunteurs prêts à payer un prix profitable. Lors de l'enquête-sondage d'après les réponses des institutions prêteuses et des courtiers en placement, il y aurait intérêt à employer du crédit de ce genre là (voir Annexe B). A la question: "Pouvez-vous concevoir des occasions où vous aimeriez emprunter sur votre portefeuille hypothécaire?" 18 des 40 interviewés ont répondu "Oui" (Question 3). Des 40 interviewés, 16 pensent que le crédit devrait être disponible sur demande (Question 5). Cinq interviewés ont déclaré qu'ils se prévaudraient de cette facilité plusieurs fois par an, huit ont répondu qu'ils y auraient recours moins d'une fois l'an, tandis que 15 ont affirmé qu'ils n'en feraient usage qu'à contre-cœur (Question 6). Ceci indique qu'il existe une intention de s'en prévaloir. On peut concevoir que si des usagers habituels trouvent l'emprunt avantageux, des concurrents adopteront vraisemblablement la méthode aussi.

Aucune question n'a été posée en ce qui concerne le taux d'intérêt que les emprunteurs seraient prêts à payer. On demanda aux interviewés quel serait le taux d'intérêt auquel le taux d'emprunt devrait être relié. (Question 8). La réponse la plus fréquente fut la suivante: le taux de base des banques à charte (13 interviewés) suivis par le taux courant des créances hypothécaires LNH (10) et enfin le taux courant des créances hypothécaires résidentielles non LNH (6). Bien que "relié à" ne soit pas synonyme de "égal à", ces choix donnent une certaine indication que des bas taux d'intérêt n'étaient pas prévus. Etant donné que les prêts seraient à court terme et seraient associés dans certains cas à des décisions d'investissement à long terme, la demande pourrait bien ne pas être très sensible au taux d'intérêt en deçà d'une certaine gamme.

Quoique nos témoignages soient au mieux vagues, il apparaîtrait qu'une facilité de prêts garantis opérée en conjonction avec le service de négoce pourrait être profitable mais ne produirait pas de grands bénéfices. La deuxième source de bénéfices sur la liste était de prendre des engagements préalables et le Bill C-135 mentionné cela dans les objectifs de la B.F.H. Tel que décrit au Chapitre 3, la prise d'engagements préalables par la B.F.H. fut recommandée à contre-cœur. Là où les engagements d'avance procurent des fonds d'appui pour la création de créances hypothécaires résidentielles que l'instigateur n'entend pas vendre, ils sont équivalents à des prêts directs masqués. On a cependant reconnu qu'il existe présentement au Canada, une poignée de sociétés bancaires de créances hypothécaires et que leur développement en nombre et en importance augmenterait le développement du marché secondaire; il a été aussi mentionné que des facteurs externes échappant à leur contrôle les empêchaient d'obtenir le financement provisoire nécessaire. Conséquemment une politique de freinage sur la prise d'engagements préalables a été recommandée. Si cette ligne de

conduite est suivie par la B.F.H., cette activité ne produirait seulement que peu de bénéfices.

Les bénéfices sur les services de transactions sont simplement les bénéfices obtenus pour l'exécution de commandes d'achat ou de vente. Les gains attribuables aux transactions multiples sont inclus mais pas les gains et pertes spéculatifs. Les réponses aux entrevues de l'enquête par sondage des institutions de prêt et des courtiers en placements, aux questions sur le service de négoce furent franchement plus positives que pour le service d'emprunt. Trente quatre répondants pouvaient concevoir des occasions où ils aimeraient acheter ou vendre des créances hypothécaires, contre 18 pour la même question sur l'emprunt (Question 12). De même, 21 pensent que le service de négoce devrait être disponible sur demande, contre 16 pour le service d'emprunt (Question 14). Et puis, huit interviewés dirent qu'ils emploieraient le service de négoce plusieurs fois par an (comparés à cinq pour le service d'emprunt), dix l'emploieraient moins qu'une fois l'an (8), et 18 l'emploieraient à contre-cœur (15). Comme pour le service d'emprunt, si les usagers trouvent le service de négoce avantageux, cela encouragerait les concurrents à s'en prévaloir de même.

D'autres demandes pour le service de négoce pourraient venir d'institutions non couvertes par l'enquête-sondage. Les régimes fiduciaires de pension pourraient employer la B.F.H. comme une alternative à l'acquisition de créances hypothécaires chez les banquiers hypothécaires et les institutions prêteuses qui établissent des prêts pour la vente. De même, ils pourraient avoir des occasions de vendre leurs avoirs s'ils voulaient changer leur stratégie d'investissement. Mais ces occasions ne se présenteraient probablement que rarement. Un autre type éventuel de clients est la compagnie d'investissement en créances hypothécaires à capital variable si cela pouvait être possible avec une B.F.H.

Le service de négoce contribuerait probablement plus aux profits que le service de prêt ou la prise d'engagements préalables.

Le marché hypothécaire résidentiel n'est pas vraiment un marché national. C'est un fouillis de marchés locaux liés partiellement ensemble grâce aux systèmes de succursales des institutions de prêt importantes. Les grandes institutions établissent des prêts hypothécaires couvrant une grande proportion des régions bien établies du pays. Ainsi, jusqu'à un certain point, du moins, elles sont capables de déplacer la distribution géographique de leurs prêts selon le déplacement de la demande. Le petit volume du marché secondaire empêche cependant d'autres investisseurs de participer à ce processus. Il y a quelques signes qui suggèrent qu'une B.F.H. pourrait réaliser des bénéfices en s'engageant dans ces opérations de déplacements géographiques. C'est-à-dire qu'elle achèterait des créances hypothécaires dans une certaine région ou localité et vendrait simultanément des créances comparables dans d'autres régions. Les données suggestives se trouvent dans le *tableau A-18*. L'étude de ces données montre que les différences régionales dans la moyenne des taux d'intérêt sur les prêts assurés LNH approuvés pour de nouvelles constructions pour propriétaire-occupant, par des prêteurs du secteur privé, pendant un certain mois, peut aller jusqu'à 0.37

p. 100. (Voir Ontario et Québec, Février, 1971)³. Le classement des moyennes varie souvent d'un mois à l'autre. La caractéristique de risque minime du type de prêt et la nature à court-terme des changements de classement, ensemble, diminuent la plausibilité que les changements dans la composante des risques des prêts individuels et les changements du risque des prêts dans des régions particulières, puissent expliquer le phénomène.

Des recherches supplémentaires seraient nécessaires pour arriver à une conclusion sûre qu'il y aurait des profits appréciables à réaliser avec les opérations de déplacement. Une B.F.H. en ferait l'expérience à l'essai.

Sur la liste, la spéculation était la cinquième source de profits pour la B.F.H. Pour spéculer avec succès, la Société devrait réussir à faire des accroissements nets dans ses inventaires quand les taux d'intérêt hypothécaire sont élevés et des réductions nettes, quand ils sont bas. On pourrait puiser aux sources à court terme de fonds pour financer les changements des disponibilités d'inventaire.

Il n'est pas facile d'avoir du succès comme spéculateur en obligations et en valeurs. Est-ce raisonnable, alors, de s'attendre qu'une B.F.H. réussisse en spéculation sur les créances hypothécaires résidentielles? Tout en ne prétendant pas être capable de répondre à la question, on peut faire deux observations.

Pour la première, nous retournerons à l'hypothèse de Guttentag concernant les rendements hypothécaires mentionnés au Chapitre 6. Guttentag raisonne comme suit. La demande de logements est relativement stable comparée aux demandes qui produisent d'autres formes d'investissement de capital. Il en résulte que des pressions pour les changements des taux d'intérêt tendent à naître sur le marché des obligations. Elles sont transmises au marché hypothécaire mais avec un décalage parce que le processus de transmission dépend entièrement des activités des prêteurs du secteur primaire. Il n'y a pas d'activité de conversion. A cause de la nature personnelle du processus d'origine de l'hypothèque, les prêteurs ne changent pas leur taux d'intérêt avec chaque changement mineur du rendement des obligations, mais réagissent plutôt aux changements qui "subsistent avec le temps". Donc "le processus de transmission prend du temps et le rendement hypothécaire retarde".⁴ Ainsi les mouvements du rendement des obligations peuvent être un indice de prédiction des mouvements des taux hypothécaires avec assez de fréquence pour permettre une spéculation profitable.

Pour la deuxième observation, nous revenons au Chapitre I. Là, il fut suggéré que les banques réduisent leurs prêts hypothécaires en temps de resserrement monétaire parce qu'il leur est profitable de le faire. Il a été observé aussi que dans les périodes de resserrement monétaire, les compagnies d'assurance-vie ont à faire face à une augmentation des demandes

³ La différence maximale entre les moyennes mensuelles dans les bureaux régionaux de la SCHL à Montréal et Toronto, pour le même genre de prêt, dans la même période de deux ans, s'est présentée dans le même mois et fut même plus élevée, 0.55 p. 100, voir *Tableau A-18*.

⁴ J. M. Guttentag, "The Behavior of Residential Mortgage Yields Since 1951" in Guttentag and Cogan (eds.), *Essays in Interest Rates*, Vol. 1, National Bureau of Economic Research, General Series, No. 88 (New York: Columbia University Press, 1969), p. 31.

de prêts sur les polices qu'elles sont tenues de satisfaire. Ainsi, le resserrement monétaire réduit l'activité de deux groupes importants en investissements à buts multiples. Si la monnaie est resserrée parce que l'investissement non-résidentiel est élevé, les sociétés de fiducie, tout comme les investisseurs de placements à buts multiples, peuvent profiter de l'occasion pour garnir leur portefeuille d'obligations. Dans les périodes de resserrement monétaire, il semble qu'il y ait un grand vide à combler dans le marché des créances hypothécaires résidentielles. Comme il y a des profits à faire en établissant des prêts pour fin de vente et à en conserver la gestion, on trouvera probablement des établissements de crédit qui seraient prêts à mettre en vente de nouvelles créances hypothécaires.

Ces circonstances peuvent fournir une occasion extraordinaire pour des spéculations fructueuses par un investisseur à but unique. La nouvelle coutume d'émettre des hypothèques assurées LNH pour cinq ans, limite cependant, le changement de prix qui pourrait advenir comme résultat de certains changements des taux d'intérêt, et réduit la période au cours de laquelle les valeurs doivent être virées en spéculant. En 1971, 90 p. 100 des prêts, émis par des prêteurs agréés sous la LNH pour des résidences de propriétaire, étaient des hypothèques à terme renégociable.⁵

Sur la liste des sources de revenu pour la B.F.H., la sixième était la prise d'inventaires de créances hypothécaires résidentielles. Dans cette fonction, la Société peut en effet être tenue pour une société de prêts qui n'établit pas ses propres créances hypothécaires ni n'en assure la gestion. Les frais de l'acquisition (et de liquidation) des inventaires sont les frais de service des transactions. Les frais de gestion sont généralement près de 3/8 p. 100 sur le solde en instance pour les ensembles de prêts pour logements unifamiliaux et 1/4 à 1/8 p. 100 pour les prêts pour logements multifamiliaux. (La B.F.H. assumerait une partie de ces frais si elle faisait sa propre gestion). En se référant aux rendements des créances hypothécaires et des obligations de sociétés dans le *Tableau A-17*, on aura une indication approximative sur les marges de profit à réaliser. Ceci s'avèrera être probablement la plus grande source de profits de la B.F.H.

La septième source de profits est le revenu de l'investissement des avoirs liquides et autres placements non-hypothécaires. Elle ne sera que d'importance secondaire, surtout si on emploie le financement à court-terme pour la manipulation de changements d'inventaires.

5. Effets sur les disponibilités de fonds hypothécaires

La raison principale de la proposition d'établir une B.F.H., c'est d'améliorer l'offre privée de fonds hypothécaires résidentiels en ce qui concerne son volume potentiel de même que sa stabilité. Les auteurs de cet ouvrage ont indiqué plusieurs procédés par lesquels une B.F.H. pourrait augmenter la capacité du secteur privé à fournir des fonds hypothécaires.

Au chapitre 4, il a été suggéré que quelques autres sociétés de fiducie ayant un plus haut coefficient hypothèque/actif dans leurs compagnies et des fonds garantis, pourraient être capables de suivre l'exemple de la Royal

⁵ Société centrale d'hypothèques et de logement, *Statistiques du logement au Canada — 1971* (Ottawa: SCHL, 1972) p. 22.

Trust et d'établir des fonds à capital variable comme le fonds "M". On a observé que les compagnies d'assurance-vie avaient une tendance de plus en plus marquée d'établir des fonds séparés d'un type ou autre et qu'une B.F.H. pourrait rendre possible d'offrir une option de rappel plus attrayante, dans le cas où des fonds hypothécaires seraient établis. Dans les entrevues de l'enquête-sondage, 14 des 40 compagnies ont dit qu'elles augmenteraient la proportion de leurs fonds engagés dans les créances hypothécaires si elles pouvaient emprunter d'une B.F.H. (Question 26). Dix compagnies ont dit que si elles pouvaient vendre des créances hypothécaires à une B.F.H., elles augmenteraient la proportion de leurs fonds engagés dans les hypothèques (Question 29). Les sociétés de fiducie et les compagnies de prêt dominaient dans les réponses positives.

Finalement, au chapitre 5, une évaluation conjecturale mais plutôt plausible fut faite et montre que les régimes fiduciaires de pension pourraient être persuadés par l'existence d'une B.F.H. d'augmenter leurs investissements hypothécaires par quelque \$120 millions à leur échelle d'opérations de 1972 et d'après leur taux de croissance, et atteindraient une augmentation de quelque \$200 millions en 1976.

Qu'une B.F.H. puisse faire des profits spéculatifs affecte la possibilité de l'établir en entreprise privée. Cependant, il ne s'ensuit pas automatiquement que la spéculation fructueuse produirait une réduction de l'instabilité à court-terme dans l'offre privée des fonds hypothécaires. Que cela puisse arriver dépend de la nature des forces de conversion qui existent entre le marché hypothécaire résidentiel et les autres composantes du marché du capital, surtout le marché des obligations. Si ces forces sont assez efficaces et opèrent rapidement, l'augmentation d'achats de créances hypothécaires par la B.F.H. en périodes de resserrement monétaire pourrait simplement créer une augmentation des ventes de créances hypothécaires en instance par les institutions de prêt qui veulent substituer les obligations aux créances hypothécaires à cause d'un changement de l'attrait relatif des deux types d'investissement. Les prêts hypothécaires nouveaux n'augmenteraient pas comme résultat de l'augmentation d'activité de la B.F.H.⁶

Il y a au moins deux raisons pour croire que les forces de conversion peuvent ne pas être assez fortes pour empêcher un certain effet positif émanant des spéculations fructueuses de la B.F.H. La première est que les prêts avec taux d'intérêts plus faibles que le taux d'intérêt prédominant doivent être vendus avec un escompte. Ainsi, si les taux d'intérêts ont augmenté, la vente des avoirs hypothécaires comportent l'enregistrement de pertes comptables, assumant que les prêts avaient été établis au pair. Toute répugnance à enregistrer des pertes comptables inhiberait la conversion des créances hypothécaires aux obligations. Comme on l'a noté au chapitre 4, la capacité légale d'emprunt des sociétés de fiducie et des compagnies de prêt est régie par le volume de l'excédent de leurs avoirs sur leurs obliga-

⁶ Si tel était le cas, on devrait noter que tandis que les opérations de la B.F.H. auraient moins d'effet sur la diminution de l'instabilité de l'offre sur le marché hypothécaire, elles auraient un effet d'intégration assez forte sur les marchés d'obligations et de créances hypothécaires. Du point de vue de l'efficacité du marché du capital dans son ensemble, cela est désirable.

tions. L'enregistrement de pertes comptables réduit leur capacité légale d'emprunt. La vente de créances hypothécaires avec escompte nécessiterait alors qu'ils réduisent leur endettement s'ils sont proches de leur maximum légal d'endettement. Si, comme politique de compagnie, ils avaient moins que le maximum, leur réserve de capacité d'endettement, en fait un genre de liquidité, serait réduite. A cause du haut niveau de la caractéristique de l'effet spéculatif accru des affaires des sociétés de fiducie et des compagnies de prêt, un dollar de pertes comptables réduit la capacité d'emprunt dans l'ordre de 15 dollars ou plus. Quelques autres investisseurs pourraient être détournés de la conversion par le simple fait que les pertes comptables sont enregistrées immédiatement, tandis que les bénéfices plus élevés de l'opération sont répartis sur une certaine période.

Cependant les forces de conversion pourraient augmenter avec le temps. Les méthodes comptables pourraient changer. Si le procédé d'amortissement des pertes comptables se développait, par exemple, la conversion serait moins inhibée par les règles comptables. De même, si l'adoption de la méthode d'évaluer les créances hypothécaires sur la base du rendement en cours, se répandait sur le marché original, cela signifierait que les pertes comptables s'enregistreraient dès que les taux d'intérêt augmentent, que les prêts soient vendus ou non. Il n'y aurait pas alors d'obstacle comptable à la conversion. Quelques investisseurs évaluent déjà leurs valeurs à revenus fixes sur la base de leur valeur marchande, si celle-ci est facilement disponible, afin de calculer le taux de rendement réalisé par leur portefeuille. Dans l'enquête-sondage sur l'investissement hypothécaire par les régimes fiduciaires de pension complétée par le groupe de travail du projet, 20 des 49 répondants ont dit que c'était là leur pratique (Voir Annexe C, Question 1). La fourniture continue de cotations pour les types courants de créances hypothécaires par une B.F.H. pourrait devenir la base de l'extension de la comptabilité selon la valeur marchande aux créances hypothécaires résidentielles.

La profession comptable n'a pas l'habitude de changer trop souvent ses méthodes. D'un autre côté, quel que soit le degré de changement qui survient, il pourrait être accompagné d'une bienveillance grandissante de la part des investisseurs sophistiqués d'accepter les pertes en valeur comptable comme condition préalable à l'augmentation des bénéfices à long terme.

Le besoin qu'ont les grands établissements de prêt de maintenir une position sociale positive est un autre genre d'imperfection du marché qui restreint les conversions. Se trouver non seulement en train de favoriser d'autres emprunteurs à solliciter de nouveaux prêts, mais aussi disposant de valeurs hypothécaires en instance, pourrait étendre les antipathies sociales latentes pour les grandes institutions financières à un degré d'activisme dangereux. Une bonne stratégie pour maximiser les bénéfices à la longue, doit prendre en considération les attitudes sociales et les tendances politiques pour y parvenir.

Le problème du maintien d'une position sociale favorable influe sur un autre aspect de la question, savoir si la spéculation fructueuse par une B.F.H. réduirait l'instabilité de l'offre des fonds hypothécaires. C'est-à-dire, jusqu'à quel point les efforts de la B.F.H. à élargir la disponibilité de fonds

durant les périodes de resserrement monétaire pourrait faire tomber le taux, limitant ainsi le champs pour ce genre d'activité.

Voir le graphique ci-dessous:

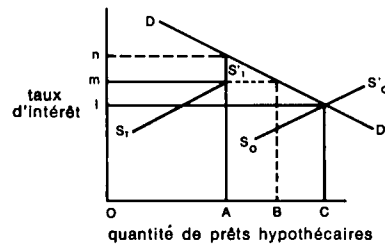


Figure 7-1

Supposons que S_0S_0' représente la courbe de l'offre institutionnelle de fonds hypothécaires résidentiels pendant une période de politique monétaire neutre. Une quantité de fonds OC est prêtée et empruntée à un taux d'intérêt de i . Maintenant, supposons que la formation de capital non-résidentiel augmente, faisant accroître la demande de fonds des établissements de prêt. Pour simplifier nous assumerons que la courbe de demande de fonds hypothécaires résidentiels reste constante. Parce que les compagnies de prêt trouvent attrayant de financer les investissements non résidentiels, leur courbe d'offres de fonds hypothécaires dévie vers la gauche à S_1S_1' . Ils prêtent une somme OA à un taux d'intérêt Om . Ce taux est plus bas que celui que les usagers sont prêts à payer, selon elles, qui est On . Le taux plus bas est choisi pour des raisons de position sociale. Le résultat est que la somme AB pourrait être fournie au marché sans causer une baisse du taux. Une B.F.H., qu'elle soit propriété publique ou privée, voudrait probablement accentuer une augmentation d'offre plutôt qu'investir à des taux de rendement plus élevés que le taux de position sociale des compagnies de prêt.

III. CONCLUSION

Dans ce post-scriptum nous avons essayé d'éviter de faire des prétentions injustifiées en ce qui concerne l'importance prévisible des bénéfices d'une B.F.H. tel que spécifié au Bill C-135. Des prétentions exagérées tendent à créer de fausses attentes et une éventuelle déception qui pourrait engendrer des réactions indésirables. C'est spécialement le cas en ce qui concerne l'objectif de réduction de l'instabilité de l'offre dans le marché hypothécaire résidentiel. En tout cas, nous ne trouvons pas que des bénéfices positifs importants doivent être prévus pour justifier une B.F.H. Les risques que comporte son établissement sont minimes. Au pire, elle pourrait devenir en pratique rien qu'une société de prêt modifiée; et de telles sociétés jouent un rôle constructif dans l'économie. D'un autre côté un B.F.H. florissante, non seulement améliorerait le marché hypothécaire résidentiel et le marché du capital généralement, mais créerait aussi un précédent pour l'étude d'autres institutions financières gouvernementales en vue de les passer à l'entreprise privée.

Annexe A

Documentation

par E. Sussman et son personnel

Annexe “A”

Liste des Tableaux

- A-1 Mises en chantier et parachèvements d’unités de logement, 1950-1971.
- A-2 Dépenses en construction, nouveaux logements, suivant la source de financement, 1950-1971.
- A-3 Répartition en pourcentages des dépenses de construction, nouveaux logements, suivant la source de financement, 1950-1971.
- A-4 Prêts hypothécaires en instance des organismes gouvernementaux, des institutions prêteuses et autres investisseurs, 1950-1971.
- A-5 Encours des obligations, 1952-1971.
- A-6 Prêts hypothécaires en instance d’institutions prêteuses et de régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-7 Actifs globaux des institutions prêteuses et des régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-8 Prêts hypothécaires en instance, comme pourcentage des actifs globaux des institutions prêteuses et des régimes fiduciaires de pension, 1950-1971.
- A-9 Prêts hypothécaires en instance et actifs globaux de 11 sociétés de fiducie et de 8 sociétés de prêt, par raison sociale, 1970.
- A-10 Prêts hypothécaires consentis par les prêteurs agréés et par la SCHL, aux termes des lois sur l’habitation, 1935-1971.
- A-11 Prêts hypothécaires consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, à l’égard de nouveaux logements, 1950-1971.
- A-12 Prêts hypothécaires consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, à l’égard de logements existants 1950-1971.
- A-13 Prêts hypothécaires à l’habitation consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, 1950-1971.
- A-14 Prêts hypothécaires à l’habitation consentis par les institutions prêteuses et par la SCHL, et nouvelles émissions d’obligations et d’actions, en dollars canadiens, 1952-1971.
- A-15 Répartition en pourcentages des prêts hypothécaires à l’habitation consentis par les institutions prêteuses et la SCHL, et nouvelles émissions d’obligations et d’actions, en dollars canadiens, 1952-1971.
- A-16 Rendement des créances hypothécaires et des obligations et marges de rendement sur les obligations du Canada à long terme, 1951-1971.

- A-17* Rendement des créances hypothécaires et des obligations et marges de rendement sur les obligations du Canada à long terme, 1965-1971.
- A-18* Taux d'intérêt moyens sur les prêts aux termes de la LNH consentis sur les nouvelles constructions pour les propriétaires occupants, par les prêteurs agréés et par la SCHL, par l'entremise de ses bureaux régionaux et de ses bureaux locaux à Montréal et Toronto, mensuel, 1970-71.
- A-19* Ventes de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH et encours des prêts hypothécaires assurés aux termes de la LNH, 1954-71.
- A-20* Ventes et achats de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, par genre de négociateur, 1954-1971.
- A-21* Répartition des transactions en créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, par genre de négociateur, 1971.
- A-22* Offres et montants, prix et rendements sur les ventes de créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, au cours des enchères de la SCHL, 1961-1965.
- A-23* Répartition des créances hypothécaires assurées aux termes de la LNH, au cours des enchères de la SCHL, 1961-1965.
- A-24* Conditions de l'hypothèque aux termes de la législation sur l'habitation, prêts conjoints et prêts assurés, 1935-1971.

Tableau A-1

MISES EN CHANTIER ET PARACHÈVEMENTS D'UNITÉS DE LOGEMENT,
1950-71

	<i>Mises en chantier</i>	<i>Parachèvements</i>
1950	92,531	89,015
51	68,579	81,310
52	83,246	73,087
53	102,409	96,839
54	113,527	101,965
55	138,276	127,929
56	127,311	135,700
57	122,340	117,283
58	164,632	146,686
59	141,345	145,671
1960	108,858	123,757
61	125,577	115,608
62	130,095	126,682
63	148,624	128,191
64	165,658	150,963
65	166,565	153,037
66	134,474	162,192
67	164,123	149,242
68	196,878	170,993
69	210,415	195,826
1970	190,528	175,827
71	233,653	201,232

Référence: SCHL.

Tableau A-2

DÉPENSES DE CONSTRUCTION, NOUVEAUX LOGEMENTS,
SUIVANT LA SOURCE DE FINANCEMENT, 1950-1971

(en millions de dollars)

	Fonds publics aux termes de la loi fédérale				Fonds institutionnels		Autres fonds			total
	dépenses directes	prêts SCHL	autres prêts	total	LNH	non LNH	mise de fonds de propriété			
1951	43.1	86.5	9.8	139.4	130.0	58.1	188.1	225.1	229.5	782.1
52	52.9	64.2	7.4	124.5	125.2	67.4	192.6	284.0	279.2	880.3
53	39.5	100.7	9.0	149.2	173.0	86.7	259.7	361.4	397.7	1,168.0
54	18.5	86.3	8.5	113.3	338.7	120.9	459.6	292.2	445.1	1,310.2
55	25.7	23.3	9.9	58.9	563.3	197.9	761.2	312.8	542.2	1,675.1
56	30.8	16.3	8.9	56.0	564.1	254.8	818.9	344.9	465.2	1,685.0
57	40.0	59.8	8.8	108.6	286.1	256.6	542.7	218.0	624.1	1,493.4
58	41.1	334.5	8.5	384.1	447.6	275.9	723.5	282.8	519.5	1,909.9
59	31.7	309.1	8.0	348.8	410.1	338.5	743.6	382.8	356.1	1,831.3
1960	28.6	271.3	7.9	307.8	180.6	299.6	480.2	266.4	438.5	1,492.9
61	19.9	275.2	3.8	298.9	382.6	247.0	629.6	227.9	312.9	1,469.3
62	23.0	192.3	7.8	223.1	375.8	388.7	764.5	310.6	235.6	1,533.8
63	28.5	143.2	9.3	181.0	335.5	543.8	879.3	243.7	324.5	1,628.5
64	17.8	302.8	11.8	332.4	294.9	688.3	983.2	264.1	392.1	1,971.8
65	14.3	336.4	15.2	365.9	301.9	792.9	1,094.8	308.9	408.1	2,177.7
66	24.8	479.5	10.3	514.6	198.5	617.9	816.4	455.6	363.7	2,150.3
67	25.0	770.0	11.7	806.7	239.2	576.5	815.7	427.7	296.8	2,346.9
68	33.5	399.4	10.0	442.9	709.4	820.3	1,529.7	550.0	248.3	2,770.9
69	60.7	409.1	35.7	505.5	680.3	1021.7	1,702.0	556.3	575.1	3,338.9
1970	28.5	567.1	29.4	625.0	686.2	542.7	1,228.9	714.7	868.7	3,437.3
71	30.9	722.4	19.3	772.6	1360.6	714.3	2,074.9	891.4	638.6	4,377.5

Description: Les coûts globaux comprennent les coûts de construction, les coûts supplémentaires, et le coût du terrain. La rubrique "Mise de fonds de propriétaire" comprend les déboursés faits par les propriétaires ou les constructeurs sur les logements financés par des prêts venant de fonds publics ou de prêteurs agréés. Les déboursés sur les habitations financées par des prêts hypothécaires consentis par des prêteurs autres que les institutions prêteuses, ou financées par des prêts autres qu'hypothécaires, de même que les déboursés sur les logements financés entièrement par les propriétaires sont inclus dans la rubrique "Autres fonds". Cette même section comprend les prêts et subventions consentis par les gouvernements provinciaux et municipaux pour la construction de nouveaux logements. Sous le titre "Fonds publics", la rubrique "Dépenses directes" indique les déboursés pour la construction résidentielle entreprise par des ministères fédéraux pour leurs employés. La rubrique "Prêts SCHL" comprend les prêts consentis en vertu de l'article 40 pour compléter les prêts consentis par des prêteurs particuliers, les prêts pour le logement des citoyens à revenus modiques dans les programmes des sociétés à but non lucratif ou à dividendes limités, ainsi que les prêts consentis à des sociétés provinciales d'habitation. La rubrique "Autres prêts" représente les prêts consentis à même les fonds publics y inclus les prêts accordés en vertu de la Loi sur le crédit agricole et la Loi sur les terres destinées aux anciens combattants.

Tableau A-3

RÉPARTITION EN POURCENTAGES DES DÉPENSES DE CONSTRUCTION,
NOUVEAUX LOGEMENTS, SUIVANT LA SOURCE DE FINANCEMENT,
1950-1971

	<i>Fonds publics aux termes de la loi fédérale</i>				<i>Fonds institutionnels</i>			<i>Autres fonds</i>		
	<i>dépenses directes</i>	<i>prêts SCHL</i>	<i>autres prêts</i>	<i>total</i>	<i>LNH</i>	<i>non LNH</i>	<i>total</i>	<i>mise de fonds de proprié- taire</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>
1951	5.5	11.1	1.3	16.6	16.4	7.4	24.0	28.8	29.3	100.0
52	6.0	7.3	0.8	14.1	14.2	7.7	21.9	32.3	31.7	100.0
53	3.4	8.6	0.8	12.8	14.8	7.4	22.2	30.9	34.1	100.0
54	1.4	6.6	0.6	8.6	25.9	9.2	35.1	22.3	34.0	100.0
55	1.5	1.4	0.6	3.5	33.6	11.8	45.4	18.7	32.4	100.0
56	1.8	1.0	0.5	3.3	33.5	15.1	48.6	20.5	27.6	100.0
57	2.7	4.0	0.6	7.3	19.2	17.1	36.3	14.6	41.8	100.0
58	2.2	17.5	0.5	20.1	23.4	14.4	37.8	14.8	27.2	100.0
59	1.7	16.9	0.4	19.0	22.4	18.2	40.6	20.9	19.5	100.0
1960	1.9	18.2	0.5	20.6	12.1	20.1	32.2	17.8	29.4	100.0
61	1.4	18.7	0.3	20.4	26.0	16.8	43.8	15.5	21.3	100.0
62	1.5	12.5	0.5	14.5	24.5	25.3	49.8	20.3	15.4	100.0
63	1.8	8.8	0.6	11.2	20.6	33.3	53.9	15.0	19.9	100.0
64	0.9	15.4	0.6	16.9	15.0	34.9	49.9	13.3	19.9	100.0
65	0.7	15.4	0.7	16.8	13.9	36.4	50.3	14.2	18.7	100.0
66	1.2	22.3	0.5	24.0	9.2	28.7	37.9	21.2	16.9	100.0
67	1.1	32.8	0.5	34.4	10.2	24.6	34.8	18.2	12.6	100.0
68	1.2	14.4	0.4	16.0	25.6	29.6	55.2	19.8	9.0	100.0
69	1.8	12.3	1.1	15.2	20.4	30.6	51.0	16.6	17.2	100.0
1970	0.8	16.5	0.9	18.2	20.0	15.8	35.8	20.8	25.2	100.0
71	0.7	16.5	0.4	17.6	31.1	16.3	47.4	20.4	14.6	100.0

Tableau A-4

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE DES ORGANISMES
GOUVERNEMENTAUX, DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET AUTRES
INVESTISSEURS, 1950-1971

	<i>Gouvernements</i>	<i>Institutions prêteuses</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>
1950		459	1303	3130
51		595	1520	3781
52		674	1693	4281
53		768	1936	4429
54		850	2348	5102
55		868	3025	6280
56		893	3723	8010
57		973	4112	8406
58		1337	4657	9323
59		1681	5234	10156
1960		1995	5650	11349
61		2229	6219	13543
62		2410	7041	14776
63		2531	7911	16231
64		2823	9091	17703
65		3222	10502	20716
66		3879	11454	22988
67		4769	12282	25683
68		5267	13447	26940
69		5497	14930	29237
1970		6171	16216	31297
71		7038	* *	

Sources: Compilations et chiffres estimatifs de la SCHL.

Tableau A-5

ENCOURS DES OBLIGATIONS, 1952-1971

	Obligations des municipalités	Obligations des sociétés et "autres"	Obligations des provinces	Obligations du gouv. du Canada	Total
1952	1,547	3,406	3,292	15,186	23,431
53	1,729	3,780	3,567	15,637	24,713
54	1,969	4,263	3,863	15,466	25,561
55	2,203	4,611	4,073	16,000	26,887
56	2,427	5,410	4,616	15,234	27,687
57	2,710	6,379	5,169	15,165	29,423
58	3,063	6,964	5,786	16,416	32,229
59	3,370	7,093	6,366	17,135	33,964
1960	3,740	7,511	6,855	17,747	35,853
61	4,058	7,441	8,211	18,636	38,346
62	4,363	7,991	9,051	19,448	40,853
63	4,723	8,564	10,240	20,276	43,803
64	5,109	9,411	11,182	20,733	46,435
65	5,398	10,793	11,946	20,681	48,818
66	5,772	11,870	13,534	21,111	52,287
67	6,115	12,860	15,634	22,011	56,620
68	6,366	13,790	17,621	23,556	61,333
69	6,644	14,822	19,676	23,902	65,044
1970	6,946	16,302	21,736	25,746	70,730
71	7,221	18,135	23,931	28,277	77,564

Description: Volume total des obligations en instance, en devises canadiennes ou étrangères, selon les calculs de la Banque du Canada. Tiré de divers numéros du Bulletin des statistiques de la Banque du Canada.

Tableau A-6

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE D'INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DE RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

(en millions de dollars)

	Institutions prêteuses						régimes fiduciaires total de pension	total
	compagnies d'assurance-vie	banques à charte	société de fiducie	sociétés de prêt	autres	total		
1950	901	—	113	265	24	1,303	—	1,303
51	1,077	—	128	289	26	1,520	—	1,520
52	1,214	—	136	314	29	1,693	—	1,693
53	1,402	—	149	352	33	1,936	—	1,936
54	1,658	74	178	396	42	2,348	—	2,348
55	2,016	294	228	444	43	3,025	—	3,025
56	2,408	493	268	497	57	3,723	120	3,843
57	2,660	586	275	521	70	4,112	179	4,291
58	2,875	790	343	569	80	4,657	231	4,888
59	3,140	968	409	629	88	5,234	279	5,513
1960	3,412	971	472	698	97	5,650	299	5,949
61	3,710	953	622	815	119	6,219	341	6,560
62	4,142	921	845	989	144	7,041	414	7,455
63	4,560	885	1,103	1,188	175	7,911	479	8,390
64	5,094	846	1,449	1,492	210	9,091	542	9,633
65	5,662	810	1,927	1,827	276	10,502	623	11,125
66	6,248	778	2,169	1,949	310	11,454	676	12,130
67	6,636	840	2,414	2,073	319	12,282	724	13,006
68	7,107	1,043	2,727	2,235	335	13,447	776	14,237
69	7,490	1,325	3,264	2,508	343	14,930	863	15,773
1970	7,675	1,457	3,829	2,868	387	16,216	1,022	17,238
71	7,771 ^e	2,304	4,463 ^e	3,142 ^e	400 ^e	18,080	1,194 ^e	19,274

Description: Le total des prêts hypothécaires détenus par divers prêteurs, selon les estimations de la SCHL dans ses relevés annuels. Les chiffres comprennent les prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation, les prêts hypothécaires non LNH ainsi que les prêts hypothécaires garantis par des immeubles non-résidentiels.

Tableau A-7

ACTIFS GLOBAUX DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

(en millions de dollars)

	<i>Institutions prêteuses</i>					régimes fiduciaires total de pension	total	
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>société de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>			
1950	3,972	9,443	424	405	310	14,554	—	14,554
51	4,223	9,458	446	423	318	14,868	—	14,868
52	4,497	10,128	466	446	336	15,873	—	15,873
53	4,889	10,656	474	464	350	16,833	—	16,833
54	5,180	11,433	624	532	370	18,139	—	18,139
55	5,642	12,690	706	598	392	20,028	—	20,028
56	6,035	13,408	740	644	414	21,241	2,000	23,241
57	6,544	14,244	772	694	430	22,684	2,460	25,144
58	7,066	15,840	954	771	463	25,094	2,791	27,885
59	7,491	15,784	1,058	844	464	25,641	3,200	28,841
1960	8,040	16,917	1,302	914	495	27,668	3,583	31,251
61	8,660	19,153	1,585	1,090	526	31,014	4,036	35,050
62	9,381	20,272	1,894	1,300	548	33,395	4,530	37,925
63	10,188	22,094	2,321	1,544	583	36,730	5,127	41,857
64	10,893	23,872	2,860	1,936	626	40,187	5,766	45,953
65	11,699	25,875	3,439	2,426	676	44,115	6,541	50,656
66	12,358	27,773	3,923	2,570	701	47,325	7,250	54,575
67	13,121	31,649	4,353	2,772	757	52,652	8,068	60,720
68	13,841	36,699	4,980	2,978	839	59,337	8,972	68,309
69	14,461	42,578	5,771	3,292	787	66,889	10,003	76,892
1970	15,218	47,307	6,564	3,778	857	73,724	11,059	84,783
71	15,978	54,428	7,401	4,191	930	82,928	12,200	95,128

Source: Compilé par la SCHL à partir de diverses sources.

Tableau A-8

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE, COMME POURCENTAGE DES ACTIFS GLOBAUX DES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET DES RÉGIMES FIDUCIAIRES DE PENSION, 1950-1971

	<i>Institutions prêteuses</i>					régimes fiduciaires total de pension	total	
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>société de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>			
1950	22.7	—	26.7	65.4	7.7	9.0	—	8.9
51	25.5	—	28.7	68.3	8.2	10.2	—	10.2
52	27.0	—	29.2	70.4	8.6	10.7	—	10.7
53	28.7	—	31.4	75.9	9.4	11.5	—	11.5
54	32.0	0.7	28.5	74.4	11.4	12.9	—	12.9
55	35.7	2.3	32.3	74.3	11.0	15.1	—	15.1
56	39.9	3.7	36.2	77.2	13.8	17.5	6.0	16.5
57	40.7	4.1	35.6	75.1	16.3	18.1	7.3	17.1
58	40.7	4.9	40.0	73.8	17.3	18.6	8.3	17.5
59	41.9	6.1	38.6	74.5	19.0	20.4	8.7	19.1
1960	42.4	5.7	36.3	76.4	19.6	20.4	8.3	19.0
61	42.8	4.9	39.2	74.8	22.6	20.0	8.5	18.7
62	44.1	4.5	44.6	76.1	26.3	21.1	9.1	19.7
63	44.8	4.0	47.5	76.9	30.0	21.5	9.3	20.0
64	46.8	3.5	50.6	77.1	33.6	22.6	9.4	21.0
65	48.4	3.1	56.0	75.3	40.8	23.8	9.5	22.0
66	50.7	2.8	55.3	75.8	44.2	24.2	9.3	22.2
67	50.9	2.7	55.5	74.8	42.1	23.3	9.0	21.4
68	51.4	2.9	54.7	75.1	39.9	22.7	8.7	20.8
69	51.8	3.1	56.6	76.2	43.6	22.3	8.6	20.5
1970	50.4	3.1	58.3	75.9	45.2	22.0	9.2	20.3
71	48.6	4.2	60.3	75.0	43.0	21.8	9.8	20.3

Tableau A-9

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES EN INSTANCE ET ACTIFS GLOBAUX
DE 11 SOCIÉTÉS DE FIDUCIE ET DE
8 SOCIÉTÉS DE PRÊT, PAR RAISON SOCIALE, 1970

<i>Institution prêteuse</i>	<i>Hypothèques (millions de dollars)</i>	<i>Actifs globaux (millions de dollars)</i>	<i>Hypothèques en pourcentage des actifs globaux</i>
Sociétés de fiducie			
1. Royal	650	1,417	46.0%
2. Canada Permanent	493	683	72.2
3. Guaranty	417	653	64.0
4. National	280	558	50.2
5. Montreal	210	496	42.3
6. Victoria and Grey	350	444	79.0
7. Canada	359	467	77.0
8. Waterloo Trust and Savings	107	192	55.7
9. Crown	78	113	69.0
10. Sterling	44	56	78.6
11. Industrial Mortgage	14	23	70.0
11 Sociétés	3,002	5,102	59.0
Sociétés de prêt			
1. Canada Permanent Mortgage	609	775	78.6
2. Huron and Erie Mortgage	523	710	73.7
3. Credit Foncier Franco-Canadien	217	258	84.1
4. Kinross Mortgage	291	303	96.0
5. Royal Trust Mortgage	171	203	56.4
6. Eastern Canada Savings and Loan	155	173	89.6
7. Nova Scotia Savings and Loan	79	86	92.0
8. Lambton Loan and Investment	32	39	82.1
8 Sociétés	2,077	2,547	81.5

Source: Compilé par la SCHL.

Tableau A-10

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS¹ PAR LES PRÊTEURS AGRÉÉS ET
PAR LA SCHL, AUX TERMES DES LOIS SUR L'HABITATION, 1935-1971

	Millions de dollars			Pourcentages du total	
	prêteurs agrés	SCHL	total	prêteurs agrés	SCHL
LDH ²					
1935-1938	19,619	—	19,619	100.00	—
LNH, 1938					
1938-1945	67,519	—	67,519	100.00	—
LNH, 1944					
1945	22,511	—	22,511	100.00	—
46	37,628	18,323	55,951	67.25	32.75
47	52,120	11,100	53,230	97.91	2.09
48	96,363	7,928	104,291	92.39	7.61
49	111,979	28,851	140,830	79.51	20.49
1950	259,306	25,181	284,487	91.14	8.86
51	113,584	10,037	123,621	91.88	8.12
52	201,595	47,489	249,084	80.93	19.07
53	236,156	54,370	290,526	81.28	18.72
54	55,239	1,074	56,313	98.09	1.91
Total	1,185,032	193,802	1,378,834	85.94	14.06
LNH, 1954					
1954	378,198	20,446	398,644	94.87	5.13
55	600,658	16,518	617,176	97.32	2.68
56	387,497	19,745	407,242	95.15	4.85
57	260,976	233,012	493,988	52.83	47.17
58	510,011	372,913	882,924	57.76	42.24
59	283,008	343,159	626,167	45.19	54.81
1960	231,903	161,089	392,992	59.00	41.00
61	439,386	272,902	712,288	61.68	38.32
62	383,852	186,654	570,506	67.28	32.72
63	364,500	319,879	684,379	53.25	46.75
64	330,584	397,069	727,653	45.43	54.57
65	308,591	467,057	775,648	39.78	60.22
66	134,580	536,682	671,262	20.04	79.96
67	340,959	674,068	1,015,027	33.59	66.41
68	798,754	443,301	1,242,055	64.30	35.70
69	650,290	546,938	1,197,228	54.31	45.69
1970	816,681	903,408	1,720,089	47.47	52.53
71	1,589,944	676,255	2,266,169	70.15	29.85
Total	8,810,372	6,591,065	15,401,437	57.20	42.80
Total 1935-71	10,082,542	6,784,867	16,867,409	59.77	40.23

¹ Les données sont nettes.

² Loi du Dominion sur l'Habitation.

Référence: SCHL.

Tableau A-11

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES
ET LA SCHL, À L'ÉGARD DE NOUVEAUX LOGEMENTS, 1950-1971

(en millions de dollars)

	<i>Institutions prêteuses</i>						<i>SCHL</i>	<i>total</i>
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>		
1950	269	—	8	28	4	310	25	335
51	208	—	7	18	5	237	10	247
52	262	—	7	30	4	303	47	350
53	320	—	10	39	6	374	54	428
54	395	158	27	55	9	645	20	665
55	428	326	56	55	10	874	17	891
56	417	158	46	49	10	680	20	700
57	251	173	37	44	12	517	233	750
58	353	300	67	74	16	810	373	1183
59	352	175	64	53	6	651	343	994
1960	379	1	88	73	8	549	161	710
61	495	—	190	83	18	786	273	1059
62	533	—	199	107	24	862	187	1049
63	616	—	250	152	20	1038	320	1358
64	647	9	273	193	42	1165	397	1562
65	690	6	316	156	54	1222	467	1689
66	459	—	144	120	42	765	537	1302
67	494	128	303	137	40	1101	674	1775
68	614	333	528	222	98	1795	443	2238
69	379	284	650	268	109	1690	547	2237
1970	177	379	545	200	96	1397	903	2300
71	353	851	742	402	123	2471	676	3147

Description: Prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation et prêts non LNH consentis pour les nouvelles maisons unifamiliales et nouveaux blocs d'appartements. Les données nettes sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-12

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES
ET LA SCHL, À L'ÉGARD DE LOGEMENTS EXISTANTS, 1950-1971

(en millions de dollars)

	<i>Institutions prêteuses</i>						<i>SCHL</i>	<i>total</i>
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>		
1950	56	—	21	37	1	115	—	115
51	54	—	20	37	3	114	—	114
52	51	—	19	44	3	118	—	118
53	48	—	24	41	3	117	—	117
54	58	—	32	49	5	144	—	144
55	76	—	38	60	8	182	—	182
56	78	—	31	58	9	176	—	176
57	57	—	37	46	10	150	—	150
58	79	—	55	63	11	208	—	208
59	95	—	55	57	9	216	—	216
1960	79	—	58	70	14	221	—	221
61	103	—	85	89	23	300	—	300
62	118	—	106	109	25	358	—	358
63	127	—	156	123	25	430	—	430
64	164	—	243	189	44	640	—	640
65	198	—	296	211	45	749	20	769
66	126	—	191	132	21	471	19	490
67	135	102	251	151	17	655	42	697
68	73	97	256	132	15	572	49	621
69	54	81	354	153	30	672	59	731
1970	39	114	347	185	38	723	31	754
71	74	253	611	385	36	1359	37	1396

Description: Prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation et prêts consentis pour les maisons unifamiliales et les blocs d'appartements existants. Les données nettes sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-13

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES
INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET LA SCHL, 1950-1971

(en millions de dollars)

<i>Institutions prêteuses</i>								
	<i>compagnies d'assurance- vie</i>	<i>banques à charte</i>	<i>sociétés de fiducie</i>	<i>sociétés de prêt</i>	<i>autres</i>	<i>total</i>	<i>SCHL</i>	<i>total</i>
1950	325	—	29	65	5	425	25	450
51	262	—	27	55	8	351	10	361
52	313	—	26	74	7	421	47	468
53	368	—	34	80	9	491	54	545
54	453	158	59	104	14	789	22	811
55	504	326	94	115	18	1056	17	1073
56	495	158	77	107	19	856	20	876
57	308	173	74	90	22	667	233	900
58	432	300	122	137	27	1018	373	1391
59	447	175	119	110	15	867	343	1210
1960	458	1	146	143	22	770	161	931
61	598	—	275	172	41	1086	273	1359
62	651	—	305	216	49	1220	187	1407
63	743	—	406	275	45	1468	320	1788
64	811	9	516	382	86	1805	397	2202
65	888	6	612	367	99	1971	487	2458
66	585	—	335	252	63	1236	556	1792
67	629	230	554	288	57	1756	716	2472
68	687	430	784	354	113	2367	492	2859
69	433	365	904	421	139	2362	606	2968
1970	216	493	892	385	134	2120	934	3054
71	426	1,104	1,354	787	159	3830	713	4543

Description: Prêts hypothécaires consentis aux termes de la LNH et prêts non LNH pour l'ensemble des maisons unifamiliales et des blocs d'appartements, nouveaux et existants. Les données sont extraites de relevés de la SCHL.

Tableau A-14

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES
INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET PAR LA SCHL, ET NOUVELLES ÉMISSIONS
D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS, EN DOLLARS CANADIENS, 1952-1971

(en millions de dollars)

<i>Obligations et actions</i>									
	<i>hypothèques</i>	<i>obliga- tions ass. du gouv.</i>	<i>obliga- tions des pro- vinces</i>	<i>obliga- tions des mu- nicipa- lités</i>	<i>obliga- tions des sociétés</i>	<i>autres obliga- tions</i>	<i>actions privi- légiées</i>	<i>actions ordi- naires</i>	<i>total</i>
1952	468	827	355	189	419	31	29	223	2,073
53	545	2,033	251	221	416	3	83	206	3,213
54	811	3,400	380	340	598	39	92	147	4,996
55	1,073	1,370	371	299	688	52	171	367	3,318
56	876	1,527	420	251	812	13	190	513	3,726
57	900	2,602	632	287	802	19	132	428	4,902
58	1,391	9,200	559	355	795	15	45	287	11,256
59	1,210	2,893	562	395	432	35	99	349	4,765
1960	931	2,665	684	461	636	38	57	185	4,726
61	1,359	3,429	1,143	488	637	49	61	396	6,203
62	1,407	3,307	1,201	451	648	28	92	259	5,986
63	1,788	3,301	1,105	584	753	41	165	249	6,198
64	2,202	3,383	1,087	553	1,066	30	116	409	6,644
65	2,458	2,874	1,197	469	1,363	83	255	293	6,534
66	1,792	4,159	1,770	519	1,027	52	238	389	8,154
67	2,472	3,694	2,098	616	1,266	81	221	268	8,244
68	2,859	6,329	1,907	421	1,039	101	147	445	10,389
69	2,968	6,424	1,873	460	1,179	131	163	849	11,079
1970	3,054	4,359	2,959	615	1,803	145	130	244	10,255
71	4,543	5,208	2,959	583	2,322	112	141	176	11,501

Description: Prêts hypothécaires aux termes de la LNH et prêts non LNH consentis à l'égard des propriétés résidentielles, nouvelles et existantes. Les données sont brutes et s'appliquent au total des nouvelles émissions de valeurs mises sur le marché.

Tableau A-15

RÉPARTITION EN POURCENTAGES DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES À L'HABITATION CONSENTIS PAR LES INSTITUTIONS PRÊTEUSES ET LA SCHL, ET NOUVELLES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS, EN DOLLARS CANADIENS, 1952-1971

Nouvelles émissions, valeurs mises sur le marché (total)

	<i>total des prêts hypothécaires consentis à l'habitation</i>	<i>obligations ass. du gouv.</i>	<i>obligations des provinces</i>	<i>obligations des municipalités</i>	<i>obligations des sociétés</i>	<i>autres obligations</i>	<i>actions privilégiées</i>	<i>actions ordinaires</i>	<i>total</i>
1952	18.4	32.6	14.0	7.4	16.5	1.2	1.1	8.8	100.
53	14.5	54.1	6.7	5.9	11.1	.1	2.2	5.5	100.
54	14.0	58.6	6.5	5.9	10.3	.7	1.6	2.5	100.
55	24.4	31.2	8.5	6.8	15.7	1.2	3.9	8.4	100.
56	19.0	33.2	9.1	5.5	17.6	.3	4.1	11.2	100.
57	15.5	44.9	10.9	5.0	13.8	.3	2.3	7.4	100.
58	11.0	72.7	4.4	2.8	6.3	.1	.4	2.3	100.
59	20.3	48.4	9.4	6.6	7.2	.6	1.7	5.8	100.
1960	16.5	47.1	12.1	8.2	11.2	.7	1.0	3.3	100.
61	17.9	45.2	15.1	6.4	8.4	.7	.8	5.4	100.
62	19.0	44.6	16.2	6.1	8.7	.4	1.3	3.7	100.
63	22.4	41.3	13.8	7.3	9.4	.5	2.1	3.1	100.
64	24.8	38.2	12.3	6.3	12.0	.3	1.3	4.8	100.
65	27.2	31.8	13.2	5.2	15.2	.9	2.9	3.6	100.
66	17.9	41.6	17.8	5.2	10.5	.5	2.5	4.1	100.
67	22.9	34.2	19.4	5.7	11.9	.8	2.0	3.0	100.
68	21.5	47.6	14.4	3.2	7.8	.8	1.1	3.6	100.
69	21.1	45.7	13.3	3.3	8.4	.9	1.2	6.0	100.
1970	22.9	32.8	22.2	4.6	13.5	1.2	1.0	1.8	100.
71	29.0	32.5	18.4	3.6	14.5	.7	.9	1.1	100.

Tableau A-16

RENDEMENT DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET DES OBLIGATIONS, ET MARGES DE
RENDEMENT SUR LES OBLIGATIONS DU CANADA À LONG TERME, 1951-1971
(en pourcentages)

	Rendements						Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme				
	Créances hypothécaires			Obligations			Hypothèques			Obligations -	
	LNH		Non LNH	Obligations à long terme du Canada	McLeod, Young, Weir		LNH		McLeod, Young, Weir		
	Accession à la propriété	Location			20 Sociétés	40	Accession à la propriété	Location	20 Sociétés	40	
1951		5.29	5.46	3.21	3.92	3.94		2.08	2.25	0.71	0.73
52		5.60	5.77	3.54	4.27	4.32		2.06	2.23	0.73	0.78
53		5.75	5.97	3.77	4.43	4.41		1.98	2.20	0.66	0.64
54		5.54	6.01	3.25	4.00	3.85		2.29	2.76	0.75	0.60
55		5.27	5.88	3.19	3.88	3.73		2.08	2.69	0.69	0.54
56		5.45	6.23	3.61	4.49	4.48		1.84	2.62	0.88	0.87
57		6.00	6.85	4.12	5.29	5.26		1.88	2.73	1.17	1.14
58		6.00	6.80	4.12	4.95	4.95		1.88	2.68	0.83	0.83
59		6.06	6.90	5.06	5.61	5.71		1.00	1.84	0.55	0.65
1960		6.75	7.18	5.20	5.69	5.76		1.55	1.98	0.49	0.56
61		6.70	7.00	5.06	5.45	5.53		1.64	1.94	0.39	0.47
62		6.50	6.97	5.11	5.43	5.47		1.39	1.86	0.32	0.36
63		6.35	6.97	5.09	5.42	5.47		1.26	1.88	0.33	0.38
64		6.25	6.97	5.19	5.51	5.55		1.06	1.78	0.32	0.36
65		6.25	7.02	5.20	5.67	5.63		1.05	1.82	0.47	0.43
66		6.83	7.63	5.68	6.50	6.41		1.15	1.95	0.82	0.73
67	7.44	7.40	8.07	5.90	7.02	6.92	1.54	1.50	2.17	1.12	1.02
68	8.64	8.62	9.07	6.73	7.85	7.77	1.91	1.89	2.34	1.12	1.04
69	9.40	9.38	9.84	7.56	8.70	8.65	1.84	1.82	2.28	1.14	1.09
1970	10.07	10.20	10.45	7.97	9.23	9.23	2.10	2.23	2.48	1.26	1.26
71	9.04	9.43	9.43	6.95	8.41	8.29	2.09	2.48	2.48	1.46	1.34

Tableau A-17

RENDEMENT DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET DES OBLIGATIONS, ET MARGES DE RENDEMENT SUR LES OBLIGATIONS DU CANADA À LONG TERME, MENSUEL, 1965-1971

(en pourcentages)

		Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme				
		Hypothèques			Obligations		Hypothèques			Obligations -	
		LNH			McLeod, Young, Weir		LNH			McLeod, Young, Weir	
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1965	Janv.	6.25		6.90	4.96	5.41	5.42	1.29	1.94	.45	.46
	Fév.	6.25		6.85	5.03	5.38	5.41	1.22	1.82	.35	.84
	Mars	6.25		6.82	5.06	5.48	5.48	1.19	1.76	.42	.42
	Avr.	6.25		6.82	5.05	5.49	5.48	1.20	1.77	.44	.43
	Mai	6.25		6.83	5.12	5.52	5.52	1.13	1.71	.40	.40
	Juin	6.25		6.83	5.16	5.64	5.62	1.09	1.67	.48	.46
	Juil.	6.25		7.02	5.28	5.74	5.74	.97	1.74	.46	.46
	Août	6.25		7.13	5.35	5.77	5.76	.90	1.78	.42	.41
	Sept.	6.25		7.15	5.32	5.84	5.85	.93	1.83	.52	.53
	Oct.	6.25		7.25	5.37	5.84	5.86	.88	1.88	.47	.49
	Nov.	6.25		7.29	5.40	5.90	5.91	.85	1.89	.50	.51
	Déc.	6.25		7.40	5.40	6.03	6.00	.85	2.00	.63	.60
1966	Janv.	6.75		7.38	5.41	5.99	5.96	1.34	1.97	.58	.55
	Fév.	6.75		7.45	5.61	6.15	6.12	1.14	1.84	.54	.51
	Mars	6.75		7.46	5.58	6.19	6.17	1.17	1.88	.61	.59
	Avr.	6.75		7.48	5.60	6.23	6.20	1.15	1.88	.63	.60
	Mai	6.75		7.51	5.61	6.26	6.22	1.14	1.90	.65	.61
	Juin	6.75		7.57	5.66	6.26	6.24	1.09	1.91	.60	.58
	Juil.	6.75		7.68	5.74	6.42	6.40	1.01	1.94	.68	.66
	Août	6.75		7.80	5.94	6.76	6.72	.81	1.86	.82	.78
	Sept.	6.75		7.84	5.75	6.75	6.71	1.00	2.09	1.00	.96
	Oct.	6.75		7.87	5.71	6.74	6.70	1.04	2.16	1.03	.99
	Nov.	7.25		7.91	5.91	6.82	6.75	.84	2.00	.91	.84
	Déc.	7.25		7.95	5.76	6.77	6.72	0.99	2.19	1.01	.96

Tableau A-17 (suite)

		Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme					
		Hypothèques			Obligations		Hypothèques			Obligations -		
		LNH			McLeod, Young, Weir		LNH			McLeod, Young, Weir		
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1967	Janv.		7.25	7.93	5.60	6.55	6.46		1.65	2.33	.95	.86
	Fév.		7.25	7.89	5.64	6.53	6.43		1.61	2.25	.89	.79
	Mars		7.25	7.83	5.48	6.56	6.42		1.77	2.35	1.08	.94
	Avr.		7.00	7.80	5.56	6.64	6.50		1.44	2.24	1.08	.94
	Mai		7.00	7.77	5.72	6.85	6.75		1.28	2.05	1.13	1.03
	Juin		7.00	7.88	5.87	6.99	6.91		1.13	2.01	1.12	1.04
	Juil.		7.25	8.02	5.88	7.01	6.92		1.37	2.14	1.13	1.04
	Août		7.25	8.05	5.99	7.15	7.05		1.26	2.06	1.16	1.06
	Sept.		7.25	8.10	6.19	7.37	7.28		1.06	1.91	1.18	1.09
	Oct.		7.79	8.49	6.36	7.49	7.40		1.43	2.13	1.13	1.04
	Nov.		7.93	8.52	6.41	7.53	7.46		1.52	2.11	1.12	1.05
	Déc.		7.90	8.52	6.54	7.52	7.47		1.36	1.98	.98	.93
1968	Janv.	8.16	8.32	8.83	6.54	7.49	7.45	1.62	1.78	2.29	.95	.91
	Fév.	8.36	8.54	8.84	6.72	7.64	7.60	1.64	1.82	2.12	.92	.88
	Mars	8.49	8.42	8.96	6.91	7.85	7.80	1.58	1.51	2.05	.94	.89
	Avr.	8.67	8.56	9.20	6.62	7.83	7.70	2.05	1.94	2.58	1.21	1.08
	Mai	8.85	8.78	9.23	6.97	7.99	7.92	1.88	1.81	2.26	1.02	.95
	Juin	8.94	8.86	9.18	6.62	7.99	7.85	2.32	2.24	2.56	1.37	1.23
	Juil.	8.79	8.78	9.14	6.49	7.92	7.75	2.30	2.29	2.65	1.43	1.26
	Août	8.81	8.76	9.12	6.43	7.76	7.65	2.38	2.33	2.69	1.33	1.22
	Sept.	8.75	8.82	9.08	6.60	7.76	7.72	2.15	2.22	2.43	1.16	1.12
	Oct.	8.54	8.12	9.01	6.83	7.90	7.84	1.71	1.29	2.18	1.07	1.01
	Nov.	8.59	8.74	9.09	6.95	7.97	7.91	1.64	1.79	2.14	1.02	.96
	Déc.	8.69	8.74	9.10	7.30	8.11	8.10	1.39	1.44	1.80	.81	.80

Tableau A-17 (suite)

		Rendements					Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme					
		Hypothèques			Obligations		Hypothèques			Obligations -		
		LNH			McLeod, Young, Weir		LNH			McLeod, Young, Weir		
		Accession à la propriété	Location	Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété	Location	Non LNH	20 sociétés	40
1969	Janv.	8.84	9.05	9.45	7.16	8.18	8.11	1.68	1.89	2.29	1.02	.95
	Fév.	9.01	9.19	9.45	7.20	8.22	8.18	1.81	1.99	2.25	1.02	.98
	Mars	9.07	9.10	9.48	7.22	8.34	8.30	1.85	1.88	2.26	1.12	1.08
	Avr.	9.06	8.92	9.52	7.29	8.31	8.31	1.77	1.63	2.23	1.02	1.02
	Mai	9.12	9.27	9.50	7.48	8.51	8.46	1.64	1.79	1.98	1.03	.98
	Juin	9.18	9.24	9.69	7.50	8.79	8.65	1.68	1.74	2.19	1.29	1.15
	Juil.	9.39	9.31	9.90	7.52	8.87	8.73	1.87	1.79	2.38	1.35	1.21
	Août	9.59	9.60	9.99	7.53	8.88	8.77	2.06	2.07	2.46	1.35	1.24
	Sept.	9.78	9.77	10.11	7.81	8.87	8.88	1.97	1.96	2.30	1.06	1.07
	Oct.	9.87	9.59	10.21	7.82	8.90	8.91	2.05	1.77	2.39	1.08	1.09
	Nov.	9.92	9.70	10.30	8.15	9.06	9.17	1.77	1.55	2.15	.91	1.02
	Déc.	9.97	9.82	10.50	8.33	9.32	9.38	1.64	1.49	2.17	.99	1.05
1970	Janv.	10.06	9.96	10.58	8.31	9.36	9.45	1.75	1.65	2.27	1.05	1.14
	Fév.	10.27	9.91	10.54	8.13	9.33	9.43	2.14	1.78	2.41	1.20	1.30
	Mars	10.21	10.15	10.58	7.93	9.28	9.35	2.28	2.22	2.65	1.35	1.42
	Avr.	10.29	10.21	10.60	8.04	9.27	9.33	2.25	2.17	2.56	1.23	1.29
	Mai	10.28	10.15	10.58	8.23	9.34	9.35	2.05	1.92	2.35	1.11	1.12
	Juin	10.24	10.15	10.53	8.09	9.30	9.35	2.15	2.06	2.44	1.21	1.26
	Juil.	10.03	10.32	10.38	7.91	9.18	9.22	2.12	2.41	2.47	1.27	1.31
	Août	9.94	10.34	10.40	8.00	9.23	9.21	1.94	2.34	2.40	1.23	1.21
	Sept.	9.97	10.37	10.36	7.88	9.21	9.18	2.09	2.49	2.48	1.33	1.30
	Oct.	9.86	10.27	10.35	7.94	9.25	9.22	1.92	2.33	2.41	1.31	1.28
	Nov.	9.83	10.16	10.28	7.50	9.09	9.03	2.33	2.66	2.78	1.59	1.53
	Déc.	9.79	10.39	10.16	6.99	8.87	8.68	2.80	3.40	3.17	1.88	1.69

Tableau A-17 (suite)

		Rendements						Marge de rendement sur les obligations du Canada à long terme				
		Hypothèques			Obligations			Hypothèques			Obligations -	
		LNH			McLeod, Young, Weir			LNH			McLeod, Young, Weir	
		Accession à la propriété		Non LNH	Long terme	20 sociétés	40	Accession à la propriété		Non LNH	20 sociétés	40
		Location						Location				
1971	Janv.	9.65	10.25	9.94	6.67	8.16	7.87	2.98	3.58	3.27	1.49	1.30
	Fév.	9.47	9.91	9.72	6.85	8.33	8.17	2.62	3.06	2.87	1.48	1.32
	Mars	8.98	9.64	9.28	6.76	8.39	8.24	2.22	2.88	2.52	1.63	1.48
	Avr.	8.84	9.33	9.20	6.97	8.49	8.35	1.87	2.36	2.23	1.52	1.38
	Mai	8.79	9.05	9.25	7.38	8.53	8.55	1.41	1.67	1.87	1.15	1.17
	Juin	8.80	9.18	9.34	7.30	8.64	8.62	1.50	1.88	2.04	1.34	1.32
	Juil.	8.88	9.26	9.46	7.49	8.68	8.72	1.39	1.77	1.97	1.19	1.23
	Août	8.99	9.35	9.53	7.15	8.52	8.44	1.84	2.20	2.38	1.37	1.29
	Sept.	9.05	9.23	9.55	6.97	8.41	8.33	2.08	2.26	2.58	1.44	1.36
	Oct.	9.09	9.38	9.55	6.71	8.27	8.05	2.38	2.67	2.84	1.56	1.34
	Nov.	9.05	9.45	9.26	6.56	8.19	7.94	2.49	2.89	2.70	1.63	1.38
	Déc.	8.91	9.13	9.10	6.56	8.30	8.05	2.35	2.57	2.54	1.74	1.49

Tableau A-18

TAUX D'INTÉRÊT MOYENS SUR LES PRÊTS AUX TERMES DE LA LNH CONSENTIS SUR LES NOUVELLES CONSTRUCTIONS
 POUR LES PROPRIÉTAIRES OCCUPANTS, PAR LES PRÊTEURS AGRÉÉS, PAR RÉGION, ET PAR LA SCHL, PAR
 L'ENTREMISE DE SES BUREAUX RÉGIONAUX ET DE SES BUREAUX LOCAUX À MONTRÉAL ET TORONTO,
 MENSUEL, 1970-1971
 (en pourcentages)

	Région					Canada	Prêteurs agréés		Bureaux locaux SCHL	
	Atlantique	Québec	Ontario	Prairies	C.-B.		Banques à charte	Autres prêteurs	Montréal	Toronto
1970 J	10.08	9.96	9.97	10.18	9.98	10.01	10.13	9.94	9.99	9.82
F	10.21	10.06	10.27	10.37	10.19	10.25	10.05	10.36	10.04	10.36
M	10.20	10.21	10.14	10.17	10.40	10.19	10.20	10.19	10.20	9.91
A	10.20	10.26	10.31	10.32	10.24	10.30	10.19	10.40	10.26	10.40
M	10.26	10.27	10.24	10.29	10.41	10.28	10.17	10.35	10.26	10.26
J	10.16	10.20	10.23	10.21	10.35	10.23	10.15	10.30	10.15	10.30
J	10.00	10.08	10.09	10.05	9.86	10.06	9.97	10.14	9.97	10.17
A	9.90	9.90	9.91	9.86	10.17	9.93	9.87	10.02	9.80	9.93
S	9.81	9.80	10.05	9.78	9.90	9.97	9.88	10.09	9.77	10.10
O	9.78	9.77	9.88	9.80	10.04	9.87	9.77	10.09	9.71	10.02
N	9.76	9.74	9.82	9.74	10.08	9.81	9.74	9.95	9.72	9.89
D	9.86	9.77	9.76	9.77	9.89	9.78	9.72	9.85	9.75	9.88
1971 J	9.45	9.60	9.71	9.57	9.71	9.64	9.57	9.81	9.59	9.88
F	9.39	9.29	9.66	9.30	9.41	9.45	9.46	9.43	9.31	9.86
M	8.94	9.10	8.96	8.92	9.04	8.99	8.94	9.08	9.14	9.15
A	8.97	8.87	8.85	8.77	8.97	8.85	8.80	8.91	8.85	8.92
M	8.79	8.80	8.79	8.77	8.86	8.79	8.76	8.83	8.80	8.79
J	8.89	8.78	8.81	8.80	8.83	8.81	8.75	8.89	8.78	8.82
J	8.84	8.79	8.91	8.80	9.06	8.88	8.81	9.00	8.79	8.98
A	9.08	8.84	9.06	8.94	9.11	8.99	8.91	9.14	8.11	9.15
S	8.89	8.92	9.14	9.03	9.08	9.04	8.94	9.18	8.90	9.23
O	9.10	8.93	9.16	9.14	9.06	9.09	8.98	9.25	8.89	9.19
N	8.93	8.96	9.12	9.06	9.06	9.05	8.99	9.16	8.94	9.17
D	8.93	8.90	8.91	8.90	8.94	8.91	8.86	8.99	8.91	9.01

Tableau A-19

VENTES DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA
LNH ET ENCOURS DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES ASSURÉS AUX
TERMES DE LA LNH, 1954-1971

	<i>Ventes (en millions de dollars)</i>		<i>encours des prêts LNH (millions de dollars) (3)</i>	<i>colonne (2) en pourcentage de la colonne (3) (4)</i>
	<i>initiales seulement (1)</i>	<i>initiales et ultérieures (2)</i>		
1954	0.6	0.6	1428.0	—
55	17.4	17.4	1891.0	—
56	49.6	49.7	2314.0	0.02
57	62.2	62.2	2535.0	0.02
58	47.7	48.8	3175.0	0.02
59	42.6	42.6	3800.0	0.01
1960	27.3	27.4	4103.0	0.01
61	61.9	71.2	4573.0	0.02
62	101.6	137.9	4999.0	0.03
63	129.1	176.7	5325.0	0.03
64	150.0	216.9	5708.0	0.04
65	136.4	211.3	6086.0	0.03
66	88.4	102.3	6568.0	0.02
67	68.0	77.3	7156.0	0.01
68	43.0	47.6	7750.0	0.01
69	127.6	145.1	8619.0	0.02
1970	129.9	131.8	9703.0	0.01
71	84.1	90.3	11343.0	0.01

Source: SCHL.

Tableau A-20

VENTES ET ACHATS DE CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH, PAR GENRE DE NÉGOCIATEUR 1954-1971

(en millions de dollars)

	Institutions prêteuses				Autres investisseurs				Total
	banques à charte	compagnies d'assurance-vie	sociétés de fiducie	soc. de prêt et autres	SCHL	régimes de pension	compagnies	autres	
<i>Ventes</i>									
1954	0.6	—	—	—	—	—	—	—	0.6
55	13.5	—	3.4	0.6	—	—	—	—	17.5
56	33.3	5.1	8.2	2.5	0.6	—	—	—	49.7
57	41.2	8.6	9.7	2.1	0.6	—	—	—	62.2
58	32.5	7.8	4.4	1.5	1.5	—	—	—	47.7
59	36.8	1.9	3.4	0.1	0.4	—	—	—	42.6
1960	6.3	9.0	4.3	7.3	0.4	—	—	—	27.3
61	—	—	19.3	2.6	40.0	—	—	—	61.9
62	0.7	—	47.1	5.9	47.9	—	—	—	101.6
63	0.2	1.0	58.9	7.9	61.1	—	—	—	129.1
64	3.1	5.0	58.2	8.4	75.3	—	—	—	150.0
65	0.7	0.5	52.2	2.2	80.8	—	—	—	136.4
66	15.1	—	70.0	3.2	—	—	—	—	88.3
67	1.6	—	65.8	0.6	—	—	—	—	68.0
68	16.8	2.9	23.3	—	—	—	—	—	43.0
69	39.9	17.8	65.8	4.1	—	—	—	—	127.6
1970	47.9	4.3	74.9	2.8	—	—	—	—	129.9
71	33.8	2.1	22.8	4.0	21.4	—	—	—	84.1
Total	\$324.0 % 23.7	66.0 4.8	591.7 43.3	55.8 4.1	330.0 24.1	—	—	—	1367.5 100.0
<i>Achats</i>									
1954	—	0.3	—	—	—	0.3	—	—	0.6
55	—	2.7	—	0.1	—	14.7	—	—	17.5
56	—	8.6	0.5	3.0	—	35.3	2.3	—	49.7
57	—	10.3	0.8	—	—	31.2	19.9	—	62.2
58	—	4.6	2.3	—	—	31.2	9.6	—	47.7
59	—	3.4	0.1	—	—	38.1	1.0	—	42.6
1960	—	0.4	0.8	6.5	—	12.9	6.7	—	27.3
61	18.3	11.5	14.7	—	—	4.6	12.8	—	61.9
62	30.6	22.1	21.4	—	—	19.6	7.8	0.1	101.6
63	49.1	15.6	24.8	3.6	—	23.3	12.3	0.4	129.1
64	46.8	21.4	25.8	10.9	3.1	17.1	24.9	—	150.0
65	31.6	25.3	30.2	7.5	—	5.7	35.5	0.6	136.4
66	19.7	33.2	3.1	7.7	—	23.6	0.2	0.8	88.3
67	4.9	56.3	1.7	2.2	—	2.1	0.8	—	68.0
68	2.2	9.9	4.3	2.0	—	8.5	16.0	0.1	43.0
69	0.1	50.3	—	3.0	—	59.3	14.8	0.1	127.6
1970	0.2	66.3	1.1	0.8	—	30.5	30.9	0.1	129.9
71	28.0	7.4	4.4	0.5	—	24.3	14.5	5.0	84.1
Total	\$231.5 % 16.9	349.6 25.6	136.0 9.9	47.8 3.5	3.1 0.2	382.3 28.0	210.0 15.4	7.2 0.5	1367.5 100.0

Les données portent uniquement sur les ventes et les achats initiaux. Les ventes et les achats ultérieurs ne sont pas indiqués. Les institutions prêteuses sont indiquées sous l'appellation appropriée qu'elles soient ou non prêteurs agréés, aux termes de la Loi nationale sur l'habitation.

Source: SCHL.

Tableau A-21

RÉPARTITION DES TRANSACTIONS EN CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES
ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH, PAR GENRE DE NÉGOCIATEUR, 1971
(en millions de dollars)

Vendeur	Institutions prêteuses					Autres investisseurs			total
	acheteur	banques à charte	compagnies d'assurance-vie	sociétés de fiducie	sociétés de prêt	régimes de pension	compagnies	autres	
banques à charte		—	—	—	0.6	14.3	14.9	4.9	34.7
compagnies d'assurance-vie		2.0	—	0.1	—	—	—	—	2.1
sociétés de fiducie		6.8	5.9	4.4	—	9.3	0.3	—	26.7
sociétés de prêt et autres		1.8	1.5	—	—	0.7	—	0.1	4.1
SCHL		21.4	—	—	—	—	—	—	21.4
autres firmes et institutions		1.2	—	—	0.1	—	—	—	1.3
Total		33.2	7.4	4.5	0.7	24.3	15.2	5.0	90.3

¹ Comprenant les ventes initiales et ultérieures.
Source: SCHL.

Tableau A-22

OFFRES ET MONTANTS, PRIX ET RENDEMENTS SUR LES VENTES
EN CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH,
AU COURS DES ENCHÈRES TENUES PAR LA SCHL, 1961-1965

Date	offres reçues (millions de dollars)	ventes créan. hypo. (millions de dollars)	taux d'intérêt hypothé- caire %	prix moyen \$	rende- ment moyen ¹ %	intérêt courant LNH %	rendement courant des obligations du Canada à long terme ² %
19 juin	30.00	12.50	6¾ %	101.17	6.58	6.75	5.10
29 août	21.00	13.50	6¾ %	101.35	6.55	6.75	5.01
21 nov.	30.50	15.00	6¾ %	101.79	6.49	6.50	4.84
20 mars	60.25	15.00	6 %	97.60	6.35	6.50	4.90
20 nov.	57.00	30.00	6 %	97.20	6.39	6.50	4.97
			6¾ %	102.26	6.43		
22 jan.	40.00	27.25	6 %	96.55	6.49	6.50	5.09
			6¾ %	101.97	6.47		
28 mai	95.75	35.00	6 %	97.61	6.36	6.50	4.95
			6¾ %	102.70	6.39		
25 fév.	113.25	25.00	6 %	97.69	6.36	6.25	5.18
			6¾ %	102.64	6.39		
20 mai	113.25	25.00	6 %	97.85	6.33	6.25	5.21
			6½ %	100.97	6.37		
23 sept.	115.50	25.00	6 %	99.24	6.17	6.25	5.22
			6½ %	101.00	6.36		
15 déc.	84.50	25.00	6 %	98.24	6.27	6.25	5.04
			6½ %	100.96	6.37		
10 mars	119.75	30.00	6 %	98.41	6.26	6.25	5.06
			6¼ %	99.96	6.26		
19 mai	135.50	26.50	6 %	98.32	6.26	6.25	5.12
			6¼ %	99.66	6.30		

¹ Fondé sur une durée de l'hypothèque prévue égale à la moitié du reste du terme.

² Moyenne calculée par la Banque du Canada.

Sources: SCHL et le *Bulletin statistique* de la Banque du Canada.

Tableau A-23

RÉPARTITION DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ASSURÉES AUX TERMES DE LA LNH,
 AU COURS DES ENCHÈRES DE LA SCHL, 1961-1965
 (en millions de dollars)

Genre d'offrant	1961		1962		1963		1964			1965			Ventes totales	
	juin	août	nov.	mars	nov.	janv.	mai	fév.	mai	sept.	déc.	10 mars		19 mai
Banques ¹	5.00	6.75	2.50	—	1.50	8.00	2.25	—	2.00	16.50	—	—	—	44.50
Sociétés fidu.	6.00	2.50	4.75	9.75	6.50	4.75	13.50	9.25	5.75	1.00	7.25	11.00	9.75	91.75
Sociétés d'ass.	0.50	0.50	—	3.75	—	1.50	2.25	1.50	1.00	—	—	0.75	—	11.75
Courtiers placements	1.00	3.75	7.75	1.50	18.50	10.00	17.00	7.25	14.00	6.00	15.50	17.75	13.00	133.00
Comp. hypothécaires	—	—	—	—	—	—	—	0.50	0.50	—	—	—	—	1.00
Autres	—	—	—	—	3.50	3.00	—	6.50	1.75	1.50	2.25	0.50	3.75	22.75
Total	12.50	13.50	15.00	15.00	30.00	27.25	35.00	25.00	25.00	25.00	25.00	30.00	26.50	304.75

¹ La répartition des offres collectives (banques et courtiers en placements) apparaissent dans la rubrique "Courtiers en placements".
 Source: SCHL.

Tableau A-24

CONDITIONS D'HYPOTHÈQUE AUX TERMES DE LA LÉGISLATION SUR L'HABITATION,
PRÊTS CONJOINTS ET PRÊTS ASSURÉS, 1935-1971
MAISONS UNIFAMILIALES

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
<i>Prêts conjoints</i>					
1 jan. '35	Loi du Dominion sur l'habitation, 1935	5,00% (emprunteur) 5,66% (prêteur)	80%	10 ans	aucune limite
1 juillet '38	Loi nationale sur l'habitation, 1938	" "	90% des premiers 2 500. 80% du reste	"	"
31 déc. '39	C.P. 4020	" "	"	"	\$4 000
19 déc. '43	C.P. 11047	" "	90% des premiers 3 200. 80% du reste	"	"
11 mai '44	Déclaration du ministre des Finances (Hon. J. L. Ilsley) à la Chambre des communes	4,50% (emprunteur) 5,00% (prêteur)	"	"	"
15 août '44	Loi nationale sur l'habitation, 1944	" "	95% des premiers 2 000. 85% des 2000. suivants 70% du reste	20 ans	\$6 400
31 août '46	Statuts du Canada 1946, chapitre 1	" "	"	25 ans	"
27 juin '47	Statuts du Canada chapitre 40	" "	95% des premiers 3 000. 85% des 3 000. suivants 70% du reste	30 ans	\$7 000

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
10 oct. '47	C.P. 4089	" "	"	"	\$8 500
10 déc. '49	Statuts du Canada 1949, chapitre 30	" "	95% des premiers 3 000. 85% des 3 000. suivants 70% du reste plus prêt additionnel de 1/6	"	\$9 917
5 fév. '51	Déclaration du ministre des Ressources et du Développement (Hon. R. H. Winters) à la Chambre des communes	" "	95% des premiers 3 000. 85% des 3 000. suivants 70% du reste prêt additionnel de 1/6 aboli.	"	\$8 500
26 juin '51	C.P. 3344	5,00% (emprunteur) 5,50% (prêteur)	"	"	"
19 déc. '51	C.P. 6804	" "	"	"	\$10 000
31 août '52	C.P. 3907	5,25% (emprunteur) 5,75% (prêteur)	"	"	"
<i>Prêts assurés</i>					
22 mars '54	Loi nationale de 1954 sur l'habitation	5,50%	90% des premiers 8 000. 70% du reste	30 ans	\$12 800
16 fév. '55	C.P. 213	5,25%	"	"	"
23 mars '56	C.P. 466	5,50%	"	"	"
22 jan. '57	C.P. 90	6,00%	"	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
20 déc. '57	Statuts du Canada 57-58, chapitre 18	6,00%	90% des premiers 12 000. 70% du reste	30 ans	\$12 800
16 déc. '59	C.P. 1584	6,75%	"	"	"
4 août '60	C.P. 1063	"	"	"	\$12 000 (+ \$500 pour abri)
2 déc. '60	9, Elizabeth II Ch. 1	"	95% des premiers 12 000. 70% du reste	35 ans	"
7 déc. '60	C.P. 1649	"	"	"	\$14 200 (\$14 900 pour 4 chambres ou plus, + \$500 pour abri)
6 nov. '61	C.P. 1559	6,50%	"	"	"
14 juin '63	C.P. 914	6,25%	"	"	"
27 juin '63	C.P. 992	"	"	"	\$14 900 (\$15 600 pour 4 chambres ou plus, + \$500 pour abri)
18 juin '64	Statuts du Canada 1964, chapitre 15	"	95% des premiers 13 000. 70% du reste pour nouvelle habitation 85% du reste pour habitation existante dans les secteurs de rénovation urbaine	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
6 mai '65	C.P. 813	"	"	"	\$18 000 (plus \$500 pour abri)
5 jan. '66	C.P. 6	6,75%	"	"	"
22 nov. '66	C.P. 2178	7,25%	95% des premiers 13 000. 70% du reste pour nouvelle habitation 85% pour maison existante dans secteur de rénovation urbaine	"	\$10 000 habitation existante
1 avr. '67		7,00%	95% pour l'achat d'une résidence existante quel qu'en soit l'emplacement	"	"
1 juin '67	C.P. 1273	"	"	"	\$10 000 sur chaque moitié d'habitations jumelées et de duplex existants
1 juil. '67		7,25%	"	"	"
1 oct. '67	C.P. 1835	8,25%	"	"	"
1 janv. '68		8,625% prêts assurés 8,25% prêts SCHL	95% pour l'achat d'une résidence existante quel qu'en soit l'emplacement	35 ans	\$18 000 (+ \$500 pour abri) nouvelle: \$10 000 existante: \$10 000 sur chaque moitié d'habitations jumelées et de duplex existants

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
27 mars '68	Statuts du Canada 1968, chapitre 39	"	95% sur les premiers 18 000. 70% du reste pour nouvelle habitation	"	"
1 avr. '68		9,125% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 juil. '68		8,875% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 oct. '68		8,75% assurés 8,50% SCHL	"	"	"
1 jan. '69		9,375% assurés 9,00% SCHL	"	"	"
15 avr. '69	C.P. 683	"	"	Hypothèque renouvelable de 5 ans, habitation nouvelle	"
22 avr. '69	C.P. 782	"	"	"	\$25 000 + \$500 pour abri nouveau, existant \$18 000
Juin '69		"	"	Hypothèque renouvelable de 5 ans appliquée aux habitations existantes	"
27 juin '69	C.P. 1321	"	95% des premiers 18 000. 80% du reste pour nouvelle habitation	"	"
27 juin '69	Statuts du Canada 68-69, chapitre 45	Abolition du taux plafond libéré	"	40 ans	" et Copropriété acceptée pour prêt maximal de \$25 000

Tableau A-24 (suite)

PRÊTS LOCATIFS

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
<i>Prêts conjoints</i>					
1 jan. '35	Loi du Dominion sur l'habitation 1935	5,00%	80%	10 ans	aucune limite
31 dec. '39	C.P. 4020	Abolition des prêts à la location			
15 août '44	Loi Nationale sur l'habitation, 1938	4,50%	80%	20 ans	\$4 000
1 jan. '47	C.P. 5238	"	"	"	\$4 400
27 juin '47	Statuts du Canada 1947, chapitre 40	"	"	30 ans	"
20 juil. '48	C.P. 3138	"	"	"	\$4 800
6 déc. '49	C.P. 6129	"	"	"	\$6 700
30 oct. '52	C.P. 4272	5,25%	"	"	\$7 200
<i>Prêts assurés</i>					
22 mars '54	Loi nationale de 1954 sur l'habitation	5,50%	"	25 ans	\$7 000 (+ 80% de la valeur du garage)
16 fév. '55	C.P. 213	5,25%	"	"	"
23 mars '56	C.P. 466	5,50%	"	"	"
22 jan. '57	C.P. 90	6,00%	"	"	"

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
29 mars '59	C.P. 456	"	"	"	\$8 250
16 déc. '59	C.P. 1584	6,75%	"	"	"
2 déc. '60	9 Elizabeth II chapitre 1	"	85%	35 ans	"
7 déc. '60	C.P. 1649	"	"	"	\$8 750
6 nov. '61	C.P. 1559	6,50%	"	"	"
14 juin '63	C.P. 914	6,25%	"	"	"
27 juin '63	C.P. 992	"	"	"	\$12 000
2 juin '65	C.P. 813	"	"	"	\$12 000 pour habitation multi-familiale; \$7 000 par place de foyer ou de dortoir
5 jan. '66	C.P. 6	6,75%	"	"	"
22 nov. '66	C.P. 2178	7,25%	90%	"	"
1 avril '67		7,00%	"	"	"
<i>Prêts assurés</i>					
1 juil. '67		7,25%	90%	35 ans	\$12 000 pour habitation multi-familiale; \$7 000 par place de foyer ou de dortoir

Tableau A-24 (suite)

<i>Date</i>	<i>Autorité législative</i>	<i>Taux d'intérêt</i>	<i>Rapport du prêt à la valeur</i>	<i>Echéance</i>	<i>Montant maximal du prêt</i>
1 oct. '67	C.P. 1835	8,25%	"	"	"
1 jan. '68		8,625% prêts assurés 8,25% prêts SCHL	"	"	"
1 fév. '68	C.P. 189	"	"	"	\$18 000 logement en appartements
1 avr. '68		9,125% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 juil. '68		8,875% assurés 8,75% SCHL	"	"	"
1 oct. '68		8,75% assurés 8,50% SCHL	"	"	"
1 jan. '69		9,375% assurés 9,00% SCHL	"	"	"
15 avr. '69	C.P. 683	"	"	hypothèque renouvelable de 5 ans, habitation nouvelle	"
juin 1969		"	"	appliqué aux habitations existantes	"
27 juin '69	Statuts du Canada 1968-69 Chapitre 45	Abolition du taux plafond libéré	"	40 ans	"

Références: J. V. Poapst, *The Residential Mortgage Market*, Etude à l'intention de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Ottawa, 1968); et la SCHL.

Annexe B

Classification des réponses obtenues à l'enquête menée auprès
des institutions de prêt et des courtiers en placement
portant sur la proposition d'une banque centrale d'hypothèques

*Enquête menée au printemps de 1971, par l'Equipe spéciale du projet sur
les nouveaux mécanismes et les nouvelles institutions de financement*

Sommaire rédigé par R. Simard

Remarques sur la méthode d'enquête

Le questionnaire a été mis au point par M. E. D. L. Miller et d'autres membres de l'Equipe spéciale du projet. On a choisi a dessein un échantillonnage englobant les plus grandes institutions de chaque catégorie et un certain nombre d'entreprises régionales de moindre importance. Le questionnaire a été distribué à l'avance aux présidents des entreprises choisies qui, à leur tour, ont désigné les responsables de leur organisation qui seraient interrogés. Avant de leur faire passer l'entrevue, on leur a laissé suffisamment de temps pour étudier le questionnaire et peser leurs réponses. L'entrevue s'est déroulée de l'une des deux façons suivantes: soit que les personnes désignées aient répondu question par question, suivant le questionnaire, soit qu'on ait consacré l'entrevue à la clarification des questions et à des discussions préliminaires sur celles-ci, les répondants retournant plus tard par courrier leur questionnaire complété. Toutes les entrevues ont été menées par des membres de l'Equipe spéciale du projet travaillant seuls ou par groupes de deux. Un enquêteur versé dans le domaine des créances hypothécaires, ou de façon plus générale, dans le marché des capitaux était présent à chaque entrevue: on n'a toutefois pas fait appel aux services d'enquêteurs professionnels. En général, les personnes interrogées ont coopéré de façon très étroite; la présente compilation est basée sur les 40 questionnaires retournés pour les 42 entrevues.

J.V.P.
Juin 1972

QUESTIONS

NOMBRE DE SOCIÉTÉS*

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
1) Croyez-vous que les créances hypothécaires résidentielles peuvent être vendues?					
a. Facilement			1	1	2
b. Assez difficilement	2	6	6	1	15
c. Difficilement	3	8	4	1	16
d. Très difficilement	2	2	0	0	4
e. Sont invendables					
Pas de commentaire	1	—	1	1	3
2) Croyez-vous que les créances hypothécaires résidentielles peuvent être achetées?					
a. Facilement	1	1	3	1	6
b. Assez difficilement		5	4	1	10
c. Difficilement	3	8	4	1	16
d. Très difficilement	3	2			5
e. Ne peuvent être achetées					
Pas de commentaire	1	—	1	1	3
3) Pouvez-vous concevoir des occasions où vous aimeriez emprunter sur votre portefeuille de créances hypothécaires?					
a. Oui	1	12	3	2	18
b. Non	7	4	6	1	18
c. Ne savent pas	—	—	3	1	4
4) Si votre réponse à la question (3) est oui, quels événements pourraient, selon vous, susciter cette intention?					**
a. Changement du climat économique	2	2	2	2	8
b. Changement de la politique d'investissement de la société	2	2	1	1	6
c. Changement de la situation interne de la société	3	4	1		8
d. Autre (préciser)		3			3
Pas de commentaire	1	6	7	1	15

* B = banques, F et P = sociétés de fiducie et de prêt, A-V = sociétés d'assurance-vie, C.P. = courtiers en placement

** Certains répondants ont donné plus d'une réponse

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
5) Des prêts sur le nantissement d'un portefeuille hypothécaire résidentiel devraient-ils être consentis?					
a. Seulement en cas d'urgence		1	2	1	4
b. Seulement dans des circonstances convenues	4	3	2	1	10
c. Sur demande	1	10	4	1	16
d. Dans d'autres cas (préciser)					
Pas de commentaire	3	2	4	1	10
6) S'il existait un service d'argent liquide sous forme de prêts d'une Bourse centrale d'hypothèques (BCH), l'utiliserez-vous?					
a. Souvent (plusieurs fois par année)		4		1	5
b. A l'occasion (moins d'une fois par année)	1	5	1	1	8
c. Avec hésitation	3	4	7	1	15
d. Jamais	4	1	3	1	9
Pas de commentaire		2	1		3
7) Qui selon vous devrait être autorisé à traiter avec la BCH?					
a. Tous ceux qui le veulent	1	1	4		6
b. Toutes les institutions financières	1	2	2		5
c. Tous les prêteurs agréés	3	10	4	2	19
d. Un groupe déterminé de prêteurs seulement	3	3			6
e. Un autre groupe quelconque. Les courtiers en placement				2	2
Pas de commentaire			2		2

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
8) Après provision requise pour le risque sur les créances hypothécaires spécifiques en jeu, les taux d'intérêt des prêts de la BCH devrait être reliés?					
a. Au taux trimestriel des Bons du Trésor	2	1			3
b. Au taux des banques (taux de réescompte de la Banque du Canada)		3	2		5
c. Au taux de base demandé par les banques à charte	1	8	4		13
d. Au taux en vigueur sur les créances hypothécaires non LNH résidentielles	2	1	3		6
e. Au taux en vigueur sur le marché pour les créances hypothécaires LNH	2	3	2	3	10
f. Au taux énoncé à l'article 40 de la SCHL	1	—	1	1	3
Pas de commentaire					
9) Une BCH devrait-elle être autorisée à fixer son taux de prêt pour des raisons de politique du marché hypothécaire?					
a. Oui	3	7	4	2	16
b. Non	3	6	4	1	14
c. Ne savent pas	2	3	2		7
Pas de commentaire			2	1	3
10) Quelle devrait être la durée des prêts consentis par une BCH?					
a. 1 mois					
b. 3 mois		4	2	1	7
c. 6 mois	3	4		1	8
d. 1 an	1	4	4		9
e. 18 mois		1			1
Pas de commentaire	4	3	6	2	15

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
11) Contre quelle catégorie de créances hypothécaires résidentielles une BCH devrait-elle consentir des prêts?					
a. Créances hypothécaires LNH, unifamiliales	6	13	9	5	33
b. Créances hypothécaires LNH, multifamiliales	6	14	9	5	34
c. Créances hypothécaires LNH pour copropriété	6	14	9	5	34
d. Créances hypothécaires de construction LNH	1	6	2	2	11
e. Créances hypothécaires non LNH unifamiliales	2	6	7		15
f. Créances hypothécaires non LNH, multifamiliales	2	8	6		16
g. Créances hypothécaires non LNH pour copropriété	1	8	6		15
h. Créances hypothécaires non LNH de construction			1		1
i. Créances hypothécaire en règle seulement	4	12	12	1	29
j. Créances hypothécaires avec arrérages d'un mois	1	3	1		3
k. Créances hypothécaires avec arrérages de trois mois	1				1
l. Créances hypothécaires en instance de saisie en réalisation de la garantie					
m. Créances hypothécaires, non LNH assurées, prêt supérieur à 75% de la valeur	1	6	1		8
n. Créances hypothécaires, non LNH non assurées, prêt supérieur à 75% de la valeur	1		1		2
12) Pouvez-vous concevoir des occasions où vous aimeriez acheter ou vendre des créances hypothécaires?					
a. Oui	6	14	10	4	34
b. Non	1	2	1		4
c. Ne savent pas	1		1		2
13) Si vous avez répondu oui à la question (12), quels événements, selon vous, pourraient susciter cette intention?					*
a. Changement du climat économique	3	7	5	1	16
b. Changement de la politique d'investissement de la société	3	5	7	2	17
c. Changement de la situation interne de la société	4	3	5		12
Pas de commentaire	1	3	1	2	7

* Certains répondants ont donné plus d'une réponse.

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
14) Une BCH devrait-elle acheter des créances hypothécaires?					
a. En cas d'urgence seulement	1	1			2
b. Dans des circonstances convenues seulement	2	4	3		9
c. Sur demande	3	6	8	4	21
Pas de commentaire	2	4	1	1	8
15) S'il existait un service d'argent liquide sous forme d'achats faits par la BCH, l'utiliseriez-vous?					
a. Souvent (plusieurs fois par année)	1	4		3	8
b. A l'occasion (moins d'une fois par année)	2	5	3		10
c. A contre-cœur	4	6	8		18
d. Jamais	1		1		2
Pas de commentaire			1	1	2
16) Quelles catégories de créances hypothécaires résidentielles une BCH devrait-elle être autorisée à acheter et à vendre?					
a. Créances hypothécaires LNH, unifamiliales	6	14	10	4	34
b. Créances hypothécaires LNH, multifamiliales	6	14	10	4	34
c. Créances hypothécaires LNH pour copropriété	6	14	10	4	34
d. Créances hypothécaires de construction LNH		7	4	2	13
e. Créances hypothécaires non LNH, unifamiliales	3	9	8	1	21
f. Créances hypothécaires non LNH, multifamiliales	3	8	7	1	20
g. Créances hypothécaires non LNH pour copropriété	1	9	7	1	18
h. Créances hypothécaires non LNH de construction		3	3		6
i. Créances hypothécaires en règle seulement	5	13	12	2	32
j. Créances hypothécaires avec arrérages d'un mois	1	1	1		3
k. Créances hypothécaires avec arrérages de trois mois	1				1
l. Créances hypothécaires en instance de saisie en réalisation de la garantie	1				1
m. Créances hypothécaires non LNH assurées, prêt supérieur à 75% de la valeur	1	3	2		6
n. Créances hypothécaires non LNH non assurées, prêt supérieur à 75% de la valeur	1				1

* Plusieurs répondants ont donné plus d'une réponse

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
17) Après provision requise pour le risque, quel genre de prix devrait-on fixer pour les achats de créances hypothécaires par la BCH?					
a. Prix en vue d'un rendement établi selon le taux moyen en vigueur des créances hypothécaires LNH ou résidentielles non LNH	1	7	1	1	10
b. Prix en vue d'un rendement établi selon le taux moyen en vigueur des créances hypothécaires LNH ou résidentielles, non LNH					
plus 1/8%	2	2	1		5
1/4%	4	2	3	1	10
3/8%	4		1		5
1/2%	2	2	2	1	7
3/4%	1		1		2
1%			1		1
18) Dans des conditions normales du marché hypothécaire, quelle sera selon vous la différence de prix entre l'offre et la demande pour les créances hypothécaires négociées par une BCH?					
a. \$0.25 au \$100	1			1	2
b. \$0.50 au \$100	1	7	3		11
c. \$1.00 au \$100	4	4	4	1	13
d. \$1.50 au \$100					
e. \$2.00 au \$100		1	1		2
f. \$2.50 au \$100					
g. \$3.00 au \$100			1		1
h. \$5.00 au \$100	1		1	1	3
Pas de commentaire	1	4	2	1	8
19) Souhaiteriez-vous continuer à administrer une créance hypothécaire que vous auriez vendue?					
a. Quelquefois		4	6	1	11
b. Toujours	7	9	2		18
c. Jamais	1	1	2		4
Pas de commentaire		2	2	3	7

- 20) Si vous continuiez à administrer une créance hypothécaire quelle redevance demanderiez-vous en pourcentage du solde-capital débiteur:

Uni-familiale	B	F et P	A-V	C.P.	Total	Multi-familiale	B	F et P	A-V	C.P.	Total
1/10%						1/10%		1			1
1/8%		1			1	1/8%	3	1	3	1	8
1/4%			2		2	1/4%	2	4	2		8
3/8%	3	6	1	1	11	3/8%			2		2
1/2%	4	3	3		10	1/2%	1	2			3
5/8%			1		1	5/8%		1			1
3/4%		1			1	3/4%					
Pas de commentaire	1	5	5	3	14	Pas de commentaire	2	7	5	3	17

- 21) Veuillez indiquer à quel intervalle est calculé le solde-capital débiteur auquel s'applique la redevance administrative mentionnée à la question (20),

a. Mensuel	3	9	4		16
b. Trimestriel		1	1		2
c. Semestriel	2	2	1		5
d. Annuel	2	1	1		4
Pas de commentaire	1	3	5	4	13

- 22) Quel devrait être le volume minimal des achats ou des ventes de la BCH selon vous?

a. Pas de minimum			2		2
b. \$10 000		1	1		2
c. \$100 000	5	9	4	1	19
d. \$250 000		4	3	1	8
e. \$500 000					
f. \$1 000 000					
Pas de commentaire	3	2	2	2	9

23) Quel devrait être le volume maximal des achats ou des ventes de la BCH selon vous?

- a. \$1 million
- b. \$5 millions
- c. \$10 millions
- d. \$50 millions
- e. \$100 millions
- f. Autre maximum quelconque (préciser)
- g. Pas de maximum
- Pas de commentaire

	B	F et P A-V	C.P.	Total	
		1		1	
	3	2	1	1	7
	1	3	1	1	6
		1	2		3
		1			1
				1	1
	2	6	6		14
	2	2	2	1	7

24) Devrait-il exister une limite à la proportion d'un portefeuille de créances hypothécaires résidentielles qu'un prêteur peut vendre à une BCH?

- a. Oui
- b. Non
- Pas de commentaire

		7	2		9
	5	4	9	3	21
	3	5	1	1	10

25) Si vous avez répondu oui à la question (24), quelle proportion du portefeuille de créances hypothécaires résidentielles du prêteur suggèreriez-vous comme limite maximale?

*

* Plusieurs sociétés de fiducie et de prêt ont donné une réponse précise, fixant cette limite entre 10 et 25%.

26) Si vous pouviez emprunter d'une BCH, en résulterait-il une augmentation de la proportion de votre actif hypothécaire?

- a. Oui
- b. Non
- c. Incertains
- Pas de commentaire

		10	2	2	14
	4	5	6		15
	3	1	4		8
	1			2	3

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
27) Si vous avez répondu oui à la question (26), de quel ordre, selon vous, serait l'augmentation de la proportion de votre actif détenu en créances hypothécaires résidentielles?					
a. 1%					
b. 5%		1			1
c. 10%		4			4
d. 15%					
e. 20%					
f. 25%		2			2
Pas de commentaire	8	9	12	4	33
28) A combien s'établirait annuellement cette augmentation de votre portefeuille de créances hypothécaires résidentielles en millions de dollars, sur la base de votre réponse à la question (27)?					
\$———millions					*
* Plusieurs sociétés de fiducie et de prêt ont donné des réponses variant entre \$2 et \$25 millions.					
29) Si vous pouviez vendre des créances hypothécaires à une BCH, en résulterait-il une augmentation de la proportion de votre actif hypothécaire?					
a. Oui		8	1	1	10
b. Non	3	4	5		12
c. Incertains			4		4
Pas de commentaire	5	4	2	3	14
30) Si vous avez répondu oui à la question (29), de quel ordre, selon vous, serait l'augmentation de la proportion de votre actif détenu en créances hypothécaires résidentielles?					
a. 1%	1				1
b. 5%					
c. 10%		1			1
d. 15%		2			2
e. 20%		1			1
f. 25%		4		1	5
Pas de commentaire	7	8	12	3	30

	B	F	P	A-V	C.P.	Total
31) A combien s'établirait annuellement cette augmentation de votre portefeuille de créances hypothécaires résidentielles en millions de dollars, sur la base de votre réponse à la question (27)? \$ _____ millions	pas de commentaire					
32) Avez-vous déjà acheté ou vendu des créances hypothécaires?						
a. Oui	4	15	7	3		29
b. Non	2	1	4	1		8
Pas de commentaire	2		1			3
33) S'il existait une BCH, est-ce que vous achèteriez ou vendriez des créances hypothécaires:						
a. Plus souvent que dans le passé	5	14	8	3		30
b. Moins souvent que dans le passé						
c. Ne modifieraient pas le volume d'achats et de ventes		1	1			2
Pas de commentaire	3	1	3	1		8
34) Croyez-vous qu'une BCH devrait s'efforcer de maintenir, en termes de dollars, son volume de créances hypothécaires:						
a. Constant en tout temps						
b. L'augmenter de façon continue		3	1			4
c. L'augmenter seulement durant les périodes de resserrement monétaire	5	10	7	4		26
d. Le diminuer durant les périodes de resserrement monétaire						
e. Le diminuer durant les périodes de relâchement monétaire	5	10	6	4		25
Pas de commentaire	2	2	5			9

35) A combien, selon vous, pourrait s'établir le changement net (en + ou en —) du volume de créances hypothécaires détenues par une BCH au cours d'une année?

- a. \$0
 - b. \$50 millions (en + ou en —)
 - c. \$100 millions (en + ou en —)
 - d. \$250 millions (en + ou en —)
 - e. \$500 millions (en + ou en —)
 - f. \$750 millions (en + ou en —)
 - g. \$1 000 millions (en + ou en —)
 - h. Aucune limite supérieure ni inférieure
- Pas de commentaire

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
a.	1				1
b.	2	2			4
c.	2	1	1		4
d.			1	1	2
e.	1	1	1		3
f.	2				2
g.	1				1
h.				1	1
Pas de commentaire	4	10	7	1	22

36) Quel devrait être le volume du portefeuille de créances hypothécaires résidentielles que la BCH serait autorisée à accumuler d'ici la fin de 1974?

\$—————millions

Réponses (en millions de dollars)
variant entre

2 000 100 100 500 100
et et et et
3 000 1 000 500 3 000

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
37) Quelle information fondamentale devrait, selon vous, être disponible de façon régulière afin de faciliter le commerce de créances hypothécaires résidentielles?					
a. Les prix demandés pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	6	12	9	4	31
b. Les prix offerts pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	6	12	10	4	32
c. Le volume des offres de vente pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	6	13	11	4	34
d. Le volume des offres d'achat pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	6	12	11	2	31
e. Les prix des offres d'achat acceptées pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	5	13	9	3	30
f. Les prix des offres de vente acceptées pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	5	12	10	3	30
g. Le volume des demandes acceptées pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	5	12	11	4	32
h. Le volume des offres acceptées pour chaque catégorie de créances hypothécaires résidentielles négociables	5	12	9	4	30
i. Autres renseignements ne figurant pas sur la liste ci-dessus Pas de commentaire	2	2	1	—	5
38) Tous les renseignements énumérés à la question (37) devraient être disponibles pour les régions géographiques suivantes:					
a. Le Canada	4	7	1	3	15
b. Les provinces	2	10	3	1	16
c. Les régions métropolitaines	3	7	3	1	14
d. Les principales régions urbaines	2	4	3	1	10
e. Toutes les municipalités	1		2	1	4
Pas de commentaire	2	1	2	1	6

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
39) Tous les renseignements énumérés à la question (37) devraient être disponibles pour le genre de participation au marché suivant:					
a. Tous les participants réunis	4	10	9	3	26
b. Toutes les banques réunies	1	10	4	3	18
c. Toutes les sociétés d'assurance-vie réunies	1	7	4	3	15
d. Toutes les sociétés de fiducie réunies	1	4	4	3	12
e. Toutes les sociétés de prêt hypothécaire réunies	1	3	4	3	11
f. Tous les courtiers en créances hypothécaires réunis	1	3	1	3	8
g. Tous les régimes de pension réunis	1	3	2	3	9
h. Tous les courtiers en placement réunis	1	3	3	3	10
i. Toutes les autres institutions financières réunies	1	3			4
j. Toutes les sociétés non-financières réunies		1			1
Pas de commentaire	3	3	2	—	8
40) Croyez-vous que l'identité du participant ou de l'instigateur des créances hypothécaires résidentielles offertes en vente devrait être connue?					
a. Oui	3	5	4	2	14
b. Non	3	8	5	2	18
c. Indécis		2	2		4
Pas de commentaire	2	1	1		4
41) Une BCH devrait-elle pouvoir prendre des engagements à terme?					
a. Oui	2	9	4		15
b. Non	5	5	4	2	16
c. Indécis		1	2	1	4
Pas de commentaire	1	1	2	1	5

42) Si vous avez répondu oui à la question (41), quelle devrait être la durée de ces engagements à terme?

- a. Pas de durée minimale
- b. 1 mois
- c. 3 mois
- d. 6 mois
- e. 9 mois
- f. 12 mois
- g. 18 mois
- h. 2 ans
- i. Pas de durée maximale
- Pas de commentaire

B	F et P	A-V	C.P.	Total
	2			2
	4			4
	2	1		3
1		1		2
1	2	1		4
6	6	9	4	25

43) Quel genre de redevance devrait être demandé pour ces engagements à terme?

- Pourcentage du montant engagé 1/8%
- 1/4%
- 3/8%
- 1/2%
- 1%
- 2%
- 5%
- Pas de commentaire

1	2			3
	4	1		5
	1	1		2
1		1		2
6	9	9	4	28

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
44) Quel genre d'obligations une BCH devrait-elle être autorisée à assumer?					
a. Accepter des dépôts des banques	9	3	1	1	13
b. Accepter des dépôts des sociétés d'assurance-vie	9	3	1	1	13
c. Accepter des dépôts des sociétés de prêt hypothécaire	9	3	1	1	13
d. Accepter des dépôts des sociétés de fiducie	10	3	1	1	14
e. Accepter des dépôts d'autres sociétés financières	10	3	1	1	14
f. Accepter des dépôts de la Banque du Canada	10	4	2	2	16
g. Accepter des dépôts du Fonds du revenu consolidé	1	9	2	2	14
h. Accepter des dépôts d'autres sources (préciser)	5				5
i. Emettre des effets à court terme (remboursement jusqu'à un an)	4	13	7	3	27
j. Emettre des obligations et des débetures à long terme (6 ans à 30 ans)	4	10	8	3	25
Pas de commentaire	3	1	3	1	8
45) Une BCH devrait-elle émettre des actions ordinaires?					
a. Oui	6	11	6	3	26
b. Non		5	3		8
Pas de commentaire	2		3	1	6
46) Si vous avez répondu oui à la question (45), qui croyez-vous devrait pouvoir acheter ces actions?					
a. La SCHL seulement	1	5	1	1	8
b. Le Fonds du revenu consolidé	7	5	6	3	21
c. Les institutions financières du secteur privé	4	5	4	1	14
d. Un particulier					
Pas de commentaire	1	4	6	2	13
47) Quelle proportion d'actions le gouvernement fédéral devrait-il détenir?					
a. 100%	5	10	5	3	23
b. 80%					
c. 51%	1	2	2	1	6
Pas de commentaire	2	4	5		11

48) S'il existait une BCH croyez-vous qu'elle amoindrirait l'écart entre les taux hypothécaires et les taux des obligations à long terme du gouvernement?

- a. Oui
- b. Non
- c. Incertains
- Pas de commentaire

B	F et P	A-V	C.P.	Total
4	11	4	4	23
	1	3		4
	2	3		5
4	2	2		8

49) Si vous avez répondu oui à la question (48), et en supposant que l'écart actuel entre le taux des créances hypothécaires et celui des obligations à long terme du gouvernement s'établit à environ 225 points, quel écart, selon vous, entraînerait la création d'une BCH?

- a. 225 points
- b. 200 points
- c. 175 points
- d. 150 points
- e. 125 points
- f. 100 points
- Pas de commentaire

		1		1
1	3	1	2	7
	2		1	3
		1		1
1	3		1	5
2	3	1		6

	B	F et P	A-V	C.P.	Total
50) Advenant la création d'une BCH, quel genre d'avoirs devrait-elle être autorisée à détenir?					
a. Dépôts confiés à la Banque du Canada	4	10	8	2	24
b. Dépôts confiés à des banques à charte	1	12	7	2	22
c. Dépôts confiés à des sociétés de prêt	1	12	5	2	20
d. Dépôts confiés à des sociétés de fiducie	1	12	5	2	20
e. Obligations directes et garanties du gouvernement fédéral	3	10	8	3	24
f. Obligations directes et garanties d'un gouvernement provincial	3	8	4	2	17
g. Obligations de sociétés de fiducie	2	10	3	1	16
h. Obligations de sociétés de prêt	2	10	3	1	16
i. Valeurs garanties par une hypothèque	2	9	2	1	14
j. Prêts à des prêteurs agréés sur la garantie de créances hypothécaires	2	12	8	3	25
k. Créances hypothécaires LNH	4	13	9	3	29
l. Créances hypothécaires assurées par le secteur privé	3	10	6	1	20
m. Créances hypothécaires résidentielles non LNH	3	6	6	1	16
51) Croyez-vous qu'une BCH améliorerait le financement du logement au Canada, en particulier si elle est créée selon le modèle ci-joint?					
a. Oui	3	9	4	4	20
b. Oui avec réserves	1	2	3		6
c. Incertains	4	1	3		8
Pas de commentaire		4	2	—	6

Annexe C

Enquête de l'équipe de projet
sur les investissements
dans des créances hypothécaires résidentielles
par les régimes fiduciaires de pension
Avril 1971

par W. R. Waters et J. V. Poapst

Remarques sur la méthode d'enquête

Le questionnaire a été conçu pour une enquête par courrier par les professeurs W. R. Waters et J. V. Poapst, avec la collaboration de M. H. Weitz de Statistique Canada. Il a été distribué aux représentants des régimes fiduciaires de pension qui assistaient à la deuxième conférence sur les placements hypothécaires pour les régimes fiduciaires de pension, convoquée le 8 décembre 1970, à Ottawa, par l'Honorable Robert Andras, alors ministre responsable du logement. Certaines personnes représentaient plus d'un régime de pension, tels les administrateurs de régimes de pension travaillant dans des sociétés de fiducie. On a demandé à ces derniers de remplir leur questionnaire en qualité d'administrateurs d'un vaste régime représentatif, englobant le régime des employés de leur propre société. En plus de solliciter leurs réponses, on demanda aux répondants d'autoriser Statistique Canada à fournir à l'équipe spéciale de projet des renseignements financiers choisis recueillis au cours des enquêtes sur les régimes fiduciaires de pension menées en 1967, 1968 et 1969 par le Bureau fédéral des statistiques (devenu Statistique Canada). On a reçu en tout 49 questionnaires utilisables. Ce nombre représente environ les deux tiers des personnes associées à un ou à plusieurs régimes qui ont assisté à la conférence. Quarante trois répondants nous ont autorisés à recueillir de l'information additionnelle auprès de Statistique Canada.

J.V.P.
Juin 1972

CLASSIFICATION DES RÉPONSES, LE 31 AOÛT 1971

1. Si vous calculez le taux de rendement mérité par votre régime, quelle méthode d'évaluation utilisez-vous pour les titres à revenu fixe?

Le coût, la valeur comptable ou la valeur comptable amortie	20
Les cours du marché s'ils sont facilement disponibles; sinon, le coût, la valeur comptable ou la valeur comptable amortie	19
Autre méthode (préciser)	8
.....	
Ne veulent pas le révéler	0
Ne calculent pas le taux de rendement	2
Total	<u>49</u>

2. Veuillez indiquer ci-dessous le degré de précision avec lequel vous pouvez prédire les entrées et les sorties de fonds pour les douze prochains mois.

	<i>Entrées des cotisations (employés et employeur)</i>	<i>Sorties pour le compte des membres</i>
A 10% près	41	34
A 25% près	6	12
A 50% près	0	0
A plus de 50%	0	0
Prédiction impossible	0	0
Prédiction possible, mais ne veulent pas la révéler	0	1
Pas de réponse	2	2

3. Les dispositions de votre contrat fiduciaire ou d'autres interdictions officielles analogues vous empêchent-elles d'investir dans l'un ou l'autre des avoirs énumérés ci-dessous?

	<i>Oui</i>	<i>Non</i>	<i>Ne veulent pas le dire</i>
Créances hypothécaires résidentielles LNH	1	48	0
Créances hypothécaires résidentielles non LNH	2	47	0
Créances hypothécaires commerciales	2	47	0

4. Au cours des 12 prochains mois, prévoyez-vous modifier, d'un montant que vous jugez important, la proportion des avoirs que vous détenez sous les formes énumérées ci-dessous?

	<i>Ne s'appli- que pas</i>	<i>Oui</i>	<i>Non</i>	<i>Ne savent pas</i>	<i>Ne veulent pas le dire</i>	<i>Si "oui"</i>			
						<i>Augmen- tation</i>	<i>Diminu- tion</i>	<i>Pas de précision</i>	<i>Pas de com- mentaire</i>
Fonds mutuels et régimes de pension réunis	5	4	28	5	0	2	1	1	7
Obligations	0	17	25	6	0	0	17	0	1
Actions ordinaires	1	20	21	5	0	18	1	1	2
Actions privilégiées	2	1	37	4	0	1	0	0	5
Créances hypothé- caires résidentielles assurées	1	15	24	5	0	13	0	2	4
Toutes les autres créances hypothécaires	0	16	24	6	0	13	1	2	3
Biens immobiliers et achats à retour locatif	4	8	24	8	0	8	0	0	5
Liquidités et placements à court terme	0	5	32	10	0	1	4	0	2

Si vous avez répondu "oui pour l'une
ou l'autre des catégories, veuillez
préciser pourquoi:

.....

5. Veuillez indiquer comment vous percevez les caractéristiques mentionnées ci-après des créances hypothécaires résidentielles, en qualité d'administrateur de votre régime.

	<i>Sans attrait aucun</i>	<i>Peu attrayant</i>	<i>Pas un facteur Attrayant</i>	<i>Très attrayant</i>	<i>Pas d'opinion</i>	<i>Pas de com- mentaire</i>
Amortissement du capital	1	7	26	8	1	3
Rendement relatif à d'autres investissements	0	6	3	34	2	2
Rendement fixe	1	7	10	25	0	3
Absence de participation	4	21	18	0	0	3
Le besoin d'instituer des poursuites de saisie contre une personne en cas de défaut	11	20	15	0	0	2

Veuillez commenter vos choix si vous le désirez.

.....

6. Veuillez émettre vos commentaires quant à toute autre caractéristique du titre hypothécaire qui, selon vous, rend peu attrayant l'investissement dans des créances hypothécaires résidentielles.

.....

.....

.....

7. Veuillez classer les caractéristiques du titre hypothécaire que vous jugez peu attrayantes: numérotez d'abord la moins attrayante.

*Numérotez celles que vous
jugez peu attrayantes
(voir tableau 5-12)*

- Amortissement du capital
- Droit de l'emprunteur de rappeler la créance hypothécaire après 5 ans
- Particularité des créances hypothécaires LNH assurées
- Décalage entre l'engagement et l'investissement
- Rendement relatif à d'autres investissements
- Rendement fixe
- Absence de participation
- Le besoin d'instituer des poursuites de saisie contre une personne en cas de défaut
- Autres (veuillez les énumérer)
-
-

8. Veuillez indiquer dans quelle mesure les particularités ci-dessous mentionnées du marché des créances hypothécaires résidentielles vous semblent gênantes du point de vue de leur incorporation dans votre portefeuille.

	<i>Très gênantes</i>	<i>Un peu gênantes</i>	<i>Pas un facteur</i>	<i>Pas d'opinion</i>	<i>Pas de com- mentaire</i>
Absence d'évaluations fréquentes du marché	6	23	17	0	3
Absence de cotes régulières auxquelles des transactions en quantités importantes pourraient s'exécuter de fait	11	24	11	0	3
Le genre ou la disponibilité d'organismes agissant en qualité de courtiers hypothécaires	5	14	25	2	3
Les redevances demandées par les courtiers hypothécaires	3	9	31	3	3
La nature ou l'étendue des arrangements touchant la gestion des créances hypothécaires offertes aux investisseurs	1	4	36	5	3
Les redevances demandées par les organismes assurant la gestion des créances hypothécaires	0	12	29	4	4

Si vous le désirez, veuillez émettre vos commentaires sur l'un ou l'autre de vos classements:

.....

.....

9. Veuillez commenter toute autre particularité du marché hypothécaire qui, selon vous, diminuerait votre volume d'investissement dans les créances hypothécaires résidentielles:

.....

.....

.....

10. Veuillez classer les diverses particularités du marché des créances hypothécaires résidentielles que vous jugez inhibantes. Numérotez d'abord la plus gênante.

Numérotez celles que vous jugez gênantes (voir tableau 5-13)

- Absence d'évaluations fréquentes du marché
- Absence de cotes régulières auxquelles pourraient s'exécuter des transactions importantes
- Le genre ou la disponibilité des organismes agissant en qualité de courtiers hypothécaires
- Les redevances demandées par les courtiers hypothécaires
- La nature et l'étendue des arrangements touchant la gestion des créances hypothécaires offertes aux investisseurs
- Les redevances demandées par les organismes assurant la gestion des créances hypothécaires
- Autre (préciser)
-
-

11. Si vous avez indiqué que l'une ou l'autre des particularités données aux questions 7 et 10 étaient peu attrayantes (7) ou inhibantes (10), croyez-vous que le rendement est généralement assez élevé pour compenser ces désavantages?

- Oui
- Non
- Pas d'opinion
- (Voir tableau 5-14)

12. Veuillez indiquer si votre régime renferme l'une ou l'autre des catégories d'avoirs suivantes:

	<i>Aucun</i>	<i>Quelques uns</i>	<i>% du porte-feuille global</i>	<i>Ne veulent pas le révéler</i>	<i>Ne répondent pas</i>
Obligations pour lesquelles aucun marché actif n'existe	14	30		1	4
Actions de change	37	6		0	6
Actions ordinaires dont la majorité est conservée avec soin ou peu souvent négociée	31	15		0	3

13. Se trouve-t-il une personne directement reliée à l'administration du régime qui a reçu une formation en règle dans le domaine de l'investissement hypothécaire?

Oui	27
Non	19
Ne savent pas	1
Ne répondent pas	2

Si vous avez répondu oui, veuillez décrire brièvement cette formation

14. Se trouve-t-il des personnes parmi celles directement reliées à l'administration du régime, qui travaillaient dans le domaine du placement ou de la gestion hypothécaire dans leur emploi précédent?

Oui	19
Non	21
Ne savent pas	5
Ne répondent pas	4

15. La gestion de votre régime emploient-elle à son service un conseiller en placement possédant des connaissances techniques dans l'investissement hypothécaire?

Oui	28
Non	18
Ne veut pas le révéler	1

Modèle de discussion pour: La banque centrale d'hypothèques

On nous a suggéré d'étudier la possibilité de créer une Banque centrale d'hypothèques afin d'aider au développement du marché des créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles au Canada.

Le présent "modèle de discussion" vise à vous donner la possibilité de nous faire connaître votre opinion sur ce sujet.

Il se peut que vous trouviez que ce "modèle de discussion" néglige ou présente de façon incomplète certains aspects ou certaines implications de la création possible d'une Banque centrale d'hypothèques.

Si c'est là votre opinion, veuillez ajouter tout commentaire ou réflexion qui, selon vous, se rapportent à ce genre d'étude préliminaire.

I. OBJECTIFS

1. Rendre le financement du logement plus attrayant pour les investisseurs en augmentant la négociabilité et la liquidité des prêts hypothécaires grevant des propriétés résidentielles, et d'autres effets choisis tels que des obligations pleinement garanties par des prêts hypothécaires assurés.
2. Adapter davantage les disponibilités de fonds aux fluctuations de la demande; en termes plus précis, diminuer les effets de la politique monétaire sur la disponibilité de fonds pour le logement.
3. Assurer au gouvernement fédéral un moyen lui permettant de faire appel de façon efficace aux services du secteur privé lorsqu'il fournit des fonds pour le financement du logement.

II. MÉTHODES

1. S'organiser pour acheter, vendre et maintenir une feuille d'inventaire des créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles ainsi que d'autres effets choisis, en quantité suffisante pour permettre aux investisseurs importants (y compris les investisseurs étrangers) désirant modifier de façon importante la constitution de leurs avoirs, de le faire à un rythme, à un coût et avec une facilité raisonnables.
2. Assurer une continuité dans les échanges secondaires pour les investisseurs dans les créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles et dans d'autres effets choisis en quantité raisonnable.
3. Garantir certains effets servant au financement du logement.
4. Devenir un acheteur net de créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles et d'autres effets choisis durant les périodes où les fonds hypothécaires se font rares, et un vendeur net lorsqu'ils abondent.

5. Mener des opérations d'arbitrage en prêts hypothécaires consentis sur diverses catégories de propriétés résidentielles, et dans des endroits différents afin de contribuer à assurer un marché national plus intégré, où les variations dans les conditions des prêts représentent les différences de coût des prêts et des risques y afférents.
6. Faciliter les activités des créateurs de créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles en s'engageant d'agir comme "acheteur de dernier ressort", ce qui leur permet d'obtenir des fonds à court terme du secteur privé.
7. Consentir des prêts à court terme sur le nantissement de créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles et d'autres effets choisis afin d'aider les détenteurs de créances hypothécaires résidentielles à satisfaire à leurs besoins de liquidité à court terme, de façon rapide et à un coût raisonnable.
8. Les activités particulières de la Banque pour qu'elle puisse s'autofinancer c.-à-d. réaliser un profit, y compris gagner un taux concurrentiel de rendement du capital, sans devoir exiger de tarifs ou de prix punitifs.

III. LES ATTRIBUTIONS DE LA BANQUE CENTRALE D'HYPOTHÈQUES

- a) Traiter avec des correspondants désignés.
- b) Traiter avec la Banque du Canada et d'autres organismes gouvernementaux.
- c) Acheter et vendre des premières créances hypothécaires grevant des propriétés résidentielles/admissibles à un prêt, aux termes de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*.
- d) Acheter et vendre des obligations pleinement garanties par des créances hypothécaires résidentielles assurées.
- e) S'engager d'avance à acheter et à vendre des avoirs définis en c) et d) pour faciliter les activités de négoce.
- f) Acheter et vendre des obligations émises par les gouvernements fédéral et provinciaux.
- g) Acheter et vendre des engagements de dette de banques, de sociétés de prêt et de sociétés de fiducie.
- h) Confier des dépôts à des banques à charte, des sociétés de fiducie, des sociétés de prêt et des Caisses populaires.
- i) Consentir des prêts payables sur demande ou au cours de périodes allant jusqu'à un an contre la garantie de créances hypothécaires résidentielles.
- j) Garantir les titres entièrement nantis par des créances hypothécaires assurées résidentielles (voir c).
- k) Emprunter de la Banque du Canada et du Fonds du revenu consolidé par voie de crédit.
- l) Emettre un titre à court terme payable sur demande ou à une échéance atteignant un an sur les marchés de capitaux.
- m) Emettre une dette à long terme à des échéances de six ans et plus sur les marchés de capitaux.

IV. RESTRICTIONS — LA BANQUE CENTRALE D'HYPOTHÈQUES NE PEUT:

- a) Créer ni administrer de prêts hypothécaires.
- b) Acheter des deuxièmes créances hypothécaires.
- c) Emettre une dette dont l'échéance est supérieure à un an mais inférieure à six ans.
- d) Acheter des obligations d'administrations municipales ou de sociétés qui ne sont pas prêteurs agréés.

V. ACTIF

Liquidités

- a) Dépôts confiés à des banques, à des sociétés de prêt, à des sociétés de fiducie et à des Caisses populaires.
- b) Obligations directes et garanties des gouvernements fédéral et provinciaux.

Semi-liquidités

- c) Engagements des sociétés de fiducie et de prêt.
- d) Obligations pleinement garanties par des créances hypothécaires assurées grevant des propriétés résidentielles.
- e) Prêts consentis à des prêteurs agréés, garantis par des créances hypothécaires admissibles grevant des propriétés résidentielles.

Avoirs de négoce

- f) Créances hypothécaires LNH.
- g) Créances hypothécaires résidentielles non LNH assurées.
- h) Créances hypothécaires résidentielles non LNH admissibles (Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques).

VI. PASSIF

- a) Prêts de la Banque du Canada.
- b) Dette envers le Fonds du revenu consolidé.
- c) Valeur de commerce — à demande et jusqu'à un an.
- d) Dette à long terme, plus de cinq ans.

VII. PARTICIPATION

- a) Réserves de cautionnement.
- b) Actions privilégiées de participation que détiendront les prêteurs agréés.
- c) Actions ordinaires détenues par le gouvernement du Canada.
- d) Excédent.

Remarque: Proportion maximale de la part de créance: 25/1.

Annexe D

Remarques sur la Federal National Mortgage Association, la Government National Mortgage Association et le Federal Home Loan Bank System aux Etats-Unis

par H. H. Binhammer

I. LA FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION AUX ÉTATS-UNIS

1. *Débuts historiques*

Le Federal Home Loan Bank System fut instauré en 1934 pour permettre aux institutions d'épargne et de financement de propriétés résidentielles davantage de liquidité et les encourager ainsi à augmenter la part des prêts hypothécaires ordinaires sur propriétés résidentielles dans leur portefeuille. Cependant, au cours de son évolution, le Système en vint à jouer un rôle plus important en fournissant, sur les marchés nationaux de l'argent et du capital par la vente de bons consolidés, un moyen d'élargir le portefeuille de ses institutions membres plutôt qu'à les encourager à augmenter la part des prêts hypothécaires dans leur portefeuille.

Le Federal Home Loan Bank System devait concentrer ses efforts sur la satisfaction des besoins de liquidité des institutions dont les activités s'exerçaient principalement sur le marché des créances hypothécaires résidentielles ordinaires. D'autre part, en vertu de la Loi nationale sur l'habitation, de 1934, de nouvelles institutions devaient être créées pour encourager les prêteurs du secteur primaire à consentir des prêts hypothécaires assurés par la Federal Housing Administration.

La Federal Housing Administration (FHA) était autorisée à accorder une charte à des "sociétés nationales de créances hypothécaires" et à les superviser. Celles-ci devaient être des institutions privées qui achèteraient, détiendraient et vendraient des prêts hypothécaires assurés par le gouvernement et établis par des prêteurs du secteur primaire, à même des fonds provenant de la vente au public de billets, de bons, de débentures et d'autres obligations de ce genre. Même à la suite de modifications successives de la loi visant à faciliter l'attribution de chartes à des sociétés, et à élargir

l'éventail des activités autorisées par charte, aucune initiative privée ne se manifesta pour former des sociétés nationales de créances hypothécaires.

En 1935, le Congrès autorisait la Reconstruction Finance Corporation (RFC) à acheter des actions de sociétés nationales de créances hypothécaires. Comme aucune réaction privée immédiate ne se produisit, la RFC institua et finança la RFC Mortgage Company. Ses opérations se limitaient à l'origine à consentir des prêts pour la construction d'une variété de propriétés génératrices de revenus, telles que: immeubles d'appartements, hôtels et immeubles de bureaux, lorsque les fonds ne pouvaient être obtenus à des taux raisonnables de prêteurs du secteur privé. Par la suite, la tâche lui fut assignée d'aider au développement d'un marché secondaire de créances hypothécaires par l'achat de certaines créances hypothécaires résidentielles, et assurées par la FHA. En 1946, elle se mit à acheter des créances hypothécaires garanties par la Veteran's Administration. Au moment où la Compagnie fut dissoute, en 1948, ses opérations secondaires de créances hypothécaires étaient devenues beaucoup plus importantes que ses activités primaires de prêt.

Une autre tentative fut faite en 1938 pour inciter à l'action les investisseurs privés, quand le Président des Etats-Unis demanda à la RFC de créer un organisme gouvernemental pour l'achat de créances hypothécaires admissibles, assurées par la FHA. La National Mortgage Association de Washington reçut une charte: elle fut plus tard rebaptisée Federal National Mortgage Association (FNMA), et elle est maintenant largement connue sous le nom de "Fannie Mae".

Dans l'espoir d'encourager la construction résidentielle et le redressement économique, la FNMA commença d'opérer en achetant seulement des créances hypothécaires sur constructions neuves. Elle fut autorisée à faire des prêts directs, garantis par une première hypothèque, pour le logement multifamilial. En 1948, quand un terme fut mis à ces pouvoirs, moins de \$6 millions avaient été placés en prêts directs de ce genre. Jusqu'en 1948, la RFC Mortgage Company acquit des créances hypothécaires inspirées par la FHA sur habitations existantes, et d'autres créances hypothécaires inadmissibles à l'achat par la FNMA. Au cours de sa première année d'activité, la FNMA acquit environ 17 p. 100 de toutes les créances hypothécaires assurées par la FHA. Pendant les années précédant la guerre, de 1938 à 1942, sa participation aux créances hypothécaires de la FHA représentait d'environ six pour cent à près de huit pour cent du volume total de créances hypothécaires en cours de la FHA. Pendant cette période cependant, l'encours de créances hypothécaires FHA constituait encore une part relativement petite de la dette hypothécaire totale en cours sur les propriétés résidentielles non agricoles.

Jusqu'à la guerre, FNMA fut un acheteur net de créances hypothécaires FHA, et réalisa peu de ventes de son portefeuille. Bien qu'elle ait réussi deux émissions publiques de billets à cinq ans, la majeure partie des créances hypothécaires acquises fut financée par des emprunts auprès de la Reconstruction Finance Company, et directement au Trésor.

Avant la guerre, FNMA fit peu pour encourager le développement d'un marché secondaire privé des créances hypothécaires FHA. Cependant, de

concert avec la RFC Mortgage Company, elle joua réellement un rôle important dans l'élargissement des investissements en créances hypothécaires FHA. Immédiatement après la guerre, les activités de marché secondaire de la FNMA furent dominées par sa fonction nouvelle consistant à fournir un instrument de soutien à une variété de programmes fédéraux de logement. A la fin de 1947, la FNMA s'était dessaisie de 61 p. 100 de son portefeuille par la vente de créances hypothécaires et de 37 p. 100 supplémentaires par des remboursements et autres crédits. Grâce à son nouveau rôle consistant à fournir une aide spéciale au financement de types choisis de prêts hypothécaires sur résidence, admissibles au bénéfice de programmes spéciaux annoncés de temps à autre par le Président et le Congrès, son portefeuille se reconstitua rapidement à mesure qu'elle devenait une source de financement primaire plutôt que secondaire pour les prêteurs, particulièrement les compagnies de créances hypothécaires.

La RFC Mortgage Company avait soutenu le programme de prêts de la Veteran's Administration (VA) après 1946. Quand la Compagnie fut dissoute en 1947, le retrait de son appui aux créances hypothécaires garanties VA laissa chancelant le programme de prêts résidentiels de la VA. Au cours de l'année suivante, autorité fut donnée à la FNMA pour combler le vide, ce qu'elle fit en acquérant au pair les créances hypothécaires VA, et en prenant vis-à-vis des prêteurs des engagements anticipés. Cette politique laissait la Société à l'entière merci des prêteurs, et, jusqu'en avril 1950, où la politique d'engagements anticipés sur prêts de la VA fut abandonnée, la seule limite au volume de créances hypothécaires VA acquises par la Société était le montant des fonds que le Congrès voulait bien autoriser. Ce ne fut cependant pas la fin de la technique des engagements anticipés, car elle fut ré-introduite l'année suivante en rapport avec un nouveau programme pour aider à la construction de logements pour les travailleurs immigrants de la défense, pour le personnel militaire, et dans les zones sinistrées.

Bien que son attention fût centrée sur la satisfaction des demandes qui lui étaient faites par les programmes gouvernementaux de logements pour la défense et les zones sinistrées, la FNMA continua d'acquérir des créances hypothécaires garanties par la FHA selon le principe de la main à la main ou d'achat immédiat. Ces achats portaient sur des créances hypothécaires sur constructions existantes, prêtes pour l'achat et la livraison immédiats. Ce n'est qu'en 1950, où la construction fut restreinte à cause de la guerre de Corée, que la Société parvint à vendre un volume appréciable de créances hypothécaires de son portefeuille. L'année suivante, une hausse des taux d'intérêt fut autorisée à la suite de l'Accord sur les réserves du trésor fédéral, et la FNMA éprouva des difficultés croissantes à vendre les titres de son portefeuille sur le marché secondaire des créances hypothécaires. En outre, les taux du marché étant en hausse, les prêteurs sollicitaient de plus en plus l'assistance de la FNMA. La Société introduisit plusieurs innovations visant à augmenter ses ressources pour faire face à la demande, et pendant quelques mois en 1952, puis de nouveau en 1953, elle suspendit ses achats de la main à la main pour conserver ses fonds.

Entre octobre 1952 et juin 1953, la Société instituait des fonds spéciaux d'achat destinés à l'achat de la main à la main de créances hypothécaires

admissibles aux institutions qui achetaient des créances hypothécaires de son portefeuille indépendantes de la défense et des zones sinistrées. Les institutions qui acquéraient ces créances hypothécaires recevraient un “reçu pour achat” qui leur permettait de vendre pour un montant égal de créances hypothécaires à la FNMA dans le délai d’un an à compter de l’émission du reçu.

Au cours de la période de neuf mois pendant laquelle le programme de reçus pour achats fut en vigueur, les ventes de créances hypothécaires ne s’élevèrent qu’à 46.4 millions de dollars. En juillet 1953, le programme fut remplacé par un autre, appelé programme “un pour un”, qui ressemblait à son prédécesseur à l’exception près d’une importante modification: pour la première fois de son histoire, la FNMA accordait un rabais sur la vente de créances hypothécaires de son portefeuille. Au début, elle était disposée à acheter à des prix variant entre 96 et 100; par la suite, les prix qu’elle offrait furent relevés pour varier de 98 à 100. Pendant les onze mois durant lesquels le programme “un pour un” fut en vigueur, le solde impayé des créances hypothécaires vendues atteignit 514 millions de dollars, et les rabais absorbés par la Société s’élevèrent à 14 millions de dollars. Une partie de ses pertes fut épongée grâce au passage à des créances hypothécaires portant des rendements plus élevés.

2. Opérations de marché secondaire de la FNMA, 1954 à 1958

Au début des années 50, la FNMA fut l’objet de critiques croissantes. Les objections de ses critiques portaient sur le fait qu’elle était une société appartenant totalement au gouvernement, qu’elle obtenait le plus gros de ses fonds directement du Trésor, et qu’elle constituait parfois un concurrent indésirable sur le marché primaire des créances hypothécaires.

Selon les dispositions de la Loi sur l’habitation de 1954, la FNMA reçut une nouvelle charte et ses fonctions furent revues. Trois fonctions distinctes et séparées furent définies: (1) Fonction de gestion et de liquidation, pour qu’elle se défasse du portefeuille de créances hypothécaires alors en sa possession; (2) Fonction d’assistance spéciale, pour qu’elle aide au financement de programmes spéciaux de logement, et atténue les effets des conditions économiques défavorables sur le marché du logement; (3) Opérations de créances hypothécaires secondaires, pour accorder une aide supplémentaire au marché secondaire des créances hypothécaires résidentielles.

Les amendements législatifs de 1954 visaient à permettre à la FNMA d’offrir un cadre plus réaliste pour un marché secondaire qui serait un jour totalement financé de source privée. Le capital original de la Société et les excédents encaissés, pour un montant de 21 millions de dollars, furent incorporés à son capital applicable exclusivement à ses opérations de créances hypothécaires. Un supplément de fonds publics devait être fourni par la vente au Secrétaire du Trésor d’actions privilégiées sans droit de vote.

De 1954 à 1958, les fonds nécessaires au financement des opérations de créances hypothécaires secondaires de la FNMA furent en règle générale tirés principalement de ses ventes de débentures et de billets d’escompte à court terme sur les marchés de l’argent et des capitaux. Les autres sources

de fonds pour ses opérations d'achat de créances hypothécaires se constituaient d'emprunts temporaires au Secrétaire du Trésor, de contributions non-investissables au capital (actions ordinaires) par des organismes vendant des créances hypothécaires ou empruntant à la FNMA de la vente d'actions ordinaires en rétribution pour des versements appropriés aux capital et excédents, des revenus sur ses opérations, en particulier des sommes payées pour l'utilisation de ses services, de la liquidation de son portefeuille, et de la vente de notes de crédit sur participations à des créances hypothécaires appartenant à la FNMA et mises de côté à cette fin.

Quand la FNMA reçut en 1954 sa nouvelle charte, le montant maximal de ses propres obligations qui pouvaient être impayées à un moment donné était fixé à dix fois la somme de son capital et des excédents. En 1956, son pouvoir d'emprunt fut porté à quinze pour un, et en 1968, à vingt pour un.

A partir de 1956, la FNMA émit ses débetures chaque année, sauf en 1963 et 1964. La plupart des émissions avaient une maturité inférieure à un an; en 1962, une émission à 15 ans fut vendue. En 1966, alors que les conditions de crédit étaient extrêmement serrées, la FNMA vendit pour 1.7 milliard de dollars de ses débetures sur les marchés de l'argent et des capitaux. A la fin de 1968, les débetures émises avaient atteint le montant total de 11.2 milliards de dollars dont 3.4 milliards de dollars étaient alors impayés.

Des billets d'escompte à court terme, semblables à des effets de commerce, furent offerts pour la première fois en 1960. Ces billets étaient adaptés aux besoins des sociétés, des investisseurs institutionnels et autres et vendus à des taux publiés avec une gamme d'échéance allant de 30 à 270 jours. A la fin de 1968, la FNMA avait émis des billets d'escompte à court terme pour un montant total de 16.6 milliards de dollars, dont 2.2 milliards de dollars étaient encore impayés.

La vente de billets d'escompte fournit à la FNMA un plus haut degré de souplesse de fonctionnement. Elle était libérée de la nécessité de réinvestir les fonds reçus jusqu'à maturité des débetures impayées. Une "réserve" d'emprunts à court terme accordait à la FNMA plus de latitude pour emprunter sur les marchés à moyen et long terme quand les taux étaient favorables, et de s'abstenir quand les conditions n'étaient pas favorables à ce genre de financement. De plus, lorsque les taux à court terme étaient plus bas que les taux à long terme, elle réduisait le coût de ses emprunts. Finalement, la vente de billets d'escompte réduisait la dépendance de la FNMA vis-à-vis du Trésor quant à l'emprunt de fonds pendant les périodes entre les émissions de débetures.

A titre de première étape dans la transformation des opérations de créances hypothécaires secondaires de propriété publique en propriété privée, la Loi de 1954 établissant la nouvelle charte précisait que les vendeurs de créances hypothécaires à la FNMA étaient tenus de lui acheter des actions ordinaires sans droit de vote pour un montant égal à trois pour cent du solde impayé des créances hypothécaires qui lui étaient vendues. En 1957, les limites statutaires furent abrogées, et la FNMA autorisée à faire varier le pourcentage requis, pour autant qu'il ne serait pas moins de un pour cent et pas plus de deux pour cent. Pour effectuer ces changements, la

FNMA devait tenir compte de la situation du marché des créances hypothécaires et de l'économie générale. Les institutions qui empruntaient à la FNMA sur la garantie de créances hypothécaires assurées par la FHA ou garanties par la VA comme autorisé depuis 1961, devaient aussi faire des contributions en capital. Celles-ci étaient faites pour un montant maximal de un demi pour cent du montant emprunté.

A la fin de 1967, à la veille de sa seconde transformation majeure, les opérations de créances hypothécaires secondaires de la FNMA étaient financées presque entièrement par ces fonds privés. La part de ses actions privilégiées aux mains du Trésor s'élevait à 142 millions de dollars, et celle des actions ordinaires sans droit de vote en mains privées, à 123 millions de dollars. Le montant total de ses débetures et billets d'escompte en circulation était de près de 5 milliards de dollars.

La FNMA achetait des créances hypothécaires dans le cadre de ses opérations de marché secondaire, selon le principe de la main à la main ou de l'achat immédiat, y compris les options d'achat, et sous la forme de contrats d'engagement différé. Sa charte l'obligeait à limiter ses acquisitions à des créances hypothécaires assurées par la FHA ou bien garanties ou assurées par la VA après le 1er août 1964. Les créances hypothécaires acquises devaient être d'une qualité, d'un type et d'une classe généralement acceptables en regard des normes d'achat imposées par les institutions privées d'investissements en créances hypothécaires. Il existait à l'origine une clause statutaire selon laquelle l'obligation principale d'une créance hypothécaire acquise dans le cadre des opérations de marché secondaire ne devait pas excéder \$20,000. La Loi sur l'Habitation de 1964 élimina cette clause, à la suite de quoi les limites d'achat furent fixées administrativement.

Pour tenter d'offrir un cadre de marché secondaire plus efficace, la FNMA introduisit en 1956 une procédure d'option d'achat et d'engagement différé. Selon la procédure d'option d'achat, la FNMA achetait des créances hypothécaires à un vendeur selon le principe de l'achat immédiat au prix courant du marché, et accordait en même temps au vendeur le droit d'obtenir une option lui permettant de racheter les créances hypothécaires au prix payés pour celles-ci par la FNMA. En 1964, la durée initiale de l'option fut portée de 9 à 12 mois, et le coût de l'option d'achat fut porté de un demi à un pour cent du montant principal impayé des créances hypothécaires en cause.

La procédure d'option d'achat permettait aux vendeurs de créances hypothécaires ayant besoin de fonds d'obtenir immédiatement sur leurs créances hypothécaires des sommes liquides plus élevées que celles disponibles selon les dispositions concernant l'emprunt et l'escompte pour clients. Elle accordait de plus aux vendeurs un laps de temps supplémentaire pour essayer de trouver des acheteurs, autres que la FNMA pour les créances hypothécaires qu'ils désiraient vendre.

La procédure d'engagement différé fut introduite pour permettre aux constructeurs d'obtenir plus facilement un financement provisoire, et de commencer la construction. Elle amenait la FNMA à fournir des engagements anticipés aux vendeurs de créances hypothécaires garantissant un futur prix d'achat minimal pendant une période précisée par le contrat. Les en-

gagements étaient fournis à des taux suffisants pour faciliter le financement de résidences, mais suffisamment au-dessous des prix d'achat immédiat pour éviter les abus de ces facilités. Alors qu'au début les engagements ne couvraient que des créances hypothécaires sur construction neuve (avant le commencement de la construction), les créances hypothécaires sur construction existante (construction en cours ou terminée), et les améliorations de résidence furent incluses par la suite. La procédure d'engagement différé prévoyait des contrats de 12 mois pour la construction neuve et l'amélioration de résidence quant aux habitations d'un à quatre foyers, et des contrats de six mois quant aux constructions existantes. La durée de l'engagement quant aux créances hypothécaires sur habitations à foyers multiples était de 24 mois pour les constructions tant neuves qu'existantes, et de 12 mois pour les améliorations de résidences. Les vendeurs désirant obtenir des engagements différés étaient tenus de payer des frais non remboursables d'engagement de un pour cent du montant principal des créances hypothécaires en cause, et de verser un demi pour cent au capital en souscrivant des actions ordinaires de la FNMA. Si les créances hypothécaires étaient remises à la FNMA en vertu de l'engagement, un versement supplémentaire d'un égal pourcentage devait être fait au capital.

La procédure d'engagement différé jouait deux rôles. Dans le cas de constructions nouvelles, elle permettait aux vendeurs de créances hypothécaires d'obtenir de prêteurs privés des fonds pour la construction en escomptant que les créances hypothécaires pourraient être vendues sur le marché secondaire quand la construction serait terminée et les créances hypothécaires prêtes à être remises. Dans le cas de constructions existantes, elle assurait aux vendeurs de créances hypothécaires un financement permanent.

Avant 1954, la FNMA achetait des créances hypothécaires résidentielles au pair. Les créances hypothécaires achetées étaient d'ordinaire celles portant un taux d'intérêt bas, qui, aux époques où les taux étaient à la hausse, se vendaient au-dessous du pair sur le marché libre. En conséquence, en offrant de payer au pair, la FNMA assumait inévitablement un rôle semblable à celui d'un investisseur direct. Pour éviter l'usage excessif de la FNMA suite à la promulgation de sa nouvelle charte en 1954, la Loi exigeait que ses prix d'achat soient fixés au niveau des "prix du marché". Dans la mesure où les listes de prix annoncées par la FNMA accusaient généralement un retard sur les prix du marché, elle continuait de donner au marché secondaire des créances hypothécaires un soutien direct plutôt que complémentaire. En outre, comme la plupart de ses achats se faisaient auprès de compagnies de créances hypothécaires, elle continuait d'être une source de fonds essentielle pour ces compagnies.

La Loi sur l'habitation de 1961 autorisait la FNMA à effectuer des prêts à court terme, du genre de ceux des banques, garantis par des créances hypothécaires assurées FHA ou garanties par la VA. Au départ, le montant des prêts avait été fixé par la Loi à 80 p. 100 du solde total impayé du principal, et les prêts devaient être remboursés en douze mois au maximum. Les prorogations étaient aussi limitées à douze mois. En 1964, le pourcentage autorisé pour les prêts fut porté à 90 p. 100. Le but de ces prêts était d'encourager la construction de résidences en offrant aux investisse-

ments en créances hypothécaires une certaine liquidité, et généralement de fournir une assistance supplémentaire au marché secondaire des créances hypothécaires. Il ne fut guère fait usage de ces dispositions probablement parce que d'autres sources de fonds similaires étaient disponibles à meilleur compte ailleurs. Les emprunteurs étaient obligés de payer des frais de candidature qui n'étaient pas remboursables si le prêt était accordé, et étaient requis d'effectuer une contribution au capital, au maximum égale à un demi pour cent du montant emprunté. La FNMA fixait intentionnellement ses frais à un niveau relativement élevé dans le but d'éviter l'usage excessif de ces dispositions, et d'assurer la pleine auto-suffisance de ces opérations.

De 1954 à la fin de 1967, le portefeuille de créances hypothécaires secondaires de la FNMA atteignit 5.5 milliards de dollars. Au cours de cette période, ses achats bruts s'élevaient à 9.4 milliards de dollars, et ses ventes brutes à 2.3 milliards de dollars. Les ventes n'excédèrent les achats que pour deux années, 1958 et 1963. Les variations sur le total des ventes et des achats reflétaient les conditions changeantes du crédit; pendant les périodes de resserrement monétaire, les ventes diminuaient et les achats augmentaient, alors que, pendant les périodes de détente monétaire, l'inverse se produisait. Pendant les périodes où la politique monétaire et fiscale appelait aux restrictions, la FNMA hésitait à abaisser de façon notable ses prix d'offre puisque sa raison d'être était de stabiliser le marché des créances hypothécaires secondaire. D'un autre côté, elle hésitait à encourir une perte sur la vente de créances hypothécaires à cause de l'exigence statutaire qui lui était faite que ses opérations de marché secondaire soient auto-suffisantes.

3. La Federal National Mortgage Association 1968

La Loi sur l'habitation et le développement urbain de 1968 partagea la FNMA en deux sociétés à compter du 1er septembre 1968. L'une de ces deux sociétés, sous le nom de Government National Mortgage Association, retenait les fonctions de gestion et liquidation, et d'assistance spéciale, les deux sections de l'ancienne FNMA financées par le gouvernement.

L'autre société, qui conservait le nom de Federal National Mortgage Association, et la structure de son capital, retenait les opérations de marché secondaire. Elle devenait une société en propriété privée sous l'égide du gouvernement, sujette au contrôle du secrétaire à l'habitation et au développement urbain. Au moment du partage, le public détenait environ 140 millions de dollars en actions ordinaires sans droit de vote, et le Secrétaire du Trésor, environ 160 millions de dollars en actions privilégiées. La nouvelle société vendit immédiatement une émission de débentures subordonnées au capital, et utilisa les fonds réalisés sur cette émission pour racheter toutes les actions privilégiées en circulation, ce qui faisait des actionnaires les seuls propriétaires de la société.

Aux termes de la Loi de 1968, lorsqu'un tiers des actions en circulation appartiendraient à des personnes ou institutions exerçant des activités en rapport avec les prêts hypothécaires, la construction de résidences, l'immeuble ou des secteurs connexes, (et, en tout cas, pas plus tard que le 1er

mai 1974), les actionnaires devraient être majoritaires au Conseil d'administration de la FNMA. Cette condition fut remplie en février 1970, et le Conseil est depuis lors composé de quinze membres dont dix sont élus par les actionnaires, et cinq sont nommés par le Président des Etats-Unis.

Ceux qui se prévalent des services de la FNMA sont tenus de contribuer à son capital, une pratique inaugurée en 1954 comme première étape dans le transfert de la Société à la propriété privée. La Loi exige de tout vendeur de créances hypothécaires qu'il effectue le paiement d'une contribution non remboursable au capital, au plus égale à deux pour cent et au moins égale à un pour cent du montant impayé du principal des créances hypothécaires achetées ou devant être achetées par la Société. Tous ceux qui assurent la gestion des créances hypothécaires de la Société doivent aussi détenir un montant minimal de ses actions. En plus de l'émission requise d'actions ordinaires, la Société peut émettre des actions pour la vente sur les marchés de capitaux. A compter du 1er juillet 1970, la Société fractionnait ses actions quatre pour une, pour élargir son marché et pour étendre les solutions de rechange pour l'augmentation du capital-actions à mesure que les activités de la Société prennent de l'expansion.¹ En décembre 1969, le rapport maximal de la dette au capital de la Société fut porté de 20 pour un à 25 pour un.

La FNMA est maintenant une société en mains et en financement privés qui doit, dans l'intérêt public, maintenir la liquidité et la stabilité du marché des créances hypothécaires résidentielles. Le Secrétaire à l'habitation et au développement urbain a des pouvoirs plus étendus pour contrôler la Société que ce n'est le cas avec d'autres institutions privées opérant sous d'autres juridictions. Le Secrétaire peut par exemple exiger de la Société qu'elle consacre une certaine partie de son portefeuille au financement de programmes de logement et d'habitations pour familles à revenu bas ou moyen. L'autorité du Secrétaire est toutefois limitée dans la mesure où la Société doit pouvoir en tout temps réaliser des profits raisonnables pour ses actionnaires.

Délivrée des anciennes contraintes imposées par le budget fédéral, la FNMA devint un participant agressif au marché secondaire des créances hypothécaires. Le précédent système de prix réglés par le gouvernement pour les achats et les ventes de créances hypothécaires, qui n'avait donné à la FNMA aucun contrôle sur le volume, était abandonné. Il lui était substitué un système de libre marché hebdomadaire ou bi-hebdomadaire du type "enchères" qui permet à la Société de déterminer le volume, et laisse le marché fixer le prix.

Dans le système de vente aux enchères de créances hypothécaires assurées par la FHA et garanties par la VA, la FNMA annonce la somme d'argent totale prédéterminée des engagements sur créances hypothécaires à être émis aux enchères suivantes sur la base des besoins estimés du marché.

¹ Le 7 août 1970, la FNMA déposa une demande à la Bourse de New York pour que ses actions ordinaires soient cotées. Le prix des actions de la Société monta de \$70 au début de 1968 à \$245 en juin 1969. Il glissa jusqu'à \$190 en juillet comme le reste du marché plongeait, mais se raffermi à \$220 au cours de la seconde partie de l'année. En 1970, son prix dérapait de nouveau, et il était de \$130 avant le fractionnement de 4 pour un en juillet.

Les enchérisseurs font des offres sur les prix auxquels ils sont disposés à vendre un montant déclaré en dollars de créances hypothécaires existantes ou encore à créer au cours des périodes à venir de 3, 6, 12, 15 ou 18 mois. Le succès d'une offre implique l'engagement par la FNMA à se tenir prête à acquérir les créances hypothécaires en question, au prix offert, pendant la période choisie par l'enchérisseur. En vertu de ce système de contrat d'option, les auteurs d'offres acceptées ne sont pas obligés de vendre à la FNMA mais sont libres de placer ailleurs leurs créances hypothécaires s'ils obtiennent par la suite de meilleures conditions de financement. La FNMA fait payer des frais d'engagement variant de ½ p. 100 à 1½ p. 100 du montant des fonds engagés, selon la durée de l'engagement.

Par le système de libre marché, la FNMA fonctionne comme prêteur de dernier recours de montants donnés annoncés régulièrement.² Des banques commerciales, des sociétés d'épargne et de prêt, des compagnies de créances hypothécaires ainsi que d'autres organismes se sont prévalu de ces dispositions.³ Quand elles font usage du droit qui leur est garanti de vendre à la FNMA la vente a pour résultat de leur apporter des fonds immédiats pour reconstituer leurs ressources de capital, et leur permettre ainsi d'offrir d'autres crédits à l'industrie de la construction en finançant des hypothèques supplémentaires. Ceci permet en outre à des institutions d'abandonner rapidement les créances hypothécaires pour passer à d'autres valeurs. L'acceptation du système de libre marché de la société se trouve reflétée dans l'usage qui en fut fait en 1969, alors que les conditions de crédit étaient extrêmement serrées. Au cours de cette période, la FNMA émit des engagements pour un total de 6.6 milliards de dollars, et acheta 4.2 milliards de dollars de créances hypothécaires, ce qui représentait plus du double du précédent record de volume, établi en 1966 où le crédit était aussi extrêmement restreint. Au cours de 1969, un quart de l'augmentation nette en valeur des créances hypothécaires sur unités d'un à quatre foyers fut absorbé par la FNMA. De plus, pendant le dernier trimestre de 1969, la FNMA absorba 50 p. 100 de l'augmentation de toutes les créances hypothécaires sur unités d'un à quatre foyers, et environ un tiers de toutes les créances hypothécaires résidentielles. A titre de comparaison, les achats de créances hypothécaires

² En réponse à une question posée à la seconde assemblée annuelle des actionnaires concernant les facteurs déterminant le calendrier des enchères et les montants offerts, la réponse suivante a été donnée:

"La première chose, c'est que nous devons garder à l'esprit à tout moment que, malgré notre rôle public, nous sommes supposés fonctionner sur nos propres fonds. Il nous faut aussi veiller très soigneusement à ne pas préempter la totalité du marché. Nous voulons encourager les prêteurs traditionnels à revenir sur le marché et à fournir des fonds hypothécaires dont il est besoin. Notre première responsabilité est d'assurer la liquidité et la stabilité, pas de nous mettre à contrôler le marché.

Nous essayons d'être sensibles à ce que nous dit le marché en ce qui concerne le volume des offres qui nous sont faites. Bien sûr, nous aimons bien voir des offres nous être faites pour des montants variables en rapport avec d'autres tendances sur le marché des capitaux, et nous réagissons selon ce que nous dit le marché."

Federal National Mortgage Association, 21 mai 1970,

Rapport de l'assemblée annuelle des actionnaires

³ Les compagnies de créances hypothécaires généralement appelées banques de créances hypothécaires, sont à l'origine d'environ 85 p. 100 de tous les prêts achetés par la FNMA. Il en résulte qu'elles sont estimées détenir 20 à 25 p. 100 de toutes les actions en circulation de la FNMA.

par la FNMA pour l'une quelconque des années antérieures à 1969 dépassèrent rarement 5 p. 100 de l'augmentation des unités d'un à quatre foyers.

En juin 1969, la FNMA commença de participer à des prêts pour programmes de construction d'unités à foyers multiples. A l'origine, ce programme était limité à des projets subventionnés quant au taux d'intérêt ou au loyer, par le gouvernement fédéral. Par la suite, le programme fut élargi pour inclure toute construction à foyers multiples. Il n'a été fait de prêts à la construction que sur des hypothèques dont la Société avait garanti le financement permanent. Pour éliminer toute concurrence avec des prêteurs commerciaux, la FNMA ne participe normalement à des prêts à la construction qu'à la demande d'un prêteur. En plus de participer à des prêts à la construction, la Société a effectué des prêts garantis par hypothèques. Ces deux types de prêts représentent une part insignifiante de ses activités globales.

Au cours de 1969, la FNMA lança, en coopération avec le Ministère de l'habitation et du développement urbain, un programme spécial pour maintenir la parité des prix pour les créances hypothécaires sur constructions à foyers multiples bénéficiant de subventions supplémentaires du gouvernement pour le taux d'intérêt ou le loyer. Au cours de l'année suivante, les unités à foyer unique bénéficiant de l'aide fédérale profitèrent d'un programme semblable. La Government National Mortgage Association assume le risque de payer le prix du pair lorsque le prix pour lequel s'est engagée la FNMA est au-dessous du pair.

La Loi de 1970 sur l'Habitation d'urgence autorisa la FNMA à acheter des créances hypothécaires ordinaires. Peu après, la Société annonçait dans quelles conditions elle était disposée à acheter des créances hypothécaires ordinaires: elle ferait des prêts à court terme sur la garantie de telles créances hypothécaires, et achèterait des participations sur une base négociable.

La FNMA achète des créances hypothécaires ordinaires par un libre marché d'enchères semblable au libre marché d'enchères pour les créances hypothécaires appuyées par le gouvernement, mais tenu séparément. Les enchères de créances hypothécaires ordinaires sont conduites sur la base d'offres quant au rendement brut plutôt qu'au prix de la créance hypothécaire. Les offres non-compétitives peuvent être retenues en fonction du montant des fonds hypothécaires dont dispose la Société pour la durée de l'enchère, du moins lorsque les vendeurs sont d'accord sur le rendement moyen de toutes les offres acceptées. Au départ, il n'était pris que des engagements de six mois, et les offres inférieures à \$10,000 n'étaient pas retenues. Les créances hypothécaires ayant pris effet plus d'un an avant la date du déboursement final du montant de l'emprunt n'étaient pas admissibles à l'achat.⁴

⁴ La durée restant à courir de l'hypothèque ne peut être inférieure à 10 ans, et la durée originale ne peut excéder 30 ans. Normalement, le solde impayé de la créance hypothécaire au moment de sa remise à la FNMA ne peut être inférieur à \$10,000 ni supérieur à \$33,000. Le rapport du prêt à la valeur ne peut dépasser 75 p. 100; exceptionnellement, ce rapport peut atteindre 90 p. 100 si le principal impayé en sus de 75 p. 100 est assuré ou garanti par un assureur acceptable, ou si le vendeur s'engage à racheter la créance advenant le cas où elle ferait défaut alors que le principal impayé est au-dessus de la limite de 75 p. 100.

A titre de condition de participation à une enchère, tout vendeur s'engage à payer des frais non-remboursables de participation équivalant à un centième pour cent du montant de l'offre. Lorsqu'une offre est acceptée par la FNMA, le vendeur paie des frais non-remboursables d'engagement pour un montant correspondant à 0.75 p. 100 de chaque engagement de six mois. En outre, lorsqu'une hypothèque est remise en vertu d'un engagement de la FNMA le vendeur doit souscrire un supplément d'actions ordinaires pour un montant égal à un demi pour cent du solde impayé du principal de la créance.

Les vendeurs sont normalement tenus d'assurer la gestion des créances hypothécaires qu'ils vendent.⁵ La FNMA paie, par an, l'équivalent de trois-huitièmes pour cent du montant du principal, à titre de compensation pour ce service. Ceux qui assurent la gestion de créances hypothécaires de la FNMA doivent participer au capital de la FNMA pour un montant équivalant à un pour cent du solde impayé du principal des créances hypothécaires dont ils assurent la gestion.⁶

La FNMA finance maintenant ses activités avec des fonds non publics. Le Secrétaire du Trésor est autorisé à lui consentir des prêts à concurrence de 2,250 millions de dollars. La Société cessa de dépendre d'emprunts provisoires au Trésor en juillet 1969, quand elle établit un compte de crédit de 150 millions de dollars, porté à 300 millions de dollars en janvier 1970, avec un groupe de banques commerciales à l'échelle nationale.

La principale source de fonds de la FNMA est la vente de ses obligations. Le taux, la durée et le calendrier de toutes les obligations doivent obtenir l'assentiment préalable du Secrétaire du Trésor. Le Secrétaire à l'habitation et au développement urbain est d'autre part, tenu d'approuver le montant total des obligations en cours, et le rapport de la dette cumulée au capital.

La FNMA a obtenu le plus gros de ses fonds grâce à la vente de débentures ordinaires. A la fin de juin 1970, les débentures en circulation de la Société remboursables au cours des 12 mois suivants s'élevaient à 3.6 milliards de dollars, et celles remboursables après un an, s'élevaient à 5.6 milliards de dollars. A la même époque, ses billets d'escompte à court terme en cours (30 à 270 jours) s'élevaient à 3.2 milliards de dollars.

La Société émit d'abord des débentures subordonnées au capital pour financer le rachat des actions privilégiées détenues par le Trésor. Au début de 1970, elle émit 200 millions de dollars en débentures subordonnées échéant à 5 ans, portant ainsi l'encours total de ces débentures à 450 millions de dollars. Aux termes de sa charte, ce type de débentures fait partie de la base qui détermine son pouvoir d'emprunt.⁷

⁵ La gestion des créances hypothécaires sur habitations à foyers multiples, appartenant à la FNMA est assurée directement.

⁶ Le vendeur ou celui qui assure la gestion a le choix de faire réduire ce minimum à 0.7 p. 100 en offrant de revendre des excédents d'actions à la FNMA au prix d'émission.

⁷ Son rapport de la dette au capital a constitué une restriction permanente pour ses activités, et dut être augmenté deux fois pendant une période d'environ un an. En plus de la vente de débentures subordonnées, la Société espère utiliser, pour élargir la base de son capital, la vente de ses actions au public, et peut-être l'émission de débentures convertissables.

L'encours total des obligations subordonnées en circulation ne peut, à aucun moment, excéder le double de la somme des actions ordinaires en cours, des excédents et des bénéfices en réserve de la Société.

Le 1er juin 1970, la FNMA procéda à sa première émission d'obligations soutenues par des créances hypothécaires. Celles-ci sont garanties par la Government National Mortgage Association, et donc par le gouvernement des Etats-Unis. La commercialisation réussie des obligations appuyées par des créances hypothécaires pour un montant total de 400 millions de dollars pourrait signifier un important virage pour la Société, en ce sens que d'autres ventes pourraient permettre à la Société de capter des sources de fonds qui, traditionnellement, n'étaient pas accessibles pour le financement de créances hypothécaires résidentielles.

La souplesse accrue des opérations de la FNMA, libérée des contraintes du budget fédéral, s'est reflétée dans ses activités au moment de l'extrême resserrement des conditions de crédit en 1969. Le total des mises-en-chantier d'habitations, après avoir atteint un plafond pendant le premier trimestre de 1969, était retombé de près d'un quart, au dernier trimestre de l'année. Pourtant, grâce essentiellement aux achats de la Société, les mises-en-chantier financées par la FHA et la VA augmentaient de 20 p. 100 pendant la même période. A certaines époques, la FNMA accordait des engagements au rythme de 10 milliards de dollars par an.

Les opérations hypothécaires de la FNMA étaient, au cours de 1969, fortement anti-cycliques par rapport au marché des créances hypothécaires résidentielles, mais fortement dans le sens du cycle par rapport à la situation économique en général. Ses activités n'évitèrent pas seulement une diminution des mises-en-chantier financées par la FHA et la VA, elles permirent aussi en fait une augmentation des mises-en-chantier. Dans la mesure où cette politique fut peu critiquée, il faut conclure que le gouvernement attachait une priorité sociale relativement élevée à la construction résidentielle, et était disposé à accepter en échange, les pressions supplémentaires sur l'expansion économique générale qui auraient pu résulter.

Pour financer ses achats supplémentaires de créances hypothécaires la FNMA était en permanence sur les marchés de capitaux. Etant donné le manque d'intérêt du marché pour les prêts à long terme, ses émissions devaient se concentrer sur le court terme du marché. Au milieu de 1970, la durée moyenne des dettes de la FNMA avait été d'un an et cinq mois. Dans le cas des débentures, la moyenne avait été d'un an et dix mois, et dans le cas des billets d'escompte, de trois mois.

Du milieu de 1969 au début de 1970, les frais nets d'emprunt de la FNMA dépassaient ses revenus nets sur l'acquisition de nouvelles créances hypothécaires. Bien que, par la suite, la Société ait pu maintenir une balance positive entre acquisitions et nouvelles dettes, elle demeurait incapable de réaliser des bénéfices sur son portefeuille. Elle a cependant pu financer l'ensemble de ses opérations au cours de cette période grâce aux sommes perçues pour frais d'engagements et autres frais.

II. LA GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION

La GNMA — Government National Mortgage Association — fut créée en 1968 pour prendre en main les Fonctions d'assistance spéciale et les Fonctions de gestion et de liquidité du FNMA qui, antérieurement, étaient financées par le fédéral.

Les Fonctions d'assistance spéciale qui avaient reçu un statut particulier au sein de la FNMA en 1954, étaient devenues avant cette époque un moyen important d'employer l'Association pour financer des genres de logements approuvés qui étaient admissibles en vertu de programmes spéciaux. Lorsque la FNMA reçut une nouvelle charte en 1954, on a également prévu une assistance spéciale par l'achat de créances hypothécaires résidentielles, surtout afin de retarder ou de mettre fin à une diminution des prêts hypothécaires et de l'activité dans le secteur de la construction résidentielle, une situation qui menace matériellement la stabilité de l'économie nationale. En vertu de ces dispositions, le gouvernement fédéral ordonna à la FNMA, en 1958, d'acheter des créances hypothécaires jusqu'à concurrence de 1 milliard de dollars afin de soutenir ses programmes d'anti-récession.

Les fonds requis pour le financement de la Fonction d'assistance spéciale de la FNMA, avant 1968, et présentement de la GNMA, furent obtenus principalement par emprunt au Secrétaire du Trésor. D'autres fonds provenaient du bénéfice net de transactions, de la liquidation de portefeuilles, ainsi que de la vente de droits d'usufruit ou de participations à des hypothèques. La majeure partie des fonds requis pour le financement de la Fonction d'assistance spéciale ont été empruntés au Trésor. A la fin d'août 1968, le montant global versé à l'organisme d'assistance spéciale, soumis à la direction du Congrès et du président des Etats-Unis, s'élevait à 5 milliards de dollars.

Les achats de créances hypothécaires autorisées en vertu des Fonctions d'assistance spéciale se rapportent aux travaux de réaménagement urbain, au logement coopératif, au logement pour les forces armées, au logement à prix modique et à prix moyen, ainsi qu'au logement pour personnes âgées. Après 1954, les créances hypothécaires furent achetées sur une base d'achat immédiat ainsi que par contrats d'engagement préalable. Après 1966, les engagements préalables furent admis à participer à des avances assurées consenties sur certaines hypothèques pendant la construction. En août 1968, les participations furent limitées à 95 p. 100 du montant de chaque avance. Aucun prêt ne fut accordé après la fin d'août 1968.

La Loi de 1954 relative à la nouvelle charte autorisait la FNMA, au point de vue administratif, à fixer les prix qu'elle offrait pour l'achat de créances hypothécaires. Cependant, cette mesure n'empêchait pas le gouvernement d'établir par décret des prix minimaux, ce qui se produisit en 1956 et 1957.

La politique générale suivie par la FNMA était de fixer des prix qui lui permettaient de tenir le 'guichet ouvert' mais cela comportait une pénalité. Les frais imposés par la FNMA représentaient des pénalités supplémentaires. Ceux qui vendaient des créances hypothécaires à la FNMA en vertu de ses Fonctions d'assistance spéciale ainsi que de ses Fonctions de liquidité,

n'étaient pas tenus, et en fait on ne leur permettait pas, d'acheter de ses actions ordinaires.

Afin d'assurer que les créances hypothécaires achetées en vertu des Fonctions d'assistance spéciale soient restreintes aux genres de logement que le gouvernement désire favoriser, on a établi des limites sur le montant maximal des créances hypothécaires individuelles et sur l'âge des créances hypothécaires admissibles à l'achat.

Les Fonctions de gestion et de liquidité qui avaient également reçu un statut distinct au sein de la FNMA en 1954, sont maintenant la responsabilité de la GNMA. En 1954, le portefeuille de créances hypothécaires détenu en vertu des Fonctions de gestion et de liquidité se chiffrait au total par 2.5 milliards de dollars. Par la suite, les créances hypothécaires détenues par d'autres départements et organismes gouvernementaux furent achetées par la FNMA. Toutes ces créances hypothécaires devaient être administrées et liquidées de façon ordonnée et en minimisant d'une part les effets défavorables sur le marché local des créances hypothécaires, et d'autre part, les pertes du gouvernement fédéral.

On obtenait généralement les fonds nécessaires au financement des Fonctions de gestion et de liquidité en empruntant au Secrétaire du Trésor, ainsi que des bénéfices des opérations, des liquidations de portefeuille, y compris les ventes, de la vente d'obligations des Fonctions de gestion et de liquidité à des investisseurs privés, et de la vente de droits d'usufruit ou de participations aux créances hypothécaires et autres obligations. Les ventes de créances hypothécaires provenant du portefeuille à des investisseurs privés étaient insignifiantes, car la FNMA était peu disposée à subir les pertes qui auraient résulté si on avait fixé des prix permettant au marché d'absorber les créances hypothécaires.

En 1955, 1957 et 1958, des billets dont les échéances variaient entre huit mois et trois ans furent vendus. Le montant global de ces émissions s'élevait à 2.2 milliards de dollars. Au cours des années 1959 et 1960, le portefeuille des Fonctions de gestion et de liquidité fut réduit de 319 millions de dollars par l'échange de certaines créances hypothécaires contre des obligations du Trésor à des prix concurrentiels.

La Loi sur le logement, adoptée en 1964, accordait, pour la première fois, des pouvoirs fiduciaires à la FNMA en vertu de ses Fonctions de gestion et de liquidité, dans le but de faciliter la liquidation de ses propres créances hypothécaires ainsi que celles de tout autre organisme ou agence du gouvernement fédéral. Les pouvoirs fiduciaires devaient être utilisés par la vente de droits d'usufruit ou de participations, pour substituer les fonds des investissements particuliers aux investissements du Trésor des Etats-Unis, composés de créances hypothécaires détenues par la FNMA et autres organismes ou agences gouvernementaux. On espérait que les certificats de participation seraient considérés comme un investissement attrayant par les régimes de pension et de retraite ainsi que par ceux qui habituellement n'étaient pas intéressés aux créances hypothécaires comme forme de placement à long terme.

Au 31 août 1968, quatre actes fiduciaires distincts avaient été créés en conséquence de contrats d'administration intervenus entre la FNMA en

qualité de fondé-de-pouvoir et divers organismes et départements gouvernementaux en qualité de bénéficiaires. Quatorze émissions de certificats de participation d'un montant global de 9.6 milliards de dollars avaient été émises par la FNMA en sa qualité d'administrateur, dont 9.2 milliards de dollars étaient à percevoir.

En vertu de ses pouvoirs fiduciaires, la FNMA vendit des participations aux paiements de principal et d'intérêt provenant de créances hypothécaires mises en commun, à des investisseurs privés sous forme de certificats de participation. Les paiements reçus par les bénéficiaires sous forme de paiements de principal et d'intérêt sur les créances hypothécaires mises en commun furent remis à la FNMA comme administrateur et utilisés pour effectuer des paiements d'intérêts sur les certificats de participation et à racheter ceux-ci à l'échéance. En 1964, lorsque les certificats de participation furent vendus pour la première fois, les échéances allaient jusqu'à quinze ans. Toutefois dans les années subséquentes, les échéances étaient ordinairement d'un an seulement.

La Loi sur le logement et l'aménagement urbain de 1968 autorisait la GNMA, un organisme nouvellement créé, à garantir les obligations émises par la FNMA ou par d'autres émetteurs agréés, basées sur des créances hypothécaires mises en commun ou appuyées par celles-ci et assurées ou garanties par le gouvernement fédéral. On espère que la vente de titres garantis par des créances hypothécaires permettra d'atteindre deux objectifs: augmenter la liquidité potentielle du portefeuille des institutions de prêts hypothécaires, et offrir une autre possibilité attrayante d'investissement pour d'autres investisseurs à long terme, tels les régimes de pension, qui n'ont pas l'habitude d'investir directement leurs fonds dans des créances hypothécaires.

Les activités de la FNMA, assumées par la GNMA en 1968, sont, de plusieurs façons, semblables à celles de la Société centrale d'hypothèques et de logement au Canada. Les Fonctions d'assistance spéciale de la GNMA sont à plusieurs points de vue semblables aux programmes de prêts directs de la SCHL. L'une et l'autre sont financées par le gouvernement. La principale différence dans l'activité de ces deux organismes, est que la GNMA soutient, en quelque sorte, le marché des valeurs hypothécaires en achetant des créances hypothécaires établies par d'autres, tandis que la SCHL apporte son appui en consentant des prêts directs. Les Américains ont introduit la méthode d'achat parce que l'on espérait que les créances hypothécaires provenant des programmes d'assistance spéciale pourraient être vendues à des prêteurs particuliers lorsqu'on aurait démontré que leur rendement était avantageux. De façon générale, un marché ne s'est pas développé pour ces créances hypothécaires et, par conséquent, la FNMA et maintenant la GNMA sont devenues ni plus ni moins que des prêteurs directs avec les fonds du gouvernement. La méthode canadienne de prêts directs semble être une façon plus efficace de répartir les fonds hypothécaires, car elle permet à la SCHL d'exercer une surveillance plus étroite sur leur utilisation.

Pour ce qui est de la Fonction de gestion et de liquidation de la GNMA, son prédécesseur, la FNMA, était beaucoup plus innovatrice dans ses tentatives de liquider son portefeuille que ne l'a été la SCHL. Les différents

mandats de ces organismes expliquent peut-être la manque d'initiative de la part de la SCHL de liquider activement son portefeuille. Aux Etats-Unis, le gouvernement fédéral estime que c'est contre son gré qu'il doit détenir des créances hypothécaires résidentielles. La GNMA a pour mission aux termes de sa Loi "d'assurer au maximum et aussi rapidement que possible, que le financement privé soit substitué aux emprunts au Trésor". La SCHL, au Canada, n'est pas tenue de suivre une telle ligne de conduite.

Afin d'attirer plus d'épargne vers le marché des créances hypothécaires résidentielles, surtout les régimes de pension et de retraite, la SCHL pourrait vendre des droits d'usufruit ou des participations à son portefeuille de créances hypothécaires. De plus, le Compte de placement des valeurs du gouvernement et le Fonds des achats du gouvernement pourraient être utilisés afin de fournir des fonds supplémentaires à la SCHL lorsque l'encaisse du gouvernement fédéral est basse et qu'il ne désire pas faire appel à un marché des capitaux déjà surchargé. En 1966, par exemple, les Caisses de dépôts du gouvernement fédéral aux Etats-Unis achetèrent bon nombre de titres de l'Agence fédérale, diminuant ainsi leur besoin de faire appel au marché et d'exercer par-là des pressions supplémentaires sur ce dernier.

La Loi sur l'habitation et l'aménagement urbain de 1968 autorisait la GNMA à garantir les titres couverts par les créances hypothécaires, de la FHA, de la VA et de la Farmers Administration. Au début de 1970, la GNMA a lancé un nouveau programme par lequel elle garantit des titres protégés par des créances hypothécaires et émis par des prêteurs agréés par la FHA. Ces titres sont un nouvel instrument dont le but est d'attirer de nouvelles sources de capitaux vers le logement et surtout les régimes de pension.

Deux genres de titres peuvent être émis — titres à versements directs et titres genre obligation.⁸ Au début, on émettait des titres entièrement à versements directs où les paiements de principal et d'intérêt sont versés à l'investisseur chaque mois *au fur et à mesure qu'ils sont perçus*. Bon nombre d'investisseurs ne trouvaient pas ces titres attrayants en raison de délais éventuels de paiements de créances hypothécaires par suite de défaut de paiement ou de saisie en réalisation de la garantie. Subséquemment, la plupart des émissions étaient constituées de ce qu'on appelle des titres à versements directs modifiés, où le bénéficiaire est assuré d'un rendement minimal sous forme de mensualités de principal et d'intérêt, que ces montants soient perçus ou non des créances hypothécaires. Si nécessaire, l'émetteur avance les fonds, afin que les bénéficiaires continuent d'être payés si les paiements sont en retard. L'émetteur a 45 jours après que les paiements sont dus de la part du débiteur hypothécaire avant d'effectuer ses paiements mensuels au bénéficiaire. Si en aucun temps l'émetteur est incapable d'avancer les fonds nécessaires, il peut aviser la GNMA d'assumer l'obligation. La GMNA peut également prendre en main la totalité des créances hypothécaires mises en commun ainsi que leur gestion et continuer les paiements à l'investisseur sans autre recours à l'émetteur pour les pertes subies.

⁸ Voir Woodward Kingman, "We Round Out our First Year with Sales over \$2 Billion", *The Mortgage Banker*, mai 1971, pp. 14-23. Philip E. Kidd, "One Year Old and Going Strong!", *Ibid*, pp. 24.

La vente de titres garantis par des créances hypothécaires transfère aux détenteurs de certificats une certaine part de chacune des créances hypothécaires mises en commun. L'émetteur n'a qu'un droit contractuel de gérer les créances hypothécaires moyennant une prime déterminée. Au début, les valeurs étaient vendues par titres d'au moins \$50,000, mais ce montant fut subséquemment réduit à \$25,000. Les émissions moins importantes ne sont pas permises, car dans ce cas, elles ne seraient pas négociées par l'intermédiaire des institutions d'épargne. L'émetteur confie les créances hypothécaires à un dépositaire agréé, généralement sa banque locale, et la GNMA fait parvenir les certificats garantis et appuyés par des créances hypothécaires à l'émetteur qui les remet à l'acheteur.

Les titres genre obligation diffèrent du genre à versements directs, car leur principal est payé à échéance et l'intérêt est versé semestriellement. Cela crée un problème pour l'émetteur, vu que les créances hypothécaires qui garantissent les obligations peuvent être payées d'avance et que ces paiements anticipés doivent être réinvestis, plutôt que versés directement, afin de s'en tenir aux paiements de coupons dus aux détenteurs d'obligations. L'émetteur d'obligations garanties par des créances hypothécaires est parfois exposé à des risques considérables. Si les taux d'intérêt accusent une forte baisse, il ne sera peut-être pas en mesure de réinvestir ses fonds au même taux que les coupons d'obligations. L'émetteur d'obligations de la GNMA doit être assez solide pour pouvoir affronter de tels risques. La GNMA exige que les émetteurs possèdent des ressources s'élevant au moins à 50 millions de dollars. Elle exige, en outre, que le montant minimal de chaque émission soit d'au moins 100 millions de dollars, s'il s'agit d'une seule échéance, ou de 200 millions de dollars, s'il y en a plusieurs. Jusqu'à mai 1970, seules la FNMA et la Federal Home Loan Mortgage Corporation émirent de telles obligations.

Les titres de la GNMA offrent un rendement qui se compare favorablement avec les titres d'entreprises hautement cotées. Ils portent la garantie de la Government National Mortgage Association et jouissent de l'entière confiance ainsi que du crédit du gouvernement de Etats-Unis. Il se développe un marché secondaire efficace pour les titres garantis par des créances hypothécaires. Ainsi, tout porte à croire que les titres garantis par des créances hypothécaires peuvent devenir un moyen d'investissement important en matière de logement pour le secteur privé aux Etats-Unis.

III. LE FEDERAL HOME LOAN BANK SYSTEM

1. *Historique*

Après la Première Guerre mondiale, le Congrès américain considéra pour la première fois des propositions en vue de créer une source de crédit qui aurait pour but de soutenir le marché des créances hypothécaires résidentielles. Toutefois, ce n'est qu'au moment de la crise économique des années 1930 qu'une loi fut adoptée. A cette époque, les constructeurs proposaient la création de banques centrales d'hypothèques qui réescompteraient les prêts hypothécaires de la même façon que les Federal Reserve Banks réescomptaient les effets de commerce. L'objectif principal des banques cen-

trales d'hypothèques était de fournir un mécanisme permettant d'augmenter la liquidité des créances hypothécaires et créer de la sorte un marché national de créances hypothécaires. Par contre, les associations d'épargne et de prêt proposaient un mécanisme qui permettrait aux prêteurs qui traditionnellement prêtaient sur hypothèques de satisfaire à la demande de prêts hypothécaires plutôt que d'un mécanisme dont le but serait de rendre les créances hypothécaires plus facilement négociables.

Une loi adoptée en 1932, prévoyait la création de 12 Federal Home Loan Banks régionales, afin de constituer un réservoir de crédit permanent pour les institutions d'épargne et de financement résidentiel. L'autorité et la responsabilité relatives à la création de ces banques furent confiées au nouveau Home Loan Bank Board. Ce Board se compose de trois membres nommés par le Président des Etats-Unis avec l'avis et le consentement du Sénat pour une période de 4 ans, ou des périodes d'activité non expirées. A l'origine, le capital minimal de chaque Federal Home Loan Bank fut fixé à 5 millions de dollars. On prévoyait qu'avec le temps, tout le capital serait fourni par des institutions membres, mais afin de lancer les banques, le Trésor reçut l'autorisation d'acquérir pour 125 millions de dollars de leurs actions de capital. Le Trésor y a souscrit environ ce montant. Au milieu de 1951, toutes les actions détenues par le gouvernement avaient été rachetées et les banques devinrent des établissements complètement privés, propriété des institutions membres.

Les institutions membres sont maintenant tenues de souscrire aux actions de la Federal Home Loan Bank dans leur région respective à raison d'au moins un pour cent de leurs créances hypothécaires résidentielles. Lorsque la loi d'un état interdit à une institution membre de détenir des actions, celle-ci peut devenir membre en déposant à une Federal Home Loan Bank une somme qui équivaut à la souscription d'actions requises. Toutes les associations fédérales d'épargne et de prêt doivent être membres de la Federal Home Loan Bank dans leur région respective; les institutions ayant reçu une charte de l'état et qui exercent leur activité dans le domaine du financement hypothécaire immobilier, y compris les associations d'épargne et de prêt, les banques d'épargne mutuelle et les compagnies d'assurance-vie, peuvent être admises comme membres sur une base volontaire.

En 1933, dans le cadre de la Loi sur les prêts aux propriétaires résidentiels, le Congrès prit des dispositions pour que des chartes soient accordées aux associations fédérales d'épargne et de prêt par le Home Loan Bank Board. Le but était d'encourager la création d'établissements d'épargne et de financement résidentiel sur une base saine. Afin de contribuer à leur développement, le Trésor fit des investissements sous forme d'actions dans les associations d'épargne et de prêt. La Société de prêts aux propriétaires résidentiels (HOLC) créée en 1933 (et abolie en 1951) fut également une importante source d'appui financier en investissant au moyen d'actions.⁹

⁹ Le but de la HOLC était de consentir des prêts aux propriétaires résidentiels en danger de perdre leur propriété par la saisie, et d'empêcher la liquidation continue de crédits immobiliers par les institutions de prêt. Lorsqu'il y avait défaut de paiement, cet organisme refinançait les prêts résidentiels sur une base d'amortissement à long terme et à des taux d'intérêt relativement bas.

Toutes les actions acquises par le gouvernement ont été rachetées depuis longtemps si bien que non seulement les Home Loan Banks mais aussi leurs membres sont des institutions à caractère strictement privé. Le Federal Home Loan Bank System composé du Federal Home Loan Bank Board, des Federal Home Loan Banks régionales et de leurs institutions membres, qui sont en principe des associations d'épargne et de prêt, est un système quasi-public. Bien qu'il appartienne à des particuliers, le gouvernement y exerce une surveillance étroite en nommant les membres du Board qui, à leur tour, désignent un certain nombre d'administrateurs de banques régionales. Le gouvernement fédéral protège le Système en quelque sorte, en se tenant prêt, en cas d'urgence, à acheter des obligations du Système jusqu'à concurrence de quatre milliards de dollars.

La Société fédérale d'assurance d'épargne et de prêt créée en 1934, dans le cadre de la Loi nationale sur le logement, est sous la direction du Federal Home Loan Bank Board. La Société, qui est semblable aux systèmes d'assurance des dépôts du Canada et du Québec, assure l'épargne déposée aux institutions membres. Toutefois, contrairement aux systèmes d'assurance des dépôts au Canada, la Société appartient à des particuliers, mais le gouvernement est prêt, en cas d'urgence, à acquérir les titres que la Société pourrait offrir, jusqu'à concurrence de 750 millions de dollars.

Contrairement au Système de réserve fédéral ou à la Banque du Canada qui accordent des privilèges de prêteur de dernier ressort aux banques commerciales, les Federal Home Loan Banks au cours de leur existence ont presque toujours agi comme prêteurs de premier ressort pour leurs membres. Ce n'est que pendant les années 1960 que le Federal Home Loan Board en vint à la ferme conclusion que son rôle en consentant des avances n'était pas seulement de fournir une liquidité secondaire aux institutions membres, mais également de régler leur liquidité comme instrument d'une politique de stabilisation globale.

Les Banques consentent deux sortes d'avances: les avances à court terme, qui permettent aux institutions membres d'ajuster leurs portefeuilles à la suite de retraits imprévus ou très considérables d'épargne et de demandes saisonnières de fonds, et les avances à long terme pour permettre aux institutions d'élargir leurs portefeuilles.¹⁰ La fluctuation saisonnière de la demande de prêts hypothécaires et pour fins de construction, diffère des changements saisonniers dans l'afflux net d'épargne à ses institutions. Les avances à court terme permettent aux institutions d'aplanir les fluctuations saisonnières de leur activité. A part l'asymétrie saisonnière entre les recettes et les déboursements de ces institutions, l'asymétrie est inhérente au processus d'engagement hypothécaire. Les engagements hypothécaires doivent être fondés sur l'épargne anticipée en raison du processus qui comporte un décalage considérable entre l'engagement et le déboursé des fonds destinés au financement résidentiel. Si l'épargne anticipée s'avère insuffisante, cette situation est compensée du fait qu'une avance est disponible; ainsi les

¹⁰ Avant que ne fût adoptée la Loi sur les prêts aux propriétaires résidentiels, de 1933, les Banques fédérales de prêts résidentiels étaient également autorisées à consentir des prêts directs aux particuliers.

prêteurs sont encouragés à fournir du crédit de façon continue pour fins d'hypothèques résidentielles.

Tandis que les avances à court terme ont généralement été accordées à échéance maximale d'un an, certaines banques ont consenti des avances à long terme où les échéances maximales allaient jusqu'à dix ans. Les avances à long terme sont accordées afin de permettre aux institutions d'élargir leurs portefeuilles. Elles sont consenties par les Home Loan Banks afin que les institutions membres puissent suppléer à l'épargne lorsque, par suite du développement ou de la croissance d'une localité, la demande de financement résidentiel excède les fonds locaux disponibles à cette fin. Ainsi, le Home Loan Bank System facilite le déplacement de fonds d'investissements hypothécaires des régions qui possèdent une abondance de capital vers celles qui n'en ont pas suffisamment. Comme il est expliqué plus bas, les Banques vendent leurs obligations consolidées sur les marchés nationaux de capitaux. Puisque celles-ci sont achetées par des prêteurs dans les régions où il existe un surplus de capitaux, et utilisées pour fournir des avances là où il existe une pénurie de capitaux, cela permet une distribution plus équitable de fonds pour les prêts hypothécaires.

On a également consenti des avances à court terme ainsi qu'à long terme pour aider à modérer les déséquilibres entre les fonds disponibles et la demande de financement résidentiel par suite des effets nuisibles des mouvements cycliques sur l'économie. Par exemple, en 1955 ainsi qu'en 1959, lorsque la demande de prêts résidentiels et d'engagement de prêts augmentait plus vite que l'afflux d'épargne aux institutions membres, les Home Loan Banks consentirent des avances aux membres pour les aider à faire face à la demande de financement résidentiel.

Au cours des années 1960, les Federal Home Loan Banks ont modifié leur attitude. Alors que, traditionnellement elles avaient été 'accommodantes', elles devinrent plus 'discréationnaires'. Bien qu'elles fussent disposées à fournir les fonds au fur et à mesure qu'ils étaient requis pour couvrir les retraits d'épargne conformément à leur fonction d'assurer une réserve secondaire, elles encouragèrent les membres à régler leur capacité de financement afin de pouvoir faire face à des retraits raisonnables de façon plus satisfaisante. Les avances consenties pour couvrir les retraits furent limitées à des billets renouvelables à 90 jours, lesquels devaient être remboursés aussitôt que possible à même l'afflux net d'épargne à l'emprunteur. La période de remboursement plus courte fut introduite pour permettre aux banques de contrôler plus étroitement l'emploi qu'on faisait des avances.

A partir du début de 1966, les avances consenties aux membres pour élargir leurs portefeuilles, étaient pour un terme d'un an seulement, sauf lorsqu'il s'agissait de consolidation de dette. Cette nouvelle politique fut introduite en vue de décourager les gros emprunts continus pour fins d'accroissement de portefeuille. De plus, les avances ne doivent pas être utilisées principalement pour profiter des écarts de taux, ou pour acquérir des titres (sauf pour rétablir une liquidité normale) ou acheter des créances hypothécaires sur le marché secondaire. On accorde aux institutions membres des ouvertures de crédit pour des avances à leur Home Loan Bank respective, le montant maximal de cette ouverture étant déterminé par la propor-

tion “d’articles au bordereau” du membre — c’est-à-dire, les prêts et autres actifs qui sont considérés au-dessous de la normale. Ces limites maximales sont revues et fixées au moins tous les 15 mois.

Les taux sur les avances sont déterminés par chaque Banque suivant les principes fondamentaux établis par le Board. La politique adoptée en 1964, énonçait que les taux “devaient ordinairement couvrir le coût de l’argent pour chaque Banque, basé sur ses coûts moyens d’obligations consolidées, et une marge raisonnable pour couvrir ses frais, dividendes, allocations aux réserves et bénéfices non répartis”. Cette politique fut modifiée par la suite, pour obliger les Banques à s’adapter plus rapidement afin de réagir aux forces du marché. De plus, au cours des dernières années, les Banques ont employé les changements de leurs taux pour encourager ou restreindre les emprunts de leurs membres. Par exemple, en 1967 les taux exigés sur les avances aux membres étaient inférieurs au coût des Banques de leurs propres fonds, ceci afin de stimuler l’activité dans le domaine de la construction résidentielle.

Les pouvoirs plus étendus qui lui ont été accordés afin de réglementer les besoins de liquidité des institutions membres¹¹ sont une autre indication de l’attitude plus discrétionnaire adoptée par la Federal Home Loan Bank Board.

L’utilisation d’avances comme instrument de stabilisation générale a souvent été mise en doute. Le système fut conçu pour régulariser le montant de crédit hypothécaire afin de décourager la construction excessive et soutenir la construction normale d’année en année. Si, en outre, les Banques utilisent la politique des avances comme instrument de politique générale de stabilisation, cela peut être en contradiction avec leur objectif, qui est de soutenir la construction normale d’année en année. Tandis que le Board semble avoir accueilli favorablement le désir du gouvernement que celui-ci réagisse d’une façon plus contrecyclique, il a continué à mettre l’accent sur son objectif principal qui est de maintenir la liquidité du système, afin qu’il agisse comme tampon pour le marché hypothécaire et, comme tel, qu’il réduise l’impact rigoureux inaccoutumé qu’ont les restrictions générales du crédit sur le logement.

La Loi d’urgence sur le financement résidentiel de 1970 précisait que le Home Loan Bank System était le moyen principal pour ranimer l’industrie de la construction, qui était languissante aux États-Unis. La politique des avances adoptée par le Système, dont on a parlé plus haut, fut restructurée malgré les critiques antérieures relatives à l’emploi des avances comme instrument de stabilisation générale. On a encouragé les associations membres à considérer les avances comme une source de fonds à long terme. Les banques ont offert des avances à long terme et à taux fixe, liées à des flottements précis des titres du Système. Des avances spéciales à échéances allant jusqu’à dix ans et à des taux subventionnés, ont été consenties afin d’aider les associations à financer le logement à prix bas ou moyen. La Federal Home Loan Board a également encouragé les membres à négocier des engagements fermes pour des avances de leurs banques. La nouvelle

¹¹ Voir: Federal Home Loan Bank. *Rapport annuel*, 1968, p. 23.

politique relative aux avances vise à diminuer l'écart entre les besoins de crédit pour l'habitation et l'afflux d'épargne aux associations membres.

En vertu de la Loi d'urgence sur le financement résidentiel de 1970, la Federal Home Loan Mortgage Corporation fut créée. La Société est autorisée à acquérir des créances hypothécaires ainsi que des droits d'usufruit dans les créances hypothécaires, provenant d'institutions financières dont les dépôts sont assurés par un organisme du gouvernement des Etats-Unis, ou qui sont membres du Federal Home Loan Bank System. L'objectif principal de la Société est d'aider au développement d'un marché hypothécaire secondaire afin de fournir une source de fonds stable et suffisante aux meilleurs conditions possibles pour les acheteurs de propriétés résidentielles.

2. Source de fonds des Home Loan Banks

Les principales sources de fonds dont les Banques disposent, sont l'émission d'actions de capital aux institutions membres, de la vente d'obligations consolidées sur les marchés de la monnaie et des capitaux, l'acceptation de dépôts par les institutions membres, et la rétention de bénéfices. Les membres doivent acheter des actions afin que la totalité de leurs placements ne soit pas inférieure à un montant équivalant à un pour cent de leurs placements hypothécaires. Le montant d'actions détenues par un membre limite sa capacité de recevoir des avances. Un membre peut augmenter son privilège maximal d'emprunt, qui est douze fois les actions de capital qu'il détient, en achetant des actions au-delà du minimum requis par la Loi.

La Federal Home Loan Board émet des obligations consolidées qui sont les obligations communes des 11 Banques. La plupart des obligations émises par le Board ont eu des échéances de moins d'un an. Toutefois, de temps à autre, le Board a prolongé les échéances afin de réduire la fréquence de remboursement, et plus récemment, d'atteindre l'objectif de transformer une part modeste des obligations non payées en créance à long terme. Jusqu'à présent, les conditions du marché ont rendu cette opération difficile.

Les obligations consolidées sont garanties par l'actif des Federal Home Loan Banks et, indirectement, par l'actif de leurs institutions membres qui empruntent d'elles. Bien qu'elles ne soient pas émises par le gouvernement, les obligations du Board renferment une garantie implicite du fait que le Trésor peut en acheter jusqu'à concurrence de 4 milliards de dollars et que celui-ci est autorisé à déposer les fonds publics aux Banques. Les obligations du Board ont été très bien accueillies sur le marché et sont détenues par les sociétés non-financières, les caisses de dépôts, les banques commerciales, les compagnies d'assurance, les banques d'épargne mutuelles et les investisseurs particuliers. Etant donné qu'elles sont généralement émises par titres de \$5,000 et plus, elles ne constituent pas un moyen d'épargne pour le petit épargnant. Une loi adoptée en septembre 1966, autorisait le Comité fédéral du marché libre du Système de réserve fédéral à acheter et à vendre les obligations des Federal Home Loan Banks et d'autres organismes fédéraux sur le marché libre.

Les rendements des obligations du Board n'ont généralement été que légèrement plus élevés que ceux des émissions du Trésor comportant les mêmes conditions. Une des raisons pour lesquelles elles ont été si bien

accueillies est probablement que le principal et les intérêts ne sont généralement pas imposables au niveau local et des états.

Par suite d'un programme présenté en 1966 et subséquemment élargi, la Federal Home Loan Bank coordonna son financement du marché avec celui des autres organismes gouvernementaux par l'entremise du Département du Trésor des E.-U. En raison de cette initiative, le Board a parfois vendu une partie de ses obligations directement à des comptes d'investissement gouvernementaux.

En vendant des obligations consolidées sur les marchés nationaux de monnaie et de capitaux et en avançant les fonds reçus de cette façon aux institutions membres, le Système fournit un moyen par lequel les institutions qui consentent des prêts hypothécaires résidentiels ont indirectement accès aux marchés financiers nationaux.

En faisant usage de transferts entre banques, le Système permet également de déplacer les fonds des secteurs qui ont un surplus vers les secteurs où il y a pénurie. Les dépôts entre banques sont effectués à court terme et ordinairement en vue de satisfaire aux besoins temporaires des Banques entre leurs dates de financement.

Les Home Loan Banks acceptent les dépôts à demande et à terme des institutions membres. Bien que les membres ne soient pas tenus de garder des encaisses aux Home Loan Banks, leurs dépôts à ces Banques se sont accrus de façon constante. D'une part, cela reflète probablement les taux plus élevés qu'ils ont perçus sur de tels dépôts, et d'autre part les directives du Board en 1966 éliminant peu à peu l'admissibilité des dépôts bancaires commerciaux à court terme aux fins de remplir les obligations minimales des membres de détenir une quantité d'argent en espèces et de titres du gouvernement des Etats-Unis. Les taux d'intérêt payés sur les dépôts doivent se comparer aux bénéfices de la Banque sur les investissements admissibles aux fonds de dépôt.

3. Sommaire et conclusions

La mission principale du Federal Home Loan Bank Board et de ses Home Loan Banks régionales est de fournir du crédit secondaire aux institutions membres, les associations d'épargne et de prêt pour la plupart. Celles-ci sont des institutions d'épargne qui emploient environ 85 p. 100 de l'épargne qu'elles accumulent en vendant des actions et en acceptant des dépôts destinés au financement résidentiel. Sans une source de crédit secondaire facilement accessible, ces institutions devraient rechercher la liquidité en détenant des portefeuilles plus diversifiés, ce qui implique qu'une plus faible part de leur actif pourrait être sous forme de créances hypothécaires grevant les propriétés résidentielles. Au Canada, les activités des compagnies de prêts hypothécaires et à un degré moindre celles des sociétés de fiducie sont comparables à celles des associations d'épargne et de prêt aux Etats-Unis.¹² Les compagnies canadiennes, contrairement à leurs homologues américains, ne détiennent pas une partie aussi importante de leurs portefeuilles en

¹² Récemment, une compagnie de prêt hypothécaire exerçant son activité en Ontario changea son nom à association d'épargne et de prêt.

créances hypothécaires résidentielles et on peut probablement en conclure que cette situation reflète l'absence d'une source de crédit secondaire au Canada.

Les Home Loan Banks fournissent une liquidité supplémentaire aux institutions membres en mettant à leur disposition des *avances de retrait* pour faire face à des retraits inusités ou considérables et satisfaire les besoins périodiques de fonds pour les prêts hypothécaires saisonniers. En plus de la mission principale des Home Loan Banks, qui est de satisfaire le besoin d'une source de crédit secondaire, elles ont également la mission accessoire de fournir aux institutions membres des fonds supplémentaires en vue d'élargir leurs portefeuilles. Les Banques consentent ce qu'on est convenu d'appeler des *avances d'expansion* aux institutions membres de temps à autre, lorsque la demande de financement hypothécaire à l'habitation dépasse leurs recettes courantes provenant d'épargne publique ainsi que du remboursement de créances hypothécaires et, plus récemment, d'accroître l'afflux de fonds vers le logement destiné aux personnes à revenu bas et moyen.

La majeure partie des fonds avec lesquels les Home Loan Banks consentent des avances, proviennent d'achats d'actions, de dépôts volontaires par les institutions membres et de la vente d'obligations consolidées sur les marchés nationaux de monnaie et de capitaux. Dans la mesure où les avances sont financées avec les fonds reçus par suite d'achats d'actions et de dépôts volontaires par les institutions membres, la liquidité des institutions individuelles est satisfaite par la mise en commun de leur actif liquide. Le succès d'un arrangement de mise en commun dépend du degré d'asymétrie dans les besoins de liquidité des membres individuels. Aux Etats-Unis, des indices portent à croire qu'il y a eu un degré suffisant d'asymétrie intrarégionalement pour que la mise en commun ait été avantageuse. Lorsqu'elle a été insuffisante, cela s'est produit inter-régionalement et la mise en commun d'actif liquide a été accomplie au moyen de transferts entre Banques — le transfert de fonds à court terme d'une Home Loan Bank à une autre. Un arrangement par lequel les compagnies canadiennes de prêt et de fiducie peuvent mettre leur actif liquide en commun afin de consolider la situation de liquidité des institutions individuelles est recommandé.

Aux Etats-Unis on reconnaît que le degré d'asymétrie dans les besoins de liquidité des institutions d'épargne et de financement résidentiel est insuffisant pour permettre la mise en commun mutuelle d'actif liquide en vue de fournir un arrangement satisfaisant pour un système de réserve secondaire. Une liquidité supplémentaire est fournie par la vente d'obligations consolidées, par le Home Loan Bank Board au nom de ses membres, et l'utilisation des fonds reçus de cette source pour des avances aux institutions membres. C'est un des moyens par lesquels les institutions de prêts hypothécaires ont accès aux marchés nationaux de monnaie et de capitaux afin d'obtenir des fonds supplémentaires pour les ajustements de portefeuille à court terme, et aussi afin d'élargir leurs portefeuilles. Avant 1970, ce n'était pas la politique du Federal Home Loan Bank Board que la vente d'obligations consolidées soit une source continue de fonds pour l'élargissement des portefeuilles. Les avances d'expansion financées par la vente d'obligations consolidées étaient utilisées principalement pour accroître le finance-

ment résidentiel dans les régions en voie de développement ou d'expansion avec l'intention qu'elles seraient remboursées par la croissance anticipée de l'épargne créée dans le secteur. Depuis 1970, on encourage les associations membres à considérer les avances comme source permanente de fonds.

Aux Etats-Unis, la Federal Home Loan Bank Board a pu, au cours des années, cultiver un grand marché pour la vente de ses obligations consolidées. Au Canada, il faudra un certain temps pour qu'un nouvel organisme avec une mission semblable soit en mesure de vendre des titres sur le marché libre à des taux seulement un peu supérieurs à ceux des titres du gouvernement ayant les mêmes échéances. Toutefois, le processus peut être accéléré si l'on prend les dispositions nécessaires afin que le gouvernement acquiert les obligations d'un tel organisme nouveau, et pour que les comptes d'investissement du gouvernement, les organismes gouvernementaux, ainsi que la Banque du Canada les négocient. De semblables dispositions existent aux Etats-Unis, encore qu'elles n'aient été que rarement employées.

Jusqu'à quel point un organisme visant à fournir une liquidité supplémentaire aux institutions qui financent les hypothèques résidentielles devrait être utilisé comme instrument d'une politique de stabilisation à court terme est sujet à controverse. Au cours des dernières années, le Federal Home Loan Bank Board a tenté d'influencer le rythme des prêts hypothécaires au moyen de changements discrétionnaires dans les montants des avances qu'elle était disposée à consentir, également dans les taux d'intérêt qu'elle exigeait sur les avances et sur les exigences de liquidité que les institutions membres ont dû maintenir. Cette initiative a été grandement critiquée par ceux qui estiment qu'au point de vue social, le coût du recours à la construction résidentielle comme instrument de stabilisation à court terme est trop élevé. On a soutenu, en outre, que les bénéfices qu'on peut retirer en créant la stabilité à long terme dans le domaine des prêts hypothécaires résidentiels l'emportent de beaucoup sur ce qu'il en coûte de permettre à ce secteur d'être plus pro-cyclique, ou les bénéfices éventuels à court terme pour la politique de stabilisation globale en rendant le secteur plus contre-cyclique.

La Commission sur les taux d'intérêt hypothécaire créée en 1968 a fait diverses recommandations dans son rapport publié en 1969, visant à protéger davantage les associations d'épargne et de prêt advenant une perte subite ou un ralentissement de la croissance de leurs dépôts.¹³

En vertu des pouvoirs plus étendus qu'on lui a conférés en 1968, le Federal Home Loan Board a apporté des changements dans la proportion de capital d'épargne que les associations d'épargne et de prêt sont tenues de garder en espèces, sous forme de dépôts, en titres du gouvernement ou autres valeurs liquides admissibles. Par exemple, en 1968 et en 1969, l'exigence de liquidité fut réduite afin de libérer des fonds pour les prêts hypothécaires. La Commission a recommandé qu'au lieu de changements administratifs dans les exigences de liquidité, les changements devraient se produire automatiquement lorsque les associations éprouvent des retraits de

¹³ Rapport de la Commission sur les taux d'intérêt des prêts hypothécaires au Président des Etats-Unis et au Congrès, Washington, Surintendant des documents — Imprimerie du gouvernement de E.-U., 1969. Voir également Irwin Friend, *Study of The Savings and Loan Industry*, Imprimerie du gouvernement des E.-U., 1970.

dépôts nets. Par exemple, dans des conditions normales, une association pourrait être tenue de détenir un actif liquide équivalant à, disons, sept pour cent. Lorsqu'elle voit ses dépôts nets diminuer, on permettrait à l'association de réduire sa liquidité, dollar pour dollar, afin de faire face aux retraits jusqu'à ce que sa proportion de liquidité atteigne un minimum déterminé, disons, trois pour cent. Bien qu'un système de liquidité variable ne fournirait pas un moyen par lequel une association pourrait élargir son portefeuille d'hypothèques par suite de retraits de dépôts, il lui permettrait d'employer tous les remboursements de créances hypothécaires à percevoir pour fins de réinvestissement dans de nouvelles hypothèques. Pendant la "crise du crédit" de 1966, tous les remboursements ont dû être utilisés pour faire face aux retraits de dépôts.

La Commission a également recommandé que les associations membres soient obligées de maintenir une partie de leurs exigences normales de liquidité en dépôt à leur Home Loan Bank régionale. En retour, on accorderait aux associations une ouverture de crédit ferme, utilisable seulement pour faire face à des retraits de dépôts nets. Afin de permettre aux Banques de répondre à la demande supplémentaire si les associations devaient subitement se prévaloir des ouvertures de crédit, la Commission recommanda que soit augmentée l'autorisation du Federal Home Loan Board d'emprunter au Trésor.

Enfin, la Commission espérait qu'au moment où les conditions de crédit deviendraient favorables, le Board exercerait son autorité pour émettre des obligations à long terme pour ensuite en prêter le produit aux associations membres à un taux d'intérêt fixe et pour un temps déterminé. Autrement dit, la Commission envisageait que les activités des Federal Home Loan Banks ressembleraient davantage à celles des banques centrales d'hypothèques.

Le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédéral fit un rapport en mars 1972, relatif à une étude spéciale que ses collaborateurs avaient entreprise sur les moyens susceptibles de modérer les fluctuations dans le domaine de la construction résidentielle.¹⁴ Le Conseil en vint à la conclusion que l'une des principales raisons de telles fluctuations a été l'inconstance à l'égard des prêts résidentiels de la part des institutions non bancaires d'épargne par suite de changements dans leurs afflux de dépôts. Ces changements étaient dus au fait que les institutions en question étaient incapables de payer des taux d'intérêt concurrentiels sur les dépôts. En général, cette situation fut le résultat de restrictions législatives sur le comportement de ces institutions. Le Conseil a recommandé que le Congrès élimine toutes les restrictions relatives aux taux d'intérêt sur les prêts assurés par la FHA et garantis par la VA et que les plafonds sur les taux d'intérêt sur les dépôts, établis par les organismes de surveillance, soient modifiés afin de permettre une plus grande différenciation de comptes selon les catégories d'échéance et de permettre que des taux plus élevés soient payés sur les dépôts à long terme. En outre, si les institutions hypothécaires spécialisées investissaient

¹⁴ Voir "Ways to Moderate Fluctuations in the Construction of Housing", *Federal Reserve Bulletin*, mars 1972, pp. 215-225.

une part modeste, disons jusqu'à dix pour cent de leur actif dans des prêts à la consommation, à la longue, le rendement moyen de cet actif réagirait davantage aux changements des taux d'intérêt du marché. Cette initiative leur permettrait de modifier leurs taux d'intérêt sur les dépôts afin de refléter les changements dans les taux du marché, ce qui aurait pour effet de réduire le déplacement de l'épargne des consommateurs vers d'autres débouchés d'investissement. Il y aurait aussi plus de souplesse dans les taux d'intérêt sur les dépôts si les institutions de dépôt et de prêt offraient des hypothèques à taux d'intérêt variable.

BIBLIOGRAPHIE

1. Block, Ernest, "The Federal Home Loan Bank System" dans *Federal Credit Agencies*, préparé pour la Commission sur la monnaie et le crédit. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.
2. Break, George F., "Federal Loan Insurance for Housing" dans *Federal Credit Agencies*, préparé pour la Commission sur la monnaie et le crédit, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.
3. Break, George F., *Federal Lending and Economic Stability*, Washington, L'Institut Brookings, 1965.
4. Colean, Miles L., *The Impact of Government on Real Estate Finance in the United States*, New York, Bureau national de la recherche économique, 1950.
5. Federal Home Loan Bank Board, *Rapport annuel*, divers numéros.
6. Association fédérale nationale d'hypothèque, *Background and History*, Washington, D.C. 1970.
7. Association fédérale nationale d'hypothèque, *Rapport annuel*, divers numéros.
8. Association fédérale nationale d'hypothèque, Bureau du chef du contentieux, *Federal National Mortgage Association Charter Act as Amended Through December 31, 1969*. Washington 1970.
9. La Federal Reserve Bank of Cleveland, " 'Fannie Mae' in the Secondary Mortgage Market", *Business Review*, août 1963.
10. Friend, Irwin, *Study of the Savings and Loan Industry*, Federal Home Loan Bank Board, 1970.
11. Gillies, James, "Federal Credit Programs in the Housing Sector of the economy: An Aggregative analysis" dans *Federal Credit Programs*, préparé pour la Commission sur la monnaie et le crédit, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.
12. Guttentag, Jack M., "The Federal National Mortgage Association" dans *Federal Credit Agencies*, préparé pour la Commission sur la monnaie et le crédit. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.
13. Guttentag, Jack M., et Philip Cogan, eds. *Essays on Interest Rates*, Vol 1, Bureau national de la recherche économique, Séries générales No 88, N.Y. Les Presses de l'Université Columbia, 1969.
14. Haar, Charles M., *Federal Credit and Private Housing*, New York, McGraw-Hill Book Company, 1960.
15. Jones, Oliver et Leo Gubler, *The Secondary Mortgage Market*, Los Angeles, Université de la Californie, Programme de recherche sur l'immeuble, 1961.
16. Kardouche, G. *The Competition for Savings*, National Industrial Conference Board, Etudes sur l'économie commerciale, No 107, 1969.
17. Klaman, Saul B. *The Postwar Residential Mortgage Market*, Bureau national de la recherche économique, Princeton, Les presses de l'Université de Princeton, 1961.
18. Maisel, Sherman J., *Financing Real Estate*, New York, McGraw Hill Book Co., 1965.
19. Morton, J. E. *Urban Mortgage Lending: Comparative Markets and Experiences*, Princeton, Les presses de l'Université de Princeton, 1956.
20. Pease, Robert H., et Lewis O. Kerwood, *Mortgage Banking*, New York, McGraw-Hill Book Co., 1965.
21. *Rapport de la Commission sur les taux d'intérêt hypothécaire au président des Etats-Unis et au Congrès*, Surintendant des documents, Imprimerie du gouvernement des Etats-Unis, Washington, D.C., août, 1969.
22. Stone, Leo. D., *Real Estate Finance*, Homewood Ill., R. D. Irwin, 1965.
23. Teck, Alan, *Mutual Savings Banks and Savings and Loan Association Aspects of Growth*, N.Y. Les presses de l'Université Columbia, 1968.
24. *The Journal of the Federal Home Loan Bank Board*, divers numéros.

25. *The Mortgage Bankers*, divers numéros.
26. Turner, Robert C. et Ross H. Robertson, "Sources of Funds Available to Federal Lending Agencies", dans *Federal Credit Programs*, préparé pour la Commission sur la monnaie et le crédit. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.
27. Congrès et Sénat des E.-U., Sous comité du comité sur les activités bancaires et la monnaie, *Hearings Secondary Mortgage Credit Act*, 81ème Congrès, 2è session, 1950.
28. Sous comité du Congrès et du Sénat des E.-U. sur les activités bancaires et la monnaie, *Hearings, Study of Mortgage Credit*, 85ème Congrès, 2ème Session, 1958.
29. Département du logement et de l'aménagement urbain. *Statistical Yearbook*, diverses années.
30. L'Administration Fédérale du logement des Etats-Unis *Rapport annuel*, divers numéros.
31. Agence du logement et du financement résidentiel des E.-U., *Rapport annuel*, divers numéros.
32. Comité du Sénat des E.-U. sur les activités bancaires et la monnaie, *Study of Mortgage Credit*, Washington 1967.

Annexe E

Remarques sur les expériences étrangères en matière d'aide à l'habitation en périodes de restrictions monétaires

par H. H. Binhammer

Des fléchissements dans les mises en chantier de projets domiciliaires par l'industrie privée correspondant à des périodes de restrictions financières ont été enregistrés dès le début des années 50 ou des années 60 tant aux Etats-Unis que dans les pays de l'Europe de l'Ouest pour lesquels des données sont disponibles. Les baisses dans les mises en chantier et dans le nombre de permis émis apparaissent dans le *tableau E-1* pour les Etats-Unis, le Canada, et un groupe représentatif de pays européens.

Dans la plupart des pays, on considère la rareté du financement à long terme comme étant le principal facteur affectant les déclinés cycliques dans la production d'habitations.

Bien que le coût élevé—et toujours à la hausse—du crédit hypothécaire ait sa part de responsabilité, on tient généralement pour acquis que la disponibilité des fonds plutôt que leur coût est le principal facteur expliquant les perturbations cycliques dans l'industrie du logement, surtout durant les périodes où l'inflation se fait menaçante. Le phénomène n'est cependant pas encore assez évident—empiriquement parlant—pour permettre de faire la distinction entre les effets relatifs d'une raréfaction du crédit hypothécaire d'une part, et une hausse du coût de ce même crédit d'autre part, comme cause majeure des fluctuations du marché privé des prêts hypothécaires à l'habitation.

Les restrictions financières peuvent se répercuter de façons variées sur le marché des prêts hypothécaires à l'habitation et, par l'intermédiaire de ces derniers, au secteur de l'habitation en général. Dans certains pays—aux Etats-Unis en particulier—on a constaté, en période de resserrement du crédit et de taux d'intérêt élevés, une baisse marquée des épargnes placées chez les organismes financiers investissant dans les prêts hypothécaires à l'habitation. Ceci peut provenir d'une préférence marquée de l'épargnant à ce moment-là vers le placement direct plutôt que par des intermédiaires et de la tendance accrue de la part des consommateurs à recourir à leurs propres

économies pour le financement de leurs déboursés personnels. D'un autre côté, en période de hausse des taux d'intérêt, les prêteurs ont préféré des placements à moins long terme, offrant une plus grande liquidité et, lorsque cela était possible, des placements fournissant un rendement plus élevé que celui offert par les prêts hypothécaires à l'habitation.

Au Royaume-Uni, les coopératives de crédit à la construction ont été la principale source de financement domiciliaire des acheteurs de maisons neuves ou déjà construites. Les taux d'intérêt payés par ces organismes—fixés par la Building Societies Association et volontairement suivis par ses membres—ont eu tendance à ne pas suivre assez rapidement les mouvements des taux des autres placements à court terme. Ceci a provoqué des fluctuations appréciables tant dans la rentrée nette des capitaux chez ces organismes que dans la disponibilité du crédit à l'habitation. La rentrée de capitaux chez ces organismes décroissait en même temps que grimpaient les taux d'intérêt des autres placements compétitifs et augmentait au contraire lorsque ces mêmes taux baissaient.

Tableau E-1

BAISSES DANS LE NOMBRE DE MISES EN CHANTIER OU D'OCTROIS DE PERMIS DE CONSTRUCTION DURANT LES PÉRIODES DE RESTRICTIONS FINANCIÈRES DE 1955 À 1970 (AVEC AJUSTEMENT SAISONNIER)

<i>Pays</i>	<i>Période de baisse</i>	<i>Nombre de trimestres de baisse</i>	<i>Total de baisse (Pourcentage)</i>	<i>Taux moyen trimestriel de baisse (pourcent)</i>
Belgique ¹ —permis	1957 TII à 1958 TII	4	18	4
	1964 TI à 1965 TII	5	23	5
	1969 TII à 1970 TI	3	30	10
Canada Mises en chantier	1955 TIII à 1957 TI	6	45	8
	1958 TIV à 1960 TII	6	44	7
	1965 TII à 1967 TI	6	28	5
	1969 TI à 1970 TII	5	54	11
Allemagne ^{1,2} —permis	1960 TI à 1960 TIII	2	3	1
	1965 TIII à 1967 TII	6	16	3
Grande-Bretagne Mise en chantier	1957 TI à 1957 TIII	2	10	5
	1961 TIV à 1963 TI	5	32	6
	1965 TI à 1966 TIV	7	16	2
	1968 TII à 1970 TI	7	28	4
Italie ^{1,2} —permis	1963 TIII à 1965 TI	6	54	9
Suisse ¹ —permis	1955 TII à 1957 TIV	10	53	5
	1960 TII à 1965 TI	19	50	3
	1969 TIV à 1970 TIII	3	30	10
Etats-Unis Mises en chantier	1955 TII à 1957 TI	7	32	5
	1959 TI à 1960 TIV	7	26	4
	1965 TIV à 1966 TIV	4	39	10
	1969 TI à 1970 TI	4	24	6

¹ Comprend un petit nombre de mises en chantier publiques.

² La dernière période de restriction financière n'est pas concluante en raison de facteurs spéciaux affectant alors l'activité dans le domaine de l'habitation.

Source: Boards of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

L'activité dans la construction domiciliaire a reflété ces variations dans la différence entre les taux d'intérêt.¹

Dans leur étude sur le mouvement des fonds sur le marché hypothécaire canadien de 1954 à 1965, les professeurs L.B. Smith et G. Sparks ont estimé que "La politique monétaire a une influence importante sur le volume des acceptations hypothécaires au sein du système financier canadien. Les secteurs financiers les plus fortement influencés sont ceux des compagnies d'assurance-vie et des banques à charte, du fait que leur politique d'investissement de portefeuille ainsi que la disponibilité de leurs fonds de placement sont toutes deux grandement influencées par la différence relative entre les taux de rendement. Les compagnies de fiducie, pour lesquelles les rentrées de fonds et les investissements du portefeuille sont très peu sensibles à la gamme des rendements, subissent une influence moindre—quoique encore assez marquée—de la part de la politique monétaire".²

Afin d'éviter des baisses trop importantes dans la disponibilité de fonds sur le marché hypothécaire de l'immeuble résidentiel en période de restriction financière, les gouvernements ont adopté principalement trois programmes. A savoir:

- a) des mesures visant à maintenir l'apport de capitaux vers les intermédiaires qui consentent des prêts hypothécaires à l'habitation;
- b) des mesures tantôt permissives tantôt coercitives affectant la gestion de portefeuilles par des intermédiaires, et
- c) des prêts hypothécaires octroyés directement par les ministères, agences gouvernementales ou organismes parrainés.

Cet appendice étudie plus particulièrement les deux premiers programmes.

I. MESURES POUR LE SOUTIEN DE LA RENTRÉE DES FONDS D'ÉPARGNE

Il existe deux principales voies d'acheminement des capitaux vers le marché des prêts hypothécaires à l'habitation: la gestion des dépôts par des intermédiaires financiers—comme c'est de pratique courante en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis et au Canada—ou la vente d'effets garantis par des hypothèques, comme cela se fait au Danemark, en Allemagne, en Italie, en Suède et, depuis peu, aux Etats-Unis. L'expérience démontre cependant qu'aucun de ces moyens n'est supérieur à l'autre pour assurer la rentrée continue de capitaux vers le secteur du logement en période de restriction financière.

En Europe, les sociétés d'état comme le secteur privé ont tous deux mis de l'avant toutes sortes de moyens d'incitation à l'épargne pour fins de construction-logement. Etant donné que ces mesures incitatives ont pour effet d'encourager les gens à s'engager par contrat à geler leurs épargnes à long terme, les fonds ainsi obtenus pour le financement de l'immeuble résidentiel

¹Voir de M. J. Vipond "Fluctuation in Private House Building in Great Britain, 1950-1966", *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. XVI, Juin 1969.

²Voir, de L. B. Smith et Gordon R. Sparks, "The Interest Sensitivity of Canadian Mortgage Flows", *Canadian Journal of Economics*, août 1970, p. 421.

sont moins sensibles aux variations de la conjoncture monétaire. En Allemagne, par exemple, le déposant dans une Bausparkassen (organisme de prêt à la construction) a le choix entre percevoir une prime à l'épargne de l'Etat ou déduire son nouveau placement d'épargne de l'impôt sur le revenu.³ Dans ce même pays, chez d'autres intermédiaires, les déposants à long terme reçoivent eux aussi du gouvernement une prime n'excédant pas un maximum désigné. La France, en 1965, élargissait son programme de primes à l'épargne afin de stimuler tout spécialement les engagements à l'épargne pour fins de financement à l'habitation.⁴

Au Danemark, les banques commerciales et les organismes de crédit hypothécaire ont introduit un système d'épargne comportant des avantages fiscaux et des subventions gouvernementales d'intérêt visant à attirer les épargnes contractuelles à long terme vers le domaine de l'habitation.

³Les particuliers peuvent, en déposant leur fonds à une Bausparkassen, pour lesquels ils reçoivent un taux d'intérêt moindre que celui offert par les autres établissements de dépôt, bénéficier d'un prêt à l'habitation à un taux d'intérêt plus bas. Quand la somme déposée par l'épargnant atteint un certain pourcentage du prêt désiré, il devient admissible à un prêt à l'habitation d'un intérêt relativement bas.

Les taux de prêt et de dépôt de la Bausparkassen sont assez stables et fixés indépendamment des conditions générales du crédit à court terme. Voir à ce propos "Building and Loan Association Business in Recent Years", Bundesbank, *Monthly Report*, Vol. 22, No. 4, Avril 1970.

En plus des Bausparkassen, des prêts hypothécaires à l'habitation sont accordés par les banques d'épargne (Sparkassen) et par les compagnies d'assurance à partir d'épargnes contractuelles bénéficiant d'avantages fiscaux. Seules les banques hypothécaires (Hypothekenbanken) ne financent pas leurs opérations au moyen d'épargnes contractuelles, mais vendent des obligations hypothécaires (Pfandbriefe). L'activité de prêt des banques hypothécaires a été sensible aux conditions changeantes du crédit reflétées dans les principaux marchés de capitaux.

⁴La plupart des logements neufs en France ont été construits par le secteur public. L'organisme dit des *Habitations à Loyer Modéré* (HLM) est responsable de la construction de logements à prix modique. Il est financé par l'organe central des banques d'épargne, la *Caisse des Dépôts et Consignations*, par l'intermédiaire de laquelle les dépôts à court terme détenus par les banques d'épargne sont versés dans des prêts à plus longue échéance. La première tranche de 1,000 Francs d'intérêt rapporté par les dépôts d'épargne est exempte d'impôts, et la différence entre les taux exigés pour les HLM et ceux payés sur les comptes d'épargne représente une autre subvention gouvernementale.

L'épargne-logement en France est un système d'épargne à l'habitation comparable à celui des Bausparkassen en Allemagne. Les déposants ouvrent un compte, auprès d'une banque de dépôt ou d'affaires, ne rapportant qu'un taux d'intérêt relativement bas. Par contre, après une période d'attente déterminée et une fois que l'intérêt accumulé a atteint un certain montant, l'épargnant peut demander un prêt d'achat à l'habitation. En sus de ce prêt, il perçoit une prime allant jusqu'à 6,000 Francs, selon la somme épargnée et les intérêts accumulés.

Environ un tiers de la construction résidentielle en France est le fait du *Crédit Foncier*, organisme semi-public, et de sa filiale, le *Comptoir des Entrepreneurs*. Le *Crédit Foncier* tire ses fonds d'émissions d'emprunts publics et de placements privés auprès de compagnies d'assurance, de banques commerciales et autres établissements financiers. Des prêts hypothécaires directs sont consentis, ainsi que des prêts intermédiaires pour la durée de la construction. Ces prêts réescomptables auprès de la Banque de France, ne font pas l'objet des restrictions relatives au plafond du taux d'escompte imposées aux banques commerciales. Le *Crédit Foncier* endosse en outre des prêts spéciaux à la construction, consentis par les banques commerciales, ce qui les rend escomptables auprès de la banque centrale. L'Etat comble la différence entre le taux de prêt et le taux d'emprunt des obligations.

Après 1967, le *Crédit Foncier* tenta de développer le marché hypothécaire privé. Il se vit cependant de plus en plus souvent obligé, en période de restriction de crédit, de soutenir le marché comme prêteur de dernier ressort et escompteur. Plus récemment, afin de stimuler le financement hypothécaire par les intermédiaires financiers privés, il a refinancé des prêts hypothécaires à des taux de pénalisation — ce qui a entraîné des taux d'intérêt hypothécaire très élevés.

Bien que de façon plus restreinte, la Grande-Bretagne, l'Italie et les Pays-Bas ont également instauré des programmes visant à l'engagement de l'épargne à long terme pour fins d'habitation.⁵

Nombre de ces programmes incitatifs semblent davantage orientés vers l'accumulation de la mise de fonds initiale plutôt que vers la fourniture d'un financement hypothécaire à long terme. Cependant, pour autant qu'ils aient contribué à attirer et à retenir au bénéfice de l'habitation des épargnes qui auraient pu trouver autrement leur emploi n'importe où ailleurs dans l'économie durant les périodes de restrictions financières, ces programmes ont aidé, au moins d'une façon marginale, à stabiliser le niveau du crédit hypothécaire à l'habitation.

C'est une façon de procéder quelque peu différente qui est adoptée aux Etats-Unis pour soutenir le marché des prêts hypothécaires à l'habitation où transigent les organismes qui dépendent des dépôts d'épargne comme source principale de fonds. Les établissements de prêt et d'épargne qui font partie de cette catégorie y représentent la source de prêt la plus importante pour le logement unifamilial. Aussi, lorsque ces organismes ont eu à subir d'importants retraits de fonds d'épargne qu'ils détenaient, des avances leur ont été versées par les banques fédérales de prêt à l'habitation. Lors des récentes périodes de resserrement du crédit, les conditions d'octroi de ces avances ont été libéralisées afin d'encourager ces organismes à poursuivre leur activité dans le domaine du prêt hypothécaire. Il y eut cependant des moments où les banques fédérales furent elles-mêmes limitées, dans l'attribution de fonds pouvant être mis à la disposition d'organismes membres, par leur propre capacité de mobiliser des capitaux au moyen de la vente d'obligations du Conseil fédéral des banques de prêt à l'habitation sur le marché national de le monnaie et du capital.⁶

Dans les pays où la vente d'obligations constitue une importante source de fonds pour le prêt hypothécaire à l'habitation, divers programmes ont été instaurés afin de garantir un marché pour ces effets financiers durant les périodes de hausse des taux d'intérêt ou de taux d'intérêts élevés. En Italie, des organismes spéciaux pour le crédit immobilier et à la construction fournissent le plus clair des prêts hypothécaires de par les capitaux qu'ils mobilisent par la vente d'obligations à long terme.⁷ Ces établissements ont racheté leurs titres hypothécaires de temps à autre pour éviter un fléchissement de leur cours, aussi prononcé que celui accusé par d'autres titres. A l'occasion, la Banque centrale a soutenu de son côté le marché des titres hypothécaires.

⁵L'Australie, non comprise dans la présente étude, a un système de gratification en vertu duquel un couple ayant économisé un montant déterminé à son compte reçoit un "cadeau" forfaitaire de l'Etat pour lui permettre l'achat d'une maison.

⁶Les règlements de plafonnement du Federal Reserve Board sur les taux d'intérêt des dépôts à terme ont été appliqués ces dernières années afin de protéger le mouvement des capitaux disponibles vers les organismes captifs que sont les établissements de prêts hypothécaires.

⁷Les *Instituti Speciali di Credito Fondiario e Edilizio* sont la principale source de crédit hypothécaire en Italie. Des 17 établissements, neuf sont des "sections spéciales" autonomes rattachées aux banques (cinq banques commerciales et quatre d'épargne). Tous s'auto-financent presque entièrement grâce à l'émission d'obligations hypothécaires (*cartelle fondiaria*). Du fait d'une "clause de rachat tacite", les investisseurs acceptent un plus bas rendement sur les titres hypothécaires émis par ces établissements que sur les autres effets financiers.

Au Danemark, les organismes de crédit mutuel émettent des prêts à l'habitation sous forme de titres négociables à valeur et intérêt fixes. Les emprunteurs écoulent ceux-ci sur le marché pour rassembler les fonds voulus. En période de restriction financière, la Banque nationale du Danemark a soutenu le cours de ces titres par des achats sur le marché libre. En Suède, le Fonds national de pension a acheté des obligations émises par des banques d'hypothèques, des coopératives de crédit immobilier et des compagnies hypothécaires.

II. POLITIQUES D'INFLUENCE SUR LA GESTION DES PORTEFEUILLES

Diverses méthodes ont été employées pour inciter les organismes financiers à accroître ou maintenir le pourcentage de leur actif détenu sous forme de financement de l'immeuble résidentiel. Nous passerons ici en revue les quatre moyens suivants:

- a) dégrèvements fiscaux d'encouragement aux épargnes contractuelles à long terme;
- b) modifications de la réglementation sur les réserves et les privilèges d'escompte;
- c) contrôles sélectifs du crédit;
- d) soutien du marché des obligations hypothécaires.

Les avantages fiscaux qui favorisent les épargnes à long terme ont pour résultat de diminuer l'importance dans l'esprit des intermédiaires financiers du facteur liquidité de leurs placements et, par conséquent, ils sont plus enclins à consentir des prêts hypothécaires à long terme à l'habitation. De plus, les accords contractuels d'épargne découragent une trop grande fuite des capitaux chez les intermédiaires durant les périodes de hausse des taux d'intérêt et leur permettent de continuer à consentir des prêts hypothécaires.

En 1965, pour stimuler le marché immobilier résidentiel, les banques d'épargne italiennes furent autorisées à incorporer les obligations hypothécaires dans leurs réserves légales. En 1970, alors que l'Italie traversait une période d'extrême austérité financière, les banques commerciales et d'épargne furent invitées, afin de protéger le niveau de nouvelles constructions résidentielles, à investir un pourcentage déterminé des augmentations dans leurs comptes d'épargne sous forme d'obligations hypothécaires.

La réglementation quant aux réserves marginales constituait une tentative de soutien du commerce des titres hypothécaires. C'est ainsi qu'en Suède, une partie des réserves secondaires en liquide des banques commerciales peut comporter des titres hypothécaires.

La Banque de France, depuis 1965, a accordé aux banques commerciales des avantages plus libéraux d'escompte et des taux d'escompte préférentiels pour les prêts spéciaux à la construction que pour les autres transactions financières. Bien que cette mesure eût été introduite pour favoriser la construction domiciliaire, elle pourrait être aisément adaptée comme politique régularisatrice à long terme du secteur du logement.

En Suède, en France et en Suisse, quand on a employé le plafonnement des crédits, le domaine de la construction domiciliaire a été exempté de ces

plafonnements ou bien a bénéficié de plafonnements plus libéraux que les autres catégories de prêt. Dans ces trois pays, la construction domiciliaire a reçu un traitement préférentiel afin de lui éviter l'impact des restrictions financières. En Suède, de plus, lorsque la banque centrale eût à imposer des programmes de rationnement des capitaux, la priorité fut donnée aux obligations hypothécaires afin de compenser les effets du resserrement monétaire.

La Banque du Canada a employé de son côté la persuasion morale pour amener les banques commerciales à investir sur le marché hypothécaire durant les périodes de resserrement monétaire.

Tel que mentionné plus haut, la vente de titres hypothécaires représente un apport de fonds important à la construction domiciliaire dans bon nombre de pays européens. Lors des périodes de restriction financière, au Danemark en particulier, les banques centrales ont alimenté le courant des fonds hypothécaires en achetant les titres en question sur le marché libre. En Italie, le taux d'intérêt des nouveaux titres hypothécaires a été augmenté de cinq à six pour cent au début de 1970, et ce, afin de soutenir le marché hypothécaire et—par voie de conséquence—le secteur de l'habitation. En même temps, la banque centrale payait à même ses bénéfices d'exploitation une prime sur tous les nouveaux titres hypothécaires mis en circulation, afin de rendre leurs taux de rendement plus concurrentiels.

En Europe, les intermédiaires financiers convertissent leurs avoirs hypothécaires en obligations qui sont achetées et vendues en grand nombre sur les marchés des valeurs. Afin de réduire l'impact des restrictions financières sur le secteur domiciliaire, ces titres ont été achetés par les banques centrales et autres organismes financiers.

Aux Etats-Unis, la Federal National Mortgage Association (FNMA) et, plus récemment, le Federal Home Loan Bank System (FHLBS), ont tenté d'établir un marché hypothécaire secondaire. Les objectifs en sont de répondre aux besoins domiciliaires à long terme, de stabiliser les fluctuations dans le crédit à l'habitation, d'amener les fonds vers les secteurs à court de capitaux et d'apporter une plus grande liquidité au titre hypothécaire. Avant la reconstitution de la FNMA en 1969 sous la forme d'une société privée dégagée des restrictions budgétaires fédérales, cette formule n'obtint qu'un succès marginal dans le soutien du marché hypothécaire lors des périodes de restriction financière.

BIBLIOGRAPHIE

GENERAL

1. Banque des règlements internationaux, *Restrictions quantitatives du crédit*, Bâle, 1971.
2. Organisation de coopération et de développement économiques, *Financement de la construction résidentielle chez certains pays membres de l'OCDE*, Paris, 1968.
3. "Savings Banks Systems in Individual Countries", *World Thrift*, mars-avril 1969.
4. Etats-Unis, Chambre des représentants, Comité sur la banque et la circulation monétaire, *Activities by Various Central Banks to Promote Economic and Social Welfare Programs*, Déc. 1970.

BELGIQUE

5. "Financement de l'habitation en Belgique—1960-1968", *World Thrift*, juillet-août 1970.

DANEMARK

6. "Construction résidentielle au Danemark", *World Thrift*, juillet-août 1970.
7. Ministère de l'Habitat, *Habitation dans les contrées septentrionales*, Copenhague, 1968.

FRANCE

8. "Financement résidentiel en France", *World Thrift*, juillet-août 1970.

ALLEMAGNE

9. "Construction et financement résidentiels en République fédérale allemande", *World Thrift*, juillet-août 1970.
10. Menge Franz, "Politique et technique de construction résidentielle en République fédérale allemande", OCDE Observateur, février 1966.

ITALIE

11. "Crédit résidentiel en Italie", *World Thrift*, mai-juin 1970.
12. Siracusano Felice, "Situation en perspectives de l'industrie de la construction en Italie", *Revue de la situation économique italienne*, Banque de Rome, novembre 1968.

PAYS-BAS

13. "Financement résidentiel aux Pays-Bas", *World Thrift*, juillet-août 1970.

SUEDE

14. "Financement résidentiel en Suède", *World Thrift*, mai-juin 1970.

SUISSE

15. "Problèmes actuels du commerce hypothécaire", *World Thrift*, mars-avril 1968.

ROYAUME-UNI

16. Griggs Norman, "Financement résidentiel au Royaume-Uni", mai-juin 1970.
17. Holmes E.D., "Building Societies in 1969", *Bankers Magazine*, mai 1970.
18. MacKay D.L., "Growth and Fluctuations in the British Building Industry", *Scottish Journal of Political Economy*, février 1967.
19. Richardson Harry J. et Vipond Joan, "Housing in the 1970's", *Lloyds Bank Review*, avril 1970.
20. Shee Charles, "House Purchase—The Case for a Junior Mortgage Market", National Westminster Bank, *Quarterly Review*, février 1971.
21. Vipond M.J., "Fluctuation in Private Housebuilding in Great Britain, 1950-1966", *Scottish Journal of Political Economy*, juin 1969.

Annexe F

Extrait du Bill C-135

21-22 ELIZABETH II

CHAPITRE 49

Loi créant des mécanismes et institutions supplémentaires de financement dans le domaine du commerce des hypothèques grevant des propriétés résidentielles au Canada

[Sanctionnée le 21 décembre 1973]

Sa Majesté, sur l'avis et du consentement du Sénat et de la Chambre des communes du Canada, décrète:

TITRE ABRÉGÉ

Titre abrégé 1. La présente loi peut être citée sous le titre: *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles.*

INTERPRÉTATION

Définitions 2. (1) Dans la présente loi, «propriété résidentielle» désigne une maison ou les propriétés comprises dans un projet d'habitations;

«Société» «Société» désigne la Bourse fédérale d'hypothèques constituée par l'article 4.

Expressions de la Loi nationale sur l'habitation (2) Dans la présente loi, les expressions «hypothèque», «maison» et «projet d'habitations» ont le sens que leur donne la *Loi nationale sur l'habitation.*

OBJET DE LA LOI

Objet 3. La présente loi a pour objet d'accroître la possibilité de commercialiser les hypothèques consenties sur des propriétés résidentielles situées au Canada et de rendre plus efficace la participation du secteur privé de l'économie au financement des habitations au Canada.

BOURSE FÉDÉRALE D'HYPOTHÈQUES

Constitution en corporation

Constitution en corporation 4. (1) Sont constituées en corporation, sous forme de compagnie ayant un capital-actions, sous le nom de «Bourse fédérale d'hypothèques», les personnes, au nombre

de dix au plus, que peut désigner le gouverneur en conseil, ainsi que les personnes qui seront, en quelque temps que ce soit, actionnaires de la Société.

Application de la Loi sur les compagnies de prêt

(2) Sauf disposition contraire de la présente loi, la Société jouit de tous les pouvoirs, privilèges et immunités que confère la *Loi sur les compagnies de prêt* et elle est soumise à toutes les dispositions de cette loi et notamment à toutes les limitations et obligations qu'elle impose.

Premiers administrateurs

5. (1) Les personnes que le gouverneur en conseil désigne en vertu de l'article 4 sont les administrateurs provisoires de la Société.

Pouvoir de suppléer aux vacances

(2) Si un administrateur provisoire décède, démissionne ou devient incapable d'exercer ses fonctions, le gouverneur en conseil peut désigner une personne pour le remplacer.

Objets

Objets

6. La Corporation a pour objet

a) d'acquérir et de céder à titre onéreux des hypothèques grevant des propriétés résidentielles et appartenant à la catégorie des placements admissibles aux termes de la *Loi sur les compagnies de prêt*;

b) de s'engager à acquérir ou à céder à titre onéreux des hypothèques visées à l'alinéa a); et

c) de consentir des prêts d'une durée d'un an au plus dont le remboursement est garanti par des hypothèques visées à l'alinéa a).

Capital social

Capital autorisé

7. (1) La Société aura un capital-actions de cent millions de dollars divisé en actions ayant une valeur au pair de dix dollars chacune.

Chiffre de la souscription

(2) Les administrateurs provisoires ne pourront convoquer une assemblée générale des actionnaires avant que le montant de

la souscription ait atteint un million de dollars.

Début de l'exploitation

(3) La Société ne pourra commencer ses opérations avant que le montant de la souscription à son capital-actions ait atteint un million de dollars et celui des versements y afférents, cent mille dollars.

Siège social

Siège social

8. Le siège social de la Société sera situé, à l'origine, à l'endroit du Canada que le gouverneur en conseil pourra désigner et, par la suite, à l'endroit du Canada que les actionnaires de la Société pourront déterminer par règlement.

Pouvoirs de la Société

Pouvoirs auxiliaires

9. (1) La Société peut exercer, à titre de pouvoirs auxiliaires à ses objets, tout ou partie des pouvoirs suivants, à savoir:

a) le pouvoir d'émettre et d'attribuer des actions entièrement libérées de la Société en paiement partiel ou total de tout bien acheté ou autrement acquis par elle;

b) le pouvoir de faire des dépôts

(i) dans les banques et autres corporations dont certains dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, et

(ii) dans les caisses de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6) de la *Loi de l'impôt sur le revenu*

et d'acheter et vendre des titres de créance à court terme émis par ces banques, corporations et caisses de crédit;

c) le pouvoir d'affecter ceux de ses fonds qui ne sont pas autrement utilisés à la poursuite de ses objets à des placements qu'autorise le paragraphe 60(1) de la *Loi sur les compagnies de prêt*; et

d) le pouvoir de faire toutes les autres choses qui sont accessoires ou favorables à la réalisation des objets et à l'exercice des pouvoirs de la Société.

Restriction au pouvoir d'emprunter

(2) Le solde total des emprunts de la Société ne devra à aucun moment dépasser trois cents millions de dollars ou toute autre somme plus élevée que le gouverneur en conseil pourra fixer à l'occasion.

Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat

10. (1) La *Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat*, nonobstant son article 6, s'applique à la Société; elle cesse de s'y appliquer à la date où le nom de la Société est retranché de l'annexe D de la *Loi sur l'administration financière*.

Corporation de propriétaire

(2) Le nom de la Société figurera à l'annexe D de la *Loi sur l'administration financière*. Lorsque le gouvernement du Canada détiendra moins de cinquante pour cent des actions émises et en circulation de la Société, le nom de celle-ci sera retranché de l'annexe D de cette loi par décret du gouverneur en conseil.

Taxes et droits provinciaux

(3) Aux fins de la *Loi sur les corporations de la Couronne (Taxes et droits provinciaux)*, le nom de la Société est censé figurer à l'annexe de cette loi tant que la *Loi sur le fonctionnement des compagnies de l'Etat* s'applique à la Société.

Loi sur les biens de surplus de la Couronne

(4) La *Loi sur les biens de surplus de la Couronne* ne s'applique pas à la Société.

Application de la Loi sur les compagnies de prêt

11. (1) Les dispositions suivantes de la *Loi sur les compagnies de prêt* ne s'appliquent pas à l'égard de la Société, à savoir: les articles 14, 36, 37, 60, 60.1 et 60.2, l'alinéa 60.3(1)c) et les articles 61.1, 62, 65 et 68.

Idem

(2) Durant toute période pendant laquelle la Société est mandataire de Sa Majesté, en application du paragraphe 10(1), les dispositions suivantes de la *Loi sur les compagnies de prêt* ne s'appliquent pas à l'égard de la Société, à savoir: les articles 13, 18 et 32, les alinéas 58(11)b) et 58(12)b), le paragraphe 58(13) et les articles 60.4, 69, 70, 71.1, 71.2 et 72 à 75.

Application de l'article 13 de la Loi sur les compagnies de prêt

(3) Lorsque la Société cesse d'être mandataire de Sa Majesté, l'article 13 de la *Loi sur les compagnies de prêt* s'applique à son égard comme si elle avait été constituée en corporation à la date où elle a cessé d'être mandataire de Sa Majesté.

Participation du gouvernement

Première émission d'actions

12. (1) La première offre d'action de la Société doit être faite au gouvernement du Canada et le ministre des Finances doit souscrire, acheter et détenir ces actions pour le gouvernement du Canada.

Emissions ultérieures

(2) Avec l'approbation du gouverneur en conseil, le ministre des Finances peut, à l'occasion, souscrire, acheter et détenir, pour le gouvernement du Canada, des actions du capital-actions de la Société émises ultérieurement.

Modalité de l'enregistrement et de l'exercice des droits de vote

(3) Les actions de la Société achetées pour le gouvernement du Canada doivent être enregistrées dans les livres de la Société au nom de Sa Majesté du chef du Canada, représentée par le ministre des Finances, et les droits de vote y afférents peuvent être exercés, pour le compte de Sa Majesté, par le ministre des Finances ou par le fondé de pouvoirs autorisé de ce dernier.

Aliénation des actions et des valeurs

(4) Avec l'approbation du gouverneur en conseil, mais sous réserve de l'article 15, le ministre des Finances peut, à l'occasion, aliéner des actions ou des valeurs de la Société détenues par Sa Majesté du chef du Canada et le produit intégral d'une telle aliénation est versé au Fonds du revenu consolidé.

Limite

(5) Le gouvernement du Canada ne peut placer ni s'engager à placer en actions de la Société plus de cinquante millions de dollars au total.

Prêts du gouvernement

13. (1) Sous réserve du paragraphe (2), le ministre des Finances peut consentir des prêts à la Société, selon les modalités auxquelles le gouverneur en conseil aura donné son approbation, et il peut acquérir et détenir des valeurs de la Société à titre de preuve de ces prêts.

Limite

(2) Le solde total des prêts consentis à la Société en vertu du présent article ne devra à aucun moment dépasser la somme de deux cent vingt-cinq millions de dollars.

Cas où des prêts provenant d'autres sources sont requis

(3) Nonobstant la limite fixée au paragraphe (2), le solde global des prêts consentis en vertu du présent article ne doit à aucun moment dépasser cent cinquante millions de dollars à moins que le solde global des prêts provenant de sources autres que les revenus du gouvernement du Canada ou des organismes de celui-ci ne soit au moins égal à l'excédent.

Prélèvement sur le F.R.C.

14. Sous réserve des paragraphes 12(5) et 13(2), le ministre des Finances peut autoriser le prélèvement d'avances sur le Fonds du revenu consolidé pour l'acqui-

Portefeuille du gouvernement

sition d'actions de la Société ou l'octroi de prêts à cette dernière.

15. Jusqu'à l'établissement d'une disposition contraire par le Parlement, la Société et le ministre des Finances doivent veiller à ce que plus de cinquante pour cent des actions en circulation émises par la Société soient, à tout moment, détenues pour le gouvernement du Canada.

Dispositions générales

Fonds des compagnies d'assurance, de fiducie et de prêts

16. (1) Les débetures et autres titres de créance émis par la Société appartiennent à la catégorie des placements qui sont autorisés pour les fonds d'une corporation à laquelle s'applique la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, la *Loi sur les compagnies de prêt* ou la *Loi sur les compagnies fiduciaires*.

Avoir placé en fiducie

(2) Les débetures et autres titres de créance émis par la Société, dans lesquels une compagnie d'assurance étrangère ou britannique a placé ses fonds, peuvent être placés en fiducie au Canada par la compagnie d'assurance étrangère en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères* ou par la compagnie d'assurance britannique en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurances canadiennes et britanniques*.

Derniers en fiducie garantie

(3) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie de fiducie sont censés comprendre les deniers détenus en fiducie garantie par la compagnie de fiducie, mais un placement en débetures ou autres titres de créance de la Société est assujéti aux restrictions que peut contenir l'acte créant la fiducie.

COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

S.R., c. I-12

17. La *Loi sur les compagnies de prêt* est modifiée par l'adjonction de la Partie suivante:

«PARTIE II

Dispositions particulières concernant les compagnies de placements hypothécaires

Compagnie de placements hypothécaires

101. (1) Lorsqu'une compagnie de prêt demande ou détient, en vertu de l'article 69, un permis l'autorisant à faire

les opérations d'une compagnie de prêt et demande de se faire qualifier, dans ce permis, compagnie de placements hypothécaires, le Ministre peut acquiescer à cette dernière demande s'il estime que la compagnie pourra se conformer aux exigences de la présente Partie.

Application
de la présente
Partie

(2) Lorsqu'une compagnie est qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu du paragraphe (1), elle a qualité de compagnie de placements hypothécaires et les dispositions de la présente Partie lui sont applicables.

Restriction
du pouvoir
d'emprunter

102. (1) Nonobstant l'article 68, le solde total des emprunts d'une compagnie de placements hypothécaires ne doit à aucun moment dépasser le quintuple de l'excédent de la valeur comptable de l'actif de la compagnie sur son passif; toutefois, si, à un moment donné, la valeur comptable de l'actif de la compagnie sous forme

a) de placements dans des *mortgages* ou hypothèques grevant des propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, ou de prêts dont le remboursement est garanti par de telles propriétés, et

b) d'argent en caisse ou en dépôt dans une banque ou un autre établissement de dépôt approuvé par le surintendant,

est inférieur aux deux tiers de la valeur comptable de l'actif de la compagnie, le solde total des emprunts de la compagnie ne doit pas dépasser à ce moment le triple de l'excédent de la valeur comptable de son actif sur son passif.

Calcul des
sommes
empruntées

(2) Aux fins du paragraphe (1), le principal non payé afférent aux droits ou privilèges grevant les immeubles ou les biens tenus à bail de la compagnie de placements hypothécaires doit être compris dans le calcul des sommes empruntées par la compagnie.

Placement
en immeu-
bles et biens
tenus à bail

103. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut placer ses fonds en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, pour la production de revenu, soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un

régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*,

a) si un bail concernant l'immeuble ou le bien tenu à bail est passé ou garanti

(i) par le gouvernement de la province où sont situés les immeubles ou les biens tenus à bail, par un organisme de celui-ci, par une municipalité de cette province ou par un organisme d'une telle municipalité, ou

(ii) par une corporation, dont les actions privilégiées ou ordinaires sont, à la date du placement, autorisées comme placement par les alinéas 60 (1)d) ou e) ou par ces alinéas tels qu'ils résultent de leur modification par l'article 60.1, et

b) si le bail prévoit un revenu net suffisant pour produire des intérêts constituant un rendement raisonnable au cours du bail et pour rembourser au cours du bail quatre-vingt-cinq pour cent au moins de la somme placée par la compagnie dans l'immeuble ou le bien tenu à bail, ce remboursement ne pouvant toutefois s'échelonner sur plus de trente ans, à partir de la date du placement,

la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, louer, vendre l'immeuble ou le bien tenu à bail ou l'aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Idem

(2) Une compagnie de placements hypothécaires peut placer ses fonds en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, pour la production de revenu, soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*, si l'immeuble ou le bien tenu à bail a produit, au cours de chacune des trois années qui ont précédé la date du placement, un revenu net qui, s'il se maintenait au cours des années suivantes, serait suffisant pour produire des intérêts constituant un rendement raisonnable pour la somme placée dans l'immeuble ou le bien tenu à bail et pour rembourser quatre-vingt-

cinq pour cent au moins de cette somme au cours du reste de la période d'utilisation économiquement rentable des améliorations apportées à l'immeuble ou au bien tenu à bail, ce remboursement ne pouvant toutefois s'échelonner sur plus de quarante ans, à partir de la date du placement; la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer, louer, vendre l'immeuble ou le bien tenu à bail ou l'aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Non-application des alinéas 60(1)h) et i)

(3) Les alinéas 60(1)h) et i) ne s'appliquent pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le présent article.

Autres placements

104. (1) Une compagnie de placements hypothécaires peut, sous réserve des dispositions particulières du présent article, effectuer des placements et des prêts non autorisés par les paragraphes 60(1) à (4) ou par la présente Partie, y compris des placements en immeubles ou en biens tenus à bail.

Production de revenu

(2) Les placements en immeubles ou en biens tenus à bail, au Canada, ne peuvent être faits, en application du paragraphe (1), que pour la production d'un revenu et la compagnie de placements hypothécaires peut les faire soit seule, soit conjointement avec toute corporation constituée au Canada ou toute personne gérant une fiducie régie par un régime enregistré de pensions ou un régime de participation différée aux bénéfices, selon la définition que donne de ces régimes la *Loi de l'impôt sur le revenu*; la compagnie peut détenir, entretenir, améliorer, réparer, louer ou vendre ces immeubles ou biens tenus à bail ou les aliéner ou en disposer de quelque autre façon.

Réserve

(3) Le présent article est censé

- a) ne pas étendre le pouvoir de faire des placements hypothécaires ou de consentir des prêts sur la garantie d'immeubles ou de biens tenus à bail que confèrent les paragraphes 60(1) et (2);
- b) ne pas porter atteinte à l'application de l'alinéa 60(1)e) en ce qui concerne la proportion maximale des actions ordinaires et de l'ensemble des actions d'une corporation qu'il est permis d'acheter; et
- c) ne pas porter atteinte à l'application du paragraphe 60(3).

Limite

(4) Le paragraphe 60(5) ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie à laquelle s'applique le paragraphe (1); toutefois, la valeur globale des placements faits en vertu du paragraphe (1) et conservés par la compagnie, à l'exclusion de ceux qui, abstraction faite de ce paragraphe, sont autorisés ou l'ont été à quelque moment depuis qu'ils ont été effectués, ne doit pas excéder sept pour cent de la valeur comptable de l'actif total de la compagnie.

Non-application de l'art 65

(5) L'article 65 ne s'applique pas dans le cas d'une compagnie de placements hypothécaires.

Administrateurs communs

105. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion, le nombre de ses administrateurs qui sont également administrateurs ou membres de la direction de la corporation ou qui sont aussi membres de la direction de la firme ou en font partie ne peut être supérieur à quatre ni au quart des administrateurs de la compagnie de placements hypothécaires.

Sociétés de placements et de gestion

(2) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires a passé un contrat avec une corporation ou une firme afin d'en obtenir des conseils en matière de placements ou des services de gestion,

- a) un administrateur de la corporation,
- b) une personne ou un groupe de personnes qui est un actionnaire important de la corporation, ou
- c) une personne qui est membre de la direction de la corporation ou qui est membre de la direction de la firme ou en fait partie

sont respectivement censés être, aux fins de l'article 60.3, un administrateur, un actionnaire important ou un membre de la direction de la compagnie de placements hypothécaires.

Opérations interdites

(3) Une compagnie de placements hypothécaires ne peut acheter ou autrement acquérir d'une personne ou d'une corporation un élément d'actif, ni lui vendre ou céder de quelque autre façon un élément d'actif, si, aux termes de l'article 60.3, elle ne peut consentir de prêt à cette personne ou placer des fonds dans cette corporation;

toutefois, cette disposition ne s'applique pas en matière

a) de *mortgages* ou d'hypothèques garantissant le remboursement d'un prêt assuré en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation*;

b) de *mortgages* ou d'hypothèques garantissant le remboursement d'un prêt assuré par une police d'assurance hypothécaire délivrée par une compagnie d'assurance enregistrée en vertu de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques* ou de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères*; ou

c) de *mortgages* ou d'hypothèques acquis au plus tard six mois après que la compagnie a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires en vertu de l'article 101.

Niveau des liquidités

106. (1) Nonobstant toute disposition de la Partie I, une compagnie de placements hypothécaires doit gérer ses affaires de façon que le montant global

a) de tous les remboursements du principal des *mortgages* ou hypothèques qu'elle détient et dont il est raisonnable de prévoir la perception dans l'année,

b) des sommes afférentes à ses autres placements et échéant dans l'année,

c) du crédit ouvert par des banques à charte au Canada conformément aux conditions fixées par le surintendant, et

d) de l'argent en caisse ou en dépôt dans une banque ou un autre établissement de dépôt agréé par le surintendant

soit, à tout moment, égal ou supérieur au montant global de tous ses engagements hypothécaires venant à échéance dans l'année et de tous les titres de créance émis par elle et échéant dans l'année.

Sens de l'expression «dans l'année»

(2) Au présent article, l'expression «dans l'année» désigne la période de douze mois suivant le mois où est fait le calcul.

Champ d'action

107. Une compagnie de placements hypothécaires ne doit pas exercer son entreprise ailleurs qu'au Canada.

Les actions sont des placements admissibles

108. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I

de la présente loi, les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêt respectivement régies par ces lois; ne sont toutefois pas haussées

a) la proportion maximale des fonds de ces compagnies qui peut être placée, à quelque moment que ce soit, en actions ordinaires de corporations, et

b) la proportion maximale des actions de toute corporation qui peut être achetée par ces compagnies,

selon les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie fiduciaire sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie qu'elle détient mais le placement de deniers en fiducie garantie en actions d'une compagnie de placements hypothécaires est soumis aux restrictions contenues dans l'acte créant la fiducie.

Les débetures sont des placements admissibles

109. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*, de la *Loi sur les compagnies fiduciaires* ou de la Partie I de la présente loi, les débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires appartiennent à la catégorie des placements admissibles pour les fonds des compagnies d'assurance, compagnies fiduciaires et autres compagnies de prêts respectivement régies par ces lois; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peuvent dépasser les placements de ces compagnies en obligations, débetures, actions ou autres valeurs d'une corporation suivant les prescriptions des lois régissant ces compagnies.

Deniers en fiducie garantie

(2) Aux fins du paragraphe (1), les fonds d'une compagnie de fiducie sont censés comprendre les deniers en fiducie garantie détenus par la compagnie de fiducie, mais un placement de tels deniers en débetures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires est soumis aux restrictions contenues dans l'acte créant la fiducie.

Fonds d'une compagnie d'assurance britannique

110. (1) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance canadiennes et britanniques*,

- a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et
- b) les débentures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie britannique a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Fonds d'une compagnie d'assurance étrangère

(2) Nonobstant toute disposition de la *Loi sur les compagnies d'assurance étrangères*,

- a) les actions du capital social d'une compagnie de placements hypothécaires, et
- b) les débentures ou autres titres de créance émis par une compagnie de placements hypothécaires

dans lesquelles une compagnie d'assurance étrangère a placé ses fonds peuvent être placées en fiducie au Canada aux fins de cette loi; n'est toutefois pas haussée la limite que ne peut dépasser la totalité de la valeur acceptée des actions ordinaires placées en fiducie par la compagnie.

Limitation des placements

111. (1) Sous réserve du paragraphe (2), une compagnie de placements hypothécaires doit posséder et conserver un actif constitué, pour cinquante pour cent au moins de sa valeur comptable, de tout ou partie des éléments suivants:

- a) placements hypothécaires grevant des propriétés résidentielles, selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles* ou prêts dont le remboursement est garanti par de telles propriétés; et
- b) fonds en caisse ou en dépôt dans une banque ou tout autre établissement de dépôt agréé par le surintendant.

Idem

(2) Le total

- a) de la valeur comptable des placements d'une compagnie de placements

hypothécaires en actions du capital-actions de compagnies dont l'actif est constitué, pour quatre-vingt-cinq pour cent au moins, de propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles* ainsi que

b) de la valeur comptable des placements d'une compagnie de placements hypothécaires en immeubles ou en biens tenus à bail, avant déduction des charges ou privilèges y afférents, à l'exclusion des immeubles ou des biens tenus à bail que la compagnie a acquis par saisie ou autrement à la suite d'un manquement aux engagements afférents à un *mortgage*, une hypothèque ou une convention de vente consentis à leur égard,

ne doit pas dépasser vingt-cinq pour cent de la valeur comptable de son actif total.

Retrait de la qualité

112. (1) Lorsqu'une compagnie de placements hypothécaires ne se conforme pas à l'une quelconque des exigences de la présente Partie, le Ministre peut retirer à la compagnie sa qualité de compagnie de placements hypothécaires ou refuser de la qualifier telle lors d'un renouvellement de son permis en vertu de l'article 69.

Idem

(2) Une compagnie qui, dans son permis, a été qualifiée compagnie de placements hypothécaires peut, sur approbation préalable donnée par ses actionnaires réunis en assemblée ordinaire ou extraordinaire, demander au Ministre de lui retirer cette qualité; le Ministre doit alors rayer la qualification du permis avec effet immédiat ou à une date ultérieure qu'il fixe.

Effet

(3) La présente Partie cesse de s'appliquer à une compagnie de prêt à partir de la date où celle-ci cesse d'être qualifiée compagnie de placements hypothécaires.»

STATUT FISCAL DES COMPAGNIES DE PLACEMENTS HYPOTHÉCAIRES

S.R. de 1952, c. 148, 1970-71-72, c. 63

18. (1) La *Loi de l'impôt sur le revenu* est modifiée par l'insertion, à la suite de l'article 130, de la rubrique et de l'article qui suivent:

*«Corporations de placements
hypothécaires*

Déduction
de l'impôt

130.1 (1) Lors du calcul du revenu, pour une année d'imposition, d'une corporation qui a été, pendant toute l'année, une corporation de placements hypothécaires,

a) peut être déduit le total formé

(i) de tous les dividendes imposables, autres que les dividendes sur les gains en capital, versés par la corporation au cours de l'année ou dans les 90 jours qui suivent la fin de l'année (sans excéder la fraction du revenu imposable de la corporation pour l'année, déterminée sans tenir compte des dispositions du présent alinéa, qui est en sus des gains en capital imposés de la corporation pour l'année) dans la mesure où ces dividendes ne pouvaient pas être déduits par la corporation lors du calcul de son revenu pour l'année précédente, et

(ii) 1/2 de tous les dividendes sur les gains en capital versés par la corporation au cours de la période commençant 91 jours après le début de l'année et se terminant 90 jours après la fin de cette année; et

b) aucune déduction ne peut être faite en vertu de l'article 112 au titre des dividendes imposables qu'elle a reçus d'autres corporations.

Dividende
assimilé à des
intérêts
d'obligations

(2) Aux fins de la présente loi, tout montant reçu d'une corporation de placements hypothécaires par un actionnaire de la corporation au titre d'un dividende imposable, autre qu'un dividende sur les gains en capital, est réputé avoir été reçu par l'actionnaire à titre d'intérêt payable sur une obligation émise par la corporation après 1971.

Application
du paragraphe
(2)

(3) Le paragraphe (2) s'applique lorsque le dividende imposable (autre qu'un dividende sur les gains en capital) qui est visé à ce paragraphe a été versé soit au cours d'une année d'imposition tout au long de laquelle la corporation qui l'a versé était une corporation de placements hypothécaires, soit dans les 90 jours qui suivent la fin de cette année.

Dividende
sur des gains
en capital

(4) Lorsque, à une date donnée au cours de la période commençant 91 jours après le début d'une année d'imposition d'une corporation qui a été pendant toute l'année une corporation de placements hypothécaires et se terminant 90 jours après la fin de l'année, un dividende est versé par la corporation à ses actionnaires, si la corporation en fait le choix relativement à la totalité du dividende, de la manière et dans la forme prescrites et à la date donnée ou avant cette date ou le premier jour du paiement d'une partie du dividende, si ce jour est antérieur à cette date donnée,

a) le dividende est réputé être un dividende sur les gains en capital dans la mesure où il n'est pas supérieur

(i) au double des gains en capital imposés de la corporation pour l'année

moins,

(ii) le cas échéant, la partie de tout dividende versé par la corporation au cours de la période et avant la date donnée, qui est réputée aux termes du présent paragraphe être un dividende sur les gains en capital; et

b) nonobstant toute autre disposition de la présente loi, tout montant reçu par un contribuable dans une année d'imposition au titre du dividende est considéré, lors du calcul de son revenu pour l'année, non pas comme le revenu d'une action du capital-actions de la corporation, mais comme un gain en capital du contribuable pour l'année, tiré de la disposition d'un bien en immobilisations.

Corporation
publique

(5) Nonobstant toute autre disposition de la présente loi, une corporation de placements hypothécaires est réputée être une corporation publique.

Sens de
l'expression
«corporations
de placements
hypothécaires»

(6) Aux fins du présent article, une corporation est une corporation de placements hypothécaires pendant toute une année d'imposition si, pendant toute l'année,

a) elle était une corporation canadienne;

b) sa seule activité était le placement de fonds de la corporation et elle ne gérait ni ne mettait en valeur des biens immobiliers;

- c) les biens de la corporation n'étaient
- (i) ni des créances garanties par des biens immobiliers situés hors du Canada,
 - (ii) ni des créances sur des non-résidents, à l'exclusion de celles qui étaient garanties par des biens immobiliers situés au Canada,
 - (iii) ni des actions du capital-actions de corporations ne résidant pas au Canada,
 - (iv) ni des biens immobiliers situés hors du Canada ni un droit de tenure à bail sur ces biens;

d) sous réserve des paragraphes (7) et (8), le nombre des actionnaires de la corporation n'était pas inférieur à vingt et aucun actionnaire ne détenait plus de 25% des actions émises du capital-actions de la corporation;

e) les détenteurs d'actions privilégiées de la corporation avaient le droit, après que leurs dividendes privilégiés leur ont été versés et que les dividendes correspondant au même montant par action ont été versés aux détenteurs d'actions ordinaires de la corporation, de participer à parts égales avec ces derniers à tout versement supplémentaire de dividendes;

f) le coût indiqué, pour la corporation, de ceux de ses biens qui consistaient

- (i) en créances garanties par des propriétés résidentielles selon la définition qu'en donne la *Loi sur le financement des hypothèques grevant des propriétés résidentielles*, soit sous la forme d'hypothèques, soit de toute autre manière, et
- (ii) en dépôts figurant au crédit de la corporation dans les livres

(A) d'une banque ou autre corporation dont certains dépôts sont assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ou la Régie de l'assurance-dépôts du Québec, ou

(B) d'une caisse de crédit, au sens où l'entend le paragraphe 137(6),

plus le montant de son argent en caisse représentaient au moins 50% du coût indiqué de tous ses biens;

g) le coût indiqué, pour la corporation, de tous ses biens immobiliers, y compris les droits de tenure à bail sur ces biens (à l'exception des biens immobiliers que la corporation a acquis par forclusion ou autrement, après manquement aux engagements résultant d'un *mortgage*, d'une hypothèque ou d'une convention de vente de biens immobiliers) n'excédait pas 25% du coût indiqué de tous ses biens;

h) son passif n'était pas supérieur à 3 fois l'excédent du coût indiqué de tous ses biens sur son passif, si, à quelque moment de l'année, le coût indiqué de ceux de ses biens qui consistaient en biens visés aux sous-alinéas f) (i) et (ii) plus le montant de son argent représentaient moins de 2/3 du coût indiqué de tous ses biens; et,

i) lorsque l'alinéa h) n'est pas applicable, son passif n'était pas supérieur à 5 fois l'excédent du coût indiqué de tous ses biens sur son passif.

Calcul du nombre d'actionnaires

(7) Aux fins de l'alinéa (6)d), une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou par un régime de participation différée aux bénéficiaires qui détient des actions du capital-actions d'une corporation est considéré comme équivalant à quatre actionnaires de la corporation et une fiducie régie par un régime enregistré d'épargne-retraite qui détient des actions du capital-actions d'une corporation est considéré comme un seul actionnaire; mais lorsqu'il s'agit de calculer le nombre maximal d'actions du capital-actions d'une corporation de placements hypothécaires qui peuvent être détenues par une fiducie régie par un régime de pension enregistré ou un régime de participation différée aux bénéficiaires, la fiducie est considérée comme un seul actionnaire.

Première année d'imposition

(8) Aux fins du paragraphe (6) une corporation qui a été constituée après 1971 est réputée avoir rempli les conditions de l'alinéa (6)d) pendant toute sa première année d'imposition au cours de laquelle elle a fait des affaires si elle les remplissait le dernier jour de cette année d'imposition.

Définitions «passif»

(9) Dans le présent article,

a) «passif» d'une corporation à une date donnée désigne l'ensemble de toutes les dettes de la corporation et de ses autres

obligations de payer une somme d'argent qui étaient exigibles à cette date; et

«gains en capital imposés»

b) «gains en capital imposés» a le sens que donne à cette expression l'alinéa 130(3)b).»

(2) Le paragraphe (1) s'applique à toute année d'imposition d'une corporation de placements hypothécaires commençant après 1971.

(3) Le paragraphe 184(2) et les paragraphes 185(1) et (2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* sont abrogés et remplacés par ce qui suit:

Impôt sur l'excédent du dividende en capital ou sur les dividendes sur gains de capital payé par une corporation

«(2) Lorsqu'une corporation a fait un choix en vertu du paragraphe 83(2), 130.1(4) ou 131(1) relativement au montant global d'un dividende quelconque payable par cette corporation sur toute catégorie d'actions de son capital-actions et que le montant global du dividende dépasse la partie de celui-ci réputée, en vertu de ce paragraphe, être un dividende en capital ou un dividende sur les gains en capital, selon le cas, la corporation doit, en vertu de la présente Partie, et, au moment du choix, payer un impôt d'un montant égal,

a) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 83(2), au montant de l'excédent;

b) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 130.1(4), aux 3/4 de l'excédent; et

c) lorsque la corporation a exercé l'option prévue au paragraphe 131(1), à 1/3 de l'excédent.

Etablissement de l'impôt

185. (1) Le Ministre examinera avec toute la célérité possible chaque choix fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(4) ou 131(1), selon le cas, établira l'impôt payable en vertu de la présente Partie, si impôt il y a, à l'égard du choix et enverra un avis de cotisation à la corporation.

Paiement de l'impôt et des intérêts

(2) Lorsqu'un choix a été fait par une corporation conformément au paragraphe 83(1) ou (2), 130.1(4) ou 131(1), selon le cas, la corporation paiera, dans les 30 jours de l'envoi par la poste de l'avis de cotisation en vertu de la présente Partie, à l'égard du choix, au receveur général du Canada, la partie de l'impôt établi et des pénalités qui est alors impayée, qu'il y ait ou non en instance une opposition ou un appel à l'égard de la cotisation et paiera, en plus, des intérêts sur cette partie, au taux annuel prescrit à compter du jour du choix jusqu'au jour du paiement, qu'elle ait été payée ou non dans le délai de 30 jours.»

(4) Le paragraphe 212(2) de la *Loi de l'impôt sur le revenu* est abrogé et remplacé par ce qui suit:

Impôt sur dividendes

«(2) Toute personne non résidente paie un impôt sur le revenu de 25% sur toute somme qu'une corporation résidant au Canada lui paie ou porte à son crédit ou est réputée, selon la Partie I, lui payer ou porter à son crédit, au titre ou en paiement intégral ou partiel d'un dividende imposable (autre qu'un dividende provenant de gains en capital, au sens que donne à cette expression le paragraphe 130.1(4), 131(1) ou 133(7.1)) ou d'un dividende en capital.»

Annexe G

Membres de l'équipe spéciale d'étude sur les nouveaux mécanismes et institutions de financement

DIRECTION

Chef du projet
Directeur de la recherche
Coordonnateur et chef des études

M. J. C. Boyd
J. V. Poapst
T. F. Tyson

CHEFS DES ÉTUDES

E. D. L. Miller
George Rich

COLLABORATEURS ET CONSEILLERS À LA RECHERCHE

Larry M. Agranove
L. E. Barlow
H. H. Binhammer
Mme H. Boschen
Mme Nancy L. Carnwath
W. Peter Carter
Michael Davies
J. Harold Deason
J. A. Galbraith
P. W. Gauthier
G. A. Golden
C. W. Goldring
Paul Halpern

M. F. Harris
W. G. C. Howland
C. P. Keeley
E. P. Neufeld
Stephen O'Connor
J. S. Peterson
C. C. Potter
R. Simard
E. Sussman
W. R. Waters
H. Weitz
R. M. Wingfield, C.A.
W. Woloshyn

SECRÉTAIRES

Mme Audrey Balzer
Mme Ann Wright