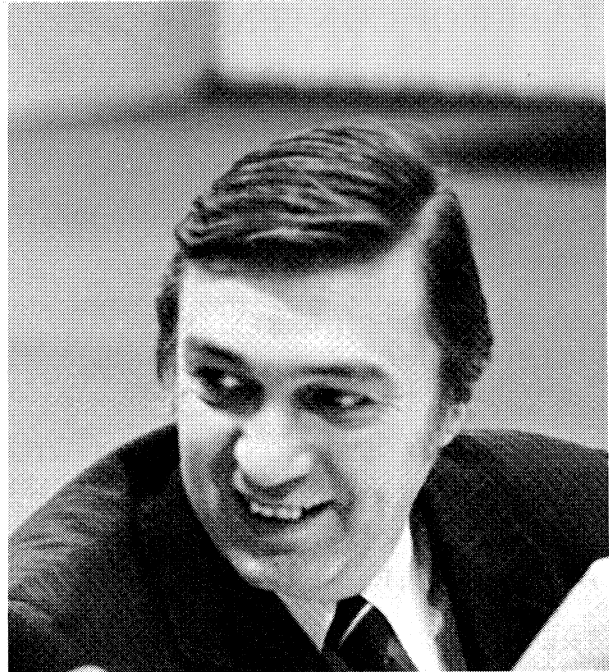


**Mortgage Investments
for Trusteed
Pension Plans**

Texts of Addresses
Delivered at a Conference
Convened by the
Honourable Robert Andras,
Federal Minister
Responsible for Housing,
in Ottawa, December 8, 1970.

**Les prêts hypothécaires,
une forme d'investissement
pour les régimes
fiduciaires de pension**

Textes des discours
prononcés à une conférence
convoquée par
l'honorable Robert Andras,
ministre fédéral
chargé du logement,
à Ottawa, le 8 décembre 1970.



“There is an urgent need in Canada today for increasing investments in residential mortgages by all sizeable sources of capital. The social and economic progress which we as a nation so earnestly desire is inextricably linked to our residential mortgage financing arrangements.”

— *Honourable Robert Andras
Federal Minister Responsible for
Housing*

“Il existe présentement un besoin pressant d’investissements accrus dans les prêts hypothécaires pour la construction de résidences de la part de toutes les sources de capitaux de quelque importance. Le progrès social et économique que nous désirons si ardemment pour notre pays est relié d’une façon inextricable aux moyens dont nous disposons pour financer la construction résidentielle au moyen de prêts hypothécaires.”

— *l’honorable Robert Andras
ministre fédéral chargé du logement*

The “Second Conference on Mortgage Investments for Trusteed Pension Plans” was held at the Government Conference Centre in Ottawa on December 8, 1970. More than 100 representatives of major Canadian pension funds and other investment interests participated in the conference which was addressed by a number of noted specialists in the investment field.

La deuxième conférence sur “Les prêts hypothécaires, une forme d’investissement pour les régimes fiduciaires de pension”, a eu lieu au Centre des conférences du gouvernement à Ottawa, le 8 décembre 1970. Plus de 100 représentants des plus importants fonds de pension du Canada et d’autres institutions intéressées aux investissements ont pris part à cette conférence et entendu les exposés d’un certain nombre de spécialistes bien connus dans ce domaine.

TABLE OF CONTENTS

CHAIRMAN'S WELCOME H. W. Hignett, President, Central Mortgage and Housing Corporation	4
MINISTER'S OPENING REMARKS Hon. Robert Andras, Federal Minister Responsible for Housing	6
THE CANADIAN PENSION FUND POTENTIAL John R. Ferguson, J. R. F. Financial Consultants Ltd., Ottawa	12
SELLING MORTGAGES TO PENSION FUNDS A. Walling Ruby, President, Canmort Consultants Ltd., Toronto	20
THE ATTRACTION OF THE MORTGAGE MARKET FOR PENSION FUNDS Claude Prieur, Chairman and General Manager, Quebec Deposit and Investment Fund, Montreal.	32
MAJOR FUNDS AND REAL ESTATE INVESTMENTS: U.S. EXPERIENCE Robert F. Maguire, Jr., Vice-President, National Director, Mortgage and Real Estate Department, Scudder, Stevens and Clark Incorporated, Los Angeles	42
COUNSELING PENSION ASSETS Carl H. Otto, Vice-President and Director, Fry Investment Management Limited, Montreal,	52
R & D IN THE MORTGAGE MARKET Professor J. V. Poapst, School of Business, University of Toronto	60

TABLE DES MATIÈRES

BIENVENUE DU PRÉSIDENT H. W. Hignett, président, Société centrale d'hypothèques et de logement	5
DISCOURS D'OUVERTURE DU MINISTRE L'honorable Robert Andras, ministre fédéral chargé du logement	7
LES FONDS DE PENSION CANADIENS ET LEUR POTENTIEL John R. Ferguson, J. R. F. Financial Consultants Ltd., Ottawa	13
LA VENTE DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES AUX FONDS DE PENSION A. Walling Ruby, président, Canmort Consultants Ltd., Ottawa	21
LE MARCHÉ DES HYPOTHÈQUES: MARCHÉ ATTRAYANT POUR LES RÉGIMES DE RENTES Claude Prieur, président et directeur général, Caisse de Dépôt et Placement du Québec, Montréal	33
L'EXPÉRIENCE DES FONDS MAJEURS AMÉRICAINS À L'ÉGARD DES INVESTISSEMENTS DANS LES PROPRIÉTÉS IMMOBILIÈRES Robert F. Maguire, jr., vice-président et directeur national Division des hypothèques et des propriétés immobilières, Scudder, Stevens and Clark Incorporated, Los Angeles	43
LA FONCTION DE CONSEILLER DE FONDS DE PENSION Carl H. Otto, vice-président et directeur, Fry Investment Management Limited, Montréal	53
RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT DANS LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE Professeur J. V. Poapst, School of Business, Université de Toronto.	61

On behalf of the Honourable Robert Andras, it is my pleasure to welcome you to Ottawa for this "Second Conference on Mortgage Investments for Trusteed Pension Plans".

Many of you will recall the first conference, held in the Skyline Hotel about two and a half years ago. From our point of view, that conference was vitally important and served its purpose well, at least to the extent of introducing to some of you the idea that insured mortgages are an attractive form of long-term investment for the pension funds you administer.

I wish I could add that pension fund investments in National Housing Act insured mortgages soared as a result. Had we enjoyed that kind of experience, Mr. Andras would not have found it necessary to seek this private meeting with you today.

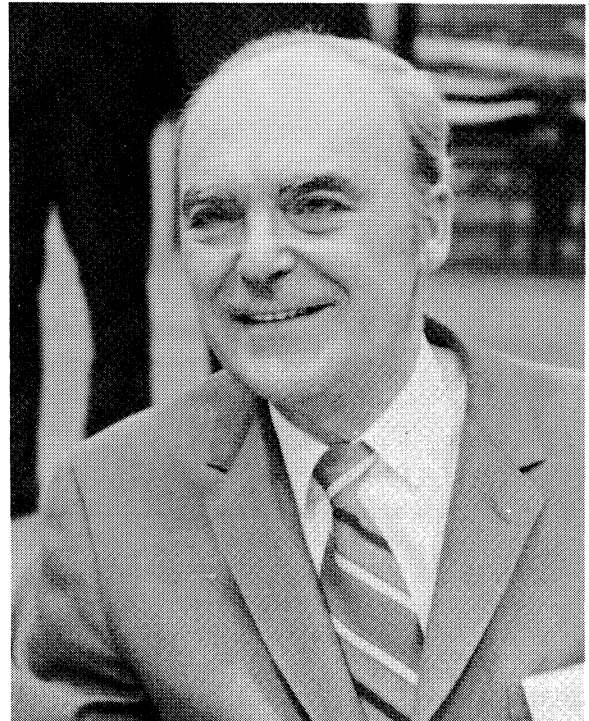
Perhaps you will recall, too, that in mid 1968 I spoke of total annual expenditures on new residential construction in Canada of the order of two billion dollars annually over the preceding four years. I pointed out that more than half this amount had come from the private mortgage market but the financing of housing programs of the magnitude predicted for the future would require almost a doubling in the flow of private investment into residential construction.

For the year 1968, gentlemen, expenditures on new residential construction were about three billion dollars and last year the total was close to three and a half billion.

You may remember that I noted that funds available to Central Mortgage and Housing Corporation for investment under the various provisions of the National Housing Act had been used primarily to support the private mortgage market in the period 1957 to 1968. I warned that in 1968, and perhaps for some years to come, public funds would be diverted to the social areas of housing, particularly housing for the elderly and housing for low-income families and individuals.

In the current year, Central Mortgage and Housing Corporation will commit over a billion dollars in public funds to these housing efforts and related infrastructure programs, an amount far in excess of anything done in the past.

With Canada's minimum target for housing established at 1,000,000 starts in the five-year period 1970-74, we find it necessary to continue the search for funds from private sources. To put it bluntly, we hope today to convince anyone with any doubts on the subject that investment in insured mortgages makes a great deal of sense. It makes sense in terms of the social and economic well-being of our country, and sense with respect to the responsibility you have for sound investment of pension dollars.



H. W. Hignett

Au nom de l'honorable Robert Andras, j'ai le plaisir de vous souhaiter la bienvenue à Ottawa à l'occasion de cette deuxième conférence sur les prêts hypothécaires comme forme d'investissement pour les régimes fiduciaires de pension. Bon nombre d'entre vous se souviendront de la première conférence tenue à l'Hôtel Skyline il y a environ deux ans et demi. Pour nous, cette conférence a été très utile si l'on considère qu'elle a servi à vous familiariser avec l'idée que les prêts hypothécaires assurés constituent un excellent investissement à long terme pour les fonds de pension que vous administrez.

J'aimerais pouvoir ajouter que par suite de cette conférence, les investissements des fonds de pension dans les prêts hypothécaires assurés aux termes de la Loi nationale sur l'habitation ont augmenté considérablement. Si tel avait été le cas, M. Andras n'aurait pas été tenu de vous inviter de nouveau aujourd'hui.

Peut-être vous souviendrez-vous également que, vers le milieu de l'année 1968, j'ai parlé de dépenses annuelles totales relatives à la construction de nouvelles habitations au Canada, dépenses qui se sont élevées à environ deux milliards de dollars par année au cours des quatre dernières années. J'avais signalé que plus de la moitié de ces investissements provenaient du marché privé, mais que le financement des programmes de construction d'habitations, ayant l'ampleur que nous préconisons, exigerait de doubler le montant des investissements du secteur privé pour la construction d'habitations.

Messieurs, pour l'année 1968, les sommes investies dans ce genre de construction se sont élevées à environ 3 milliards de dollars et en 1969, le montant total s'est élevé à près de 3 milliards et demi de dollars.

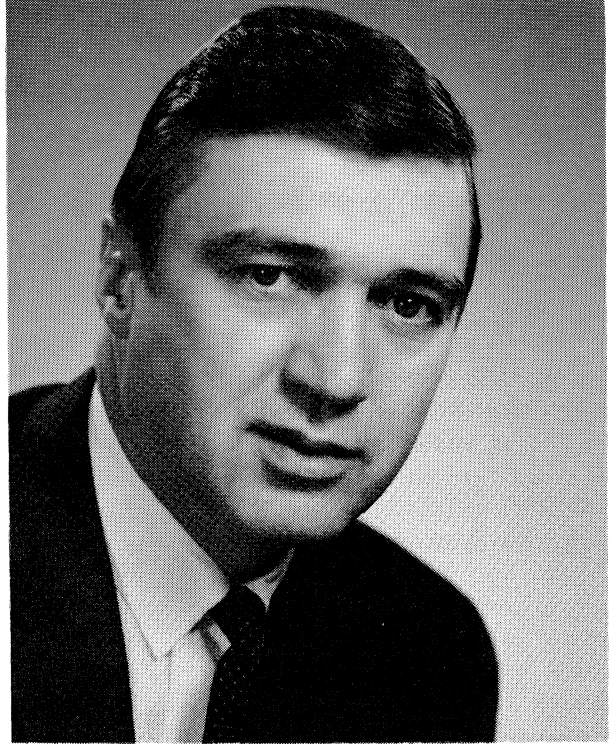
Vous vous souviendrez peut-être que j'ai rappelé que les fonds mis à la disposition de la Société centrale d'hypothèques et de logement aux termes de plusieurs dispositions de la Loi nationale sur l'habitation, avaient servi principalement à appuyer le marché privé de la construction au cours des années 1957 à 1968. J'avais fait savoir qu'en 1968, et peut-être bien pour quelques années à venir, les deniers publics seraient plutôt affectés à l'habitation à caractère social, particulièrement le logement destiné aux personnes âgées et aux personnes et familles à faible revenu.

Au cours de l'année 1970, la Société centrale d'hypothèques et de logement aura engagé au delà d'un milliard de dollars tirés des deniers publics dans les programmes d'habitation de ce genre et afin de favoriser l'application de formules nouvelles de construction. Ce montant dépasse de beaucoup les sommes investies dans ce domaine jusqu'à maintenant.

Etant donné l'objectif minimal que nous nous

sommes fixé et qui prévoit la mise en chantier d'un million de logements de 1970 à 1974, nous devons poursuivre nos efforts en vue d'attirer les fonds du secteur privé. Pour être francs, nous espérons aujourd'hui convaincre toute personne ayant quelque doute sur le fait que les investissements dans les prêts hypothécaires assurés constituent d'excellents placements. Cela est logique sur le plan du bien-être social et économique de notre pays et aussi en regard de la responsabilité qui vous incombe de bien placer les fonds qui vous sont confiés.

Minister's Opening Remarks



Gentlemen, let me start off very simply, but directly — You are here because the decisions you make in future can profoundly shape not only the future of housing in Canada but the very way this nation chooses to live. That is a sweeping thing for any minister to say, but it is not overdrawn. You are 160-odd senior people who have come here from about 80 pension funds, from the Canadian banks, from trust companies, investment dealers and other institutions. You are the financial community, and, it is only obvious to say, with great power and with great influence on a rapidly growing and evolving Canada. The way that you look at our world — the regions you invest in, the kinds of investments that you engage in, the jobs stimulated, the products and needs supplied, the returns that you provide to many thousands of Canadians — are going to shape that growth and evolution.

As you know, I am the federal minister responsible for housing, to which will soon be added a more global view — Urban Affairs. Housing in particular and the condition of Urban Canada in general — these are my concerns insofar as federal initiative and responsibility lie. We are headed toward an Urban Canada on an express train — maybe I should say commuter train — a Canada about doubled in population within the next 30 years and a Canada gone almost completely urban, in percentage terms, by that time. The

problems before Canada of growth, and especially of rapid pace of growth, are far greater than government, or industry, or the financial community, can solve alone.

We must talk, then. We must talk now, and regularly. We must talk about how we can, together and with other segments of Canadian society, try to bring about the best possible social contracts for Canadians. I hope and believe that this conference will start a process of exchange between you and government in many vital areas of concern.

We are here more specifically today to talk of a national need that some of the incredible potential amounts of money resting in pension funds be invested in sheltering Canadians. I hope that today starts a dialogue — to use an overworked word — that can marry this national interest with the proper and legitimate self-interest of pension funds and of the many thousands of Canadians for whom your funds must be wisely managed.

Let me be absolutely clear about that last point: your stockholders, as it were, are the working people of Canada and you must manage their money in ways that are most profitable to them. I believe that one of these ways is the mortgage market — right today, as it is now — and that many of you, frankly, are missing a good bet. (Although I shouldn't talk of "bet" when a 100-per cent government-backed mort-

Discours d'Ouverture du ministre

Messieurs,

Pour débiter, je dois vous dire bien simplement, mais d'une façon franche et nette que vous êtes ici parce que les décisions que vous prendrez dorénavant peuvent influencer profondément non seulement l'avenir du logement au Canada, mais aussi la façon même dont les Canadiens choisiront de vivre. C'est une déclaration radicale de la part d'un ministre, mais je ne pense pas qu'elle soit exagérée.

Il se trouve dans cette salle quelque 160 personnalités éminentes représentant environ 80 caisses de retraite, des banques canadiennes, des compagnies de fiducie, des courtiers en placements et autres institutions financières.

Messieurs, vous représentez le secteur financier de notre société et, il va sans dire, vous exercez beaucoup d'influence et jouez un rôle très important dans un Canada qui grandit et évolue rapidement. La façon dont vous considérez notre société, les secteurs dans lesquels vous placez les fonds que vous avez la charge d'administrer, le genre de placement que vous faites, le travail, les emplois dont vous stimulez la création et la continuité, les aspirations et les besoins que vous comblez ainsi que le rendement que vous suscitez pour des milliers de Canadiens, façonneront l'évolution et le développement de notre pays.

Comme vous le savez, je suis le ministre responsable du logement, charge à laquelle s'ajoutera très prochainement une responsabilité plus globale, celle des Affaires urbaines. Le logement en particulier et la situation des centres urbains du Canada en général constituent un souci constant pour moi dans le contexte des initiatives et des responsabilités fédérales. Nous nous orientons très rapidement vers un Canada urbain, un Canada dont la population doublera en 30 ans, un Canada qui sera devenu presque complètement urbain, en termes de pourcentage, à ce moment-là.

Les problèmes auxquels a et aura à faire face le Canada par suite de son développement et particulièrement à cause du rythme accéléré de ce développement ont beaucoup trop d'ampleur pour que, soit les trois paliers gouvernementaux, soit l'industrie ou soit les institutions financières, puissent les résoudre indépendamment l'un de l'autre.

Par conséquent, nous devons nous consulter. Nous devons nous consulter maintenant, et régulièrement. Nous devons rechercher de quelle façon nous pouvons, ensemble et avec les autres éléments de la société canadienne, essayer de créer pour tous les Canadiens

les meilleures conditions de vie possibles. J'espère et je crois que cette réunion établira un processus d'échange de points de vue entre vous et le gouvernement dans les nombreux secteurs vitaux qui nous intéressent.

Nous sommes ici aujourd'hui pour discuter plus précisément du besoin, sur le plan national, d'investir une partie des sommes impressionnantes dont disposent les fonds de pension pour aider à loger la population du Canada.

J'espère que cette réunion servira de départ à un dialogue qui nous permettra de répondre à ce besoin tout en respectant les intérêts légitimes des fonds de pension ainsi que du grand nombre de Canadiens pour lesquels vous devez administrer ces fonds d'une façon efficace. Permettez-moi d'être absolument clair sur ce dernier point: vos actionnaires, si l'on peut dire, sont les travailleurs du pays et vous devez administrer leur argent par les moyens les plus profitables pour eux. Je crois que l'un de ces moyens est le marché hypothécaire tel qu'il existe aujourd'hui et que plusieurs d'entre vous, franchement, ratez un bon pari. (Bien que je ne devrais pas parler de "pari", quand une hypothèque garantie à 100 p. 100 par l'Etat et portant intérêt de 10 p. 100 me semble loin d'être un pari). De toute façon, c'est manifestement l'un des buts de cette conférence que de vous signaler, avec l'aide d'un groupe expert de conférenciers, les possibilités bien réelles d'investissements qui s'offrent à l'heure actuelle à un grand nombre d'entre vous.

De plus, il peut bien y avoir des moyens légitimes et productifs par lesquels le gouvernement fédéral peut tenter de supprimer les difficultés, ou de créer de meilleures conditions pour le placement dans le logement, des fonds que vous détenez en fidéicommiss. Ceci est l'autre but de notre réunion. Nous sommes ici pour explorer avec vous, maintenant et à l'avenir, ces moyens possibles.

La question des fonds de pension, ces organes sociaux d'une importance vitale de notre temps, est ou peut devenir très complexe et délicate. Ils sont en train d'amasser avec une facilité étonnante les épargnes personnelles des Canadiens. Les dix milliards de dollars qui se trouvent dans les fonds de pension à l'heure actuelle, deviendront trente et un milliards dans dix ans à peine. Ils représentent des concentrations puissantes de fonds. Cette accumulation potentielle ne fera que s'accroître plus rapidement vu que, selon nos prévisions pour la fin du siècle, la population aura doublé et la main-d'oeuvre en aura fait presque autant. Ainsi, l'utilisation de ces fonds accumulés aura un effet spectaculaire sur l'orientation de la vie nationale. Le logement des Canadiens, la qualité du logement reflétant la qualité de vie que nous recherchons pour le Canada, doivent arriver en tête de notre

gage at 10 per cent interest seems anything but a gamble to me). In any event, that is one function of this conference — to draw your attention, through an impressive group of expert speakers, to the very real investment opportunities that exist for many of you right now.

In addition, there may well be legitimate and productive ways in which the federal government can help to remove difficulties, or to create better conditions, for the investment of trustee pension funds in housing. That is the other function of this conference. We are here to explore those possible ways with you, now and in the future.

Pension funds, those vitally important social contracts of this era, are yet in a sense a very difficult problem. Or they can be. They are beginning to amass personal savings of Canadians with awesome proficiency. The \$10 billion now in pension funds in this country will become something like \$31 billion in a scant ten years. Those are powerful pools of funds. And they can only grow faster and larger with the doubling in population and near-doubling in work force that we project to the end of this century. Where these pools are directed, will have powerful effect on the shaping of our country. And the housing of Canadians, the provision of a quality of shelter that reflects the quality of Canadian life we seek, must be of high priority in terms of access to this national resource.

There can be no doubt — I'd like to repeat — of the growing importance of pension funds as a vehicle for long-term personal savings. There is no doubt that they are an increasingly important national resource. That has been recognized by the taxation policies of this government, which provides preferred treatment for these savings of Canadians. And so, pension funds are plainly, to me, a vital source of investment for housing when we look to the private sector. Yet only about 11 per cent of pension fund assets in Canada are invested in housing. I am hoping you can improve considerably upon that.

I might say here that the need is not simply to provide greater numbers of housing units. It matters very much what kinds of units are built, and for whom. I know that the easiest path for institutional investment in residential mortgages is the big-package highrise development. But that is not necessarily where the needs will be concentrated. Family dwellings will be coming back into style. Studies for my new ministry have projected a significant rise in the formation of families in the immediate future — and we believe families will not willingly, nor as a general rule should they, be herded into highrises. And so I hope we can all use our ingenuity to meet

this need as well as the continuing need that will exist for multi-unit developments.

Now let me return to my earlier point. It's my belief that residential real estate can — and does — meet the vital criteria of security and yield that must be set by every pension fund, from the smallest to the largest. Some of today's speakers, from your sphere, make this point better than I can.

Up to now, it has been natural that the larger funds have been the ones most interested in residential mortgages: they can afford to be more experimental. But it is very interesting to note their experience. The funds with the most experience in investing in residential mortgages are the ones which are keenest about this form of investment. Some of these large funds have more than 30 per cent of their fixed income funds in mortgages — against the overall average of 11 per cent of book value.

I would very much like to see — if you will accept a very general sort of suggestion — those firms with considerable experience in this area consider in what ways they might cooperate with smaller funds to bring them into residential real estate developments. I'm thinking of cooperation in mutually profitable ways — not for altruistic reasons — I might add.

I want to do more than sit back and ask you to help, of course. I hope to find, with you, means of smoothing the way for the freer flow of your funds into residential mortgages. Through talking with you, I want to find if there are *real* problems of liquidity, marketability, need for access to expertise or of setting up the mechanics to handle a mortgage portfolio. Let's hear about them.

One problem often mentioned is the need for liquidity. I appreciate that people who have been accustomed to investing in stocks and bonds with their active trading markets might have some concern about the more limited marketability of mortgages.

We are already responding, with a study of the merits of a central mortgage bank that could act as a focal point for the nation in the prices and markets of mortgages . . . one that would gather together buyers and sellers of mortgages and that would also be a buyer and seller of mortgages.

We are also looking at real estate investment trusts, which would issue shares of beneficial interest that would be marketable. The principal aim of the real estate investment trust would be to facilitate entry of the smaller pension fund and the public into residential mortgages.

Gentlemen, right now the Federal Government is carrying a very heavy share of the financing load for housing in Canada. Our commitments this year will reach an unprecedented \$1.1 billion. Approxi-

liste prioritaire dans l'utilisation de cette ressource nationale que vous administrez. Il ne fait aucun doute, je le répète, que les fonds de pension auront une importance grandissante comme mode d'épargne personnelle à longue échéance. Il est bien évident qu'ils constituent une richesse nationale de plus en plus importante. Ce fait a été reconnu dans la politique fiscale de ce gouvernement, qui assure un traitement préférentiel à ces épargnes des Canadiens. En conséquence, les fonds de pension représentent vraiment pour moi une source vitale d'investissements pour le logement lorsque nous considérons le secteur privé. Nous notons cependant que 11 p. 100 seulement de l'actif des fonds de pension du Canada est placé dans le logement et nous espérons que, grâce à une collaboration mutuelle, vous pourrez améliorer considérablement cette situation.

Je dois dire ici que les besoins ne seront pas satisfaits seulement par la multiplication des unités de logement. La question qui est importante, c'est de savoir quels genres de logements il faut construire et pour qui. Je sais que la façon la plus facile pour les institutions d'investir dans le prêt résidentiel est de financer les projets de grands immeubles à logements multiples, mais ceci ne représente pas nécessairement les besoins les plus pressants. Les propriétés familiales seront de nouveau en demande. Des études entreprises pour mon nouveau ministère laissent prévoir une augmentation importante dans la formation des familles pour l'avenir immédiat, et nous croyons que les familles n'accepteront pas volontairement, et, règle générale, elles ne le devraient pas, d'être forcées à se loger dans les conciergeries en hauteur. Aussi, j'espère que nous pourrions tous utiliser notre esprit innovateur pour répondre à ce besoin tout en continuant à satisfaire à la demande de bâtiments à logements multiples.

Maintenant, je me permets de revenir à ce que je disais antérieurement. Je crois que l'immeuble du type résidentiel peut — et doit — satisfaire le critère vital de sécurité et de rendement qui doit être imposé par chaque fonds de pension, du plus petit au plus gros. Certains des conférenciers d'aujourd'hui, issus de votre propre secteur d'activité, pourront vous le prouver encore mieux que moi.

Jusqu'à maintenant il a été normal que les fonds de pension les plus importants aient été ceux qui ont marqué le plus d'intérêt dans les hypothèques du type résidentiel: ils peuvent se permettre une plus grande latitude expérimentale. Mais il est très intéressant de connaître le résultat de leur expérience. Les fonds les plus actifs dans ce genre de placement sont ceux qui en disent le plus grand bien. Certaines de ces grandes caisses ont investi plus de 30 p. 100 de leurs fonds à revenu fixe dans les hypothèques, par rapport

à 11 p. 100 de la valeur aux livres qui est la moyenne reconnue pour l'ensemble.

J'aimerais bien, si vous voulez accepter une suggestion très générale, que ces firmes qui ont déjà acquis une grande expérience dans ce domaine considèrent par quels moyens elles pourraient collaborer avec les fonds moins importants afin de les amener à investir leurs capitaux dans les projets de logement. Je veux parler, évidemment, d'une collaboration profitable pour les deux parties en cause, et non pas pour des raisons d'altruisme!

Bien entendu, je veux faire plus que vous écouter et vous demander de m'aider. J'espère trouver avec vous des moyens rationnels permettant d'aplanir la voie pour faire accroître les investissements de capitaux dans les hypothèques du type résidentiel. Personnellement, je voudrais savoir par exemple s'il se pose de vrais problèmes de liquidité, de négociabilité, un besoin d'accessibilité aux données techniques ou d'implantation de mécanismes pour la gérance d'un portefeuille hypothécaire. Nous tenons énormément à avoir votre point de vue là-dessus aujourd'hui.

L'un des problèmes souvent mentionné est le besoin de liquidité. Je comprends que ceux qui sont habitués à placer leur argent dans des actions et dans des obligations avec leurs marchés actifs aient une certaine appréhension à propos de la négociabilité plus limitée des titres hypothécaires. Je puis vous dire qu'au moins théoriquement nous agissons, en étudiant la création éventuelle d'une banque hypothécaire centrale, institution qui agirait comme pivot au pays quant au prix et aux marchés des hypothèques . . . qui réunirait vendeurs et acheteurs d'hypothèques et qui serait également acheteur et vendeur.

Nous examinons aussi la question des trusts d'investissement immobilier qui pourraient émettre des actions de droit d'usufruit qui seraient négociables. Le but principal de ces trusts serait de faciliter l'entrée des petits régimes de pension et du public dans le domaine des titres hypothécaires.

Messieurs, présentement, le gouvernement fédéral assume une part très importante du financement des logements au Canada. Nos engagements pour 1970 auront atteint le chiffre sans précédent de 1.1 milliard de dollars. Environ 900 millions de ce montant sont destinés à ceux qui se sont retrouvés financièrement incapables d'obtenir un logement sur le marché régulier de l'habitation. Et ceux-ci incluent de nombreux travailleurs venant de fonder leur foyer.

Les engagements budgétaires de la Société centrale d'hypothèques et de logement permettront d'effectuer la mise en chantier en 1970 de 50,000 logements à loyer pour revenu modique. C'est beaucoup plus que tout ce que nous avons eu jusqu'à maintenant et cela veut dire qu'un logement sur quatre au moins, financé

mately \$900 million of this is being directed to benefit those who have been priced out of today's normal housing market. And these include many young workers just starting family life.

Central Mortgage and Housing Corporation budget commitments for low-income housing will total about 50,000 units in 1970. This is far more than we have ever had — and it means that better than one of every four dwellings committed this year will be the kind of housing we require most urgently.

Many of these commitments (about 16,000 plus) have been undertaken as a result of the \$200 million program to develop new ways to finance, construct and otherwise develop low-cost housing. Some form of this programme, which has such an important inference for the future of the housing industry, will be continued in 1971. The Federal Government's general thrust into the low-income sector will be maintained.

But government alone cannot bear the whole brunt of this low-income thrust — where the great need is — and ways to involve the private sector in this area need to be found. Private sector funds must also provide the rest of the spectrum of housing requirements in Canada.

I am convinced — and I hope my own remarks and those of the other participants will help to convince you — that our housing ambitions and your investment objectives marry up nicely.

What I hope to see develop today is a mutual understanding — a mutual appreciation — of one another's position. I hope when this conference is over we will have established a framework for a process of exchange that will produce very positive results for us all.



cette année, sera le genre de logement dont nous avons le plus besoin.

Nombre de ces engagements (environ 16,000 et plus) ont été émis grâce au programme de 200 millions de dollars que nous avons lancé au printemps pour élaborer de nouvelles façons de financer, construire et développer le logement à prix modique. Ce programme qui peut avoir des répercussions si importantes pour l'industrie de la construction sera continué sous quelque forme en 1971. Je puis vous assurer que le gouvernement fédéral, dans le domaine du logement à prix modique, poursuivra ses efforts.

Mais je tiens à redire que le gouvernement à lui seul ne peut assumer tout le fardeau du financement des logements pour les gagne-petit, là où le plus grand

besoin existe et des moyens pour engager le secteur privé dans ce domaine doivent être trouvés. Les fonds du secteur privé doivent également répondre à la gamme des besoins de logement au Canada.

Je suis convaincu et j'espère que mes réflexions et celles des autres conférenciers aideront à vous convaincre que nos ambitions concernant le logement et vos aspirations vers une gestion sûre et saine des fonds de placement pourront s'unir harmonieusement.

Ce que je souhaite voir se développer aujourd'hui est une compréhension mutuelle, une appréciation mutuelle de nos positions respectives. Il serait merveilleux qu'à l'issue de cette réunion nous ayons pu établir la base d'un processus d'échanges qui pourra produire des résultats très positifs pour tous.



The Canadian pension fund potential as a market for mortgage investments

JOHN R. FERGUSON is President, J.R.F. Financial Consultants Ltd., Ottawa. Prior to establishing his own firm, he was Securities Adviser, Bank of Canada, and in that capacity was closely associated with CMHC's efforts to stimulate the development of a secondary market for mortgages in Canada.

Personal savings are looked upon in most modern countries in the free world as the basic source of funds for the financing of housing mortgages. As an ever increasing proportion of personal savings is being paid into pension funds, it is logical therefore that there should be much interest in ensuring that a reasonable proportion of these pension fund savings will be invested in mortgages. This paper will discuss the present role of trustee pension plans as a market for mortgages and the potential of these funds as a market for mortgages in the future.

The observation must be made first, however, that a large proportion of total personal savings paid into pension plans has not been accumulated in pension funds and is not therefore accessible to the financial markets. Such pension plan savings are represented by most of the payments to the Canada Pension Plan (excepting those related to the Quebec Pension Plan), to the Federal Government's Public Service Superannuation account, the Canadian Forces Superannuation account, and to nine pension plans administered on a pay-as-you-go basis by certain of the provincial governments. In addition, several of the provincially-administered pension plans are only partially funded, i.e. only the employees' contributions are funded while the employers' liabilities are met on a pay-as-you-go basis.

It is estimated that of the total amount of personal savings paid into non-insured pension plans in Canada less than half has been funded while the remainder has been channelled into the consolidated revenue funds of the federal and provincial governments. Therefore it must be realized when examining the DBS statistics of trustee pension plans in Canada and the \$10 billions of assets they held at the end of 1969, that we are looking at only part of those savings of Canadians that have been paid into non-

insured pension plans by the persons themselves or by employers on their behalf.

Since such a large proportion of the personal savings paid into pension plans is not funded and therefore not accessible to the financial markets, it becomes all the more important to examine the extent to which those pension savings that are funded can be looked upon as a source of mortgage money. Also, inasmuch as the bypassing of the financial markets by such a large proportion of personal savings must have a dampening effect on the operation of the financial markets, it becomes most important to ensure that such financial markets operate as efficiently as possible in the allocation of financial resources.

In this connection, it is of some concern that of the \$10 billions of assets in trustee pension funds at the end of 1969, a significant proportion has not been accessible to the financial markets. A number of provincially-administered pension funds with total assets of close to \$1.5 billion is prevented by legislation from investing in any securities but government bonds. These include two large pension funds administered by the Province of Ontario, the moneys of which can be invested only in Government of Ontario non-marketable bonds, and nine pension funds administered by the Province of British Columbia which are restricted to investing in government bonds, and in practice are invested only in the Provincially-guaranteed bonds of seventeen or so issuers of the province.

It is noted in examining the DBS trustee pension plan statistics that of the \$10 billions of assets held at the end of 1969, only 8.6% was invested in mortgages. As this compares with 8.3% for the year 1960, it would appear at first glance that little progress has been made in developing the pension fund market for mortgages. A somewhat more promising picture

Les fonds de pension canadiens et leur potentiel en tant que marché d'investissements hypothécaires

JOHN R. FERGUSON est président de la firme J. R. F. Financial Consultants Ltd., d'Ottawa. Avant d'établir sa propre compagnie, il était conseiller en valeurs à la Banque du Canada et, à ce titre, il prit une part importante aux efforts de la SCHL pour promouvoir le développement d'un marché hypothécaire secondaire au Canada.

Dans la plupart des pays modernes du "monde libre", on considère les épargnes personnelles comme étant la source principale des capitaux devant servir au financement des prêts hypothécaires pour l'habitation. Etant donné qu'une partie toujours plus considérable des épargnes personnelles est versée dans des fonds de pension, il est donc logique qu'on se préoccupe fortement de ce qu'une portion raisonnable de ces épargnes soit investie dans des prêts hypothécaires. Je me propose donc de vous entretenir du rôle actuel des régimes fiduciaires de pension en tant que marché de prêts hypothécaires et du potentiel que représentent ces fonds à l'égard du marché hypothécaire pour les années à venir.

Tout d'abord il faut noter qu'une grande partie des épargnes personnelles versées dans les régimes de pension n'a pas été accumulée dans ces fonds de pension et n'est donc pas accessible aux marchés financiers. Il faut ranger dans cette catégorie la plupart des paiements faits au Régime de pension du Canada (sauf ceux qui se rapportent au Régime de rentes du Québec), à la caisse de retraite des fonctionnaires du gouvernement fédéral, à la caisse de retraite des forces armées, à neuf régimes de pension qu'administrent certains des gouvernements provinciaux où les prestations sont payées à mesure qu'elles échoient, sans accumulation préalable de fonds. De plus, plusieurs des régimes de pension administrés par les provinces ne prévoient qu'une accumulation partielle de fonds en regard des prévisions actuarielles, ce qui veut dire que seules les contributions des employés sont consolidées alors que les employeurs s'acquittent de leurs engagements à mesure qu'ils doivent les honorer.

On a calculé que, du montant total des épargnes personnelles versées dans des régimes de pension non assurés au Canada, moins de la moitié a été consolidée tandis que le reste a été canalisé vers les fonds de re-

venu consolidé du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux. Il faut donc se rendre compte, en examinant les données statistiques fournies par le BFS sur les régimes fiduciaires de pension au Canada et l'avoir de 10 milliards de dollars qu'ils détenaient à la fin de 1969, qu'il ne s'agit que d'une partie des épargnes des Canadiens, versées dans des régimes de pension non assurés par les personnes en cause elles-mêmes, ou par les employeurs en leur nom.

Vu qu'une telle proportion des épargnes personnelles versées dans des régimes de pension n'y demeure pas et ainsi n'est pas accessible aux marchés financiers, il devient d'autant plus important d'examiner jusqu'à quel point ces épargnes versées dans les fonds de pension, qui sont consolidées, peuvent être considérées comme une source de capitaux hypothécaires. De plus, étant donné que le fait qu'une si forte proportion des épargnes personnelles n'atteint pas les marchés financiers doit produire un effet de ralentissement sur le fonctionnement de ces marchés, il devient très important de s'assurer que ces marchés fonctionnent aussi efficacement que possible en ce qui concerne l'attribution des richesses financières.

A ce propos, il est quelque peu inquiétant qu'une si importante tranche de l'avoir de 10 milliards de dollars des fonds fiduciaires de pension à la fin de 1969 n'ait pas été accessible aux marchés financiers. Les lois empêchent un certain nombre de fonds de pension administrés par les provinces et représentant un avoir total de 1.5 milliard de dollars d'investir des capitaux dans d'autres valeurs que des obligations du gouvernement. Il s'agit entre autres de deux importants fonds de pension administrés par la province d'Ontario, dont les fonds ne peuvent être investis que dans des obligations non négociables du gouvernement de l'Ontario et de neuf fonds de pension administrés par la Colombie-Britannique dont les fonds ne peuvent être

however is indicated by a more careful examination of the statistics. When those provincially-administered pension funds that by legislation are not permitted to invest in mortgages are excluded from the overall statistics, then the proportion of mortgages to total assets rises to about 10%. Also, of the \$749 million of assets invested in pooled funds, it is estimated that about 33% was in mortgages. When these are added to the total of mortgages purchased directly, the proportion of mortgage investments to total assets of those pension plans that by legislation are permitted to invest in mortgages rises to about 12.8%.

The total amount of mortgages directly held by the trustee pension funds at the end of 1969 amounted to \$869 million, which represented an increase of \$87 million from the previous year. This increase resulted however only after an estimated \$63 million of mortgages were purchased to replace mortgages that had been reduced by capital repayments during 1969. Thus the trustee pension funds, it is estimated, actually purchased about \$150 million of mortgages during 1969. It is estimated on this same basis that total mortgage purchases by trustee pension funds this year will amount to over \$175 million. Thus it is that trustee pension plans in Canada represent a larger market for mortgages than is indicated by a brief examination of the DBS statistics.

The above remarks are not intended to be critical of the DBS statistics but merely to emphasize the need to interpret them with care when attempting to assess the role of trustee pension funds in the mortgage market. We are fortunate in Canada that we have as much financial data as we have on trustee pension plans. Mr. Harry Weitz, Chief of the Pensions Section of the Dominion Bureau of Statistics and his staff are now working on quarterly data which will soon be available, and which will cover some 210 pension plans in Canada. As time goes on they hope to be able to improve the quality and amount of data provided, and of course will find that they will be able to do this only with the cooperation of those who manage the trustee pension funds. The more conscientiously and promptly the questionnaires sent out by DBS are completed and returned, the easier it will be for the Bureau to supply useful information.

Having dealt in some fashion with the existing trustee pension fund market for mortgages, the next step is to assess the trustee pension plans as a potential market for mortgages in the future. It is expected that the \$10 billion of assets in the funds at the end of 1969 will have reached a figure of about \$31 billion by the end of 1979. This assumes that the assets will grow by about 12% annually. There are

a number of reasons for considering this rate of growth will be attained. To outline them briefly, the labor force is expected to grow at an increasing rate, and salaries and wages will undoubtedly continue to rise with or without inflation. There will be continuing pressure for improved benefits which will require higher contributions, especially from employers. Pension benefits legislation will probably require employers to increase their contributions to ensure that actuarial deficiencies are reduced. Also it is anticipated that changes taking place in the mix of assets of the pension funds and continued improvement in portfolio management will result in significantly increasing investment income.

Because trustee pension plans will undoubtedly receive better management in the future than they have received in the past, the proportion of mortgages in the funds will no doubt increase. Surveys of pension funds carried out for Central Mortgage and Housing Corporation have shown a relationship between the quality of management of pension fund portfolios and the extent to which the portfolios hold mortgages. Many of the best managed pension funds in Canada are heavily invested in mortgages.

There is evidence right across Canada that an increasing number of corporations, governments and unions are becoming concerned about the manner in which certain pension funds have been managed. Many of these are presently in the process of having studies made with a view to making changes that will result in greater investment returns. Also a number of provinces in recent years have amended the legislation applicable to the pension funds under their own administration in order to be able to invest in a broad range of securities, including mortgages.

There is no doubt that with the expected growth of trustee pension fund assets and with the expected improvement in pension fund portfolio management, the market for mortgages among pension funds will be greatly expanded. However, because of the rather urgent situation that exists with respect to the availability of mortgage money for the financing of housing, it would be useful if the expansion of the market for mortgages among pension funds could be accelerated. This could come about through an acceleration of the rate of improvement in financial markets generally and portfolio management in particular, for it must be recognized that there is a close relationship between these two areas.

With the above possibility in mind, we might now discuss two important factors that have tended to inhibit both the development of the financial markets in Canada and the quality of portfolio management,

investis que dans des obligations du gouvernement et en pratique, qui ne sont investis que dans des obligations garanties par la province, et émises par quelques 17 organismes de la province.

L'examen des données statistiques du BFS à propos des régimes fiduciaires de pension révèle que, sur un avoir de 10 milliards de dollars détenu à la fin de 1969, seulement 8.6 p. 100 étaient investis dans des prêts hypothécaires. Vu qu'en 1960 la proportion était de 8.3 p. 100, il semble de prime abord que les efforts déployés en vue d'intéresser les fonds de pension au marché des prêts hypothécaires n'aient connu qu'un succès très restreint. Toutefois, si on examine ces données statistiques d'un peu plus près, on y découvre un tableau un peu plus encourageant. En excluant les fonds de pension administrés par les provinces, qui ne sont pas autorisés par la loi à investir dans des prêts hypothécaires, on découvre que la proportion de l'avoir total qui est placée dans des prêts hypothécaires s'élève à environ 10 p. 100. De même, si on considère les 749 millions de dollars investis dans des fonds communs, on estime que la proportion de ces fonds investis dans des prêts hypothécaires s'élève à environ 33 p. 100. Si on ajoute ces montants au total des prêts hypothécaires achetés directement, la proportion des investissements dans les prêts hypothécaires par rapport à l'avoir total des régimes de pension auxquels la loi permet d'investir dans des prêts hypothécaires s'élève alors à 12.8 p. 100.

A la fin de 1969, le montant total des prêts hypothécaires que les fonds fiduciaires de pension détenaient directement s'élevait à 869 millions de dollars, ce qui représentait une hausse de 87 millions par rapport à l'année précédente. Cette hausse, cependant, n'a été réalisée qu'une fois qu'on eut acheté des prêts hypothécaires d'une valeur estimative de 63 millions de dollars pour remplacer ceux dont la valeur avait été réduite par des remboursements de capital au cours de 1969. Ainsi, on peut dire qu'en réalité les achats de prêts hypothécaires par les fonds fiduciaires de pension au cours de 1969 se chiffrent à environ 150 millions de dollars. De la même façon, on peut dire que le total des achats de prêts hypothécaires par les fonds fiduciaires de pension durant 1970 s'élèvera à plus de 175 millions de dollars. C'est ainsi que les régimes fiduciaires de pension au Canada représentent un marché plus considérable de prêts hypothécaires que peut révéler un bref examen des données statistiques du BFS.

Ce que je viens de dire ne constitue pas une critique des renseignements statistiques fournis par le Bureau fédéral de la statistique; j'ai seulement voulu faire ressortir la nécessité de les interpréter avec soin pour évaluer le rôle que jouent les fonds fiduciaires de pension sur le marché hypothécaire. Nous avons la

chance, au Canada, de disposer d'autant de données financières que nous en avons sur les régimes fiduciaires de pension. Harry Weitz, chef de la section des pensions du Bureau fédéral de la statistique, et son personnel, sont en train de préparer des données trimestrielles qui seront bientôt disponibles et qui porteront sur environ 210 régimes de pension au Canada. Ils espèrent un peu plus tard être en mesure d'améliorer la qualité et la quantité des données fournies et il est évident qu'ils ne pourront y arriver qu'avec la collaboration des administrateurs des fonds fiduciaires de pension. Plus les questionnaires adressés par le BFS seront remplis et retournés consciencieusement et promptement, plus il sera facile pour le Bureau de fournir des renseignements utiles.

Après avoir examiné les possibilités que peuvent présenter les fonds fiduciaires de pension pour le marché actuel des prêts hypothécaires, il reste à évaluer les possibilités que présentent les régimes fiduciaires de pension à l'égard d'un marché futur des prêts hypothécaires. Il est prévu que l'avoir de 10 milliards de dollars que possédaient les fonds de pension à la fin de 1969 aura atteint le chiffre approximatif de 31 milliards à la fin de 1979, en supposant que cet avoir augmente de 12 p. 100 chaque année. Un certain nombre de raisons permettent de croire qu'on atteindra ce taux de croissance. En particulier, il est prévu que la population active va augmenter à un rythme de plus en plus accéléré et que les salaires vont continuer de s'élever, avec ou sans inflation. On continuera d'exercer des pressions pour améliorer les prestations, ce qui va faire augmenter les contributions, surtout celles que doit payer l'employeur. La loi régissant les prestations de pension exigera probablement que les employeurs paient des contributions plus élevées pour réduire au minimum les déficiences actuarielles. Il est aussi prévu que les changements qui se produisent dans la composition des avoirs des fonds de pension ainsi que l'amélioration continue dans la gestion des portefeuilles entraîneront une augmentation importante du revenu provenant des investissements.

Parce que les régimes fiduciaires de pension bénéficieront sans aucun doute d'une gestion améliorée, la proportion des prêts hypothécaires dans l'avoir de ces fonds va sans doute augmenter. Des études que la Société centrale d'hypothèques et de logement a faites sur les fonds de pension ont révélé qu'il existe un rapport entre la qualité de la gestion des portefeuilles détenus par les fonds de pension et la proportion de prêts hypothécaires qui compose ces portefeuilles. Plusieurs des fonds de pension les mieux administrés au Canada ont investi une forte proportion de leur avoir dans les prêts hypothécaires.

Nous constatons que, dans tout le Canada, il y a

and in the process have tended to reduce the flow of mortgages into pension funds.

One of these inhibiting factors has been the use of misleading measures of pension fund performance. The "market valuation" approach to the measurement of pension fund performance has persuaded many pension fund managers that fixed income securities have been unsuitable as pension fund investments. Such pension funds have been persuaded that unrealized capital losses related to fixed income securities must be taken into account in measuring investment performance. Many adherents to the "market valuation" approach were fully convinced until the decline in the stock markets, that their stocks had been providing them with yields of from 12% to 15% or better per annum whereas their fixed income securities had been providing them with annual yields of 3% or 2% or even less.

There are actually two valid measures of performance for investment portfolios that are quite useful — one uses market values and the other uses book values. When a portfolio of securities is about to be liquidated or has been liquidated, then it is perfectly valid to measure the fund's past investment performance with the use of market values. When however a portfolio of securities is being accumulated for the purpose of meeting liabilities at some more or less distant time in the future and must for this reason be operated as a 'going concern', then a measure of investment performance if it is to be valid must use book values, or adjusted book values. For the purpose of measuring the investment results of long term portfolios, book values can be adjusted periodically by the amortization of discounts and premiums in the case of fixed income securities, and by systematic revaluation methods in the case of common stocks.

There have been few financial analysts that have dared in recent years to oppose publicly the widely-acclaimed market valuation approach to measuring pension fund performance. However, a recent article entitled "Misconceptions of Pension Fund Performance" that appeared in the May-June, 1970 issue of the Financial Analysts Journal dealt a telling blow to the "market valuation" approach. The article was authored by Dr. Julian Gumperz and Everett W. Page, Jr., of BEA Associates, Inc. of New York, an investment management organization.

There has been evidence of growing concern about the market valuation approach on the part of many pension fund managers and their advisers. This has resulted partly because of the unspectacular performance of the stock market and the realization that common stocks do not appear to provide the

hedge against inflation that generally has been thought, and also by difficulties that have been encountered in attempting to interpret in any meaningful and useful way the results of the market value measurements of performance.

The result has been that investment managers are beginning to reassess their thinking about the relative investment returns that can be expected normally from common stocks, bonds and mortgages, and fixed income securities are once again being looked upon with favour along with common stocks as useful investments for such 'going concern' portfolios as pension funds.

A second important inhibiting factor that has been an obstacle to the efficient working of the financial markets, and which has created difficulties for portfolio managers, has also been the most important single impediment to the development of a *secondary market* for mortgages. This has been the inability or reluctance of financial institutions, including many pension funds, to sell fixed income securities at prices less than were paid for them, because of the capital losses involved. This has been so even when the proceeds of the sale of the securities might have been reinvested to provide an increased investment income more than sufficient to recover the capital losses within a reasonably short period of time. It would be useful in the case of securities transactions entered into in the interests of good business to be able to write off a capital loss over a period of time roughly equivalent to the length of time that would be required to recover the loss from the improved investment earnings resulting from the transaction. However, it is understood that the government departments that regulate the accounting practices of such institutions are convinced that the losses resulting from securities transactions are no different from the losses that result from mischance or bad judgment, and so they insist that they be charged to earnings or to a reserve for losses in the year in which the transactions take place.

Many pension fund managers that have in the past committed funds to mortgages for new construction projects would be more receptive to purchasing mortgages for immediate delivery, or even to purchasing already existing mortgages for future delivery when they might have the cash to pay for them. It often takes considerable time to complete the arrangements for the purchase of mortgages on new construction, and there are often delays in construction that require the postponement of cash advances from time to time. Even though the pension fund managers may be receptive to purchasing already existing mortgages,

un nombre de plus en plus important de sociétés, de gouvernements et de syndicats ouvriers qui s'inquiètent de la façon dont certains fonds de pension ont été administrés. Bon nombre de ces organismes sont en train de faire effectuer des études en vue d'amener des changements qui produiront des revenus d'investissements plus considérables. De plus, au cours de ces dernières années, un certain nombre de provinces ont modifié la loi qui régit les fonds de pension qu'elles administrent afin de pouvoir investir des capitaux dans une grande variété de valeurs, y compris les prêts hypothécaires.

Il ne fait aucun doute que, vu l'augmentation prévue de l'avoit des fonds fiduciaires de pension et l'amélioration prévue dans la gestion des portefeuilles des fonds de pension, le marché des prêts hypothécaires auprès des fonds de pension connaîtra une expansion considérable. Cependant, à cause de la situation d'urgence qui existe à l'égard de la disponibilité de deniers hypothécaires pour le financement de l'habitation, il serait utile de pouvoir précipiter cette expansion du marché des prêts hypothécaires auprès des fonds de pension. Cela pourrait se produire par une accélération du rythme d'amélioration dans les marchés financiers d'une façon générale et de l'administration des portefeuilles en particulier, car il faut reconnaître qu'il existe un étroit rapport entre ces deux secteurs d'activité.

Compte tenu de la possibilité évoquée ci-dessus, nous pourrions maintenant examiner deux importants facteurs qui ont contribué jusqu'à maintenant à empêcher l'expansion des marchés financiers au Canada et à ralentir l'amélioration de la qualité dans la gestion des portefeuilles; par le fait même, ces deux facteurs ont contribué à réduire l'afflux de prêts hypothécaires dans l'avoit des fonds de pension.

Un de ces facteurs a été l'usage de moyens de mesurer le rendement des fonds de pension, qui peuvent induire en erreur. L'utilisation pour mesurer le rendement des fonds de pension de la technique de la "valeur marchande" a persuadé un grand nombre d'administrateurs de fonds de pension que les valeurs à revenu fixe ne sont pas les investissements les plus appropriés pour eux. Ces administrateurs ont été persuadés qu'il faut tenir compte des pertes de capital non réalisées à l'égard des valeurs à revenu fixe, pour mesurer le rendement d'un investissement. Bon nombre de partisans du système de la "valeur marchande" étaient pleinement convaincus, jusqu'à la baisse du marché des valeurs, que leurs actions leur avaient fourni des rendements variant de 12 à 15 p. 100 ou plus par an, alors que leurs valeurs à revenu fixe leur avaient rapporté des rendements annuels de 3 ou 2 p. 100 ou même moins.

Il existe en réalité deux moyens éprouvés de mesurer le rendement d'un portefeuille d'investissements, chacun très utile: l'un tient compte des valeurs marchandes et l'autre des valeurs aux livres. Lorsqu'un portefeuille de valeurs est sur le point d'être ou a été liquidé, il est alors parfaitement valable de se servir des valeurs marchandes pour calculer le rendement résultant des investissements du fonds. Cependant, lorsqu'un portefeuille de valeurs est constitué en vue d'assumer certains engagements, dans un avenir plus ou moins rapproché, et doit, pour cette raison, être exploité comme un commerce florissant, il faut avoir recours aux valeurs aux livres ou à des valeurs aux livres ajustées pour bien mesurer le rendement des investissements. Afin d'évaluer les résultats d'investissement des portefeuilles de valeurs à long terme, les valeurs aux livres peuvent être ajustées périodiquement par l'amortissement des escomptes et des primes, dans le cas des valeurs à revenu fixe, et par des méthodes de réévaluation systématique s'il s'agit d'actions ordinaires.

Peu d'analystes financiers ont osé, ces dernières années, s'opposer publiquement à la technique de la "valeur marchande" qui a été si populaire et dont on s'est servi pour évaluer le rendement des fonds de pension. Cependant, un article récent, intitulé "Misconceptions of Pension Fund Performance" et publié dans le numéro mai-juin 1970 du *Financial Analysts Journal*, a durement ébranlé cette théorie de la technique de la "valeur marchande". Cet article avait pour auteurs le Dr. Julian Gumperz et Everett W. Page, Jr., de BEA Associates, Inc. de New York, organisme de gestion d'investissements.

Bon nombre d'administrateurs de fonds de pension, ainsi que leurs conseillers, ont manifesté une réticence de plus en plus grande à l'égard de la technique de la "valeur marchande". Cela est attribuable en partie au rendement peu spectaculaire du marché des valeurs mobilières et à la réalisation que les actions ordinaires ne semblent pas fournir la protection contre l'inflation qu'on leur attribuait généralement et aussi aux difficultés éprouvées lorsqu'on a tenté d'interpréter d'une façon sensée et utile les résultats de l'évaluation du rendement d'après les valeurs marchandes.

Ainsi, les administrateurs d'investissements commencent à changer d'avis au sujet du rendement relatif d'investissement que peuvent fournir normalement les actions ordinaires, les obligations et les prêts hypothécaires et c'est pourquoi les valeurs à revenu fixe sont de nouveau considérées favorablement, comme les actions ordinaires, en tant qu'investissements utiles pour des portefeuilles d'entreprises prospères comme les fonds de pension.

Un second facteur important qui a diminué l'efficacité des marchés financiers et qui a créé des dif-

and even though there may be existing mortgages on the shelves of certain lending institutions, these mortgages are usually unavailable to the market place because their sale would involve the institution in capital losses. This has been a source of frustration to the mortgage officers of a number of institutions for they have thus been unable through inability to sell such mortgages to acquire funds that would then be available for the financing of mortgages for new construction.

In conclusion I would like to comment briefly on the argument often given that there is just so much money in pension funds and the more of this that is placed in mortgages the less there will be for other investments. The only answer that can be given to this argument is that greater efficiency in the financial markets and in portfolio management could result in an improved allocation of funds in the economy which could finance higher levels of national production, and result in increased incomes and savings.



ficultés pour les administrateurs de portefeuilles, a aussi été l'obstacle le plus important au développement d'un *marché secondaire* de prêts hypothécaires. Je veux parler de l'incapacité ou de l'hésitation manifestée par les institutions financières, dont plusieurs fonds de pension, à vendre des valeurs à revenu fixe à des prix inférieurs à leur coût d'acquisition, à cause de la perte de capital qui en résultait. Il en fut ainsi même dans les cas où le produit de la vente de ces valeurs aurait pu être réinvesti de façon à procurer un revenu d'investissement accru plus que suffisant pour récupérer les pertes de capital dans une période de temps raisonnablement courte. Il serait utile, dans les cas de transactions de valeurs conclues dans l'intérêt de bonnes affaires, de pouvoir amortir une perte de capital au cours d'une période à peu près équivalente à celle qui pourrait être jugée nécessaire pour recouvrer la perte subie, grâce à l'accroissement du revenu d'investissement résultant de la transaction. Cependant, il est établi que les ministères du gouvernement qui régissent les méthodes de comptabilité de ces institutions sont convaincus que les pertes résultant de ces transactions de valeurs ne sont aucunement différentes des pertes qui résultent de la malchance ou d'une erreur de jugement; c'est pourquoi ils insistent pour que ces pertes soient imputées au rendement ou à une réserve prévoyant ces pertes au cours de l'année où les transactions ont été effectuées.

Un bon nombre d'administrateurs de fonds de pension qui, dans le passé, ont engagé des capitaux dans des prêts hypothécaires pour le construction d'habitations, seraient plus disposés à acheter des prêts hypothécaires qui leur seraient cédés immédiatement ou même à acheter des créances hypothécaires existantes qui leur seraient remises plus tard alors qu'ils

auraient peut-être l'argent comptant pour payer ces valeurs. Il faut souvent un temps considérable pour conclure les arrangements en vue de l'achat de prêts hypothécaires consentis pour la construction; il se produit aussi souvent des délais dans la construction qui exigent à l'occasion la remise à plus tard des avances d'argent comptant. Même si les administrateurs de fonds de pension peuvent être disposés à acheter des créances hypothécaires existantes et même si certaines institutions prêteuses possèdent déjà des créances hypothécaires existantes, ces valeurs hypothécaires ne peuvent habituellement pas être mises sur le marché parce que leur vente entraînerait des pertes de capital pour l'institution en cause. Cet état de choses a été une source de frustration pour les administrateurs de prêts hypothécaires d'un certain nombre d'institutions car ils n'ont pu, à cause de leur incapacité de vendre ces créances hypothécaires, se procurer des capitaux qu'ils auraient pu alors employer à financer des prêts hypothécaires pour de la nouvelle construction.

En terminant, je voudrais faire une brève remarque au sujet de l'argument souvent entendu et selon lequel les fonds de pension ne disposent que d'un certain montant d'argent et que plus on place de cet argent dans des prêts hypothécaires, moins il en reste pour d'autres genres d'investissements. La seule réponse que l'on peut donner à cet argument, c'est que, si on parvenait à améliorer l'efficacité des marchés financiers et l'administration des portefeuilles, il en résulterait une meilleure répartition des capitaux dans l'ensemble de l'économie, ce qui permettrait de financer un volume beaucoup plus élevé de la production nationale et entraînerait une augmentation des revenus et de l'épargne.



Selling mortgages to pension funds

A. WALLING RUBY is President, Canmort Consultants Ltd., Toronto. He began his career with the London Life Insurance Company and then headed a construction firm in Toronto before joining Burns Brothers and Denton Limited. In partnership with D. B. Mansur he formed M & R Consultants in 1961 which was succeeded by Canmort Consultants.

Two years ago when we met here to encourage Pension Funds to buy mortgages we were in an entirely different investment atmosphere.

During that conference the equity market was buoyant. The advocate for mortgage investment was hard pressed to hold his ground against the performance of equity stocks. If that particular "bull" market had continued we would now be having a very difficult time seducing the Pension Fund dollar away from a market that was rising faster than the miniskirt. But fashions change, and so did the stock market. During this past year Canmort has processed mortgages for over 25 new Pension Fund accounts. Today, for various reasons, there is actually a temporary shortage of acceptable (and I underline the word "acceptable") NHA mortgages for marketing by our Investment Dealer associates.

The fact remains that through this turbulent market period new mortgages have been generated in Canada at an annual rate of about 3.3 billion dollars in all categories, of which approximately 1.2 billion dollars of NHA mortgages have been insured each year by Central Mortgage and Housing Corporation.

During this two-year period the NHA mortgage has consistently yielded well in excess of two hundred basis points above the long end of the Canada Bond Market, and in most cases this return has been net to the investor, after all costs of acquisition and servicing fees have been paid. In other words, up to a month or so ago we were living in a 10½% Government guaranteed mortgage market.

The mortgage instrument is probably the oldest and the most tested security that we have in our investment portfolio. A mortgage, in some form or other, has existed for over a thousand years, and its claim on the real estate security is preceded only by municipal taxes.

It should not be necessary, therefore, to sell Pension Fund managers on the acceptability of a mortgage as a sound security, and certainly this fact is amplified by the existence of the 100% protection of mortgage principal, insured through Central Mortgage and Housing Corporation, which in effect is a guarantee of the Government of Canada.

When it is said that a mortgage is a good investment, the immediate reaction should be — "compared to what?". Should we be comparing mortgages to Equities, Canada Bonds, Provincial or Provincially guaranteed Bonds, or Corporate Bonds? This question becomes of utmost importance since the traditional spreads in the investment sector have become completely out of whack by all of our previous standards. Although NHA mortgages have maintained two hundred basis points differential over the long end of the Canada Bond Market, we have seen the Corporate market change its position in the spectrum of things to become a higher yielding security, which is crowding that sector of the market which had normally been reserved for mortgage interest rates. We are now tempted to categorize the NHA mortgage with the Corporate Bond. I think that these two securities are non-comparable, and that we are deluding ourselves if we believe that a broad portfolio of Corporate Bonds will have the same security and experience in the long term as a portfolio of Government guaranteed mortgages. Only those who are new to the investment business, or those who have not studied the history of Corporate Bonds during the last fifty years, would be rash enough to ignore the difference in quality between Government guaranteed and Corporate securities. Just what the difference in yield spread should be is a question which I find difficult to answer.

When we ask a Pension Fund to consider Govern-

La vente de prêts hypothécaires aux fonds de pension

A. WALLING RUBY est président de la firme Canmort Consultants Ltd., de Toronto. Il commença sa carrière auprès de la London Life Insurance Company et dirigea une compagnie de construction à Toronto avant de se joindre à la Burns Brothers and Denton Limited. En association avec D. B. Mansur, il établit la firme de conseils hypothécaires M & R Consultants en 1961, devenue plus tard Canmort Consultants.

Il y a deux ans, lorsque nous nous sommes réunis ici même pour encourager les fonds de pension à acheter des créances hypothécaires, nous nous trouvions dans une atmosphère tout à fait différente à l'égard des investissements.

Durant cette première conférence, le marché des actions ordinaires était soutenu. Toute personne parlant en faveur de l'investissement de capitaux dans des prêts hypothécaires avait fort à faire pour défendre son point de vue en raison du rendement intéressant des actions ordinaires. Si l'état de ce marché s'était maintenu, nous aurions maintenant beaucoup de difficulté à inciter les administrateurs des fonds de pension à cesser de placer des capitaux dans un marché qui était à la hausse encore plus rapidement que les mini-jupes. Mais, vous le savez, la mode change et il en fut ainsi du marché des actions. Au cours de cette année, Canmort s'est occupé de négocier des prêts hypothécaires pour plus de 25 nouveaux comptes de fonds de pension. Aujourd'hui, pour diverses raisons, il y a réellement une pénurie temporaire de prêts hypothécaires acceptables (et je souligne bien le mot "acceptables") consentis aux termes de la LNH et qui peuvent être mis sur le marché par nos associés qui sont courtiers en placements.

Il reste cependant que, durant cette période assez tourmentée que nous avons connue dans le marché des valeurs, de nouveaux prêts hypothécaires ont été consentis au Canada au rythme annuel d'environ 3.3 milliards de dollars dans toutes les catégories, et de ce volume, environ 1.2 milliard de dollars en prêts hypothécaires consentis selon la LNH ont été assurés chaque année par la Société centrale d'hypothèques et de logement.

Durant cette période de deux ans, le prêt hypothécaire LNH a constamment rapporté bien au delà de 200 points de base au-dessus du rendement des obligations à long terme du gouvernement canadien et,

dans la plupart des cas, ce rendement était net pour l'investisseur, une fois le coût d'acquisition et les frais d'administration payés. En d'autres mots, jusqu'à il y a environ un mois, nous avons connu un marché de prêts hypothécaires garantis par le gouvernement au taux de 10 1/2 p. 100.

Le titre hypothécaire est probablement la valeur la plus ancienne et la plus éprouvée que nous ayons dans notre portefeuille d'investissements. En effet, depuis plus de mille ans, il existe des obligations hypothécaires sous une forme ou l'autre et seules les taxes municipales ont priorité sur le droit que cette forme de garantie possède sur une valeur immobilière.

Il ne devrait donc pas être nécessaire de convaincre les administrateurs des fonds de pension de l'acceptabilité d'un prêt hypothécaire comme valeur sûre; ce fait est certainement renforcé par la protection à cent pour cent du principal du prêt hypothécaire qui est assuré par l'entremise de la Société centrale d'hypothèques et de logement, assurance qui constitue en fait une garantie du gouvernement fédéral.

Lorsqu'on dit qu'un prêt hypothécaire est un bon placement, on pourrait se demander immédiatement: "comparativement à quoi?" Devrions-nous comparer les prêts hypothécaires aux actions ordinaires, aux obligations du Canada, aux obligations des provinces ou garanties par les provinces ou encore aux obligations des compagnies? Cette question prend la plus grande importance vu que la répartition traditionnelle des rendements dans le secteur des investissements s'est tout à fait détraquée, selon toutes nos normes antérieures. Bien que le rendement des prêts hypothécaires LNH se soit maintenu à 200 points de base au-dessus du rendement des obligations à long terme du gouvernement canadien, nous avons vu le marché des obligations offertes par les compagnies se déplacer dans la gamme des valeurs et offrir un meilleur rendement, ce qui concurrence ce secteur du marché nor-

ment Guaranteed NHA mortgages for its portfolio we are not suggesting that this type of investment should dominate the portfolio, but that it is a tool which in the debt sector of the portfolio cannot be overlooked because of its security and yield.

CHANGES IN THE MORTGAGE INSTRUMENT

Two years ago when we met here we were dealing with an NHA Mortgage Instrument which was an awkward, inflexible instrument. Interest rates were struck by fiat; loan amounts were dictated by the Corporation; the transaction between the mortgagee and mortgagor did not permit a discount or premium to reflect positive or negative situations; the investor was prohibited from participating with the mortgagor in profits or real estate appreciation.

This rigid situation had existed for many years, and I believe that a great deal of harm has been done which inhibited the growth of the NHA mortgage market, particularly for new buyers such as Pension Funds, who did not have the capacity within their organizations to appraise, assess and administer conventional mortgage portfolios, but who leaned heavily on the NHA insurance or guarantee.

Through a series of bold and imaginative actions the Government has freed the mortgage instrument, and we are now in a position to deal with an investment opportunity which is light years ahead of the situation which confronted us at our last meeting.

Let us examine briefly some of the changes that have taken place:—

First of all, the interest rate has been freed. This means that Pension Funds can negotiate a rate that reflects the market and takes into account the physical and economic aspects of the real estate security being offered. It further permits the investor to adjust interest rates to reflect the imaginative and long-range planning which is now present in many large real estate programmes. The flexibility of rate further paved the way for participation in profits or equity investment in the development.

Time does not permit a full examination of the impact of the freed rate. Suffice it to say that discounts, as well as premiums and pricing, took place in a most imaginative manner which was valuable technically to the investor and, as an unforeseen but added bonus, became attractive to the developer or mortgagor.

Secondly, the concept of Term for NHA mortgages has gone through a complete revision.

Just prior to the last conference the Government had permitted a “lock-in” provision which would

give Pension Funds and other actuarially-oriented investors a mortgage with long, fixed-term investment, curtailing the mortgagor’s privilege of prepayment.

The converse of this long-term “lock-in” was needed by many mortgage investors such as Loan Corporations and Trust Companies issuing Guaranteed Investment Certificates. The regulations now provided for a term as short as five years for all categories of NHA mortgages.

Some Pension Fund managers have recognized this short term, or “call” feature, as a useful device to provide flexibility for that portion of their Fund in high yielding, fixed securities.

It is now possible to invest in Government Guaranteed Mortgages with amortizations of up to forty years, with the term of the mortgage at intervals as short as five years and lock-ins as long as 30 years.

Built into these new regulations are certain rights to enter into renewal contracts which, in effect, could adjust the interest rate up or down at the end of each five-year term, without losing the valuable guarantee provided by the mortgage insurance. These mortgages and insurance contracts can be transferred from one mortgagee to another.

Finally, the change in interest rate tolled the knell for Regulation 20, which forbade all discounts or participation. This opened the door for negotiations between the investor and the developer in the broadest possible spectrum. This permitted participation, or bonus arrangements, wherein the investor secured some benefit, either current or in the future, over and above his contractual interest rate. He could purchase equities with the developer and adjust the interest rate and the terms of the mortgage to reflect the various benefits conferred by each party, one on the other.

The changes which have taken place in the past two years are dramatic when you look down the long road from the days of the old Dominion Mortgage Act, in the 1930’s. In fact, the facilities which are now at the disposal of the investor have changed so radically I believe that very few in this room, or in the investment fraternity, have come to grips with all of the opportunities and the advantages that now exist in the NHA mortgage investment area. Probably the reason for this is that in the past most investors or mortgage appraisers have been preoccupied, and rightly so, with the real estate security and have been basically “property men”.

Today the “Investment Mortgage Man” is a new breed. He must know real estate. He must understand Investment Portfolio problems, particularly

malement réservé aux taux d'intérêt hypothécaire. Nous sommes maintenant tenté de ranger le prêt hypothécaire LNH dans la même catégorie que l'obligation des compagnies. Je crois qu'il n'est pas possible de comparer strictement ces deux valeurs et nous nous leurrions nous-mêmes si nous croyons qu'un portefeuille bien garni d'obligations de compagnies donnera à long terme autant de garantie et une expérience aussi satisfaisante qu'un portefeuille de prêts hypothécaires assurés par le gouvernement. Seuls ceux qui sont plutôt nouveaux dans le négoce des investissements ou ceux qui n'ont pas étudié l'histoire des obligations des compagnies au cours des cinquante dernières années seraient assez téméraires pour ignorer la différence de qualité entre les valeurs garanties par le gouvernement et les valeurs des compagnies. La question de savoir dans quelle proportion on peut répartir le rendement de ces deux sortes de valeurs en est une à laquelle, selon moi, il n'est pas facile de répondre.

Lorsque nous demandons à un fonds de pension de considérer l'acquisition de prêts hypothécaires LNH garantis par le gouvernement pour son portefeuille, nous ne voulons pas laisser entendre que ce genre d'investissement devrait constituer la plus grande partie de son portefeuille, mais plutôt que c'est un instrument qui, dans le secteur du portefeuille constitué par les dettes, ne peut pas être négligé à cause de la garantie et du rendement qu'il offre.

CHANGEMENTS DANS LE TITRE HYPOTHÉCAIRE

Lorsque nous nous sommes réunis, il y a deux ans, nous avons devant nous un titre hypothécaire LNH qui était incommode et qui manquait de souplesse. Les taux d'intérêt étaient fixés par décret; les montants des prêts étaient dictés par la Société; la transaction entre le créancier hypothécaire et le débiteur ne permettait d'établir aucun escompte ni aucune prime pour indiquer une situation positive ou négative. Enfin, l'investisseur n'était pas autorisé à participer avec le débiteur hypothécaire aux bénéfices ou à l'augmentation de valeur de la propriété immobilière.

Cette situation rigoureuse existait depuis bon nombre d'années et je crois qu'elle a nui considérablement, du fait qu'elle a découragé l'expansion du marché des prêts hypothécaires LNH, particulièrement auprès des nouveaux acheteurs de valeurs, comme les fonds de pension, qui ne possédaient pas au sein de leur organisme les moyens d'évaluer et d'administrer des portefeuilles de prêts hypothécaires conventionnels mais qui s'appuyaient fortement sur l'assurance ou la garantie prévue aux termes de la LNH.

Par une série de dispositions marquées de hardiesse et d'imagination, le gouvernement a libéré le titre hypothécaire et nous sommes maintenant en mesure de considérer une occasion d'investissement dégagée de toutes ses lourdeurs, qui offre une situation beaucoup plus favorable que celle que nous avons connue lors de notre dernière réunion.

Examinons ensemble quelques-uns des changements qui se sont produits:

En premier lieu, le taux d'intérêt a été libéré. Cela signifie que les fonds de pension peuvent négocier un taux qui se rapproche des taux du marché courant et qui tient compte des aspects physiques et économiques de la valeur immobilière qui leur est offerte.

Il permet de plus à l'investisseur d'ajuster les taux d'intérêt de façon à refléter la planification à long terme et bien pensée qui caractérise présentement bon nombre de grands projets immobiliers. La flexibilité du taux a aussi préparé la voie à une participation aux bénéfices ou à l'investissement d'une mise de fonds dans le projet.

Le temps ne nous permet pas d'examiner à fond la répercussion de cette libération du taux d'intérêt. Qu'il suffise de dire que le calcul des escomptes ainsi que des primes et la fixation des prix se sont faits d'une façon très imaginative qui, sur le plan technique, a été précieuse pour l'investisseur et, comme boni supplémentaire mais imprévu, est devenue attrayante pour l'entrepreneur général ou le débiteur hypothécaire.

En second lieu, le concept du terme des prêts hypothécaires LNH a subi une révision complète.

Juste avant notre dernière conférence, le gouvernement avait permis l'adoption d'une disposition visant à la fixation du terme (lock-in) qui donnerait aux fonds de pension et aux autres investisseurs s'appuyant sur une base actuarielle un prêt hypothécaire constituant un investissement à long terme fixe, en restreignant pour le débiteur hypothécaire le privilège du remboursement avant l'échéance.

Bon nombre d'investisseurs hypothécaires, comme les compagnies de prêts et les compagnies de fiducie, qui émettent des certificats d'investissement garantis, avaient besoin du concept contraire de fixation de l'échéance à long terme précité. Les règlements prévoient maintenant un terme aussi court que cinq ans pour toutes les catégories de prêts LNH.

Certains administrateurs de fonds de pension ont reconnu ce court terme, ou caractéristique du rappel (call), comme un excellent moyen d'assurer la flexibilité à cette partie de leurs fonds constituée par des valeurs fixes à rendement élevé.

Il est maintenant possible d'investir des capitaux dans des prêts hypothécaires garantis par le gouvernement dont la période d'amortissement peut s'étendre

relating to flow of funds. And finally, he must have a sound knowledge of the total Security Market to utilize fully the Bond and Equity characteristics and opportunities of the modern Mortgage Instrument.

LIQUIDITY

There is never a discussion with a buyer of either conventional or NHA mortgages who does not raise his hands and lament the lack of liquidity which is a cross he must bear when purchasing a mortgage.

Insurance Companies for the past fifty years supplied the bulk of mortgage financing required for housing and other real estate needs. I have been employed by and identified with insurance company or actuarial-type investors in mortgages for over thirty years, and I can recall only one instance when an Insurance Fund placed a block of mortgages on the market which had to be sold for portfolio reasons, and I represented the company which purchased this portfolio at a fair and representative market price, at no loss to the vendor. I am sure that this situation has existed in other instances, but it has never been a major factor with Insurance Companies or the actuarially-oriented mortgage investors.

Mr. Ross Gooby, speaking to the Canadian Pension Conference in April of this year (as reported on Page 16 of the Proceedings) said — and I quote:

“I would put liquidity last on the list of requirements. There is almost always a steady flow of employers and employees’ contributions coming in and also excess investment income (that is, the build up of the fund), so that there is no liquidity problem. If, therefore, I can obtain unquoted investments on better terms than quoted, I welcome them because the problem of realization is almost certain never to arise . . .”

I am sure that there may be reasons why you in this room may wish to take a more conservative and traditional view toward liquidity. I am convinced that marketability or liquidity has and will improve for four reasons:

- (1) The Mortgage Instrument is more flexible.
- (2) The number of Funds owning mortgages has increased.
- (3) Financial Institutions are becoming more deeply involved. The most important of these, from a marketing point of view, is the increased interest by the Investment Dealer.
- (4) Don’t overlook the market manoeuvrability that exists with a Government guaranteed in-

strument with over 200 points margin in yield.

To support this opinion I would like to say that if any of you in this room purchased professionally-selected NHA mortgages in 1970, or made a commitment to advance funds at a future date, we have buyers who would relieve you of this commitment at a premium, even if you have not yet disbursed one dollar!

For reasons which I do not have time to discuss, there is a temporary shortage of properly priced and selected NHA mortgage product.

LEAD TIME

In our opinion “Lead Time” is a much more serious problem than liquidity. “Lead Time” is the waiting period after an NHA mortgage commitment is made to the time when your money is at work, yielding income.

To place an NHA mortgage in a Pension Fund presents a very complex problem of originating, appraising, processing, negotiating, advancing, and setting up the servicing of the security for the Pension Fund. Currently, because this is a lenders’ market, the costs of these items have been negligible to the investor, because either the applicant has paid these costs, including the legal fees, or because some Approved Lenders are prepared to absorb set-up costs to secure the servicing contract for the mortgage.

In any event, the initial cost factors are not important to the Pension Fund at this time.

The Lead Time factors, however, are extremely important. The period of time from the date the broker or applicant applies for a mortgage to the date the investment is yielding income can vary from a few months to a year or more. For example, the high rise apartment era is upon us, and Canmort negotiates mortgage loans in this category which are seldom less than \$1,000,000. The largest mortgage that we processed was for \$13,000,000. This apartment project is now under construction in Toronto and will take two years to build and occupy.

Mortgage commitments, of course, have to be made before construction starts and the portfolio manager must project into his investment programme not only the interest rate of the investment, but the problem of holding funds available to be advanced on a progressive or a completion basis.

We are moving, day by day, into the private placement field whereby two or more Pension Funds, through a Trustee Instrument, are combining to purchase large, high grade, long term mortgage investments in quarter or half million dollar blocks, which smooth out the curve of money invested as a number

jusqu'à quarante ans. De plus, le terme de l'acte d'hypothèque peut se renégocier par accord tacite à des intervalles minimaux de cinq ans. Dans le cas des échéances de 40 ans, la période au cours de laquelle le remboursement anticipé ne peut être effectué ("lock-in") peut s'étendre jusqu'à 30 ans.

Ces nouveaux règlements prévoient certains droits à compléter des contrats de renouvellement qui, en fait, peuvent permettre de majorer ou de réduire le taux d'intérêt à la fin de chaque terme de cinq ans, sans perdre la précieuse garantie que constitue l'assurance hypothécaire. Ces prêts hypothécaires, ainsi que les contrats d'assurance, peuvent être transférés d'un créancier hypothécaire à un autre.

Enfin, le changement du taux d'intérêt a sonné le glas du règlement numéro 20 qui prohibait tout escompte ou toute participation. Cela a permis aux investisseurs et aux entrepreneurs d'entamer des négociations dans le plus grand nombre de sens possibles. Ce changement a permis la conclusion d'ententes relatives à des boni par lesquelles l'investisseur s'assurait certains bénéfices, soit courants ou futurs, en plus du taux d'intérêt déterminé par le contrat. Ils ont pu acheter des actions avec les entrepreneurs et ajuster le taux d'intérêt et modifier les conditions de l'acte hypothécaire de façon à refléter les divers bénéfices accordés réciproquement par chaque partie en cause.

Les changements qui se sont produits depuis deux ans sont vraiment remarquables si l'on considère le chemin parcouru depuis l'époque de l'ancien Dominion Mortgage Act, des années 1930. En réalité, les possibilités qui sont présentement offertes à l'investisseur ont évalué si radicalement que je crois que très peu d'entre nous, présents dans cette pièce ou appartenant à la fraternité des investisseurs, ont eu l'occasion d'utiliser toutes les possibilités et tous les avantages que présentent les investissements dans des prêts hypothécaires consentis aux termes de la LNH.

Il est probable que la raison de cet état de choses est que, dans le passé, la plupart des investisseurs ou des évaluateurs en hypothèques se sont préoccupés, avec raison d'ailleurs, de la garantie que représentait la propriété immobilière elle-même et ont été avant tout des hommes intéressés à la propriété ("property men").

De nos jours, l'homme intéressé à l'investissement hypothécaire fait partie d'une nouvelle race. Il doit connaître la propriété immobilière; il doit comprendre les problèmes se rapportant à un portefeuille d'investissements, particulièrement en ce qui concerne l'afflux des fonds. Enfin, il doit posséder une connaissance approfondie de tout le marché des valeurs afin de mettre pleinement à profit les caractéristiques des obligations et des actions ordinaires ainsi que

les avantages offerts maintenant par le nouveau titre hypothécaire.

LIQUIDITÉ

Toute discussion avec un acheteur de prêts hypothécaires conventionnels ou consentis aux termes de la LNH l'amène à lever les bras en l'air et à déplorer le manque de liquidité des prêts hypothécaires.

Depuis cinquante ans, les compagnies d'assurance ont fourni la plus grande partie du financement hypothécaire requis pour les besoins de l'habitation et des autres genres de propriétés immobilières. Depuis plus de trente ans, je suis à l'emploi de compagnies d'assurance ou d'investisseurs s'appuyant sur une base actuarielle, intéressés aux prêts hypothécaires. J'ai été mêlé aux activités de l'une ou l'autre compagnie de ce genre et je ne me souviens que d'un cas où un fonds d'assurance a placé sur le marché une tranche de prêts hypothécaires qui devaient être vendus pour des raisons de portefeuille et j'ai représenté la compagnie qui a acheté ce portefeuille à un prix équitable et conforme au prix du marché en cours, sans aucune perte pour le vendeur. Je suis certain qu'il s'est trouvé d'autres cas identiques mais une telle situation n'a jamais constitué un facteur important pour les compagnies d'assurance ou les investisseurs hypothécaires s'appuyant sur une base actuarielle.

M. Ross Gooby, prenant la parole à la Conférence Canadienne sur les Pensions, (Canada Pension Conference) au mois d'avril 1970, (selon le rapport des Réunions, à la page 16) disait en substance:

"Je placerais la liquidité en dernier lieu sur la liste des exigences. Il y a presque toujours un afflux constant de contributions des employeurs et des employés ainsi qu'un revenu excédentaire provenant des investissements (c'est-à-dire l'accumulation du fonds), de sorte qu'il n'existe aucun problème de liquidité. Donc, si je puis obtenir des investissements non cotés à de meilleures conditions que des investissements cotés, je serai très heureux de les accepter parce qu'il est à peu près certain que je n'aurai jamais de difficulté à les liquider".

Je suis certain que vous qui m'écoutez pourriez avoir des raisons de vouloir adopter une attitude plus conservatrice et plus traditionnelle à l'égard de la liquidité. Pour ma part, je suis convaincu que la facilité de mettre sur le marché ou de liquider ces valeurs s'est déjà améliorée et continuera de s'améliorer pour les quatre raisons suivantes:

1. Le titre hypothécaire est plus souple;
2. Le nombre de fonds de pension qui possèdent des valeurs hypothécaires a augmenté;
3. Les institutions financières y sont de plus en plus attirées. La plus importante parmi celles-

of different projects draw down funds. If the mortgage manager or consultant uses all of the tools available this Lead Time problem can become a predictable flow of investment funds.

This is particularly true if a long range mortgage investment policy is established.

I don't believe that spot transactions or individual purchases of mortgages, unrelated to a total mortgage portfolio investment plan, secure the best results. A Pension Fund has a forward flow of income and a forward liability, and if mortgages have sufficient attraction to the Pension Fund manager, they should become part of his arsenal on a year by year basis, with the various flexible attributes of the mortgage tailored to his long term needs. Once this portfolio programme is started and the flow begins, the Lead Time of the mortgage investment becomes more digestible and manageable.

Notwithstanding the foregoing I think that a great contribution could be made by Central Mortgage and Housing Corporation if this problem were researched with a view to improving the techniques and the timing of the investment in new construction NHA mortgages.

PARTICIPATIONS

Great interest has developed lately because the word "participation" has entered our mortgage vocabulary. I don't know what all the fuss is about. In the 19th Century melodrama you will recall that the mortgagee with a black cape and handle-bar moustache demanded that the farmer's daughter yield certain favours, and she became the original mortgage "kicker"!

So, here we are in the Age of Aquarius, again asking for participations and I would suggest that you keep your eyes on the balance sheet rather than emulate your melodramatic ancestor, since many Pension Fund managers in this room hold mortgages on thousands of homes and you may find that even with the greatest enthusiasm you would not be able to "participate" with all of your mortgagors, or their issue, in the 19th Century fashion.

This, therefore, rules out participation on individual family housing mortgages, and restricts your activities to income producing NHA Real Estate. The apartment building, either horizontal or high rise, is the principal security.

We cannot examine today the development of the apartment investment during the past ten years, but suffice it to say that land has rapidly increased in price, building costs have gone up faster than inflation

factors, and interest rates have risen from 6% to 10%.

In simple terms, a 4% increased interest charge on an apartment house mortgage loan of \$15,000 per unit is an annual increased cost to the owner or the tenant of \$600.00, or \$50.00 per suite monthly rent. When you add to this the steep increase in municipal taxes, you will find that there has been a four-fold pinch on revenue producing real estate. This has greatly eroded the net income available for equity or participation.

Canmort has, for the past ten years, kept analyses figures for our own purposes on the residual dollars available after provision for all expenses, vacancies, and debt service costs. As mortgage analysts we are interested in this figure because it is the buffer that exists between the mortgagee and arrears or foreclosure. This buffer has fallen from over 20% of the gross income to a negative percentage in some cases. Our objective, therefore, has been to find those projects which qualify from design, location and market opportunity to show a positive buffer, but we have learned to be satisfied with about 5 to 10 percentage points of margin, having taken a strict devil's advocate view of projected income, all expenses, vacancies, etc.

To give up interest earning for participation to get an *early* increase in yield because of participation in many instances may lead to disappointment.

Well selected participations in profits, on the other hand, may prove to be a sound *long term* inflation hedge.

The NHA mortgage must be used primarily for its guaranteed fixed income characteristics.

When you leave the safe shores of government guarantee of principal at a fixed interest rate to participate in real estate speculation, you are entering a highly sophisticated, competitive, lucrative, but volatile business. We have seen the great and the mighty, such as Mr. Zeckendorf, and others closer to home, miscalculate markets, and yet great fortunes have been made by the Rockefellers and the Mellons. We are currently watching large Pension Funds and Insurance Companies enter the real estate field as professionals to tie their investments to the profits and growth of one of the most dynamic of all investment opportunities.

FACILITIES OF THE MARKET

During the past two years there has been a quickening interest on the part of many Financial Institutions in mortgage lending, and I think it is worthwhile to examine some of the facilities which exist and are available for Pension Funds today.

There are two ways for Pension Funds to approach the mortgage market.

ci du point de vue de la mise sur le marché est celle des courtiers en placement qui y manifeste un intérêt croissant.

4. Il ne faut pas négliger la facilité d'évoluer sur le marché avec une valeur garantie par le gouvernement dont la marge de rendement dépasse de plus de 200 points les meilleures valeurs du marché.

A l'appui de cette opinion, je dirai même que s'il en est parmi vous qui ont acheté en 1970 des prêts hypothécaires LNH choisis par des professionnels, ou qui se sont engagés à avancer des capitaux à une date ultérieure, nous avons des acheteurs qui seraient prêts à vous libérer de cet engagement à prime, même si vous n'avez pas encore déboursé un seul dollar!

Pour des raisons que je n'ai pas le temps de mentionner, il existe une pénurie temporaire de valeurs hypothécaires LNH choisies et dont le prix est équitablement fixé.

LA PÉRIODE D'ATTENTE

A notre avis, la période d'attente qui s'écoule à partir du moment où un engagement hypothécaire est pris aux termes de la LNH jusqu'au moment où votre argent commence à rapporter constitue un problème beaucoup plus grave que celui de la liquidité.

Le fait de placer un prêt hypothécaire LNH dans un fonds de pension constitue un problème très complexe qui exige la mise en marche des mécanismes ordinaires, l'évaluation, l'examen de la demande, la négociation, les avances des sommes déterminées et l'établissement de l'administration de la valeur pour le fonds de pension. Présentement, parce qu'il s'agit d'un marché du prêteur, le coût de ces services a été négligeable pour l'investisseur, soit parce que le requérant les a payés de même que les frais légaux, soit parce que certains prêteurs agréés sont disposés à absorber les coûts d'établissement du compte pour obtenir le contrat d'administration du prêt hypothécaire.

A tout événement, le coût initial n'est pas un facteur important pour un fonds de pension en ce moment.

Cependant, la période d'attente constitue un facteur extrêmement important. Cette période de temps qui s'écoule à partir de la date où le courtier ou le requérant demande un prêt hypothécaire jusqu'au moment où l'investissement commence à produire un revenu peut varier de quelques mois à un an et plus. Par exemple, nous vivons à une époque où les tours d'appartements sont en vogue et Canmort négocie des prêts hypothécaires de cette catégorie dont la valeur est rarement inférieure à un million de dollars. Le prêt hypothécaire le plus considérable que nous avons eu à négocier s'élevait à treize millions de dollars. Cet ensemble d'appartements est présentement en voie de construction à Toronto et il s'écoulera

encore deux ans avant que la construction soit achevée et le bâtiment habité.

Il faut évidemment prendre des engagements hypothécaires avant que la construction ne commence et l'administrateur du portefeuille doit prévoir dans son programme d'investissements non seulement le taux d'intérêt de l'investissement, mais le problème qui consiste à garder des fonds disponibles pour les verser par avances à mesure que la construction progresse ou au parachèvement du bâtiment.

Nous nous dirigeons de plus en plus chaque jour, vers le domaine des placements privés dans lequel deux fonds de pension ou plus, par l'entremise d'un titre fiduciaire, s'amalgament pour acheter de gros investissements hypothécaires de haute qualité et à long terme, en tranches d'un quart ou d'un demi-million de dollars, ce qui adoucit la courbe des capitaux investis à mesure qu'un certain nombre de projets différents puisent à même les fonds disponibles. Si l'administrateur de prêts hypothécaires ou son conseiller utilisent tous les moyens à leur disposition, ce problème de la période d'attente peut leur permettre de connaître à l'avance le volume de fonds d'investissement dont ils pourront disposer. Cela est particulièrement vrai pour ceux qui déterminent une politique d'investissements hypothécaires à long terme.

Je ne crois pas que des transactions ou des achats individuels de prêts hypothécaires qui ne sont pas reliés à un plan d'ensemble d'investissements hypothécaires permettent d'obtenir les meilleurs résultats. Un fonds de pension doit prévoir à l'avance un afflux de revenus, de même que des exigences à venir, et, si les prêts hypothécaires sont jugés suffisamment attrayants par l'administrateur, il doit les inclure dans son arsenal sur une base annuelle, les différentes qualités flexibles de l'hypothèque étant utilisées pour ses besoins à long terme. Une fois que ce programme est mis en marche et que la disponibilité des capitaux commence à s'établir, la période d'attente inhérente aux investissements hypothécaires devient plus supportable et se maîtrise plus aisément.

Nonobstant ce qui précède, je crois que la Société centrale d'hypothèques et de logement pourrait apporter une contribution très importante, si elle entreprenait des recherches au sujet de ce problème en vue d'améliorer les techniques et d'élargir le choix du moment où l'investissement dans les prêts hypothécaires LNH pour la construction d'habitations doit être fait.

PARTICIPATION

Le mot "participation", qui fait maintenant partie de notre vocabulaire hypothécaire, a suscité récemment beaucoup d'intérêt. J'avoue, toutefois, que je ne sais pas trop pourquoi. A l'époque du mélodrame

First, there are some Pension Funds which are large enough and experienced enough to have their own mortgage departments or processing capacity.

Secondly, the large majority of Funds depend on the expertise of other institutions to develop and manage their mortgage account.

There are certain advantages in processing new mortgages for your direct account because the interest rate is usually higher if you originate the mortgage loan, and because of the new flexibility of the instrument concerning term, lock-in, discount, participation and pricing, the mortgage can be tailored to your special needs.

In Canada we have a highly developed institutional capability for these services.

First of all, the Trust Companies for many years have been Approved Lenders or Correspondents to develop mortgage investments for Pension Funds. They are eminently capable of fulfilling this fiduciary service.

Secondly, the Chartered Banks, being Approved Lenders, are well equipped to generate new mortgage product through their branch banking system; also to provide interim warehousing where necessary, and to service the completed mortgage for the investor.

Most Chartered Banks have set up associate or subsidiary mortgage companies to raise funds and administer mortgages in all categories.

Thirdly, it is interesting to note that Insurance Companies are now entering this field. Several companies have set up separate, wholly owned subsidiaries to tap the resources of their mortgage departments. Since Insurance Companies are the largest mortgagees in Canada, they are in a sound position to service your mortgage account from coast to coast.

Fourthly, members of the Investment Dealers Association have recently entered this market in an aggressive and imaginative way. They are in a unique position to examine and plan with Pension Fund managers the programming and purchase of various types of securities, including an inventory of NHA mortgages.

Finally, there is the Mortgage Consultant who, working either individually or in concert with one of the aforementioned institutions, is available to guide your entry and growth in the mortgage field.

We are concerned that the authorities are not fully cognizant of the depth of expertise and the breadth of experience that exists in the various financial institutions available to create and service the mortgages necessary for our housing industry. I hope that plans to create new Banks or Government controlled devices are approached with caution.

Pension Funds, Insurance Companies, Banks and Trust Companies all have the facilities necessary to collect and manage funds and further, have the capability of processing and servicing mortgages if an atmosphere of stability and financial responsibility is maintained to create confidence in the mortgage investment and the NHA mortgage instrument.

We cannot, of course, overlook the existence of Central Mortgage and Housing Corporation as the largest lender in Canada, often at rates which are not competitive. CMHC has invested billions of dollars in mortgages which have been, and may in the future be, available for purchase by Pension Funds to supply mortgages over and above offerings which can be secured directly in the market place.

In fact, when we consider not only the number of institutions available to you but the wide range of their services, we cannot help but conclude that you are in a preferred position to tap the best of these institutions for your mortgage portfolio needs.

It would appear, therefore, that the instrument is sound. The interest rate is attractive. The flexibility of the NHA mortgage has improved, and responsible financial institutions are available for the administration of the product.

There is one additional point which I think you should consider.

Real estate is a large and growing sector of our economy, perhaps second only to agriculture in its volume and annual continuity of renewal. Pension Funds are the fastest growing pools of capital and probably will have difficulty finding enough equity and growth situations to match their need for high yield and anti-inflationary hedges.

Entering the real estate market as an investor requires a great deal of professional expertise.

Perhaps the very first toddling step would be to buy Government insured NHA mortgages with a fixed, guaranteed, high interest rate on a lock-in basis.

The next step might be to participate under the right conditions with the income of the real estate financed by NHA loans.

Then it might be considered advisable to purchase high interest yielding conventional mortgages on industrial or commercial properties with a view to negotiating participations in growth situations such as shopping centres and office buildings.

This could graduate to equity participation with developers on a continuing basis such as we now have with the North American Life and Orlando Realty Corporation — C N Investments and Peel Elder and Canadian Goldale — C N Investments and Paragon Properties — Mutual Life of Canada and Shipp Corporation — Confederation Life and Narod Construc-

du 19e siècle, vous vous souviendrez que le créancier hypothécaire que l'on représentait enveloppé d'un grand manteau noir et arborant une forte moustache exigeait que la fille du fermier, son débiteur, lui accorde certaines faveurs, ce qui constitua la première forme de participation aux bénéfices d'une transaction hypothécaire!

Ainsi, nous voilà rendus à l'ère du Verseau, demandant encore de pouvoir participer aux bénéfices et je vous recommande de concentrer votre attention sur le bilan plutôt que de vouloir imiter votre mélodramatique ancêtre, vu que beaucoup d'administrateurs de fonds de pension réunis dans cette salle détiennent des prêts hypothécaires consentis sur des milliers de maisons et que vous constaterez peut-être que même avec le plus grand enthousiasme vous ne pourriez pas "participer aux bénéfices" avec tous vos débiteurs hypothécaires, ou leur progéniture, comme cela se pratiquait au 19e siècle.

Cela, donc, laisse de côté la participation en ce qui concerne les prêts hypothécaires consentis pour des maisons familiales individuelles et restreint vos activités aux propriétés à revenu financées aux termes de la LNH. L'immeuble d'appartements, de forme horizontale ou verticale, demeure la principale garantie.

Nous ne pouvons pas examiner aujourd'hui l'expansion des investissements dans les immeubles d'appartements au cours des dix dernières années, mais il suffit de dire que le prix du terrain a augmenté rapidement, que les coûts de construction ont augmenté plus rapidement encore que les facteurs d'inflation et que les taux d'intérêt sont passés de 6 p. 100 à 10 p. 100.

En termes très simples, pour une maison d'appartement, une augmentation de 4 p. 100 du taux d'intérêt sur un prêt hypothécaire représentant \$15,000 l'unité occasionne un coût supplémentaire de \$600 pour le propriétaire ou le locataire, ce qui représente une hausse mensuelle de loyer de \$50 par appartement. Si vous ajoutez à ceci la forte augmentation des taxes municipales, vous constaterez qu'il y a eu un quadruple resserrement sur la propriété à revenu, ce qui a considérablement réduit le revenu net disponible pouvant desservir la mise de fonds ou la participation.

Depuis dix ans, Canmort compile les données d'analyses faites pour nos propres fins, sur ce qui reste en dollars disponibles une fois qu'on a tenu compte de toutes les dépenses, des logements non loués et du coût d'administration de la dette. En tant qu'analystes des valeurs hypothécaires, nous sommes intéressés à connaître ces chiffres parce qu'ils constituent le coussin qui permet au créancier hypothécaire d'éviter les arrérages ou la saisie. Ce coussin est passé de 20 p. 100 du revenu brut à un pourcentage né-

gatif dans certains cas. Notre objectif a donc été de trouver les projets qui, du point de vue du plan, de l'emplacement et de la facilité de mise sur le marché, offrent les avantages qui peuvent garantir un coussin positif, mais nous avons appris à nous contenter d'une marge de pourcentage de 5 à 10 points, ayant considéré, strictement du point de vue de l'avocat du diable, le revenu projeté, toutes les dépenses, les logements non loués, etc.

Il peut être décevant dans bien des cas de renoncer au revenu d'intérêt pour une participation en vue d'obtenir une augmentation rapide de rendement à cause de la participation aux bénéfices. D'autre part, un choix judicieux de participation aux bénéfices peut se révéler une saine protection à long terme contre l'inflation.

Le prêt hypothécaire LNH doit être employé surtout pour la garantie du revenu fixe, qui le caractérise.

Lorsque vous quittez les avenues sûres de la garantie gouvernementale du principal à un taux fixe d'intérêt pour participer à de la spéculation immobilière, vous vous engagez dans un domaine d'affaires très spécialisé, concurrentiel, lucratif mais instable. Nous avons vu des hommes éminents et compétents comme M. Zeckendorf et d'autres plus près de nous, se tromper dans leur interprétation du marché potentiel, alors que les Rockefellers et les Mellons ont accumulé d'énormes fortunes. Nous observons en ce moment d'importants fonds de pension et de grosses compagnies d'assurance se lancer dans le domaine de la propriété immobilière en tant que professionnels en vue d'engager leurs investissements dans les bénéfices et dans la croissance de l'une des plus dynamiques de toutes les formes d'investissement.

LES FACILITÉS DU MARCHÉ

Au cours des deux dernières années, bon nombre d'institutions financières ont manifesté un intérêt sans cesse grandissant pour les prêts hypothécaires et je crois qu'il vaut la peine de nous attarder à examiner certaines facilités de ce marché qui sont offertes aujourd'hui aux fonds de pension.

Les fonds de pension peuvent aborder le marché hypothécaire de deux façons.

En premier lieu, certains fonds de pension sont assez importants et ont acquis assez d'expérience pour avoir leur propre service de prêts hypothécaires ou leurs propres méthodes pour effectuer de telles transactions.

En second lieu, la grosse majorité des fonds se fie aux connaissances techniques de certaines autres institutions pour établir et gérer leur compte de titres hypothécaires.

Il y a certains avantages à négocier de nouveaux prêts hypothécaires pour votre compte, parce que le taux d'intérêt est habituellement plus élevé si vous

tion. I could go on naming a great number of marriages of investor and developer which seem to be living in a state of conjugal bliss.

The ultimate step, some way down the road, may be to develop your own long range real estate holdings. Some of the larger Canadian, U.K., and U.S.A. Funds are now involved in this type of "Property Account", having developed the capability to buy, build and wholly own real estate.

The evolution from a National Housing Act mortgage to the outright ownership of real estate could,

and should, take many years. Because of the current favourable mortgage yields this is a good time to get involved.

In conclusion, there is one point which I have not stressed nor have I chosen to make a part of any presentation which we put before Pension Funds. I believe that supporting Canada's housing industry is a responsible Corporate act. This industry is producing housing and shelter for our people, and these people are contributors to and beneficiaries of your Pension Funds.



consentez vous-mêmes un prêt hypothécaire, et à cause de la nouvelle souplesse du titre hypothécaire en ce qui concerne le terme, la clause visant le non-remboursement anticipé, l'escompte, la participation et la fixation du prix, le prêt hypothécaire peut être consenti pour répondre à vos besoins particuliers.

Au Canada, bon nombre d'institutions financières sont en mesure d'offrir ces services.

En premier lieu, les compagnies de fiducie ont été, depuis de nombreuses années, des prêteurs agréés ou des correspondants en mesure d'établir des comptes d'investissements hypothécaires pour les fonds de pension. Elles sont éminemment capables de rendre ce service de fiduciaire (dépositaire).

En second lieu, vu que les banques à charte sont des prêteurs agréés, elles disposent des moyens nécessaires pour engendrer une nouvelle production de prêts hypothécaires grâce à leurs réseaux de succursales. Elles sont aussi en mesure d'assurer un service intérimaire d'entreposage, au besoin, et d'administrer les prêts hypothécaires une fois déboursés pour le compte de l'investisseur.

La plupart des banques à charte ont formé des compagnies hypothécaires associées ou auxiliaires pour recueillir des fonds et administrer des prêts hypothécaires de toutes les catégories.

En troisième lieu, il est intéressant de noter que les compagnies d'assurance sont en train de s'intéresser à ce domaine. Plusieurs compagnies ont en effet formé des organismes auxiliaires distincts et indépendants pour faire fructifier les ressources de leur propre service de prêts hypothécaires. Etant donné que les compagnies d'assurance sont les plus gros créanciers hypothécaires au Canada, elles sont parfaitement en mesure d'administrer votre compte hypothécaire d'un océan à l'autre.

En quatrième lieu, les membres de l'Investment Dealers Association se sont récemment intéressés à ce marché avec beaucoup de combativité et d'imagination. Ils se trouvent dans une situation unique pour examiner et préparer, avec les administrateurs des fonds de pension, la programmation et l'achat de divers genres de valeurs, y compris un inventaire de prêts hypothécaires consentis aux termes de la LNH.

Enfin, il y a l'expert en valeurs hypothécaires qui, travaillant seul ou de concert avec une des institutions susmentionnées, est à votre disposition pour vous faire entrer dans le domaine des prêts hypothécaires et y faire prospérer votre apport.

Nous nous soucions du fait que les autorités ne connaissent pas suffisamment le degré de connaissances techniques et l'ampleur de l'expérience dont disposent les diverses institutions financières en mesure de consentir et de gérer les prêts hypothécaires nécessaires à notre industrie de l'habitation. J'espère que l'on

abordera avec prudence les plans préparés en vue de créer de nouvelles banques ou d'établir des systèmes contrôlés par le gouvernement.

Les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les banques et les compagnies de fiducie possèdent toutes les facilités ou services nécessaires pour percevoir et gérer des fonds et, de plus, elles sont en mesure de négocier et d'administrer des prêts hypothécaires si l'on maintient une atmosphère de stabilité et de saine gestion financière en vue d'établir la confiance dans l'investissement hypothécaire et le prêt hypothécaire consenti selon la LNH.

Nous ne pouvons pas, évidemment, oublier le fait que la Société centrale d'hypothèques et de logement est le plus gros prêteur au Canada, souvent à des taux qui ne sont pas concurrentiels. La SCHL a investi des milliards de dollars dans des prêts hypothécaires qui ont été et pourront bien être dans les années à venir, offerts en vente aux fonds de pension pour fournir des prêts hypothécaires en plus de l'offre de prêts que les fonds peuvent obtenir directement sur le marché.

En réalité, lorsque nous considérons non seulement le nombre d'institutions à votre disposition mais aussi le vaste éventail de leurs services, nous ne pouvons pas nous empêcher de conclure que vous vous trouvez dans une situation privilégiée pour profiter de ce que ces institutions ont de mieux à offrir et répondre ainsi aux besoins de votre portefeuille de prêts hypothécaires.

Il semblerait donc que le titre est de tout repos; le taux d'intérêt est attrayant. La souplesse du prêt hypothécaire consenti aux termes de la LNH s'est améliorée et il existe des institutions financières responsables pour administrer le produit.

Mais il existe un autre point que, selon moi, vous devriez étudier.

La propriété immobilière constitue un secteur vaste et sans cesse croissant de notre économie qui ne le cède sans doute qu'à l'agriculture quant au volume et à la continuité annuelle de renouvellement. Les fonds de pension sont les moyens de mise en commun de capitaux qui connaissent le plus fort accroissement et probablement ceux qui auront le plus de difficulté à trouver suffisamment d'occasions de mises de fonds et d'accroissement de capitaux pour répondre à leur besoin d'un rendement élevé et de protection contre l'inflation.

Pour se lancer sur le marché de la propriété immobilière en tant qu'investisseur, il faut beaucoup d'habileté professionnelle.

Sans doute, la première étape à prendre serait d'acheter des prêts hypothécaires LNH assurés par le
Voir page 70 - M. Ruby



The attraction of the mortgage market for pension funds

BRIGADIER-GENERAL CLAUDE PRIEUR, of Montreal, is Chairman and General Manager of the Quebec Deposit and Investment Fund. He was Associate Treasurer of the Sun Life Assurance Company of Canada prior to his present appointment in 1966 and has been a director of the Quebec Industrial Credit Bureau since 1967.

It's with some humility that I accepted your invitation to speak to a group of investors interested in the mortgage market. I recognize a number of people present who are much more qualified than I to speak on a subject that is so highly specialized.

It was a sheer accident I should become President of the Quebec Deposit and Investment Fund. Part of the operation of this Crown Corporation, in right of Quebec, affects the real estate and mortgage market and therefore I had to learn this subject. The field in which I was more familiar was stocks and bonds. All the same, mortgage investment offered an alternative to the bond market and therefore I had to keep aware of fluctuations in the mortgage market although I'm not an expert as yet.

My approach has to be that of someone more intimately connected with stocks and bonds rather than with the real estate and mortgages. I cannot even profess the sort of humility often claimed by British speakers who start their exposé by saying: "the speaker does not claim to any expertise although he has been connected for the past twenty-five years with this field of activity." Believe me, my humility is not assumed — it is inevitable.

May I, in the beginning, say a few words concerning the Québec Deposit and Investment Fund, better known as the Caisse de dépôt et placement du Québec of which I am the Chief Executive Officer. I would like to describe its origins and where it stands today.

The law which created the Caisse de dépôt et placement du Québec in 1965 also established a set of rules to guide its investments. The Caisse de dépôt was an essential complement of the Québec Pension Board, the latter administering the Québec Pension Plan, the former investing the surplus funds.

In the rest of Canada, the Pension Plan is centrally operated. The investments of the Canada Pension

Plan are made up practically entirely of provincial bonds bearing a nominal interest rate. This interest rate is equivalent to the average yield during the previous three months on equal dated long Canada's. The law places no restrictions on the provinces as to what they may do with the money. In fact, one province stated that it would use the money for education, a very laudable purpose. Another province used the money to finance its hydro company. Some provinces made no mention of the use they would make of these funds and, in fact, buried them in their consolidated accounts. All in all, the provinces who have gone along with the Canada Pension Plan have obtained some relatively cheap money over the last five years. It may not have been all that cheap but it was relatively cheap.

Québec, on the other hand, decided that it would do something more foresighted and created the Caisse de dépôt et placement du Québec. At the same time, it permitted a greater degree of funding of the pension plan through the mechanism of a higher return on its investments.

Our investments are subject to a set of rules very similar to those which regulate the investments of life insurance companies. This is not surprising as the liabilities of the pension plan are by their very nature similar to those of insurance companies; they are actuarial liabilities.

Although the investment regulations, as I have said, are very similar to those which apply to life insurance companies, there are nevertheless some small variations sprinkled generally throughout the Act. One such variation which will be of interest to you is that the Caisse cannot invest more than 10% of its total assets in real estate and mortgages. Last year, in a revision of our charter, we managed to make it quite clear that this limitation of 10% did not apply to government guaranteed mortgages such

Le marché des hypothèques: marché attrayant pour les régimes de rentes

LE BRIGADIER-GÉNÉRAL CLAUDE PRIEUR de Montréal, est président du conseil d'administration et directeur général de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Il était trésorier-adjoint à la Sun Life Assurance Company of Canada avant d'accéder à son poste actuel en 1966 et il est directeur de l'Office de crédit industriel du Québec depuis 1967.

Monsieur le président,

C'est avec une certaine humilité que j'ai accepté votre invitation à adresser la parole à un groupe d'investisseurs intéressés au marché des hypothèques. En effet, je reconnais dans l'auditoire plusieurs personnes beaucoup plus qualifiées que moi pour vous parler d'un marché aussi spécialisé qu'est celui des hypothèques.

Le sort a voulu que je devienne président de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Alors qu'une partie des opérations de cette société de la couronne du chef du Québec touche le secteur des immeubles et hypothèques, je me suis vu obligé, à brève échéance, de me renseigner davantage sur ce marché. Le domaine dans lequel j'avais oeuvré pendant nombre d'années, plus d'années hélas que je n'aime me rappeler, avait été celui du domaine des valeurs mobilières. Tout de même, les placements hypothécaires offrant une alternative au marché des valeurs mobilières, j'avais dû pendant nombre d'années, me tenir au courant du marché hypothécaire sans pour autant en devenir un expert.

En abordant les points que je désire développer, il me faut procéder comme quelqu'un qui est beaucoup plus familier avec les actions et les obligations qu'avec les valeurs immobilières et hypothécaires. Je ne peux même pas faire montre de la modestie souvent manifestée par des orateurs britanniques qui commencent leur exposé en déclarant: "celui qui vous parle ne prétend pas être un expert bien qu'il ait passé les vingt-cinq années dernières dans ce domaine". Veuillez me croire; mon humilité n'est pas simulée — elle est inévitable.

Puis-je, pour commencer, dire quelques mots au sujet de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec, dont je suis le président du conseil de direction. J'aimerais décrire ses origines et sa position actuelle.

La loi qui constitua la Caisse de Dépôt et Placement du Québec en 1965, établit aussi une série de règlements destinés à la guider dans ses investissements. La Caisse de Dépôt était un complément essentiel à la régie des rentes du Québec, cette dernière étant chargée de l'application du régime des rentes du Québec, la Caisse devant investir les fonds excédentaires.

Dans le reste du pays, le régime de rentes fonctionne suivant le principe de la centralisation. Les investissements du Régime des rentes du Canada consistent presque uniquement en obligations provinciales à un taux d'intérêt national. Ce taux d'intérêt est l'équivalent du rendement moyen, calculé sur les trois mois précédents, des obligations à échéance de même date du gouvernement du Canada. En ce qui concerne l'usage que les provinces désirent faire de ces fonds, la loi ne comporte aucune restriction et il est arrivé qu'une province décide de les utiliser à des fins éducatives, ce qui est hautement louable, alors qu'une autre optait pour le financement de sa société provinciale hydro-électrique. Certaines provinces, sans spécifier de quelle façon elles comptaient investir leurs fonds, les glissèrent tout simplement dans leurs comptes consolidés. Dans l'ensemble, les provinces qui ont choisi d'adopter le Régime des rentes du Canada ont obtenu des fonds à bon marché au cours des cinq dernières années. Elles n'ont peut-être pas reçu cet argent tellement à bon marché, mais c'était relativement peu dispendieux par rapport aux taux du marché.

Le Québec, pour sa part, a voulu faire preuve de prévoyance en créant la Caisse de Dépôt et Placement du Québec tout en permettant une consolidation accrue du régime de rentes grâce à un revenu plus élevé provenant de ses investissements.

Nos investissements sont assujettis à une série de règlements très proches de ceux que doivent suivre

as those insured by Central Mortgage and Housing Corporation.

The Caisse has frequently wondered about the reason for this 10% limitation on mortgages. It may be that it has sought to set aside the attitude which is frequently found in Latin countries where people usually prefer real estate mortgages. Mortgage investments have always been a popular investment in Québec. Personal investments are usually negotiated through Québec notaries. I once asked a person who had been intimately connected with the setting up of a Caisse de dépôt what was his opinion of this section of the Act and the answer was — that financial circuits were sufficiently developed in the mortgage field.

It is interesting to note that in 1965, people responsible for drafting laws held the view that the mortgage market was well enough developed in Québec to the point that the presence of another large investor was not required. If we cast our minds back five years it is evident that our problems were very different from those with which we are faced today. Interest rates were lower although many thought them even then too high. CMHC had a maximum rate over which it would not insure mortgages; the bond market was slowly slipping downwards with bond rates pressing up against prevailing mortgage rates. Money was getting tighter although few of us even suspected the levels to which the market was eventually to go.

I think it is fair to say that in relation to other investments, the mortgage market was then really fighting a rear guard battle. The bond market still had friends and the stock market was quite buoyant. Anyone mentioning a dirty number like 1930 was looked upon as being an old fogey with a memory too long for his own good.

It is not surprising therefore that in 1966 when the Caisse de dépôt actually came into being its first pre-occupation was the bond market and it was very nearly two years before the Caisse handled its first mortgage loan. I remember these early days quite well. It all began on the 20th of January 1966, and on that date I was the only salaried employee; I had a Board of Directors and one pencil that I had swiped from the Prime Minister's office. It is not surprising therefore that faced with the market conditions of that time and with the major task of organizing the Caisse de dépôt, literally from the ground up, we consider it somewhat of an achievement to have entered the mortgage field so substantially within two years.

Early in 1968, Central Mortgage and Housing Corporation approved the Caisse as a lender for National Housing insured loans. In the few months before we became an approved lender, the Caisse made

use of the services of other approved lenders. I suspect it may have taken a few weeks longer than usual to obtain our status as an approved lender as this was probably the first time that the Crown, in right of Québec, was requesting that privilege from the Crown, in right of Canada. Everyone was of course most polite and accommodating but just a little circumspect.

Early in the same year, 1968, we became active in conventional loans, in industrial and commercial properties and also in the purchase and leaseback field. By the end of that year, the Caisse was negotiating all manner of transactions including the participating and hybrid types which have since become almost standard practice with the majority of institutional lenders both in the United States and in Canada.

We are all aware that just the mention of the word participation is sufficient to send adrenalin running through wherever it runs to turn complexions rosyred. On the other hand, without the participation concept there would have been no way in which many institutional lenders would have been willing to continue financing certain projects. Everyone wants some form of protection against continuing inflation. This is why some portfolio managers substantially increased their holdings of common stock in the hope of finding some such protection. The fact that this protection has in this instance proved largely illusory is beside the point. It was also found in Government old age pension legislation which established a few years ago a system of indexing related to the cost of living. In this matter, the Caisse is no different from any investor. We did purchase common stocks and at the end of last year 16% of our assets were in such investments. That we are permitted holdings of up to 30% of our total assets will indicate that we were not entirely convinced that common stocks were the sure-fire answer to the problem.

There is one form of participation in the real estate market that has had little interest for us. Inasmuch as the Caisse de dépôt is a crown corporation and pays no income tax, the benefits derived from capital cost allowance have been of no interest to us. We have preferred to leave in the hands of the owner the benefits of capital cost allowance and in lieu have elected to go the route of the ground lease with a participation attached to it, the whole package being topped by a mortgage on the property. Many real estate developers will claim that whereas participation schemes began with a mortgage to which was added a gimmick it now looks like a gimmick to which was added a mortgage.

In those areas where we see little prospect for land appreciation we have continued to make straight-

les compagnies d'assurance-vie. Un tel état de choses n'est pas étonnant puisque les engagements du régime de rentes sont, de par leur nature même, similaires à ceux des compagnies d'assurance: il s'agit dans les deux cas d'exigibilités actuarielles.

Bien que les règlements relatifs aux investissements soient très proches de ceux qui s'appliquent aux compagnies d'assurance, comme je l'ai déjà souligné, nous retrouvons ici et là dans la loi quelques différences mineures. Une de ces différences qui peut sans doute vous intéresser est celle qui stipule que la Caisse ne peut investir plus de 10 p. 100 de son actif total dans les placements immobiliers et hypothécaires. L'an passé, lors d'une révision de notre charte, nous avons pu faire ressortir clairement que cette limitation de 10 p. 100 ne s'appliquait pas aux titres hypothécaires garantis par un gouvernement, telles celles assurées par la Société centrale d'hypothèques et de logement.

On s'est souvent interrogé à la Caisse sur la raison de cette limite de 10 p. 100 sur les hypothèques. Il est possible que ce soit parce que l'on voulait d'un seul coup mettre de côté cette attitude qui prévaut dans les pays latins par laquelle on accorde une préférence aux garanties immobilières. En effet, les placements hypothécaires ont toujours été dans la province de Québec une forme très populaire de placements personnels généralement négociés par l'entremise des notaires québécois. Je demandais un jour à une personne intimement liée à la création de la Caisse de dépôt quelle avait été l'opinion des gens concernant cet article; on me répondit que les circuits financiers étaient déjà assez bien développés dans le domaine des hypothèques.

Il est intéressant de relever qu'en 1965, le législateur considérait que le marché hypothécaire était suffisamment développé au Québec pour que ne soit pas requis l'apport d'un autre investisseur majeur. Si nous nous reportons cinq ans en arrière, il apparaît évident que nos problèmes de l'époque étaient bien différents de ceux auxquels nous faisons face actuellement. Les taux d'intérêt étaient plus bas, même si certains les trouvaient à ce moment-là trop élevés. La SCHL imposait des taux d'intérêt maximaux au delà desquels elle n'assurait pas les prêts hypothécaires. Le marché des obligations s'affaissait lentement, alors que les taux d'intérêt sur celles-ci se rapprochaient des taux du marché hypothécaire. L'argent se faisait plus rare, bien que peu d'entre nous aient même soupçonné les niveaux que le marché atteindrait éventuellement.

Il me semble juste de dire que, par rapport aux autres formes d'investissement, le marché hypothécaire menait à l'époque une vraie bataille d'arrière-garde. Le marché des obligations était encore ferme et celui des actions très soutenu. Quiconque se ha-

sardant à mentionner un millésime aussi funeste que 1930, par exemple, était tout de suite catalogué comme un vieux "croulant" radoteur.

En conséquence, il n'est pas surprenant qu'à ses débuts en 1966 la Caisse de dépôt se soit intéressée prioritairement au marché des obligations et ce n'est que près de deux ans plus tard qu'elle consentit son premier prêt hypothécaire. Je me souviens très bien de ces premiers temps. Tout a commencé le 20 janvier 1966, alors que j'étais le seul salarié de notre groupe; j'avais pour m'assister un Conseil d'administration et aussi un crayon que j'avais subtilisé dans le bureau du Premier ministre . . . Il est donc logique qu'étant donné les conditions du marché d'alors et le défi formidable d'avoir à créer la Caisse de dépôt de toutes pièces, nous considérions aujourd'hui comme étant en quelque sorte un exploit le fait d'avoir accédé ainsi au marché hypothécaire en moins de deux ans.

Au début de 1968, la Société centrale d'hypothèques et de logement reconnut la Caisse comme prêteur agréé en regard des prêts assurés aux fins de la Loi nationale sur l'habitation. Pendant les quelques mois précédents, la Caisse eut recours aux services de certains autres prêteurs agréés. Je suppose que cette "reconnaissance" a pu prendre quelques semaines de plus qu'à l'ordinaire étant donné que l'obtention de notre statut créerait un précédent. C'était en effet la première fois que la couronne du chef du Québec sollicitait de la couronne du chef du Canada un tel privilège et la politesse et l'amabilité que nous avons rencontrées en toute occasion, n'excluait pas une certaine circonspection.

Toujours au début de 1968, nous avons développé notre activité dans le domaine des prêts conventionnels, sur des immeubles industriels et commerciaux ainsi que dans les opérations d'achat à retour locatif. A la fin de la même année, la Caisse participait à toutes sortes de transactions incluant les formules de participation et celles du type mixte qui sont devenues maintenant pratique courante pour la majorité des prêteurs institutionnels du Canada et des Etats-Unis.

Nous savons que le seul fait de prononcer le terme "participation" suffit pour faire monter la tension artérielle chez plusieurs. D'autre part, sans le recours au principe même de la participation, combien de prêteurs institutionnels auraient consenti à financer certains projets? Nul ne peut le dire car chacun désire, sous une forme ou sous une autre, une protection contre l'inflation latente. C'est la raison pour laquelle certains administrateurs de portefeuille ont augmenté considérablement leur avoir dans les actions ordinaires, dans l'espoir justement de s'assurer une telle protection. Et le fait que cette tactique se soit ultérieurement révélée des plus illusoire n'en confirme

forward mortgages without so-called gimmicks.

The Caisse has become in a short space of time one of the larger approved lenders under Central Mortgage and Housing Corporation in Québec. We are very satisfied with these investments and hope to continue being active in this direction. After three years of operations our mortgage investments now total \$45 million while our real estate investments total \$15 million. We also have on our books \$7 million of mortgage bonds where the bond vehicle was used instead of a straight mortgage. When all current commitments are disbursed these figures will total close to \$110 million.

Although the economic incidence of a mortgage investments in a commercial or industrial building is greater than in a housing unit, and I may say that we are very much aware of the economic incidence of our investments, we will continue to direct a large percentage of our cash flow to the housing field.

For a pension fund, a mortgage investment is a particularly attractive one. It is usually a long-term investment which conveniently matches the long-term liabilities of a pension fund. It is also a high grade investment less vulnerable than other forms of investment. The current rates are most satisfactory if we believe, as we must, that inflation will be reduced to more manageable levels. Whereas traditionally, mortgages were a lock-in, a dangerous situation for financial corporations, and this I may say may be a pavlovian reaction but it is there, it's real, it exists. We may argue against it but we can't ignore it. The advent of monthly blended payments has more recently produced a satisfactory cash flow. Of course this latter aspect will likely turn out to have been more important in the last few years than in the next few years as interest rates seem to be turning downwards. The latest summary of prevailing rates as reported by Central Mortgage and Housing Corporation shows that at mid-November the average N.H.A. lending was between $10\frac{1}{4}\%$ and $10\frac{1}{2}\%$ and at mid-November the long-term Canada yardstick used formerly for calculating the now forgotten ceiling stood at approximately 7.76 a spread of about $2\frac{5}{8}\%$. This spread seems satisfactory for an investment enjoying Central Mortgage and Housing Corporation insurance and by implication the highest guaranty that one can obtain in Canada, that of its Government. It is true that these rates present a major problem for single-family dwellings and that few institutions are really enthusiastically in this market. Occasionally, one hears of a large financial institution in Canada announcing with trumpets blowing that it will invest so many millions in national housing single-

family dwelling mortgages. I think it is accurate to say that Central Mortgage and Housing Corporation has been doing a yeoman's service, and has been carrying the heavy burden in this field by direct loans. Some formula will have to be devised whereby investors can once again enter this important field without having to concede a rate below that of the market. Currently, we are faced with an impasse. On large apartment blocks the rate will run over 10% whereas on single family dwelling there seems to be a sound barrier at 10%. Home purchasers simply don't like the sound of 10%.

Another problem is that large financial institutions can participate in the financing of large apartment blocks whereas the smaller pension fund cannot. The medium size and smaller pension funds have portfolios which do not warrant their becoming approved lenders and setting up mortgage departments of their own. One obvious solution would be to offer them the kind of merchandise with which they are most familiar. It seems to me that some simple way could be found for the issuance of mortgage bonds where the trustee would benefit from the insurance granted by Central Mortgage and Housing Corporation. It is possible at present to contrive things in such a way that a bond issue enjoys this insurance but the mechanics are very involved and consequently to a degree expensive. This is the sort of transaction that lawyers dream about. On the other hand, when I think of the possibility of being able to subscribe to a bond issue in units of \$5,000 I can see untold possibilities. I can see a most saleable instrument enjoying excellent return with unquestioned security.

Of course, you may say that I am more of a bond man than a mortgage man and that consequently I oversimplify. This is quite true but one must remember that the automatic coupling on railroad cars was not invented by a railroad man but rather by a dentist who, for a long period of time, had watched out of his window railway employees walking in between the cars, often with dire results. This may explain why the automatic coupling looks like a newly extracted tooth but this is not important, the importance is that it works. If we do nothing, we will continue with the present situation where mortgage packages are offered in small amounts but always at a price which seems expensive, to me at least. And these blocks are not always very saleable.

We are all hoping for a healthier economy next year. Some economists have even ventured to say that the corner has been turned. Of course, you can always find an economist that you can quote to prove whatever it is you wish to prove. It has even been said that

pas moins l'intention. Cette idée se retrouvait dans les lois du gouvernement régissant la sécurité de la vieillesse, qui établissaient, il y a quelques années, un système d'indexation en rapport avec le coût de la vie. Dans ce domaine, la Caisse ne diffère en rien des autres investisseurs. Nous avons aussi procédé à l'achat d'actions et, à la fin de 1969, 16 p. 100 de notre actif était investi dans ces valeurs. Le fait qu'il nous est permis d'investir jusqu'à 30 p. 100 de notre actif dans de tels investissements prouve que nous n'étions pas entièrement convaincus que cette sorte de placement était la réponse idéale à notre problème.

Il existe une forme de participation dans le domaine du marché immobilier qui ne présente que peu d'intérêt pour nous. Vu que la Caisse de dépôt est une société de la Couronne qui ne paie pas d'impôt sur le revenu, les bénéfices provenant des réductions d'impôt sur les coûts en immobilisations ne nous intéressent pas. Nous avons préféré laisser au seul propriétaire ces bénéfices et, au lieu de cela, nous avons choisi la formule du bail emphytéotique sur le terrain avec participation, en y ajoutant le consentement d'un prêt hypothécaire sur la bâtisse. Plusieurs entrepreneurs en immeuble prétendent qu'alors que les formules de participation ont commencé avec un prêt hypothécaire auquel venait s'ajouter quelque combine en faveur du prêteur, il semble aujourd'hui que le principe soit inversé pour devenir une combine à laquelle on ajoute un prêt hypothécaire.

Dans les cas où nous ne voyons pas la possibilité d'une valorisation du terrain, nous continuons à consentir de simples prêts hypothécaires sans les avantages additionnels susmentionnés.

La Caisse est devenue, en peu de temps, l'un des prêteurs agréés les plus importants de la SCHL au Québec. Nous sommes très satisfaits de ces investissements et espérons poursuivre nos activités dans ce domaine. Après trois années d'activité, nos investissements hypothécaires atteignent maintenant 45 millions de dollars, cependant que nos placements immobiliers représentent 15 millions et que nous avons en portefeuille 7 millions d'obligations hypothécaires, l'obligation dans ce dernier cas, remplaçant le simple prêt. Lorsque tous nos engagements courants auront été entièrement déboursés, ces chiffres représenteront près de 110 millions.

Bien que l'incidence économique des investissements hypothécaires dans des immeubles industriels ou commerciaux soit plus forte que celle résultant d'un semblable investissement dans le logement, et je puis dire que nous sommes très conscients de l'incidence économique de nos investissements, nous continuerons à diriger une forte proportion de nos rentrées de fonds vers le secteur du logement.

L'investissement hypothécaire est particulièrement attrayant pour une caisse de retraite. Il constitue ordinairement un placement à long terme, qui correspond bien au passif à long terme de la caisse. Il est également un placement de haute qualité moins vulnérable que les autres formes d'investissement. Les taux courants sont très satisfaisants dans la perspective, qui est nôtre, que l'inflation peut être ramenée à des niveaux plus maniables.

Alors que traditionnellement, l'investissement hypothécaire était assorti d'une disposition relative à la fixation du terme, situation qui était délicate pour toute société financière, la pratique assez récente des paiements mensuels fusionnés a permis des rentrées satisfaisantes de fonds. Bien entendu, ce dernier aspect aura été probablement plus important pour les dernières années que pour les prochaines puisque les taux d'intérêt semblent accuser un certain fléchissement. Le dernier rapport de la SCHL sur les taux courants révèle que le taux moyen des prêts LNH se situait entre 10 1/4 et 10 1/2 p. 100 à la mi-novembre et qu'à la même date, celui des obligations du gouvernement canadien qui servait auparavant d'unité de comparaison pour établir le plafond aujourd'hui oublié se situait aux environs de 7.76, soit une différence de quelque 2 5/8 p. 100. Cette différence semble satisfaisante pour un investissement assuré par la SCHL et implicitement bénéficiant de la plus haute garantie accordée au Canada, celle du gouvernement. Il est exact que ces taux constituent un problème majeur dans le cas des logements unifamiliaux et que peu de compagnies manifestent de l'enthousiasme face à ce marché. De temps à autre, toutefois, on entendra une compagnie financière d'envergure publier avec fracas qu'elle investit tant de millions dans les hypothèques sur propriétés unifamiliales. Il me semble juste de reconnaître à ce sujet que la Société centrale d'hypothèques et de logement a rendu des services inestimables et a assumé presque tout le poids du fardeau par sa politique de prêts directs. Une formule nouvelle devra être trouvée afin de permettre aux investisseurs de s'intéresser à nouveau à cette activité sans se contenter pour autant d'un taux inférieur à celui du marché normal. Et pourtant, c'est presque la quadrature du cercle: sur de vastes immeubles résidentiels, le taux peut dépasser 10 p. 100, alors qu'on rencontre un mur quasi infranchissable à 10 p. 100 dans le cas des logements unifamiliaux. Les acheteurs éventuels n'aiment tout simplement pas l'idée du 10 p. 100.

Un autre aspect du problème est le fait que les institutions financières d'importance peuvent participer au financement de vastes ensembles résidentiels, alors que de plus modestes fonds de pension n'en ont pas la facilité. Les fonds de pension moyens et

should you get three economists together you are likely to obtain at least four opinions. But seriously, how can we expect a better business picture next year without an increase in the funds available for construction from the conventional suppliers; and I don't mean by this an increase in direct loans by Central Mortgage and Housing Corporation.

CMHC statisticians reported in March that during 1969 residential construction at \$3.8 billions represented 22.6% of gross fixed capital formation in Canada. Non-residential construction including public works accounted for very nearly twice that amount; machinery and equipment made up the balance.

Can we really expect a more dynamic economy solely with the impetus of public works without the participation of the private sector in the residential field? Can we expect, on the eve of a mini budget, some form of incentive to stimulate construction? Three possible areas easily come to mind; tax relief for construction, encouragement to financial institutions to make more funds available and of course an easing of credit restrictions. This last measure would require a meeting of minds between the central bank and the department of finance because of the inherent dangers which may still remain concerning inflation.

Housing is carrying tremendous handicaps at present and while these handicaps have been mentioned many times before, they cannot be repeated too often. The problems of rising labor cost and high interest rates have probably been the major ones. Out of curiosity I looked at an amortization table and discovered that a rise of 1% in interest rate and an increase of 10% in principal or cost of construction, have approximately the same effect on monthly payments. We can look forward much more hopefully to a fall of 1% in interest rates in the not too distant future than we can to a decrease of 10% in cost of construction.

Another handicap for housing has been that a large part of the cost of education has been placed on the back of the home owner and this could be transferred in greater measure to some other forms of taxation. I will not mention the tax on building materials because I am a civil servant and this has become a political issue but I am certain that you people who are not civil servants will not forget it.

We know that even though the American Constitution promised "the pursuit of happiness", it did not guarantee home ownership. But I do believe that it should be encouraged. In some jurisdictions all or a portion of the interest paid on a home mortgage is considered an expense for income tax calculation. This is done in the United Kingdom and the United States. It is true that such schemes lead to some ine-

quities but the question to my mind is which of the two systems carries the greater inequity? I am unimpressed by the excuse given that it would complicate the income tax system or that the back room boys could not find an acceptable solution. In this day and age, incentives are given to so many different industries why not for the housing industry?

As I became more intimately connected with mortgage investments, I also became aware of other problems. There is no doubt that there is great need in some parts of Canada particularly in the east, for clarification and simplification of the laws governing liens and privileges. The existing confusion has caused some lenders to shy away or simply refuse to make any progress payments during construction. This has created great difficulties for builders and developers particularly in periods of tight money. Present confusion in lien laws has created inequitable situations for owners, lenders, suppliers and sub-tradesmen. Everybody can be hurt. The solution could be for the law societies or the chamber of notaries to recommend to the various provincial governments means by which legislation could be simplified. This may be a naive approach akin to asking the cat to write the code of conduct of the mouse while being pursued by the cat. Nonetheless, something should be done and I don't know who else to ask but the cat.

There is no doubt that the system of registration of titles is preferable to the registration of deeds which is an old procedure. The constant examination of a title by a notary means heavy expenses for borrowers and owners. Also, the examination of a series of deeds may lead to a considerable degree of error.

It would be much preferable if a system guaranteeing titles be established to replace the present system which is found in far too many jurisdictions.

Quite regularly our lawyers and notaries find defects in titles. Sometimes these defects go back to our great grandfathers, imagine the excitement of a mortgage lender who, thinking he is guaranteed by CMHC, suddenly realizes that the property he has just repossessed does not give him valid title. He then finds that the insurance policy he held guarantees no real protection because CMHC requires a clear title to recover the property and pay the indemnity.

I am convinced there are a good many examples of this sort, but an extremely interesting case was recently quoted to me. A person stated she was the owner of land she sold in good faith in 1923. In 1965, at the time when the property was to be resold it was found that in 1870 that very same land had not been sold but had been assigned for a 99 year period and this long lease was still in effect. Consequently, the

petits, de par la nature de leur portefeuille, ne peuvent justifier de devenir prêteurs agréés et de se doter d'un service hypothécaire. Une solution évidente serait de leur offrir un genre de produit avec lequel ils sont le plus familiers. Il me semble qu'on pourrait trouver des moyens simples d'émettre des obligations hypothécaires où le fiduciaire bénéficierait de l'assurance accordée par la SCHL.

Il est possible aujourd'hui de s'arranger pour qu'une émission d'obligations bénéficie de cette assurance mais les mécanismes requis sont très complexes et, conséquemment, dispendieux jusqu'à un certain point. C'est le genre de transaction dont rêvent les avocats! D'autre part, quand je pense à la possibilité de souscrire à une émission d'obligations de \$5,000 l'unité, j'y vois un potentiel extraordinaire. J'y vois un instrument des plus vendable joignant à un rendement excellent un gage de premier ordre.

Vous pouvez bien sûr me rétorquer qu'étant plus familier avec l'obligation qu'avec l'hypothèque, j'ai tendance à simplifier à l'extrême . . . C'est vrai, mais n'oublions pas que l'attelage automatique des wagons de chemin de fer n'a pas été inventé par un ingénieur des transports ferroviaires, mais plutôt par un dentiste, après qu'il eut longtemps surveillé de sa fenêtre les cheminots qui marchaient entre les wagons, souvent avec des résultats désastreux. Ça explique peut-être pourquoi l'attelage automatique ressemble à une dent qu'on vient d'extraire mais ce n'est pas important: ce qui importe est qu'il fonctionne. Si nous ne faisons rien, rien ne changera la situation actuelle où les propositions d'hypothèques sont offertes en petits montants mais toujours à des prix qui me semblent élevés. De plus, ces tranches ne sont pas toujours faciles à vendre.

Nous espérons tous une économie plus saine pour l'année prochaine. Certains économistes ont même été jusqu'à dire que nous avons déjà franchi le tournant. Evidemment, on peut toujours trouver un économiste qu'on peut citer pour appuyer toute thèse qu'on avance. Il est d'ailleurs devenu presque proverbial de dire qu'en réunissant trois économistes, vous êtes à peu près sûr d'obtenir au moins quatre opinions différentes . . .

Mais soyons sérieux. Comment pouvons-nous espérer une amélioration des affaires dans les mois à venir sans un investissement accru dans la construction de la part des pourvoyeurs traditionnels, et par là je ne pense pas à la SCHL et à ses prêts directs? . . .

Les statisticiens de la Société centrale d'hypothèques et de logement ont fait savoir en mars que la construction résidentielle, en 1969, représentait 3.8 milliards de dollars soit 22.6 p. 100 des fonds canadiens immobilisés. Toujours selon les mêmes sources, la construction non résidentielle, y compris

les travaux publics, atteignait le double de ce pourcentage tandis que les équipements divers représentaient le reste.

Peut-on réellement s'attendre à plus de dynamisme économique par la seule stimulation des travaux publics et sans la participation du secteur privé oeuvrant dans le domaine résidentiel? Peut-on s'attendre, à la veille d'un "mini-budget", à quelque stimulant pour relancer la construction? Trois possibilités me viennent à l'esprit: allègement des taxes sur les matériaux de construction, encouragement aux institutions financières d'investir davantage et, naturellement, un adoucissement aux restrictions sur le crédit. Dans ce dernier cas, un accord devrait évidemment intervenir entre la banque centrale et le ministère des Finances afin de tenir à l'écart un ennemi omniprésent: l'inflation.

La construction domiciliaire supporte aujourd'hui des désavantages formidables et, bien qu'on en ait fait mention plusieurs fois auparavant, on ne peut y revenir trop souvent. Les problèmes majeurs découlent principalement de l'augmentation des salaires et des taux élevés d'intérêt. Par pure curiosité, j'ai consulté un tableau comparatif d'amortissement pour découvrir qu'une augmentation de 1 p. 100 sur les taux d'intérêt et de 10 p. 100 sur le capital ou sur le coût de la construction se répercutait dans la même proportion sur les paiements mensuels . . . En ce moment, il est plus facile d'envisager une baisse de 1 p. 100 dans les taux d'intérêt qu'une diminution de 10 p. 100 dans le coût de la construction!

Un autre handicap de la construction domiciliaire est le fait qu'une forte proportion du coût de l'éducation retombe sur les épaules du propriétaire de maison et cette charge pourrait être répartie d'une façon plus équitable par d'autres formules de taxation. Je ne mentionnerai pas la taxe sur les matériaux de construction, étant fonctionnaire moi-même et sachant que ceci est devenu une question d'ordre politique, mais je suis certain que vous qui n'êtes pas fonctionnaires ne l'oublierez pas.

Nous savons que la Constitution américaine, tout en promettant la recherche du bonheur, n'en garantit pas pour autant la possession de son propre logis qui, je crois, devrait être encouragée. Sous certaines juridictions, comme en Angleterre et aux Etats-Unis, la totalité ou une partie de l'intérêt payé sur une hypothèque grevant une résidence est considérée comme une dépense pour fins de calcul de l'impôt sur le revenu. Il est vrai que de telles mesures entraînent certaines injustices mais je me demande lequel des deux systèmes est le plus injuste? Je suis peu impressionné par l'excuse souvent donnée que cela compliquerait le système d'impôt sur le revenu ou que les technocrates ne pourraient pas trouver une solution acceptable.

person who thought she was owner of the land in 1965 found herself obliged to return the land after four years to the inheritors of the real owner who had given the long lease in 1870.

There are very few deeds which we examine in the Caisse which do not comprise a certain number of defects, but most of the time they are minor and can be corrected.

Before closing, I would like to bring to your attention a particular aspect of the mortgage investments of the Caisse de dépôt et placement du Québec. Mortgage investments are one of the few forms of investment in which the Caisse has a geographic restriction.

The charter of the Caisse de dépôt stipulates that we may purchase municipal bonds in the province and grant loans guaranteed by mortgages in the province. Therefore, before you advise all your friends that the Caisse de dépôt is a mortgage lender, make sure that they are operating in the province of Québec.

You will also have realized by now that although I spent twenty-six years in private industry and only the last five as a civil servant, I have learned my lesson well. I have spoken at great length of many things. I have raised more questions than I have answered. And, I said as little as possible on the subject I was given.



A une époque où l'on s'efforce de stimuler tant d'industries différentes, pourquoi ne pas faire le maximum pour encourager celle de la construction?

Lorsque je me suis trouvé associé de plus près aux investissements hypothécaires, je devins aussi conscient de plusieurs autres problèmes connexes. Il ne fait aucun doute que dans certaines parties du Canada, et spécialement dans l'Est, il faudrait clarifier et simplifier les lois régissant les privilèges. La confusion qui prévaut actuellement sur ce point a amené certains prêteurs à éviter ou simplement à refuser de faire des déboursés progressifs durant la construction, ce qui a causé de grandes difficultés aux constructeurs et aux entrepreneurs, surtout en période où l'argent se fait rare. La confusion actuelle en regard de ces lois a été la cause de situations injustes pour les propriétaires, les prêteurs, les fournisseurs et les sous-traitants. Tout le monde peut être touché.

La solution serait que les "law societies" et les chambres de notaires recommandent aux divers gouvernements provinciaux des moyens par lesquels cette législation pourrait être simplifiée. C'est sans doute un point de vue simpliste, mais à qui s'adresser en vue de redresser cette situation, sinon à l'auteur même des lacunes qui la caractérisent, en l'occurrence le législateur?

Il n'y a aucun doute que le système d'enregistrement de titres est préférable au système d'enregistrement d'actes lequel constitue une procédure vétuste. La répétition constante d'examens de titres par les notaires entraîne des frais croissants pour les emprunteurs et les propriétaires. En outre, les dits examens de titres, qui sont en réalité l'examen d'une succession d'actes, comportent des risques d'erreurs manifestes.

Il serait de beaucoup préférable qu'un système garantissant les titres soit établi pour remplacer le système actuel qui existe encore dans trop de juridictions.

Régulièrement, nos avocats et notaires découvrent des défauts dans des titres; quelquefois des défauts qui remontent au temps de nos arrière-grands-pères. Imaginez l'émoi d'un prêteur hypothécaire qui, se croyant garanti par la Société centrale d'hypothèques

et de logement, se rend compte soudainement que la propriété qu'il vient de reprendre ne lui donne pas un titre valable. Du coup, il s'aperçoit que la police d'assurance qu'il détenait ne lui procure en fait aucune protection car la Société centrale d'hypothèques et de logement exige un titre libre pour reprendre la propriété et payer l'indemnité.

Je suis certain qu'il existe beaucoup d'exemples de ce genre mais on m'a cité récemment un cas particulièrement intéressant. Une personne s'était déclarée propriétaire d'un terrain qu'elle avait vendu de bonne foi en 1923. Plus tard, en 1965, au moment où l'on voulait disposer de cette propriété, on a découvert qu'en 1870 le dit terrain n'avait pas été vendu mais plutôt cédé par bail emphytéotique pour une période de 99 ans, lequel bail était toujours en vigueur. Conséquemment, la personne qui se croyait propriétaire du terrain en 1965 se voyait contrainte à remettre quatre ans plus tard la propriété aux héritiers du propriétaire véritable qui avait accordé le bail emphytéotique en 1870.

De fait, parmi les titres que nous examinons à la Caisse il en existe très peu qui ne contiennent pas certains défauts, la plupart du temps, heureusement mineurs ou remédiables.

Avant de terminer, j'aimerais attirer votre attention sur un aspect particulier des investissements hypothécaires de la Caisse de dépôt et placement du Québec. Ceux-ci, en effet, constituent l'une des rares formes d'investissement où la Caisse est sujette à des limites géographiques. Notre charte stipule que nous pouvons acquérir des obligations municipales dans la province et négocier des prêts garantis par hypothèques, toujours dans la province. En conséquence, avant de signaler à vos amis que la Caisse de dépôt est un prêteur hypothécaire, assurez-vous qu'ils font affaire dans la province de Québec.

Vous vous êtes déjà aperçu, j'en suis sûr, que même si j'ai passé 26 ans dans l'industrie privée et seulement 5 dans la fonction publique, j'ai eu le temps de bien apprendre ma leçon. Car si j'ai longuement parlé d'une foule de choses, j'ai amené sur le tapis plus de questions que de réponses et, surtout, j'en ai dit le moins possible sur le sujet que je devais développer.



Major funds and real estate investment: U.S. experience

ROBERT F. MAGUIRE JR., of Los Angeles, is Vice-President and National Director, Mortgage and Real Estate Department, Scudder, Stevens and Clark Incorporated. During a career which has spanned almost 40 years he has had wide experience in the investment field both with public and private agencies and companies in the United States.

A great many people in Congress and in state, county and city government share with those involved in the housing industry, a deep concern over the fact that the greatest single pool of long-term funds in the United States contributes so little to our urgent nationwide needs for housing and for the employment and increased flow of revenues that depend upon the availability capital. This concern has reached such dimensions that Mr. Wright Patman, Chairman of the House of Representatives Banking and Currency Committee, introduced a bill that would have required large tax-exempt pension funds to invest a substantial portion of their assets in insured mortgage loans. Why then do pension funds in the United States, having total investable assets greater than those of all of the insurance companies in the United States combined, invest so little of their total funds in real estate?

Is it because the yields were less attractive than those available from bonds having the same risk characteristics? Obviously not. We have been making loans on buildings leased by agencies of the Federal Government that will produce yields in excess of 9 $\frac{3}{4}$ %, and others secured by credits of Moody's "A" rated corporations that will produce in excess of 10%. Clearly risk/yield characteristics, vis-a-vis bonds, do not account for this difference.

What about common stocks? Investments are available and are being produced by insurance companies as well as our own organization that combine the low risk associated with high level corporate credit, yields in the area of 9 $\frac{1}{2}$ % plus substantial participations in ownership. A common stock would probably have to show an annual average growth rate in the range of 13% to 15% per year in order to produce an equivalent investment result.

Given these circumstances, an objective observer

would be hard put it seems to me, to explain why less than 4% of the available investment capital of pension funds flowed into the real estate construction area to provide badly needed housing, badly needed employment, and the collateral benefits in terms of community problems and environment. If I am qualified to speak as an expert in these areas, it is not because I have immediate solutions to these problems, but rather because I have had a hard and intensive education over the past eight years from the individuals who, as a group, are directly responsible for this most serious situation. Who then are these people? Are they the trustees representing the various pension funds? The answer to that is an emphatic "No". I suppose that one of the most surprising lessons I have learned during the past years is that the trustees representing various types of funds, almost without exception, feel that their investment advisers should take a more active role in the field of real estate investments.

In short, it is my experience that it is the professional investment adviser and not the typical trustee who is responsible for our present situation. Our pension fund clients fall in three broad categories:

1. State, county and city employee pension and retirement systems.
2. Jointly administered funds in which the principals, both union and management, are involved directly in the construction industry.
3. Corporate pension and profit-sharing plans or organizations not directly involved in construction.

For more than eight years, the trustees representing public pension and retirement systems have been increasingly interested in investing their funds in real estate. During the past two years when both employment and tax revenues have been on the decline, many

L'expérience des fonds majeurs américains à l'égard des investissements dans les propriétés immobilières

ROBERT F. MAGUIRE JR. de Los Angeles, est vice-président et directeur national de la firme Scudder, Stevens and Clark Incorporated, nommé en 1962 à la tête de la Division des hypothèques et des propriétés immobilières. Au cours de sa carrière qui s'étend sur une période de près de 40 ans, il a acquis une vaste expérience dans le domaine des investissements auprès d'organismes publics et privés ainsi que de grandes compagnies des Etats-Unis.

Un grand nombre de personnes, à tous les paliers du gouvernement ou de l'administration publique, partagent avec celles qui sont engagées dans l'industrie de la construction une vive préoccupation du fait que le seul et le plus considérable fonds commun de capitaux à long terme aux Etats-Unis contribue si peu à répondre aux besoins urgents pour le logement et pour l'emploi et l'afflux accru de revenus qui se font sentir à l'échelle du pays et qui dépendent de la disponibilité des capitaux. Cette préoccupation a atteint de telles proportions que M. Wright Patman, président du Banking and Currency Committee de la Chambre des Représentants a présenté un projet de loi qui aurait exigé des plus importants fonds de pension présentement exempts d'impôt qu'ils investissent une partie considérable de leur avoir dans des prêts hypothécaires assurés. Pourquoi alors les fonds de pension aux Etats-Unis, qui possèdent un actif total de capitaux à investir plus considérable que celui de toutes les compagnies d'assurance des Etats-Unis réunies investissent-ils une si petite partie de ces capitaux dans la propriété immobilière?

Etait-ce parce que les rendements étaient moins intéressants que ceux qu'offraient les obligations présentant les mêmes éléments de risque? Evidemment non. Nous avons consenti des prêts sur des bâtiments loués par des organismes du gouvernement fédéral, qui produiront des rendements en excédent de 9³/₄ p. 100 et d'autres garantis par des crédits de sociétés classées "A" par Moody et qui produiront au delà de 10 p. 100. Il est clair que vis-à-vis les obligations, les caractéristiques risque/rendement ne sont pas la cause de cette différence.

Que dire des actions ordinaires? Les compagnies d'assurance, ainsi que notre propre organisation, produisent et offrent des investissements qui allient un faible risque comparable à celui qu'on associe au crédit des compagnies les mieux cotées à des rende-

ments de l'ordre de 9¹/₂ p. 100 et à une participation appréciable au droit de propriété. Une action ordinaire devrait probablement produire un taux moyen de croissance annuel de l'ordre de 13 à 15 p. 100 pour donner un résultat d'investissement équivalent.

En raison de cet état de choses, il me semble qu'un observateur objectif aurait du mal à expliquer pourquoi moins de 4 p. 100 des capitaux d'investissement disponibles des fonds de pension ont été placés dans la construction de propriétés immobilières où ils auraient servi à procurer des habitations dont le pays a tant besoin, des emplois si difficiles à obtenir en ce moment pour un grand nombre, ainsi que tous les avantages secondaires qui en résulteraient pour aider à résoudre les problèmes des collectivités et les problèmes d'environnement. Si j'ai qualité pour parler de ces sujets à titre d'expert, ce n'est pas parce que j'ai des solutions immédiates à proposer, mais plutôt parce que j'ai reçu une formation sérieuse et intense au cours des huit dernières années, de la part de personnes qui, en tant que groupe, sont directement responsables de cette très grave situation. Qui sont-elles? Sont-ce les administrateurs représentant les divers fonds de pension? La réponse à cette question est un "non" bien catégorique. Je suppose qu'une des leçons les plus surprenantes que j'ai retenues ces dernières années est que les administrateurs représentant divers genres de fonds, presque sans exception, estiment que leurs conseillers en investissements devraient jouer un rôle plus actif dans le domaine des investissements dans la propriété immobilière.

En résumé, mon expérience me révèle que c'est le conseiller professionnel en investissements et non l'administrateur lui-même qui est responsable de la situation actuelle. Les fonds de pension, qui sont nos clients, se rangent dans trois grandes catégories:

1. Les régimes de pension et les caisses de retraite des employés des Etats, des comtés et des villes.

of these clients have taken the position that investment counsel must either substantially increase the volume of funds devoted to real estate investments within their jurisdiction, or explain why not.

The Legislature of the State of Arizona, for example, enacted laws limiting mortgages that can be acquired by the system to properties located within the state. Arizona is a capital-poor state and their view is a simple one. Why should we send our funds out of State and enter into the market place in securities when our funds, if invested at home, would help to solve our housing shortage, provide badly needed employment and increase the flow of real estate taxes to the community (through the improvement of the land)? The City of San Diego city employees retirement fund takes the same view. I believe that so long as these investments qualify in terms of risk and yield and do not, to the slightest degree, deprive any employee of retirement income that he would have from any other investment media, that this is a sound policy and one in which the trustees are justified in pressing.

Clients in the second category, i.e., jointly administered pension funds for construction industry oriented corporations have equally pressing reasons. For example, the Carpenters Pension Trust for Southern California has made it very clear that their funds are to be used for forward commitments primarily in new housing. They felt that the unemployment level might increase to the level of 80% and that this could be offset in part through the use of their own funds. Their objective again, was to provide employment in the specific geographical areas from which these funds were contributed. Needless to say, the general contractors who, with the carpenters, are joint trustees to these funds, were equally enthusiastic. Again, we find a strange situation, the desires of the trustees actually restrained by the bias of their investment advisers.

The third category includes corporate-pension and sometimes profit-sharing funds for industries not directly related to the building activity itself, or to the political establishment. These might include cement companies, steel companies, producers of kitchen and bathroom hardware, lumber industry, etc. They too have a very real and obvious interest not only in the state of the economy, but in the immediate effects of a shortage of real estate investment capital. Further, the trustees for corporations of this type are generally experienced in real estate investments since their companies are directly involved in the ownership and leasing of real estate. Here again, not surprisingly, the trustees are more aggressively interested in qualified real estate invest-

ments than are the investment advisers whose dictates the trustees are forced, under the strictures of the "prudent man rule", to follow. Believe me when I say that I found this to be a strange relationship after having spent a good part of my life in qualifying and developing real estate investments for major insurance companies. If what I have to say is to contribute anything to the solution to the problem, let me emphasize that these statements are based not on my opinions, but are based on my actual experience.

In short, the trustees for every major pension fund we handle are, almost without exception, not only prepared for, but would welcome a change in the balance of their investment portfolio in favor of mortgages and away from stocks and bonds. Obviously, if the trustees responsible to the beneficiaries of a pension or profit-sharing fund are in favour of mortgages, your questions should be something along these lines — "If Maguire is right and most trustees would favor a higher percentage of mortgages and real estate investments, why then don't they simply select an investment adviser offering both real estate and securities research, or assign part of the portfolio to an investment adviser whose experience and professional capabilities are confined to stocks, bonds, direct placements, etc. and allocate the remainder to a professional real estate investment adviser?"

Here the relationship begins to get complicated. The trustees themselves are required, under the prudent man rule, to rely upon professional advice and that advice, perhaps unfortunately, extends not only to the specific investments that are made on behalf of the fund, but also as to portfolio balance. The trustee who takes an arbitrary position with respect to a particular investment either without professional advice or contrary to the opinion of his adviser, can be subject to personal liability. Consequently, these trustees who are, almost without exception, deeply concerned and desirous of increasing portfolio balance in the field of real estate find themselves in a peculiar position. Investment advisers, at least in the United States (other than banks and trust companies) must be licensed and demonstrate professional capability in the field of securities investment. They are not required to have any expertise whatever in the field of real estate, and I can tell you from my own experience that they not only abuse the privilege, but that they make almost no effort whatever to apply the same quality of research to the comparison of investment results in the field of real estate (either past or potential) that they apply in researching the relative values of bonds, common stocks, etc. What then is the essence of the problem in the U.S.? It stems solely from the fact that the investment policies of almost all ma-

2. Les caisses administrées conjointement, où le syndicat ouvrier et la direction sont intéressés directement à l'industrie de la construction.
3. Les régimes de pension et de partage des bénéfices des compagnies ou des organismes qui ne sont pas directement impliqués dans la construction.

Depuis plus de huit ans, les fiduciaires représentant les régimes de pension et les caisses de retraite des administrations publiques s'intéressent de plus en plus à l'investissement de leurs capitaux dans la propriété immobilière. Au cours des deux dernières années, alors que l'emploi et les revenus d'impôt ont été à la baisse, beaucoup de nos clients ont adopté l'attitude que les conseillers en investissements doivent ou bien augmenter considérablement le volume des capitaux affectés aux investissements dans la propriété immobilière, dans les limites de leur juridiction, ou expliquer pourquoi ils ne le font pas.

Le législateur de l'Etat de l'Arizona, par exemple, a mis en vigueur des lois restreignant aux propriétés situées dans les limites de l'Etat les prêts hypothécaires que le régime peut acquérir. L'Arizona est un état pauvre en capitaux et l'idée est simple. Pourquoi enverrions-nous nos capitaux en dehors de notre Etat et investirions-nous dans des valeurs lorsque nos fonds, s'ils étaient investis chez nous, aideraient à résoudre notre pénurie d'habitations, à procurer des emplois actuellement rares et à augmenter l'afflux d'impôts sur biens immobiliers pour la collectivité (par l'amélioration du territoire)? La caisse de retraite des employés de la ville de San Diego adopte la même attitude. Je crois qu'aussi longtemps que ces investissements présentent les mêmes caractéristiques quant au risque et au rendement et ne privent aucun employé d'un revenu qu'au moment de la retraite il recevrait de toute autre forme d'investissement, la politique précitée est légitime et les administrateurs ont tout à fait raison de la faire préconiser.

Les clients de la seconde catégorie, c'est-à-dire les fonds de pension administrés conjointement pour les corporations engagées dans l'industrie de la construction peuvent alléguer des raisons tout aussi convaincantes. Par exemple, les administrateurs du fonds de pension des charpentiers de la Californie du sud ont laissé entendre très clairement que leurs capitaux doivent être utilisés pour des placements progressifs, surtout pour la construction de nouvelles habitations. Ils étaient d'avis que le degré de chômage pourrait s'élever jusqu'à 80 p. 100 et que l'utilisation de leurs propres capitaux pourrait contre-balancer en partie cette situation. Encore une fois, leur objectif était de procurer de l'emploi dans les secteurs géographiques précis d'où provenaient les contributions à ces fonds.

Il va sans dire que les entrepreneurs généraux qui, avec les charpentiers, sont les administrateurs conjoints de ces fonds, partageaient leur enthousiasme pour cette formule. Et nous voilà de nouveau devant une étrange situation où les désirs des administrateurs sont en fait contrecarrés par les préjugés de leurs conseillers en investissements.

La troisième catégorie englobe les fonds de pension des compagnies et quelquefois les fonds de participation aux bénéfices d'industries non directement reliées à la construction elle-même, ni au régime politique établi. Il peut s'agir de compagnies de ciment, de compagnies d'acier, de fabricants de quincaillerie pour la cuisine et la salle de bain, de l'industrie du bois de construction, etc. Elles ont aussi un intérêt très réel et très évident non seulement pour l'état de l'économie, mais pour les effets immédiats d'une pénurie de capitaux d'investissement dans la propriété immobilière. De plus, les administrateurs de compagnies de ce genre ont généralement de l'expérience dans les investissements immobiliers, vu que leur compagnie est directement impliquée dans la possession et la location de propriétés immobilières. Là encore, comme on pouvait s'y attendre, les administrateurs manifestent plus d'intérêt et de combativité à l'égard des investissements valables dans la propriété immobilière que les conseillers en investissements dont ils sont forcés d'accepter les directives en raison de la rigueur des règles de prudence qu'on leur demande d'observer. Vous pouvez m'en croire lorsque je vous dis que j'ai trouvé, après avoir passé une bonne partie de ma vie à analyser et à établir des investissements dans la propriété immobilière pour le compte de grandes compagnies d'assurance, qu'il s'agissait là de rapports bien étranges. Puisque, si ce que j'ai à dire doit contribuer de quelque façon à apporter une solution au problème, je tiens à souligner que ces déclarations ne sont pas uniquement l'expression de mes opinions, mais sont fondées sur mon expérience réelle.

En résumé, les administrateurs de tous les plus importants fonds de pension dont nous avons à nous occuper sont, presque sans exception, non seulement disposés à apporter un changement à la composition de leur portefeuille d'investissements mais ils accepteraient volontiers d'y augmenter le volume des prêts hypothécaires et d'y diminuer celui des actions et des obligations.

Il est évident que, si les administrateurs qui doivent répondre de leur gestion aux bénéficiaires d'un fonds de pension ou d'un fonds de participation aux bénéfices, sont en faveur des prêts hypothécaires, vous devriez vous poser la question suivante: "Si Maguire a raison en disant que la plupart des administrateurs favoriseraient l'investissement d'un plus fort

major trust funds are dominated by individuals who are highly qualified, professionally trained securities analysts. I am afraid that many of those in attendance would take immediate issue with this position on the basis that banks and trust companies do in fact have competent and experienced real estate investment departments, and have in fact caused some of their larger funds to invest perhaps 10 to 25% in real estate. I am sure that there are exceptions here in Canada even as there are in the United States. But, these are the exceptions that in the United States bring the total contribution of pension funds to the housing industry up to 4%

It was some years before it occurred to me that there is in fact a simple solution to this whole problem that can be almost immediately effective. It merely requires that pension funds recognizing the fallibility of "experts" in any field (not excluding real estate), simply adopt the operational procedures that insurance companies have found it necessary to use. The responsibility of top management of insurance companies is, in many cases, very much like that of a trustee for a pension fund, i.e., to produce the highest return on available capital that is consistent with the safety and long-term capital requirements. They therefore, hire and train young men and women of outstanding capability in the field of securities and put some of them to work in the bond department and some in the common stock department. At the same time, they hire young men with some experience in real estate, send them to school, train them in the art and mysteries of discovering the errors produced by outside fee appraisers, teach them the economics of real estate, often through the handling of foreclosed properties, and in short, spend a great many years in both departments separately training individuals who they expect will have developed outstanding expertise in these separate fields.

In short, the president and the board who are ultimately responsible for the success of the insurance company, having selected the most capable people in each field, then come to an interesting decision, and it is in the area of this decision that pension fund programs in the United States fail. Those responsible for overall investment policy determine the portfolio balance for that insurance company. The decision is not left to the head of the real estate department, or to the head of the securities department because, the president and his board, acting through the senior finance committee, are completely aware of the fact that the individuals who deal in real estate believe sincerely and honestly that they can produce a better long-term result with mortgages than those responsible for securities, and they have the statistics to

prove it. By contrast, those responsible for the securities investments of the insurance company can prove conclusively that if they had controlled funds allocated to real estate that money could have produced better results than the mortgages. It is my own observation that the securities people tend to refer to what they "could have" done if they had the mortgage money, not what they actually did with the funds at their disposal at the time, but then that only proves my own bias and lack of objectivity. But seriously, it is at exactly that point that our pension fund programs fail and the insurance companies succeed. The insurance companies, through the senior finance committee, examine the proposals of their securities people and of their mortgage and real estate investment people against the background of their total research and make decisions as to what percentage of funds shall be devoted during the coming period (perhaps six months to one year) to securities and what percentage shall be devoted to mortgages and real estate. I have never in my experience met a man responsible for real estate investments for an insurance company who did not sincerely feel that the senior finance committee had failed to recognize the merits of the mortgages and had granted too much to the securities department and I have yet to meet an officer in charge of securities for an insurance company who did not feel with equal fervor that the senior finance committee had been short sighted in allocating anything to mortgages.

Pension funds, be they advised by professional advisory organizations, banks or trust companies, are in my experience almost totally securities oriented. I have found very few exceptions, I cannot too strongly emphasize that in those cases where a particular fund has a larger percentage of mortgages than usual that this has resulted, not from the recommendations by an investment adviser, but rather from a demand on the part of the trustees.

Is there a solution to this dilemma, and if so, what is it? I think it is a simple one. No mortgage or real estate investment adviser, however competent and experienced, should be placed in the position of advising a group of trustees as to the proportion of funds that should be divided between securities and real estate investments. Portfolio balance should not be established by people whose experience, background, training and indoctrination is unbalanced in favour of any particular field of investments, be it stocks, bonds or mortgages. An investment adviser, even with highly qualified and professional people in both fields, but, that is dominated by people whose basic indoctrination is in securities, cannot provide the unbiased and objective advice necessary to tell any client what its portfolio balance should be. That is exactly why neither the mortgage department nor the securities

pourcentage des capitaux dans les prêts hypothécaires et dans la propriété immobilière, pourquoi donc ne choisissent-ils pas simplement un conseiller en investissement offrant un service de recherches à la fois sur la propriété immobilière et sur les autres formes de valeurs, ou pourquoi ne cèdent-ils pas une partie du portefeuille à un conseiller en investissements dont l'expérience et la compétence professionnelles se limitent aux actions ordinaires, aux obligations, aux placements directs, etc., et le reste du portefeuille à un conseiller professionnel en investissements dans la propriété immobilière?"

C'est ici que le rapport commence à se compliquer. Les administrateurs eux-mêmes, en vertu des règles de prudence, doivent se fier à l'avis des professionnels et ces conseils, malheureusement peut-être, portent non seulement sur les investissements précis faits pour le compte du fonds, mais aussi sur la composition du portefeuille. L'administrateur qui adopte une attitude arbitraire à l'égard d'un investissement particulier, sans avoir obtenu d'avis professionnel, ou qui agit contrairement à l'opinion de son conseiller, peut être rendu personnellement responsable. En conséquence, ces administrateurs qui sont, presque sans exception, sérieusement préoccupés et désireux d'accroître la composition de leur portefeuille dans le domaine de la propriété immobilière se trouvent dans une situation délicate. Les conseillers en placements, au moins aux Etats-Unis (autres que les banques et les compagnies de fiducie) doivent être détenteurs d'un permis et faire preuve de compétence professionnelle dans le domaine des investissements dans les valeurs. Aucune connaissance technique dans le domaine de la propriété immobilière n'est requise d'eux, et je puis vous affirmer, par expérience, que non seulement ils abusent de ce privilège, mais qu'ils ne font à peu près aucun effort pour faire des recherches aussi sérieuses sur la valeur relative des résultats (passés ou possibles) des investissements dans la propriété immobilière que celles qu'ils font pour établir la valeur relative des obligations, des actions ordinaires, etc.

Quelle est donc l'essence du problème aux Etats-Unis? Ce problème résulte uniquement du fait que les politiques d'investissement de presque tous les principaux fonds fiduciaires de pension sont dominées par des personnes qui sont des analystes de valeurs hautement qualifiés. Je crains qu'un bon nombre des personnes ici présentes se formaliseraient de cette assertion du fait que les banques et les compagnies de fiducie sont dotées en réalité de départements d'investissements en propriété immobilière dont la compétence et l'expérience ne sont pas à discuter et ces départements ont, en fait, convaincu leurs plus gros fonds d'investir probablement de 10 à 25 p. 100 dans la propriété immobilière. Je suis certain qu'il y a des

exceptions ici, au Canada, comme il y en a aux Etats-Unis, mais ce sont ces exceptions qui, chez nous, portent jusqu'à 4 p. 100 la contribution totale des fonds de pension à l'industrie de l'habitation.

Il m'a fallu un certain nombre d'années avant de me rendre compte qu'il existe en réalité une solution simple à l'ensemble de ce problème, solution qui peut être presque immédiatement efficace. Elle exige seulement que les fonds de pension, reconnaissant la failibilité "des experts", dans n'importe quel domaine, (sans exclure la propriété immobilière), adoptent simplement les méthodes de fonctionnement que les compagnies d'assurance ont jugé nécessaire d'employer. La responsabilité de la direction supérieure des compagnies d'assurance est, dans bien des cas, très semblable à celle d'un administrateur de fonds de pension, c'est-à-dire qu'il doit produire le revenu le plus élevé possible avec le capital dont il dispose tout en tenant compte des exigences visant à la sécurité et relatives aux capitaux à longue échéance. Ils engagent donc et forment de jeunes collaborateurs d'une compétence remarquable dans le domaine des valeurs et en emploient un certain nombre dans le département des obligations et d'autres dans le département des actions ordinaires. En même temps, ils engagent des jeunes gens possédant une certaine expérience dans la propriété immobilière, leur font suivre des cours, les initient dans l'art et aux mystères qui leur permettent de découvrir les erreurs commises par les évaluateurs de l'extérieur, leur enseignent les aspects économiques de la propriété immobilière, souvent en leur confiant la gestion de propriétés qu'ils ont dû saisir, et, en résumé, s'emploient durant plusieurs années à former séparément, dans les deux départements, des personnes qui, ils l'espèrent, auront acquis des connaissances techniques remarquables dans ces trois domaines distincts.

En somme, le président et le conseil d'administration qui sont finalement responsables du succès de la compagnie d'assurance, une fois qu'ils ont choisi les hommes les plus compétents dans chaque domaine, en viennent à une décision intéressante et c'est précisément à l'égard de cette décision que les programmes des fonds de pension aux Etats-Unis font défaut. Les responsables de la politique d'ensemble des investissements déterminent la composition du portefeuille de cette compagnie d'assurance. Ce n'est pas le chef du département de la propriété immobilière qui prend cette décision, ni le chef du département des valeurs, parce que le président et son conseil d'administration, par l'entremise du comité supérieur des finances, sont tout à fait conscients du fait que les personnes chargées des transactions immobilières croient sincèrement et honnêtement qu'elles peuvent produire un résultat plus avantageux à long terme grâce à des

department determine portfolio balance for an insurance company. How then can pension fund trustees go forward on a sound real estate investment program. I believe that there is an urgent need in the U.S. for a new type of investment adviser. I am thinking of a group that might be composed of two or three retired presidents of insurance companies who have had to deal with this problem all of their lives. Perhaps a couple of experienced actuaries and accountants, their sole purpose would be to analyze the total portfolio of trustee pension funds at semi-annual intervals and to make recommendations to the trustees as to the balance between securities and mortgages that they would recommend. Now examine the position of the trustees.

1. They have followed the prudent man rule to the letter.
2. They are making an investment decision as to portfolio balance after having the advice of people who have been responsible for decisions in the area for many years.
3. They can then, in good conscience, assign a proportion of the portfolio to their securities investment adviser and assign the remainder to a professional adviser in the field of real estate investments.

I have also been asked to touch upon some of the investments we have developed for our clients that have bond characteristics in terms of risk, yield characteristics superior to equivalent bonds, kickers or sweeteners providing offsets against declining purchasing power or inflation, etc. inflation, etc.

By way of background, let me say that it is common knowledge in the United States that those investments offering the highest yields and the best characteristics in terms of yield and inflation protection require substantial sums of capital. For example, many small insurance companies and savings and loan associations presently compete for high quality loans up to \$1.5 million, as a rough figure. As the investments reach higher figures, the S & Ls and smaller insurance companies drop out and the developer seeking financing finds that he is now in the "big leagues" in which major insurance companies will become interested only if they can act as both developers owning part of the equity and lender providing mortgage funds at a high rate. These insurance companies are interested as are private individuals in tax shelter and therefore ownership of depreciable assets is important. It is in this area that the tax exempt pension fund has a very real advantage. Since it seeks no tax shelter, its ownership can be confined to the non-depreciable asset, the land. It can make a leasehold mortgage

(thereby depriving the developers of none of their tax shelter) and at the same time, derive some inflation protection from participations in gross income in the form of ground rent. In these types of situations, the capability of funding real estate investments from \$5 million up places pension funds in the position of getting a cash yield higher than that of the insurance company since the developer will have lost none of his tax shelter through sharing ownership in the depreciable property.

Most pension funds in the U.S. have limitations preventing them from investing more than 2% to 5% in any one investment. Obviously there are few pension funds that could make these loans by themselves. We have developed a device wherein major banks, in their capacity as trustees, will issue certificates of beneficial interest to a large group of pension funds in investments of this type. For example, we have just closed an investment of \$16,750,000 in which a major bank has created two trusts, a land investment trust and a mortgage investment trust and has issued certificates of beneficial interest in each trust. Seventeen clients of SS&C have participated in this transaction, the smallest with a \$50,000 investment and several at the \$3 million level. Some of the pension funds exchanged corporate bonds for ownership in the land; others purchasing for cash. The ground lessee was the holding corporation for a major utility company whose credit was equivalent to that of the bonds exchanged for ownership. The price of the land was \$3,250,000 against a market value of \$4.5 million and the bonds exchanged had a market value of \$3,250,000 and a par value of \$4.5 million. The utility holding company had the right to repurchase the land after 12 years at a price of \$4.5 million. The pension funds then made a loan of \$13.5 million to finance 1150 apartment units to be constructed on the land. The borrowers were wholly owned subsidiary of the utility company and a successful developer operating more than 10,000 similar units. The pension funds acquired fixed ground rent equal to 12% on the bonds at market and as additional ground rent receive 25% of all gross income above the 3,300,000 schedules. An insurance company would have required an ownership position in the depreciable assets thus depriving the developing group of a portion of their tax shelter.

A similar trust will be formed for the ownership of a new IRS Data Processing Centre to be located in Fresno, California. The property will be leased by the federal government for a long term of years and the pension fund participants will have absolute ownership, the developers having no right to repurchase under any condition. The cash flow will average 11.4% per year which will return all invested capital

investissements dans des prêts hypothécaires que ceux qui ont à administrer d'autres genres de valeurs et ils ont des statistiques pour le prouver. Par contraste, ceux qui ont la responsabilité des investissements de la compagnie d'assurance dans les autres formes de valeurs sont en mesure de prouver d'une façon concluante que, s'ils avaient pu disposer des capitaux attribués à la propriété immobilière, cet argent aurait pu produire de meilleurs résultats que les prêts hypothécaires. J'ai observé pour ma part que les personnes chargées d'administrer les autres titres ont tendance à faire mention de ce qu'elles auraient pu faire si elles avaient disposé des capitaux hypothécaires et non de ce qu'elles ont réellement fait des capitaux mis à leur disposition à ce moment-là; mais cela ne prouve qu'une chose: mon propre parti pris et mon manque d'objectivité. Sérieusement, toutefois, je suis convaincu que c'est précisément à ce niveau de décision que nos programmes de fonds de pension font défaut et que les compagnies d'assurance connaissent du succès.

Les compagnies d'assurance, par l'entremise de leur comité supérieur des finances examinent les projets de leurs administrateurs de valeurs ainsi que de leurs administrateurs de prêts hypothécaires et de propriétés immobilières, s'appuyant sur le dossier complet de toutes les recherches qui ont été faites; ces messieurs prennent alors des décisions relatives au pourcentage des capitaux qui doit être affecté, au cours de la période suivante (six mois à un an), à des investissements dans des valeurs ou titres et à celui qui doit être affecté aux prêts hypothécaires et aux propriétés immobilières. Durant toute ma carrière, je n'ai jamais connu un seul homme chargé des investissements dans la propriété immobilière pour le compte d'une compagnie d'assurance qui ne croyait pas sincèrement que le comité supérieur des finances n'avait pas reconnu les mérites des prêts hypothécaires et avait accordé trop d'argent au département chargé d'investir dans d'autres valeurs; je n'ai pas non plus rencontré encore un seul responsable des valeurs pour le compte d'une compagnie d'assurance qui ne croyait pas avec autant de ferveur que le comité supérieur des finances avait manqué de prévoyance en attribuant des fonds pour les prêts hypothécaires.

Les fonds de pension, qu'ils soient conseillés par des organismes d'experts professionnels, des banques ou des compagnies de fiducie sont, d'après mon expérience, presque totalement portés, à de très rares exceptions près, vers les titres. Je ne puis trop insister sur le fait que, dans les cas où un fonds particulier détient un plus fort pourcentage de titres hypothécaires que les autres compagnies du même genre, cet état de choses est survenu non pas à cause des recommandations du conseiller en placements mais plutôt

à cause de la demande et de l'insistance des administrateurs.

Existe-t-il une solution à ce dilemme et, dans l'affirmative, quelle est-elle?

Je crois que la solution est toute simple. Il ne faudrait pas qu'un conseiller en investissements dans des prêts hypothécaires ou dans des propriétés immobilières, quelles que soient sa compétence et son expérience, ait à conseiller un groupe d'administrateurs sur la proportion des capitaux qui doit être répartie entre les investissements dans les titres et les investissements dans la propriété immobilière. Il ne faudrait pas que la composition du portefeuille soit déterminée par des personnes dont l'expérience, les antécédents, la formation et l'endoctrinement les dirigent vers un domaine particulier des investissements, qu'il s'agisse d'actions ordinaires, d'obligations ou de prêts hypothécaires. Un conseiller en investissements, ayant à son service des personnes hautement qualifiées et des professionnels dans les deux domaines, mais qui est dominé par des personnes dont l'endoctrinement fondamental porte surtout sur les titres, ne peut pas donner des avis objectifs et dénués de parti pris à son client lorsqu'il lui indique en quoi devrait consister la composition de son portefeuille. Voilà exactement pourquoi, au sein d'une compagnie d'assurance, ni le département des prêts hypothécaires, ni le département des titres ne décidait de la composition du portefeuille. Comment, alors, les administrateurs d'un fonds de pension peuvent-ils s'engager dans un programme sûr d'investissements dans la propriété immobilière? Je crois qu'il y a en ce moment aux Etats-Unis le besoin pressant d'un nouveau genre de conseiller en investissements. Je pense à un groupe qui pourrait être composé de deux ou trois présidents de compagnies d'assurance, à leur retraite, qui ont eu à faire face à ce problème pendant toute leur vie.

Peut-être pourrait-on ajouter à ce groupe quelques actuaires et comptables d'expérience dont la seule fonction serait d'analyser le portefeuille total des fonds fiduciaires de pension à chaque semestre et de faire des recommandations aux administrateurs quant à la répartition des capitaux qui leur paraît la plus appropriée entre les titres et les prêts hypothécaires. Examinez maintenant la position des administrateurs:

¹⁰ Ils ont observé à la lettre toutes les règles de prudence.

²⁰ Ils prennent une décision relative aux investissements et à la composition du portefeuille, après avoir obtenu l'avis de personnes qui ont eu elles-mêmes à assumer la responsabilité des décisions prises dans ce domaine pendant bon nombre d'années.

³⁰ Ils peuvent alors, en toute conscience, attribuer

plus interest at the rate of $9\frac{3}{4}\%$ by the end of the 19th lease year and leave the pension fund with the ownership of the project. The investment will be \$17 million and there will probably be on the order of 30 pension fund participants.

I think these cases demonstrate the advantages to the pension fund beneficiaries as well as to the community, of placing the trustees in the position of being able to approve the allocation of investable funds to real estate investments. There is nothing particularly

original in these two programs. Indeed Mr. R. T. Ryan, Vice President of Mortgage Insurance Company of Canada has recently published an article in the Real Estate Investor describing various techniques whereby Canadian insurance companies are providing themselves with inflation protection. There is no reason whatever why pension funds cannot participate in these higher yields with risks secured by credits such as those afforded by the IRS or Public Utility Company.



une portion du portefeuille à leur conseiller en investissements dans les titres et remettre le reste à un conseiller professionnel dans le domaine des investissements dans la propriété immobilière.

On m'a aussi demandé de vous entretenir de certaines formes d'investissements que nous avons établies pour nos clients et qui présentent certaines caractéristiques propres aux obligations en ce qui concerne le risque, des caractéristiques de rendement supérieures à celles des obligations de valeur équivalente, des avantages particuliers qui permettent de compenser le pouvoir d'achat en déclin ou l'inflation, etc.

A titre d'information supplémentaire, je tiens à dire qu'il est bien connu aux Etats-Unis que les investissements qui offrent les taux les plus élevés de rendement et présentent les caractéristiques les plus favorables en ce qui concerne le rendement et la protection contre l'inflation exigent des capitaux considérables. Par exemple, bon nombre de petites compagnies d'assurance et de petites compagnies d'épargnes et de prêts se font présentement concurrence pour détenir des prêts de haute qualité d'une valeur s'élevant approximativement jusqu'à 1.5 million de dollars. A mesure que les investissements atteignent des chiffres plus élevés, toutes ces compagnies abandonnent la partie et l'entrepreneur général qui a besoin d'un mode de financement constate qu'il se retrouve dans ce qu'on appelle les "Ligues majeures" où les grandes compagnies d'assurance ne s'intéresseront à lui que si elles peuvent agir à la fois comme entrepreneur possédant une partie de la mise de fonds et comme prêteur fournissant les capitaux hypothécaires à un taux d'intérêt fort élevé. Ces compagnies d'assurance sont intéressées, tout comme certains particuliers, à s'exempter des impôts, et, en conséquence, la possession d'un avoir sujet à la dépréciation devient très importante. C'est dans ce domaine que le fonds de pension exempt d'impôts possède un avantage très réel. Vu qu'il n'a pas à se préoccuper de s'exempter des impôts, il peut se limiter à posséder un actif non dépréciable, c'est-à-dire le terrain. Il peut consentir un prêt hypothécaire sur une propriété faisant l'objet d'un bail emphytéotique (ne privant ainsi les entrepreneurs généraux d'aucune de leurs exemptions d'impôts) et, en même temps, obtenir une certaine protection contre l'inflation grâce à des participations au revenu brut sous forme de loyer du terrain. Dans ce genre de situation, la capacité d'investir des fonds de l'ordre de \$5 millions et plus dans la propriété immobilière, place les fonds de pension dans une situation qui leur permet d'en retirer un rendement comptant plus élevé que celui d'une compagnie d'assurance puisque l'entrepreneur général ne perd aucune de ses exemptions d'impôt dans le partage de la possession d'un bien immobilier sujet à la dépréciation.

La plupart des fonds de pension aux Etats-Unis sont soumis à des restrictions qui les empêchent d'investir plus de 2 à 5 p. 100 en une seule opération. Il est évident qu'il n'y a que très peu de fonds de pension qui pourraient consentir ces prêts tout seuls. Nous avons établi un système suivant lequel les grandes banques, à titre de fiduciaires, émettent des certificats de droit d'usufruit à un groupe important de fonds de pension dans des investissements de ce genre. Par exemple, nous avons tout récemment conclu un investissement de \$16,750,000 où une grande banque a créé deux trusts, soit un trust d'investissement dans du terrain et un trust d'investissement hypothécaire et a émis des certificats de droit d'usufruit dans chaque trust. Dix-sept clients de SS&C ont participé à cette transaction, le plus petit avec un investissement de \$50,000 et plusieurs autres avec des investissements de \$3 millions de dollars.

Certains fonds de pension ont échangé des obligations de compagnies pour la possession de terrain; d'autres en ont acheté au comptant. Le locataire du terrain était la compagnie subsidiaire indépendante d'une grande compagnie d'utilités publiques dont le crédit était équivalent à celui des obligations échangées pour obtenir la possession du terrain. Le prix du terrain était de \$3,250,000 contre une valeur marchande de \$4.5 millions et les obligations échangées avaient une valeur marchande de \$3,250,000 et une valeur au pair de \$4.5 millions. La compagnie subsidiaire avait le droit de racheter le terrain après 12 ans, au prix de \$4.5 millions de dollars. Les fonds de pension ont alors consenti un prêt de \$13.5 millions pour financer la construction de 1150 appartements sur ce terrain. Les emprunteurs étaient la compagnie subsidiaire indépendante de la compagnie d'utilités publiques et un entrepreneur général qui administrait déjà plus de 10,000 unités d'habitation semblables. Les fonds de pension reçoivent un loyer fixe foncier, équivalant à un rendement de 12 p. 100 sur la valeur des obligations au prix du marché et à titre de loyer supplémentaire foncier, 25 p. 100 de tout le revenu brut en excédent de \$3,300,000. Une compagnie d'assurance aurait exigé un droit de propriété de l'avoir sujet à la dépréciation, ce qui aurait privé le groupe des entrepreneurs d'une partie de l'avoir leur fournissant l'exemption d'impôts.

Un trust semblable sera formé pour la possession d'un nouveau centre d'exploitation des données IRS qui sera situé à Fresno, en Californie. Le gouvernement fédéral louera la propriété par bail à long terme et les fonds de pension participants en auront l'absolue propriété, les entrepreneurs généraux n'ayant aucun droit de rachat à aucune condition. La rentrée nette de fonds s'établira à 11.4 p. 100 en moyenne chaque année, ce qui équivaldra à tout le capital investi plus

Voir page 70 - M. Maguire



Counseling Pension Assets

CARL H. OTTO is Vice-President and Director, Fry Investment Management Limited, Montreal. He is a member of the Institute of Chartered Financial Analysts, the National Foundation of Health, Welfare and Pension Plans and the Canadian Pension Conference. He is also a delegate of the Financial Analysts Federation.

My remarks today concern the functions of investment counsel in pension fund management, and also the role of mortgages in pension fund investing. By the way, when I refer to trustees I mean the individual trustees for the corporate pension plan. And when I refer to investment counsel, I am talking not just of our group of independent investment counselors, but also of the officers in the life insurance companies who run their segregated trust funds and their pension fund, and to the investment managers in the trust companies who act as portfolio managers and investment consultants to the pension industry.

Before we look at the functions of counselors, I think we should touch briefly on the tremendous challenges which lie ahead for the pension industry. In this regard I want to draw your attention to an excellent paper which appeared last year in the Harvard Business Review, entitled "Trends in Employment Benefits into 1985". Among other things, the paper discusses the change in benefit formulas, the likely change in earnings assumptions, the appearance of cost-of-living clauses in pension plans, and the tendency towards including pension issues in reaching agreement between employers and employees. I feel we can sum up these challenges by stating that, if anything, our present assumptions regarding future liabilities may turn out to be deficient in the face of trends which are already beginning to appear. We shall have to work assets a little bit harder to meet the challenge of the future. By saying that, I am treading on somebody else's territory and I am very reluctant to do that because I haven't got the competence. Unlike a corporation where liabilities are designed to accord with the structure of the assets, in the case of a pension plan the assets have to be structured to meet the liabilities. Our responsibility as investment counselors is that of the assets, but it is essential that we fully

understand and appreciate the responsibility of the actuaries on the liabilities side.

This brings me to the functions of investment counsel. Usually we think of an investment counselor as a securities fellow who just runs the hell out of a portfolio! Actually there are three functions; there is the function related to the total fund; there is the function related to the total assets, and there is the function related to the securities portfolio. Admittedly, in terms of time allocation, the latter one is most demanding for the investment counselor.

When it comes to the total fund, I feel the trustees should consult investment counselors on the organization of the fund, the establishment of rate of return objectives, the kind of quality controls to build in, and the question of employing independent managers or managing certain assets internally. Instead of farming out the fund to similar institutions with the same terms of reference, the trustees should establish clear-cut terms of reference for each component part of the fund. Finally, attention should be paid to the counsel's advice to hold regular meetings. It might be sufficient to hold these meetings only every six months to bring together the various parties involved — the actuary, the investment counsel, the legal counsel, the administrator, the trustees and so on — but they should not be bypassed.

The second function of counseling concerns total assets. Here we are talking about the structure of the assets and the direction of the cash flow, as well as valuation methods and rates of return. I am sometimes perturbed to see how little thought is given to the planning of the overall structure of the assets as compared to the time and effort spent on managing and supervising the components of these assets. The investment counsel may have valuable contributions to make in arriving at an appropriate asset structure. When this has been done, it is then possible to step

La fonction de conseiller de fonds de pension

CARL H. OTTO est vice-président et directeur de Fry Investment Management Limited à Montréal. Il est membre de l'Institute of Chartered Financial Analysts, de la National Foundation of Health, Welfare and Pension Plans ainsi que de la Canadian Pension Conference. Il est également un délégué de la Financial Analysts Federation.

Ce que j'ai à vous dire aujourd'hui portera surtout sur les fonctions d'un conseiller en investissements dans la gestion d'un fonds de pension ainsi que le rôle que les valeurs hypothécaires doivent y jouer. En passant, lorsque je parle d'administrateurs, je veux désigner les administrateurs particuliers d'un régime de pension de compagnie. Et lorsque je parle d'un conseiller en investissements, je ne désigne pas seulement notre propre groupe de conseillers indépendants en investissements, mais aussi tous les cadres supérieurs des compagnies d'assurance-vie qui ont à administrer leurs fonds de fiducie indépendants et leur fonds de pension et des directeurs d'investissements des compagnies de fiducie, qui jouent le rôle d'administrateur de portefeuille et de conseiller en investissements auprès de l'industrie des Caisses de retraite.

Avant de passer à l'examen des fonctions du conseiller, je crois que nous devrions rappeler brièvement les énormes défis auxquels devra répondre l'industrie des Caisses de retraite. A ce sujet, je veux vous signaler un excellent article, publié l'an dernier dans le *Harvard Business Review* et intitulé "Trends in Employment Benefits into 1985". L'auteur y traite du changement dans les formules de bénéfice, du changement probable dans les prévisions relatives aux salaires, de l'importance de plus en plus grande que prennent les clauses relatives au coût de la vie dans les régimes de pension, des tendances à inclure la question des prestations de pension dans les négociations entre employeurs et employés. Je crois que nous pouvons résumer ces défis en disant que, pour le moins, nos prévisions actuelles concernant les engagements futurs pourraient bien s'avérer insuffisantes dans le contexte des tendances qui commencent déjà à apparaître. Nous devons faire fructifier notre actif un peu plus pour relever le défi de l'avenir.

En disant cela, j'empiète sur le territoire de quelqu'un d'autre et je le fais avec beaucoup d'hésitation parce que je ne m'en reconnais pas la compétence.

Contrairement à une compagnie où les passifs sont établis conformément à la composition des actifs, dans le cas d'un régime de retraite, il faut que la composition des actifs soit établie pour répondre aux exigences des passifs. Notre responsabilité en tant que conseillers en investissements est celle des actifs mais il est essentiel que nous comprenions et apprécions bien la responsabilité des actuaires à l'égard des passifs.

Cela m'amène aux fonctions du conseiller. Nous nous représentons habituellement un conseiller en investissements comme un préposé aux valeurs qui ne cesse de spéculer avec les titres qu'il détient au portefeuille! En réalité, ce conseiller a trois fonctions; la fonction en rapport avec la totalité du fonds; la fonction en rapport avec la totalité des actifs; et la fonction en rapport avec le portefeuille de valeurs. Il faut admettre qu'en ce qui concerne son emploi du temps, la dernière fonction est celle qui en exige le plus.

Lorsqu'il s'agit de la totalité du fonds, je suis d'avis que les administrateurs devraient consulter des conseillers en investissements sur la façon d'organiser le fonds, de déterminer les objectifs de taux de rendement, la sorte de contrôle de qualité à intégrer dans le programme et la question d'employer des administrateurs indépendants ou d'administrer certains actifs eux-mêmes. Au lieu de répartir la gestion du fonds entre des institutions semblables ayant les mêmes attributions, les administrateurs devraient établir des attributions très précises pour chaque élément du fonds.

Enfin, il faudrait s'en remettre aux avis du conseiller pour la tenue de réunions régulières. Il se peut qu'il soit suffisant de tenir ces réunions tous les six mois afin de réunir les diverses parties en cause, soit l'actuaire, le conseiller en investissements, le conseiller juridique, l'administrateur, les fiduciaires, etc. . . . mais elles devraient avoir lieu.

down to the lower level and establish the terms of reference for the portfolio managers, or the real estate or the mortgage managers, in order to achieve the desired goal. The same applies to cash flow; one should retain counsel and utilize all the intelligence available to determine an active cash flow policy under prevailing conditions, rather than merely referring to committee meetings held back in 1963 when it was decided that 30% of cash flow would go regularly into mortgages and 25% into bonds and 45% into stocks because some fellow just assumed that was a good ratio. It would make far more sense if the direction of cash flow were established as a deliberate allocation to be reviewed each quarter. There are times, perhaps, to leave the bond market alone completely and there may be times even the stock market should be avoided. I do not think it will work out that radically, but certainly there are times to emphasize one sector over the other.

I feel we, as investment counselors, are to be blamed for not really seeking to give this kind of advice to funds. And this has been a grave mistake because where else would trustees get guidance, where else would they have a sounding board where they can try to arrive at rational decisions on cash allocations as to structure?

I think that investment counsel should also be more willing to assist the actuaries in their very difficult task of asset valuation. Only by an exchange of views will different methods be considered which can be of ultimate benefit to the pension fund.

Finally we come to the guts of the investment counseling business — portfolio management. I will be very brief because it is not the subject of today's meeting, but I want to reiterate the necessity of having clear-cut terms of reference given to the portfolio manager. If these are not provided there is no way of evaluating his performance and there is no way of tying these assets into the overall structure. These terms of reference should include some yardstick as to the risks, that is the kind of variability of return the fund is prepared to accept. Assignments such as "here is \$5 million with a 12% cash flow; try to get the best return out of it", are just not good enough; particularly not in a time when we have the quantitative tools at our disposal to clearly define both return and volatility objectives.

Let us now take a look at the role of mortgages in pension fund investing. There are three important points that concern us and they are interlocking. Firstly, there is the level of return; secondly, the predictability of return; and thirdly, the volatility of return.

The level of return is easy to look at, and easy to compare with other levels. It is the absolute level. We know that at this juncture it is 10% plus on a multi-

family, NHA-insured mortgage and 9⁵/₈% on a single-family house, and we know these rates are superior to coupon rates available in the current bond market.

The predictability of return is something quite different. In a mortgage, you can forecast the level of return with 90% or even 99% probability. I think we all agree that the same forecast on the level of return from stocks could not be made with the same degree of probability. As a matter of fact, it appears to me that if you attach probability to the two returns you would have to be sure that your stock return would be in excess of 13¹/₂% compounded over a comparable time period in order to be equal to a 10% return on an NHA-insured mortgage. I believe this is a very important point to consider.

The argument for mortgages becomes clearer and even more convincing when the third aspect, the volatility of the return, is considered. Let us assume that the predictability is obvious. Your total return is assured. But is it constant or is there to be a series of wide fluctuations which will ultimately provide the same return over a given period? I would like to recommend to you an article in the December issue of the Financial Analysts Journal written by the President and Chief Executive Officer of the Wellington Group which has about \$3 billion under administration. He quite clearly and quantitatively establishes that there is a relationship between overall return and volatility of return. If, for instance, you are shooting for a 10¹/₂% or 10% return in a securities portfolio, you have to put up with a volatility of that return which is many times the volatility of the return from a mortgage. I do not want to go deeper into it as long as we are quite clear that it is not a matter of judgment, but a matter of pure investment common sense that mortgages at current rates make eminent investment sense.

An argument often raised against mortgages concerns their lack of liquidity and of marketability. These factors are not identical and I would like to differentiate between them. There is, as we all know, a built-in liquidity in mortgages over their life because of the character of the blended payments. The degree of liquidity steadily increases as capital repayments become larger towards the end of the term of the mortgage. In my opinion, this feature ties in very well with the requirements of a pension plan.

I hope there are some actuaries present to correct the figures I am using as examples but I think that 10 years ago annual withdrawals from pension plans accounted for 12%-15% of contributions. This percentage has been creeping up and it may now be running at 20%-25%. I am not suggesting that there is a net outflow in sight but there is no denying that

La seconde fonction du conseiller se rapporte au total des actifs. Par là, nous voulons désigner la structure ou la composition de ces actifs — la direction que prennent les disponibilités de capitaux ainsi que les méthodes d'évaluation et les taux de rendement. Je suis quelquefois troublé de constater le peu d'attention que l'on accorde à la planification de la composition globale des actifs par rapport au temps et aux efforts accordés à la gestion et à la surveillance des éléments qui composent ces actifs. Le conseiller en investissements peut jouer un rôle très utile et contribuer d'une façon appréciable à une composition judicieuse des actifs. Une fois que cela est fait, il est possible alors de définir les attributions des administrateurs du portefeuille, ou encore du directeur du département de la propriété immobilière ou du département des valeurs hypothécaires, afin d'atteindre le but visé. Il en est de même en ce qui concerne les mouvements de fonds: on devrait retenir les services d'un conseiller et mettre à contribution tous les cerveaux disponibles pour établir une politique active de mouvements de fonds dans le contexte des conditions courantes, plutôt que de se référer à des réunions de comités tenues en 1963 où il avait été décidé que 30 p. 100 des capitaux disponibles serait investi dans des prêts hypothécaires, 25 p. 100 dans des obligations et 40 p. 100 dans des actions ordinaires parce que quelqu'un avait tout simplement supposé que c'était là une bonne répartition.

Il serait beaucoup plus sensé d'établir la répartition des capitaux disponibles d'une façon méthodique qui pourrait être révisée chaque trimestre. Il y a sans doute des moments où il ne faut pas toucher au marché des obligations et d'autres où il ne faut même pas s'intéresser au marché des actions. Je ne crois pas que cela se produise d'une façon aussi radicale, mais il est certain qu'il y a des moments où il faut accorder plus d'importance à un secteur qu'à l'autre.

Je crois que nous, les conseillers en investissements, sommes à blâmer de ne pas réellement chercher à donner cette sorte de conseil aux fonds qui retiennent nos services. Et cela a constitué une grave erreur, car de qui les administrateurs pourraient-ils obtenir des avis si ce n'est de nous? Où pourraient-ils trouver ailleurs un milieu de consultation et de réflexion où ils pourraient essayer d'en arriver à des décisions rationnelles sur la façon de structurer l'affectation des capitaux disponibles?

Je crois que le conseiller en investissements devrait aussi être disposé à aider les actuaires à évaluer les actifs, ce qui est une tâche très difficile. Ce n'est que par un échange d'idées qu'il sera possible d'examiner à fond diverses méthodes qui profiteront ultimement au fonds de pension.

Enfin, nous arrivons à l'essence même de l'occupation de conseiller en investissements: l'administration

du portefeuille. Je serai très bref parce que ce n'est pas le sujet de la conférence d'aujourd'hui, mais je tiens à insister sur la nécessité de donner des attributions très précises à l'administrateur du portefeuille. Si on n'apporte pas cette précision, il est impossible d'évaluer son rendement et on ne peut relier ces actifs à la composition globale. Ces attributions devraient certainement indiquer une certaine unité de comparaison quant au risque — à savoir le degré de jeu quant au rendement que le fonds en cause est disposé à accepter. Il ne suffit pas de lui dire: "Voilà 5 millions de dollars avec une rentrée de fonds de 12 p. 100; essayez d'en tirer le meilleur parti possible"; particulièrement à une époque où nous avons à notre disposition les moyens quantitatifs pour définir clairement les normes de rendement et d'instabilité.

Examinons maintenant le rôle des titres hypothécaires, du point de vue des investissements des fonds de pension. Il y a trois points importants qui nous préoccupent et qui se rattachent les uns aux autres. En premier lieu, il y a le niveau de rendement; en second lieu, la facilité de prédire le rendement et en troisième lieu, l'instabilité du rendement. Le niveau du rendement est facile à examiner et facile à comparer à d'autres niveaux. Il s'agit du niveau absolu. Nous savons qu'aujourd'hui il est de 10 p. 100 et plus dans le cas d'un prêt hypothécaire assuré aux termes de la LNH et consenti pour un bâtiment multifamilial. Nous savons qu'il est de 9 5/8 p. 100 dans le cas d'une maison unifamiliale et nous savons également que ces taux sont supérieurs aux taux des coupons que l'on peut obtenir sur le marché courant des obligations.

La facilité de prédire le rendement de ces valeurs est une toute autre chose. Dans le cas d'un prêt hypothécaire, vous pouvez dire avec 90 ou même 99 p. 100 de probabilité ce que sera votre revenu. Je crois que vous conviendrez que la même prévision à l'égard du revenu provenant de vos actions ne serait pas possible, avec le même degré de probabilité. En réalité, il me semble que si vous envisagez ces deux formes de revenus selon la probabilité, vous devriez être certains que votre revenu provenant d'actions dépasserait 13 1/2 p. 100 composé au cours d'une période de temps comparable, afin d'égaliser un revenu de 10 p. 100 provenant d'un prêt hypothécaire assuré aux termes de la LNH. Je crois que c'est là un point très important dont il faut tenir compte.

L'argument en faveur des prêts hypothécaires devient encore plus facile à démontrer et plus convaincant lorsque vous envisagez le troisième aspect, qui est l'instabilité du revenu. Supposons qu'il soit facile de prédire ce que sera votre rendement. Votre revenu total est assuré. Il reste à vous demander si ce sera un revenu qui sera constant ou qui résultera d'une série de fluctuations assez importantes donnant quand même un rendement égal au cours d'une certaine

this trend has been taking place in Canada. I suggest that we, as prudent investment managers, must recognize the trend and build some liquidity into a long-range investment plan.

As to marketability, there is virtually no secondary mortgage market in Canada. However, I do not believe one should be concerned with the marketability of only a segment of the fund's assets. I think the proper approach is to determine what may be the liquidity requirements of the pension plan. For example, what kind of employee turnover experience is there, and can any change in the outflow be foreseen. Once this question can be answered an overall marketability standard can be set. To illustrate, if we were to place 30% of a fund in mortgages we would compensate for their lack of marketability by increasing that of the other assets. In the fixed income sector of the portfolio, we would have nothing but highly marketable Canadas and Provincials with perhaps a few highly marketable corporate bonds. In other words the function of the bond portfolio would become entirely different; it would be no longer a maximum income center but a marketable sector with a satisfactory rate of income. This would provide the degree of flexibility which is necessary to take advantage of major changes in financial markets or unforeseen cash requirements by the fund. In other words if the rate of return criterion is met by mortgages, we are satisfied with a lower return from bonds in the interest of preserving marketability.

With your permission, Mr. Chairman, I would like to discuss very briefly the limited use of mortgages in Canadian trustee pension plans, and finally I would like to offer a few suggestions although this may be considered rather presumptuous on my part as I am not a mortgage expert.

I think first of all that there is a great lack of understanding of mortgages and I fully subscribe to what Mr. McGuire has said today particularly with regard to us as security analysts. We just do not bother to understand what real estate and mortgage investments are all about. The second reason why I feel that mortgages have not penetrated pension funds more successfully is the tremendous pressure fund managers and trustees are exposed to from investment dealers in the marketing of bonds and equities. The investment industry operates on a commission basis and its members are highly motivated to make concerted marketing efforts. In contrast, portfolio managers rarely receive offerings of mortgages.

A third deterrent is our fee structure, and here I am referring particularly to investment counselors as narrowly defined. At present our fees are based on the value of the portfolio managed. Perhaps this is wrong and our fees should be a combination of the

value of the portfolio managed and of the total assets counseled.

The fourth deterrent is the relatively limited number of mortgage administrators at present. We have the trust companies who are doing a fine job, and we have a handful of mortgage specialists, but we are not as well endowed with mortgage administrators, originators and finders as we are with banks or investment dealers.

Perhaps I might touch briefly on pooled mortgage funds. I think a closed-end fund, where a particular group of coupons and maturities makes up one series which is liquidated at the end of the term, makes investment sense for small pension funds. On the other hand, in my opinion an open-end pooled fund does not make investment sense because, in effect, it is a perpetual bond with a variable coupon. I am not in any way criticizing the excellent job some of the sponsors of pooled funds have done in tapping resources which otherwise would not have found their way into the mortgage market. But what is the reason for a pooled fund? It is to diversify your risk. Surely if you were to invest in a government guaranteed mortgage, you should not have to diversify your risk.

Incidentally, I was intrigued with the suggestion put forward this morning of small denomination bonds where the government guarantee on the mortgage is transferred to the paper and feel this should be given further thought.

Being so convinced of the investment merit of mortgages I ask myself what can be done to have our pension funds benefit more from such investments. Firstly, I believe a good example of what can be done is this meeting today which I hope is one of many.

Furthermore, I also wonder whether CMHC may not be the place where original pension research should be carried out. Here in Canada we do not have an equivalent of the Philadelphia Pension Research Foundation, attached to the Wharton School, which is doing excellent work. I do not think we can afford that kind of organization at this point, but perhaps CMHC could step in and help out. At the same time they may go further in defining and reaching pension markets. In terms of dollars, we probably have well over fifty per cent of the trustee pension plans represented here today but I believe we have to get through to the small pension funds as well. In order to do that, our scope of activities has to be broadened to include not only the corporate plans but the multi-employer plans, the jointly-managed plans and the governmental plans.

I believe thought should be given to the setting up of a motivated sales force. I have referred to the tremendous job the investment dealers are doing in canvassing this country with highly motivated people.

période déterminée? Je voudrais vous signaler un article publié dans le numéro de décembre du Financial Analysts Journal, article rédigé par le président et administrateur principal du Wellington Group qui est chargé d'administrer environ 3 milliards de dollars. Il établit clairement et quantitativement qu'il existe un rapport entre le revenu global et l'instabilité du revenu. Si, par exemple, vous cherchez à obtenir un revenu de 10 1/2 ou de 10 p. 100 d'un portefeuille de valeurs, vous devez tenir compte d'un degré d'instabilité pour ce revenu qui est bien des fois supérieur à celui du revenu provenant de prêts hypothécaires. Je ne veux pas m'attarder davantage sur ce point du moment où il est établi clairement qu'il ne s'agit pas d'une question de jugement mais d'une question de connaissance pure et simple des investissements, qui permet de dire que les prêts hypothécaires aux taux d'intérêt courants sont des investissements éminemment intéressants.

Un préjugé que l'on ressort souvent contre les prêts hypothécaires porte sur leur manque de liquidité et de négociabilité. Ce sont là deux choses différentes que je voudrais bien distinguer. Il y a, comme vous le savez, une certaine liquidité inhérente dans les prêts hypothécaires à cause du caractère des paiements composés. Le degré de liquidité augmente sans cesse à mesure que les remboursements de capital deviennent plus importants vers la fin de la période d'amortissement. A mon avis, c'est un état de choses qui cadre bien avec les exigences d'un fonds de pension.

J'espère qu'il y a ici quelques actuaires pour corriger les chiffres que j'emploie à titre d'exemple, mais je crois qu'il y a 10 ans les sommes couvrant les retraits annuels des fonds de pension représentaient de 12 p. 100 à 15 p. 100 des contributions. Ce pourcentage s'est élevé graduellement et il se peut qu'il soit maintenant de l'ordre de 20 à 25 p. 100. Je ne veux pas laisser entendre qu'il faille prévoir une sortie nette de capitaux mais on ne peut pas nier que cette tendance soit bien réelle au Canada. Je crois qu'en tant qu'administrateurs de placements agissant avec prudence, nous devons reconnaître l'existence de cette tendance et en tenir compte en prévoyant quelque liquidité dans un programme d'investissements à longue échéance.

Quant à la facilité de mettre ces valeurs sur le marché, il faut admettre qu'il n'y a pas de marché secondaire de valeurs hypothécaires au Canada. Cependant, je ne crois pas par ailleurs qu'il faille s'inquiéter de la facilité de mise sur le marché d'une portion seulement de l'actif du fonds. Je crois que la bonne attitude à adopter est de déterminer quels peuvent être les besoins de liquidité du régime de pension. Par exemple, quelle est l'expérience du mouvement du personnel et quels changements faut-il prévoir dans

la sortie des capitaux? Une fois qu'on a trouvé une réponse à cette question il est possible d'établir une norme de négociabilité globale. A titre d'exemple, si nous investissions 30 p. 100 d'un fonds dans des prêts hypothécaires, nous contrebalancerions leur faible négociabilité en augmentant celle des autres actifs. La portion à revenu fixe de notre portefeuille ne serait constituée que d'obligations du Canada et des provinces qui sont très facilement négociables et sans doute aussi de quelques obligations de compagnies, également très négociables. En d'autres mots, la fonction du portefeuille d'obligations deviendrait entièrement différente: elle ne constituerait plus un centre de revenu maximal mais plutôt un centre de négociabilité fournissant un taux de revenu satisfaisant. Cela assurerait le degré de flexibilité nécessaire pour profiter des changements importants qui se produisent sur les marchés financiers ou pour tenir compte des besoins imprévus d'argent comptant auxquels le fonds peut avoir à faire face. En d'autres mots, si les normes de taux de rendement sont satisfaites par les valeurs hypothécaires, nous sommes satisfaits d'un rendement moindre provenant des obligations, dans le but de conserver la négociabilité requise.

Avec votre permission, Monsieur le Président, j'aimerais vous entretenir très brièvement de l'utilisation limitée des valeurs hypothécaires dans les régimes fiduciaires de pension au Canada et, pour terminer, j'ai l'intention de soumettre quelques recommandations bien que ce soit plutôt présomptueux de ma part vu que je ne suis pas un expert en valeurs hypothécaires.

Premièrement, je crois que l'on peut parler d'un manque de compréhension assez profond de ce que sont les valeurs hypothécaires et je suis tout à fait d'accord avec ce que disait M. McGuire un peu plus tôt, surtout en ce qui concerne les analystes de valeurs. Nous ne nous donnons tout simplement pas la peine de comprendre ce que sont les investissements dans la propriété immobilière et dans les valeurs hypothécaires. La deuxième raison pour laquelle les valeurs hypothécaires n'ont pas obtenu plus de succès auprès des fonds de pension est cette énorme pression que les courtiers en investissements exercent sur les administrateurs et les fiduciaires de fonds de pension en ce qui concerne la commercialisation des obligations et des actions.

Comme vous le savez, les courtiers en investissements travaillent à commission et font preuve de beaucoup de combativité, mais il est rare que des titres hypothécaires soient offerts aux administrateurs de portefeuilles.

Un troisième inconvénient, à mon avis, est le barème de nos honoraires administratifs et ici je veux parler surtout des conseillers en investissements selon

Perhaps the same sort of approach could stimulate mortgage investing. And, as I mentioned earlier, a change in our investment counseling fee basis is greatly overdue.

I feel the human resources of some of the life insurance companies are not fully employed. We have a number of insurance companies in Canada with fine mortgage departments, but they are for the exclusive use of the accounts managed by each particular institution. They do originate and service mortgages for pension plans under their management. In my view, however, there is no reason why funds administered by an investment counselor or self-administered pension plans should not be able to go to any life insurance company and arrange a mortgage transaction and the servicing of it.

My final suggestion concerns the hundreds of millions of dollars in the Government annuity branch. I have been talking to them about the use of these funds which are commingled with general funds and have suggested that pension funds be allowed to withdraw money from the annuity branch under certain conditions. These would include a provision that the funds be discounted at the going Government of Canada long-term rate which at this time would reduce them to about 70% of the present Government liability, together with a requirement that this money,

now earning between 3.8% and 4.8% go into single-family NHA-insured houses in areas designated by CMHC because that is the area where we have problems attracting funds. It would be essential to satisfy the Department of Labor that none of the benefits resulting from the doubling of returns would accrue to the employer in the form of a reduction of contributions.

The question always arises, where are we going to get all the money we will be requiring in the future? Where will the money come from? I think we are only a year and a half away from a time when our unprecedented reserves in the foreign exchange fund may come down from \$4.8 billion to more historic levels of \$2½ to \$3 billion. If, as, and when that happens, the government will be cash rich and that might be the time to implement the above recommendation.

I would like to close my remarks by picking up the word legislation which has been referred to several times in our discussions today. I do not think it is necessary to consider legislation at this time: we still have a long way to go in terms of marketing innovation and in terms of education, before we can give up and say trustees cannot appreciate a good thing. Perhaps our eyes have to be opened more forcibly, but this should be done before any thought is given to legislation.



la définition stricte qui en a été donnée. Présentement, l'échelle des honoraires est calculée d'après la valeur du portefeuille à administrer. Il se peut que ce soit une erreur. Peut-être que, pour le calcul de ces honoraires, on devrait tenir compte à la fois du portefeuille administré et du total des actifs pour lesquels on demande des conseils.

Le quatrième inconvénient est le nombre relativement restreint d'administrateurs de prêts hypothécaires à qui on peut s'adresser actuellement. Nous avons les compagnies de fiducie qui font du bon travail et nous avons une poignée de spécialistes en valeurs hypothécaires mais nous ne sommes pas si bien pourvus de personnes capables d'administrer, d'établir et de trouver des prêts hypothécaires que nous le sommes de banques ou de courtiers en investissements.

Je pourrais peut-être vous parler brièvement des fonds mis en commun de prêts hypothécaires. Je crois qu'un fonds à certificats remboursables où vous avez une série fermée de coupons et d'échéances qui sont liquidés à la fin du terme, a beaucoup de mérite pour les petits fonds de pension. Toutefois, à mon avis, un fonds mis en commun dont les certificats ne sont pas remboursables n'a aucun mérite parce qu'en réalité il s'agit d'une obligation perpétuelle à coupon variable. Je ne veux d'aucune façon diminuer le mérite de l'excellent travail que certains promoteurs de fonds mis en commun ont accompli pour mettre sur le marché des ressources qui autrement n'auraient jamais atteint le marché des titres hypothécaires. Mais quelle est la raison d'être d'un fonds mis en commun? C'est la répartition de votre risque. Certainement, si vous investissiez dans un prêt hypothécaire garanti par le gouvernement, vous ne devriez pas avoir à répartir votre risque.

Incidemment, j'ai été intrigué par la suggestion qui a été faite ce matin d'offrir des obligations en petites coupures où la garantie du gouvernement est transférée au papier, et je crois qu'il faudrait étudier davantage ce point.

Comme je suis réellement convaincu du mérite des prêts hypothécaires comme forme d'investissement, je me demande ce qui pourrait être fait pour que nos fonds de pension bénéficient davantage des investissements de ce genre. Je crois, en premier lieu, que le meilleur exemple de ce qui peut être fait est précisément cette réunion d'aujourd'hui qui, je l'espère, se renouvellera encore.

Je me demande également si la SCHL ne serait pas l'endroit idéal où la recherche initiale sur les pensions devrait être faite? Au Canada, nous n'avons pas l'équivalent de la Philadelphia Pension Research Foundation, affiliée à la Wharton School, qui accomplit un excellent travail. Je ne crois pas que nous ayons les moyens de mettre sur pied un organisme de ce

genre pour le moment mais peut-être que la SCHL pourrait songer à aider dans ce sens. En même temps, elle pourrait peut-être aller un peu plus loin pour définir et atteindre les marchés des fonds de pensions. Évalués en dollars, bien plus de 50 p. 100 de tous les régimes fiduciaires de pension sont probablement représentés ici aujourd'hui, mais je crois que nous devons aussi atteindre les plus petits fonds de pension. Pour cela, il faut élargir le champ de nos activités de façon à inclure non seulement les régimes de pension des compagnies, mais ceux des employeurs multiples, ainsi que les régimes administrés conjointement et les régimes gouvernementaux.

Je crois aussi qu'il faudrait songer à créer une équipe de vente vraiment orientée vers des buts définis. J'ai fait allusion au travail formidable qu'accomplissent les courtiers en investissements pour couvrir tout le pays de solliciteurs agressifs. Peut-être pourrait-on avoir recours à une méthode semblable en ce qui concerne les prêts hypothécaires et, comme je l'ai mentionné plus tôt, il est grand temps que nous changions la base de calcul de nos honoraires comme conseillers en investissements.

Je crois de plus que certaines compagnies d'assurance-vie n'emploient pas au maximum leurs ressources humaines. Il y a au Canada un certain nombre de compagnies d'assurance dotées de services hypothécaires bien organisés mais elles ne s'intéressent qu'aux comptes de leurs clients. Ces compagnies vous établissent des prêts et les administrent si elles administrent votre plan de pension. A mon avis, cependant, il n'y a aucune raison pour que des fonds administrés par un conseiller en investissements ou des régimes de pension s'administrant eux-mêmes ne soient pas en mesure de s'adresser à une compagnie d'assurance-vie et conclure avec elle les arrangements concernant une transaction hypothécaire et en assurant l'administration.

Ma dernière recommandation porte sur les centaines de millions que détient la Division des rentes du gouvernement. Je leur ai parlé d'utiliser ces fonds qui sont amalgamés aux fonds généraux et leur ai suggéré de permettre aux fonds de pension de retirer certaines sommes de la Division des rentes, à certaines conditions. Ces conditions consisteraient, en premier lieu, en une disposition établissant que les fonds soient escomptés au taux en cours des valeurs à long terme du gouvernement du Canada, ce qui les ramènerait à environ 70 p. 100 du passif actuel du gouvernement. En second lieu, il serait exigé que ces capitaux qui rapportent présentement de 3.8 à 4.8 p. 100 soient investis dans des maisons unifamiliales assurées aux termes de la LNH, dans des régions désignées par la SCHL, parce que c'est le secteur pour lequel nous avons de la difficulté à obtenir

Voir page 70 - M. Otto



R and D in the Mortgage Market

PROFESSOR J. V. POAPST, School of Business, University of Toronto, served on the research staffs of the Royal Commission on Canada's Economic Prospects and the Royal Commission on Banking and Finance. In September, 1970, he was appointed a member of a task force in CMHC studying new mechanisms and institutions in the residential mortgage market.

My assignment on to-day's program is to outline briefly the topics under investigation by the Project Team on New Financing Mechanisms and Institutions which has been formed in the Central Mortgage and Housing Corporation. The task of this team essentially is to explore ways and means for increasing the access of private savings to housing finance. Formation of the team reflects the magnitude of the problem of housing finance looming before us, and a desire on the part of the government that there should be no unnecessary impediment to the free flow of private funds into housing.

My remarks are in the nature of a progress report. We have identified subjects which we believe to be worthy of study, and are proceeding to explore them. In so doing our desire is to develop our thinking in conjunction with that of investors and borrowers who would be affected by them, should our efforts subsequently lead to some form of government action. We believe that this form of involvement leads to better results. However, when proceeding in this way it is necessary to keep the distinction clear between a commitment to examine a subject on the one hand, and the action that might or might not ensue from it on the other. Perhaps this precautionary remark is unnecessary, but comments received in some of our field-work suggest that it should be made.

An indication of the magnitude of the problem of housing finance is provided by recent experience, and projected data for 1975. In 1969 expenditures on new housing amounted to \$3.3 billion. Of this sum, about one-half was provided through mortgage loans by trust and loan companies, life insurance companies, and banks. The other half was provided by CMHC, owners' equity, and other sources. A projection by CMHC indicates that by 1975 annual requirements for expenditures on new housing will be of the order of \$5 billion. Meanwhile, if recent trends persist, it appears that the proportion of total expenditures

financed by the major private lenders will decline from about one-half to about two-fifths of total expenditure requirements by 1975. One can quarrel with these figures, as one can with any projection. We hope to refine them. But the problem of an impending shortage of private funds will remain to be solved.

Another way to indicate the scale of the problem of housing finance is to compare mortgage loans approved on new and existing residential property by major private lending institutions and CMHC with gross new issues of Canadian dollar corporate bonds and gross new issues of corporate common stocks. In 1969 the figure for mortgage loans was \$2.9 billion, compared to \$1.1 billion for bonds and \$0.8 billion for common stocks. Mortgage loan approvals exceeded gross new issues of corporate bonds and stocks combined by \$1.0 billion or about 50%. And 1969 was a big year for new issues of stocks. The data are not altogether comparable, but the point is clear. I sometimes think that amidst the fervor of secondary trading in bonds and stocks one can lose sight of the overriding social importance of primary markets.

In considering sources of funds to finance new housing one distinction to be drawn is between domestic and foreign sources. The focus of the Project Team is largely, but not entirely, upon the former. This is because housing is financed primarily from domestic sources, and because others in CMHC have the task of exploring the possibilities for selling NHA loans to foreign investors. The significance of tapping foreign sources of funds is that in so doing the total supply of savings to the Canadian economy is increased. There is less diversion of funds that would flow to other uses. The activities of the Project Team thus are directed primarily to the domestic supply of savings, to methods of increasing the ability of the housing sector to compete for domestic savings.

Another distinction to be drawn is between debt and equity financing. Our emphasis is upon debt fi-

Recherche et développement dans le marché hypothécaire

LE PROFESSEUR J. V. POAPST, School of Business, University of Toronto, a fait partie de l'équipe de recherches de la Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques du Canada, ainsi que de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier. Au mois de septembre 1970, il s'est joint au groupe consultatif chargé par la SCHL d'étudier les nouvelles formes d'action et d'institutions applicables au marché hypothécaire résidentiel.

Ma tâche dans le programme d'aujourd'hui est de vous exposer brièvement les sujets qu'étudie présentement l'équipe spéciale formée au sein de la Société centrale d'hypothèques et de logement pour découvrir de nouveaux mécanismes et de nouvelles institutions de financement. Cette équipe a essentiellement pour mandat d'examiner les façons et les moyens d'augmenter l'accessibilité et l'affectation des épargnes des particuliers au financement de l'habitation. Le fait que cette équipe ait été formée reflète l'ampleur du problème du financement de l'habitation auquel nous avons et aurons à faire face et démontre en même temps le désir du gouvernement de supprimer tout obstacle à l'afflux de capitaux du secteur privé pour financer l'habitation.

Ce que j'ai à vous dire consiste plutôt en un rapport du progrès réalisé. Nous avons défini les sujets, qui, selon nous, méritent d'être étudiés et nous avons commencé à les examiner en profondeur. Ce faisant, nous désirons élaborer nos idées conjointement avec les investisseurs et les emprunteurs qu'elles affecteraient si nos efforts et notre travail devaient entraîner une certaine forme d'action de la part du gouvernement. Nous croyons que cette forme de participation donne de meilleurs résultats. Cependant, en procédant de cette façon, il est nécessaire de toujours établir une distinction très précise entre un engagement à examiner un sujet, d'une part, et l'action qui pourrait ou pourrait ne pas en résulter, d'autre part. Peut-être cette remarque est-elle inutile mais elle est motivée par certains commentaires que nous avons reçus au cours de notre travail.

L'expérience des dernières années et les prévisions pour 1975 constituent une indication de l'ampleur du problème que représente le financement de l'habitation. En 1969, les sommes dépensées pour la construction de nouvelles habitations s'élevaient à 3.3 milliards de dollars. De ce montant, environ la moitié provenait de prêts hypothécaires consentis par des

compagnies de fiducie et de prêts, des compagnies d'assurance-vie et des banques. L'autre moitié a été fournie par la SCHL, et elle était constituée par les mises de fonds des propriétaires ou provenait d'autres sources. Les prévisions de la SCHL indiquent qu'en 1975 les besoins annuels de capitaux pour la construction de nouvelles habitations représenteront environ 5 milliards. Entre-temps, si les tendances récentes persistent, il semble que d'ici à 1975 la proportion de toutes les dépenses financées par les plus importants prêteurs du secteur privé diminuera d'environ la moitié à environ 2/5 du total des besoins de capitaux dans ce domaine. Evidemment, on pourrait discuter ces chiffres et ne pas les accepter, comme on peut le faire pour toutes les prévisions, mais nous espérons pouvoir les préciser davantage. Il reste toutefois que nous aurons à résoudre le problème d'une pénurie imminente ou tout au moins possible de capitaux provenant du secteur privé.

Une autre façon d'indiquer l'étendue du problème du financement de l'habitation est de comparer le volume des prêts hypothécaires consentis sur des propriétés résidentielles neuves et existantes par les principales institutions prêteuses du secteur privé et par la SCHL avec les nouvelles émissions brutes d'obligations de compagnies en dollars canadiens et les nouvelles émissions brutes d'actions ordinaires des compagnies. En 1969, la valeur des prêts hypothécaires consentis a été de 2.9 milliards de dollars comparativement à 1.1 milliard en obligations et 0.8 milliard en actions ordinaires. La valeur des prêts hypothécaires approuvés dépassait les nouvelles émissions brutes d'obligations et d'actions des compagnies réunies de 1.0 milliard ou d'environ 50 p. 100. Et pourtant, l'année 1969 a été une grosse année pour les nouvelles émissions d'actions ordinaires. Les données ne sont peut-être pas comparables à tout point de vue mais l'idée tient. Je suis porté à croire quelquefois que, dans l'ardeur déployée dans le marché se-

nancing; the major institutions are debt oriented. However, we are also concerned with equity investment because debt financing is predicated on it, and because it is a source of housing finance in itself.

Currently we have five subjects on our list. Ordered for expositional convenience rather than by importance these are:

- variable interest rate loans
- a system of home loan banks
- real estate investment trusts
- a central mortgage bank
- trustee pension funds

VARIABLE INTEREST RATE MORTGAGES

The variable interest rate loan is one wherein the rate of interest may be changed repeatedly over the life of the loan, in accordance with some predetermined arrangement. The provision for changing the rate might be to tie it to some open market rate, such as the average rate for one to three year Canadas, or to tie it to some rate administered by the lender, such as the interest rate on savings deposits. Another possibility is not to tie it at all, to allow the lender to change it at his discretion, subject to appropriate notice to and freedom for the borrower to pay off the loan in part or in full without penalty. Since different lenders and borrowers might well prefer different arrangements, a case can be made for leaving the choice of the provision governing the change in interest rate to the parties involved.

From the lender's viewpoint, the variable interest rate loan would make it easier to maintain an adequate spread between lending rate and short-term borrowing rate if interest rates rise. This should be attractive to depository institutions, especially banks. Another possible attraction is that the value of the loan should remain close to par, which presumably would appeal to short and long-term lenders alike. Also, to the extent that movements in interest rates are correlated with changes in wage rates, such loans might have a place in pension fund portfolios for plans in which benefits are related to terminal pay. That is, the variable rate provides something of a hedge.

For the borrower the variable rate should mean that more loan money would be available, at least from depositories. It would also provide a possibility for avoiding a long-term fixed interest rate commitment when he believes rates to be high. More generally, the impact of changes in interest rate would be distributed over a larger number of borrowers, rather than being concentrated upon borrowers who have occasion to enter the market following the change.

Actually, providing for variation in the interest rate is but one means of introducing flexibility in the financing arrangement. Amortization periods and loan

balances can be varied as well. A variable amortization period makes it possible to offset the impact upon cash flow of a change in the interest rate. It is also a convenient means for the borrower to change his annual rate of saving even if the interest rate has not changed. A variable balance loan would let him concentrate his saving upon debt reduction by making prepayments on his loan. If he knew he could re-borrow his prepayments if he needed them, he would have less reason to save through other channels. Rare is the borrower who can come close to earning an after-tax rate of return on bonds or stocks (including capital gains) that he can earn simply by debt reduction. Our existing system of housing finance encourages home owners to maintain more debt than they require for housing purposes. It is actually variable terms mortgages that we are exploring. Such loans would not replace NHA lending on fixed terms; they would provide a wider range of options for lenders and borrowers.

HOME LOAN BANKS

Home loan banks would be new depository institutions which would concentrate on variable terms residential mortgage lending on a local basis. They would provide a direct link between the demand for residential mortgage funds and the supply of savings arising in the form of deposits. A community thus could impound some of its savings for local housing use. To maximize the banks' security, mortgage investment could be confined to NHA or privately insured loans. The deposits presumably would be insurable too, in the same way that bank trust and loan company deposits are insured. By concentrating on variable interest rate mortgages the home loan banks would be able to keep their lending rate and deposit rate aligned. To help meet their liquidity needs they would want access to a reserve source of funds, such as a central mortgage bank. They would also want a temporary outlet for surplus funds. If they were to make loans to a central mortgage bank the funds could be redeployed in the housing sector.

The idea of forming institutions of this kind of course is not new. It is usually proposed in some form or another during every period of shortage of mortgage funds. It seems to stumble on the argument that no additional savings would be provided. This is an insufficient argument. Part of the problem of housing finance is regional. It is possible that owing to the branch basis on which our major institutions operate, savings and investment may be underlocalized, at least in some parts of the country? Are the investment budgets of major financial institutions allocated strictly on the basis of economic criteria? Or do organizational characteristics intervene to impede the allocation of funds to housing on the basis of its rela-

concomitante d'obligations et d'actions, on peut oublier temporairement l'importance sociale beaucoup plus grande des marchés primaires.

En examinant l'origine des fonds qui servent à financer les nouvelles constructions, il faut faire une distinction entre les sources domestiques et les sources étrangères. L'équipe spéciale que j'ai déjà mentionnée s'occupe principalement, mais non exclusivement, de la première catégorie, et cela parce que l'habitation est surtout financée par des capitaux provenant de sources locales et parce que d'autres au sein de la SCHL ont pour tâche d'explorer les possibilités de vendre des prêts consentis aux termes de la LNH à des investisseurs étrangers. L'importance d'amener sur le marché des capitaux provenant de sources étrangères est que, de cette façon, on assure une augmentation de la disponibilité totale des épargnes pour l'économie canadienne. Il y a alors un détournement moins considérable de fonds qui seraient employés à d'autres fins. L'équipe spéciale dirige donc son activité surtout vers la disponibilité d'épargnes qui existe au pays, vers les moyens à prendre pour augmenter les possibilités du secteur de l'habitation à faire concurrence à d'autres secteurs pour obtenir ces épargnes.

Il faut faire une autre distinction entre le financement de la dette et le financement de la mise de fonds. Nous nous intéressons surtout au financement de la dette; les principales institutions prêteuses sont aussi surtout intéressées au financement de la dette. Toutefois, nous nous préoccupons des investissements dans les mises de fonds parce que le financement de la dette en dépend et parce qu'ils constituent eux-mêmes une source de financement pour l'habitation.

Nous avons en ce moment une liste de cinq sujets à l'étude qui, présentés plutôt pour des fins de commodité que par ordre d'importance, sont les suivants:

- des prêts au taux d'intérêt variable
- un système de banques locales de prêts résidentiels
- des trusts d'investissement dans les propriétés immobilières
- une banque centrale de prêts hypothécaires
- les fonds fiduciaires de pension.

LES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES AU TAUX D'INTÉRÊT VARIABLE

Le prêt hypothécaire au taux d'intérêt variable est celui dont le taux d'intérêt peut changer plusieurs fois pendant le terme du prêt, conformément à une entente déterminée d'avance. La disposition qui prévoit ce changement de taux peut consister à relier le taux d'intérêt à un certain taux du marché libre, comme le taux moyen des obligations du gouvernement canadien à l'échéance d'un an à trois ans ou à un certain taux accordé par le prêteur, comme le

taux d'intérêt accordé sur les dépôts d'épargne. Il existe une autre possibilité qui consiste à ne pas le relier du tout, à permettre au prêteur de le changer à sa discrétion, sous réserve de donner un préavis suffisant et la liberté à l'emprunteur de rembourser son prêt en partie ou au complet sans pénalité. Vu que différents prêteurs et emprunteurs pourraient bien préférer des arrangements différents, on pourrait opter en faveur de laisser aux parties en cause le choix de la disposition qui régirait le changement du taux d'intérêt.

Du point de vue du prêteur, le prêt au taux d'intérêt variable permettrait de maintenir plus facilement une répartition convenable entre le taux des prêts et le taux des emprunts à court terme s'il y avait augmentation des taux d'intérêt. Cela devrait être attrayant pour les institutions à dépôts, particulièrement les banques. Un autre point intéressant, c'est que la valeur du prêt devrait rester presque égale au pair, ce qui sans doute devrait attirer également les prêteurs à court et à long termes. De plus, dans la mesure où les changements dans les taux d'intérêt correspondent aux changements dans les taux de salaires, des prêts de ce genre seraient opportuns dans les portefeuilles des fonds de pension à l'égard de régimes où les bénéficiaires sont établis par rapport au niveau le plus élevé que peuvent atteindre les salaires, durant les dernières années d'emploi avant la retraite, c'est-à-dire que le taux variable fournit un certain avantage.

Pour l'emprunteur, le taux variable devrait signifier qu'un plus fort volume de fonds d'emprunts serait disponible, au moins par les institutions à dépôts. Il fournirait aussi la possibilité d'éviter un engagement à long terme et à un taux d'intérêt fixe, lorsqu'il estime que les taux sont élevés. D'une façon plus générale, l'effet des changements dans le taux d'intérêt serait réparti entre un plus grand nombre d'emprunteurs, plutôt que d'être concentré sur ceux qui ont l'occasion d'obtenir un prêt une fois que le changement a été effectué.

En réalité, la prévision d'un changement dans le taux d'intérêt n'est qu'un des moyens d'ajouter de la souplesse au mécanisme du financement. La période d'amortissement et les soldes des prêts peuvent aussi faire l'objet de changements. Une période d'amortissement variable permet de contrebalancer l'effet que peut produire un changement du taux d'intérêt sur la rentrée nette de fonds. C'est aussi un moyen commode pour l'emprunteur de changer son taux annuel d'épargne même si le taux d'intérêt n'a pas changé. Un prêt à solde variable lui permettrait de concentrer son épargne sur la réduction de sa dette en versant des paiements par anticipation au compte de son prêt. Sachant qu'il pourrait emprunter à nouveau les paiements faits par anticipa-

tive economic merits, say during periods of tight money? Is residential mortgage lending a residual outlet for funds for major financial institutions? If so, should a new type of institution devoted solely to residential mortgage lending not be formed? The idea warrants study. If on examination it turns out that it should be dropped then it should be dropped.

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

As a device for pooling investment in residential real estate, home-loan banks would be confined to mortgage loans. Another and more versatile form of pooling device is the real estate investment trust. These may be used to pool investment in real estate in the form of debt (mortgage trusts) or equity (equity trusts) or a combination of the two (mixed trusts). They may employ leverage, and be closed or open-ended. They can offer diversification in respect to number of properties, types of properties and types of claims against them, location of property, and in types of claim against the trust itself. They can provide opportunities to invest in real estate to small and large investors alike.

In the U.S. the modern history of these devices dates from 1960 when Congress amended the Internal Revenue Code of 1954 to make available to real estate investment trusts the special tax benefits already given to mutual funds and other regulated investment companies. Under present U.S. law, the real estate investment trusts which distribute 90% or more of their ordinary income, and which meet fairly stringent regulations for formation and management, are taxed corporately on their retained earnings only. The shareholders pay the tax on distributions. Outside of tightening up such regulations as those dealing with depreciation, the Tax Reform Bill of 1969 left the real estate investment trust with substantially the same advantages they had been granted almost a decade earlier. This tax benefit has been, in part, responsible for recent American interest in this form of investment medium.

Other reasons that have been cited include:

- 1) The device was used to bring together a number of specialized services which hitherto had been fragmented, or not particularly well integrated by institutions which dabbled in the area;
- 2) A high yield could be offered, with potential growth;
- 3) There was a high flow through to the investors;
- 4) The investing public wanted a pooling device for investment in real estate, and a device which offered marketable claims;

- 5) The trusts offer a broader range of financing services than American banks and other institutions do, can assume certain risks that banks might find unacceptable, and in times of tight money are able to make construction loans of the quality banks would be prepared to make only under easier money conditions.

In Canada there has not been much specialized pooling of investment in real estate. There has been some syndication of real estate deals by institutions, the formation of the Royal Trust M-Fund, and, at present, there appears to be some interest on the part of some major institutions in forming real estate investment trusts.

While not wishing to divert our discussion today to taxation, I would like to make one reference to The White Paper on Tax Reform. It proposes that "a trust be treated as a (tax paying) corporation if it has issued transferable or redeemable units, each of which represents a specific undivided interest in the trust property. If the number of unit holders and marketability of the units warrant it, the trust would be treated as a widely-held corporation. If such a trust were a mutual fund, it would be taxed in the same manner on an incorporated mutual fund". (See sections 5.55 and 5.56). The real estate trust in Canada thus would not have the tax advantage of the American version. Therefore in considering the applicability to Canada of recent rapid growth in the use of this device in the U.S., we must assess the relative importance of tax and non-tax causes.

CENTRAL MORTGAGE BANK

A central-mortgage bank (or fund) would activate and enlarge authority of a type that CMHC already has to function as lender of last resort and to buy and sell NHA mortgages. CMHC has made no loans as lender of last resort for a number of years. Eligible borrowers have not had to avail themselves of this facility. If home loan banks were to be introduced in the form described above, they would have occasion to borrow to cover random losses of deposits that could not be offset immediately by raising their deposit rates, or by recalling any loan they had made to the central mortgage bank.

The more important function of the central mortgage bank would be to help promote a secondary market in mortgages. It would post offers to buy at competitive prices so that lenders and investors in mortgages could conduct their operations in the knowledge that there is a place where sizeable holdings of mortgages could be disposed of should a change in their portfolio strategy call for it. Thus if

tion, s'il en avait besoin pour certaines fins prédéterminées, il aurait moins d'occasions d'épargner par d'autres moyens. Rares sont les emprunteurs qui peuvent réussir à gagner, une fois les impôts payés, un taux de rendement sur des obligations ou des actions (y compris les gains de capitaux) qu'ils peuvent gagner simplement par une réduction de leur dette. Notre système actuel de financement de l'habitation encourage les propriétaires de maisons à garder en vigueur une dette plus élevée que nécessaire pour financer l'habitation. Nous sommes présentement en train d'examiner les prêts hypothécaires à conditions variables. Des prêts de ce genre ne remplaceraient pas les prêts consentis aux termes de la LNH à des conditions fixes; ils présenteraient un éventail plus varié d'options pour les prêteurs et les emprunteurs.

BANQUES LOCALES DE PRÊTS RÉSIDENTIELS

Les banques locales de prêts seraient les nouvelles institutions à dépôts qui concentreraient localement leurs activités sur les prêts hypothécaires à conditions variables consentis pour la construction résidentielle. Elles constitueraient un lien direct entre la demande de deniers hypothécaires pour la construction résidentielle et la disponibilité des épargnes provenant des dépôts reçus. Une collectivité pourrait ainsi bloquer une partie de ses épargnes pour répondre à des besoins locaux d'habitation. Afin d'assurer un degré maximal de sécurité pour les banques, on pourrait se limiter à faire des placements hypothécaires aux termes de la LNH ou dans des prêts assurés par des compagnies privées. Les dépôts seraient aussi probablement assurables, de la même façon qu'on assure les dépôts des banques et des compagnies de fiducie et de prêts. En se concentrant sur des prêts hypothécaires au taux d'intérêt variable, les banques locales de prêts pourraient maintenir un rapport équilibré entre le taux exigible sur les prêts et le taux accordé sur les dépôts. Pour aider à répondre à leurs besoins de liquidité, elles devraient avoir accès à une réserve de capitaux comme une banque centrale de prêts hypothécaires. Elles auraient aussi besoin d'avoir un débouché temporaire pour leur surplus de fonds. Si elles devaient consentir des prêts à une banque centrale de prêts hypothécaires, ces fonds pourraient être redistribués dans le secteur de l'habitation.

L'idée d'établir des institutions de ce genre n'est évidemment pas nouvelle. Elle est habituellement présentée sous une forme ou une autre durant toutes les périodes où les capitaux hypothécaires deviennent plus rares. Mais elle semble toujours se heurter au préjugé qu'aucune épargne supplémentaire ne pourrait en résulter, ce qui est une opinion non fondée. Une partie du problème de financement de l'habita-

tion a un caractère régional. Est-il possible qu'à cause du réseau de succursales établi par nos plus grandes institutions financières, pour assurer leur fonctionnement, les épargnes et les investissements soient trop dispersés, au moins dans certaines parties du pays? Les budgets d'investissements des plus grandes institutions financières sont-ils affectés strictement suivant des critères économiques? Ou bien y a-t-il des caractéristiques d'organisation qui interviennent pour empêcher l'attribution de capitaux à l'habitation à cause de son mérite économique relatif, comme, par exemple, durant les périodes où l'argent est rare? Les prêts hypothécaires sur des propriétés résidentielles sont-ils un débouché de dernier recours pour les capitaux dont disposent les grandes institutions financières? Si tel est le cas, serait-il opportun d'établir un nouveau genre d'institution qui s'occuperait uniquement de prêts hypothécaires à consentir sur des propriétés résidentielles. L'idée vaut la peine qu'on l'examine. Si, par ailleurs, après examen, on estime qu'elle n'a aucune valeur, il conviendrait de l'abandonner.

TRUSTS D'INVESTISSEMENT DANS LA PROPRIÉTÉ IMMOBILIÈRE

En tant que moyen de commun investissement dans la propriété immobilière résidentielle, les banques locales de prêts limiteraient leur activité aux prêts hypothécaires. Une autre façon plus facilement adaptable de mettre des fonds en commun est le trust d'investissement dans la propriété immobilière. Ces trusts peuvent servir à mettre en commun des investissements dans la propriété immobilière sous forme de dettes (obligations hypothécaires fiduciaires) ou de mises de fonds (droits de propriété fiduciaires) ou d'une combinaison des deux (valeurs fiduciaires mixtes). Ils peuvent utiliser la méthode des rendements moyens et leurs certificats peuvent être remboursables ou non. Ils peuvent offrir de la diversité en ce qui concerne le nombre de propriétés, les genres de propriétés et les genres de droits qui existent sur celles-ci, l'emplacement de la propriété et les genres de réclamations contre le trust lui-même. Ils peuvent fournir aux petits investisseurs, comme aux plus importants, des occasions d'investir dans la propriété immobilière.

Aux Etats-Unis, l'histoire moderne de ces moyens date de 1960 alors que le Congrès a modifié l'Internal Revenue Code de 1954 pour rendre accessibles aux trusts d'investissement dans la propriété immobilière les avantages spéciaux relatifs aux impôts dont jouissaient déjà les fonds mutuels et d'autres compagnies d'investissement dont les activités sont réglementées. En vertu de la loi actuellement en vigueur aux Etats-Unis, les trusts d'investissement dans la

five years after the date of investment the portfolio manager concluded that a shift away from mortgages would be appropriate he could make a shift without undue effort, delay and cost. Similarly the central mortgage bank would stand ready to sell mortgages at competitive prices. This would permit investors who have concluded that their appropriate portfolio strategy would be to build up their mortgage holdings rapidly to do so in an orderly way. Enhancing the investor's ability to both buy and sell encourages greater investment in mortgages.

Another function of a central mortgage bank would be to make the supply of funds for housebuilding more elastic, more responsive to the quantity of funds sought by borrowers at prevailing terms. This would help to reduce the instability in housebuilding. There is more than one cause of instability in this industry, but the behavior of the supply of mortgage funds is one of them. To make the supply of funds more elastic the central mortgage bank would be a net purchaser of mortgages at times when conditions in the mortgage market are tight, and a net seller in times when the market is easy. The success of the bank's contra-cyclical activity would depend upon its scale of operations.

If it is to perform in this fashion, a central mortgage bank is certain to operate at times in opposition to general monetary policy. In fact one would not be far wrong in describing the contra-cyclical function of the central mortgage bank as one of softening the effects upon housing of the Bank of Canada's activities. There is a question here as to whether the objectives of the two institutions would be compatible. It is not immediately clear that they would not be, or that if they were the problem could not be sorted out.

Another question to be considered is whether a central mortgage bank would be viable as a private enterprise. Could it cover its administrative costs, transactions costs, and provide a competitive rate of return on the capital it employs? If it is operating contra-cyclically it would be buying low and selling high. It is of interest that in the U.S., the Federal National Mortgage Association, which deals in mortgages and was for more than 25 years an agency of the federal government, has now become a privately financed institution.

TRUSTEED PENSION FUNDS

Finally, we are looking at you. Collectively, trustee pension funds comprise a large, fast growing aggregation of private savings. You have low liquidity requirements. DBS data indicate that your collective outlays on pension account, and for refunds, have for years approximated the level of your net invest-

ment income. Your annual accretions of investible funds thus have been about equal to annual employer and employee contributions. This is in addition to funds arising from any rollover of existing investments. You are under pressure to achieve high rates of return to minimize the employers' contributions. NHA insured mortgages and conventional mortgages carry yields in excess of bonds. And yet at the end of 1969 the proportion of assets invested in mortgages by trustee pension funds (including pooled funds) was only about 11 per cent of total book value. We need to find out why.

- Is it because pension benefits in your plan are related to terminal pay, and upward progression of salaries and wages is expected? If so, would not mortgages with their high yields be attractive?
- Is it because you want a hedge against inflation? If so, are mortgages with participation features suitable for this purpose? Or some form of variable interest rate mortgage? Or equity investment in rental housing?
- If the concern over inflation is widespread will not yields on fixed-income securities reflect it? If to hedge against inflation investors move heavily into equities to the neglect of fixed income investments, especially mortgages, will not the going rates for mortgages provide the better protection?
- It has been said that mortgage investment is too complicated. Is this so? Is not a corporate bond mortgage more complicated? Would real estate investment trusts be helpful?
- It has been said that mortgages are too simple; they do not provide the intellectual challenge involved in investing in marketable securities. Is this so? Does this deter you? If so, is this consistent with an objective of maximizing earnings? Would a central mortgage bank be helpful? Or again, would real estate investment trusts with marketable beneficial interests be helpful?
- How important is marketability to your investment strategy? How often does your strategy change?
- Does the basis for measuring your investment performance inhibit you from making mortgage investments? If so, is the basis correct?
- Have any empirical studies of the risk-return trade-off in the capital market been performed

propriété immobilière qui distribuent 90 p. 100, et plus, de leur revenu ordinaire et qui agissent conformément à des règlements relativement sévères en ce qui concerne leur établissement et leur gestion, paient des impôts de corporation seulement sur les gains non distribués. Les actionnaires paient l'impôt sur les bénéfices distribués. Sauf la restriction touchant certains règlements, comme ceux qui traitent de la dépréciation, le Tax Reform Bill de 1969 a laissé aux trusts d'investissement dans la propriété immobilière presque tous les mêmes avantages que ceux qui leur avaient été accordés, il y a environ une décennie. Cet avantage vis-à-vis l'impôt a été en partie la cause de l'intérêt manifesté récemment en Amérique pour cette forme d'investissement.

Les autres raisons évoquées sont les suivantes:

1. Ce moyen a servi à coordonner un certain nombre de services spécialisés qui, jusque-là, avaient été dispersés ou particulièrement peu intégrés par les institutions qui étaient plus ou moins actives dans ce domaine;
2. On pouvait offrir un rendement élevé avec un accroissement potentiel de la valeur elle-même;
3. Il y avait un afflux considérable de fonds vers les investisseurs;
4. Le public investisseur était désireux de mettre des capitaux en commun pour les investir dans la propriété immobilière et voulait un moyen qui permettait des droits négociables;
5. Les trusts offrent un plus vaste éventail de services de financement que les banques américaines et autres institutions financières. Ils peuvent assumer certains risques que les banques pourraient juger non acceptables et, lorsque l'argent est rare, ils sont en mesure de consentir pour la construction, des prêts d'une qualité comparable à celle que les banques exigent mais qu'elles ne seraient disposées à accorder qu'au moment où la situation monétaire est plus favorable.

Au Canada, il n'y a pas eu jusqu'à maintenant beaucoup de mises en commun spécialisées d'investissements dans la propriété immobilière. Certaines institutions ont formé des syndicats pour investir dans la propriété immobilière, il y a eu la formation du Royal Trust M-Fund et, présentement, un certain nombre de grandes institutions financières semblent désireuses d'établir des trusts d'investissement dans la propriété immobilière.

Sans vouloir faire dériver notre discussion d'aujourd'hui vers le problème de la taxation, je tiens toutefois à faire mention du livre blanc sur la réforme de l'impôt. On y propose qu'un fonds en fiducie soit considéré comme une corporation (susceptible de payer des impôts) s'il a émis des unités cessibles ou remboursables, dont chacune représente un droit

indivis précis dans la propriété du fonds. Si le nombre de détenteurs d'unités et la négociabilité des unités le justifient, le fonds sera considéré comme une corporation ouverte. Si le fonds constituait un fonds mutuel, il serait imposé de la même façon qu'un fonds mutuel constitué en société. (Voir sections 5.55 et 5.56). Le trust immobilier au Canada n'aurait pas ainsi l'avantage qui est offert aux Etats-Unis du point de vue de l'impôt. Donc, si nous tentons d'évaluer le succès potentiel de ce moyen au Canada en nous basant sur la croissance rapide qu'il a connu récemment aux Etats-Unis, nous devons tenir compte de l'importance relative des causes fondées sur l'imposition et la non-imposition.

UNE BANQUE CENTRALE DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES

Une banque centrale (ou un fonds) de prêts hypothécaires activerait et donnerait de l'importance à un domaine où la SCHL fonctionne déjà, c'est-à-dire d'agir comme prêteur de dernier recours et d'acheter et de vendre des prêts hypothécaires consentis aux termes de la LNH. Depuis bon nombre d'années, la Société n'a consenti aucun prêt en tant que prêteur de dernier recours. Les éventuels emprunteurs admissibles n'ont pas été obligés de recourir à ce service. Si on établissait les banques locales de prêts selon la formule décrite ci-dessus, elles auraient l'occasion d'emprunter pour compenser des pertes de dépôt subies de temps en temps, qui ne pourraient pas être contrebalancées immédiatement par une augmentation du taux accordé sur les dépôts ni par le rappel d'un prêt fait antérieurement à la banque centrale de prêts hypothécaires.

La plus importante fonction de la banque centrale de prêts hypothécaires serait d'aider à promouvoir un marché secondaire de prêts hypothécaires. Elle ferait paraître des offres d'achat à des prix concurrentiels de sorte que les prêteurs et les investisseurs dans les titres hypothécaires administreraient leurs affaires en sachant qu'il existe un endroit où ils pourraient disposer d'un ensemble considérable de prêts hypothécaires s'ils devaient y recourir afin de modifier la composition de leur portefeuille. Ainsi, si cinq ans après la date d'investissement, l'administrateur du portefeuille en venait à la conclusion qu'il devrait liquider de ses prêts hypothécaires, il pourrait effectuer ce changement sans effort, sans retard et sans coût inutile. De même, la banque centrale de prêts hypothécaires serait toujours prête à vendre des prêts hypothécaires à des prix concurrentiels. Cela permettrait aux investisseurs qui auraient décidé d'augmenter rapidement leur avoir de titres hypothécaires, de le faire facilement et sans bouleversement. Le fait de rendre la vente et l'achat de valeurs hypothécaires plus facile pour les investisseurs encourage l'investis-

which include mortgages? If so, what do they say about the effect that increasing your investment in mortgages would have upon the profitability of your portfolio at the level of investment risk you consider appropriate to accept?

- What are your specifications for the type of mortgage, or other type of financial instrument, that would best suit your needs for investment in housing?

We want your answers to these questions.



sement de capitaux plus considérables dans les valeurs de ce genre.

Une autre fonction d'une banque centrale de prêts hypothécaires serait de rendre la disponibilité de capitaux disponibles pour l'habitation plus élastique, plus en mesure de répondre à la quantité de fonds dont les emprunteurs ont besoin à des conditions normales. Cela aiderait à réduire l'instabilité de l'industrie de la construction d'habitations. Il y a plus d'une cause à l'instabilité de cette industrie, mais la disponibilité ou la pénurie de capitaux hypothécaires en est certainement une. Pour assurer cette élasticité de la disponibilité de capitaux, la banque centrale de prêts hypothécaires achèterait plus de prêts hypothécaires qu'elle n'en vendrait, à certains moments où la situation de ce marché serait difficile, et elle en vendrait plus qu'elle en achèterait à d'autres moments où le marché serait plus facile. Le succès de l'activité contre-cyclique de la banque dépendrait de l'importance de ses opérations.

Si une banque centrale de prêts hypothécaires doit fonctionner de cette façon, il est certain qu'elle sera quelquefois en opposition avec la politique monétaire générale. En fait, il ne serait pas inexact de décrire la fonction contre-cyclique de la banque centrale de prêts hypothécaires comme un moyen d'adoucir les effets des activités de la banque du Canada sur l'habitation. On pourrait se demander si les objectifs de ces deux institutions seraient compatibles. Il n'apparaît pas clair immédiatement que ces objectifs ne seraient pas compatibles ou que, s'ils l'étaient, le problème de la définition de leur objectif respectif ne pourrait pas être résolu.

Il faut aussi se poser une autre question, à savoir si une banque centrale de prêts hypothécaires serait rentable en tant qu'entreprise privée. Pourrait-elle payer ses frais d'administration, le coût des transactions auxquelles elle participerait et donner un taux concurrentiel de revenu sur le capital qu'elle emploie? Si elle fonctionnait d'une façon contre-cyclique, elle achèterait à bas prix et vendrait à un prix élevé. Il est intéressant de savoir qu'aux Etats-Unis, la Federal National Mortgage Association qui négocie des prêts hypothécaires et a été pendant plus de 25 ans un organisme du gouvernement fédéral, est maintenant devenue une institution financée par des capitaux privés.

LES FONDS FIDUCIAIRES DE PENSION

Enfin, nous pensons à vous. Collectivement, les fonds fiduciaires de pension constituent une accumulation considérable et rapidement croissante d'épargnes provenant de particuliers. Vous avez besoin de très peu de liquidité. Les données du Bureau fédéral de la statistique indiquent que vos déboursés collectifs au compte des pensions et des remboursements équivalent à peu près, depuis bon nombre d'an-

nées, au volume de votre revenu net provenant d'investissements. Vos accumulations annuelles de capitaux à investir ont été ainsi à peu près égales aux contributions annuelles des employeurs et des employés. Ceci s'ajoute aux rentrées de fonds provenant de tous les investissements déjà existants. Vous êtes soumis à des pressions très fortes pour obtenir des taux élevés de rendement afin de réduire au minimum les contributions des employeurs. Les prêts hypothécaires assurés aux termes de la LNH ainsi que les prêts conventionnels donnent un rendement supérieur à celui des obligations et pourtant, à la fin de 1969, la proportion des actifs investis dans les prêts hypothécaires par les fonds de pension (y compris les fonds mis en commun) n'était que d'environ 11 p. cent de la valeur totale aux livres. Nous nous posons donc les questions suivantes:

- Est-ce parce que les prestations de pension dans votre régime sont établies par rapport au niveau que peuvent atteindre les salaires durant les dernières années d'emploi et qu'on s'attend à une progression ascendante des salaires? Dans ce cas, des prêts hypothécaires à rendement élevé ne deviendraient-ils pas intéressants?
- Est-ce parce que vous désirez une certaine protection contre l'inflation? Dans ce cas, les prêts hypothécaires avec participation aux bénéfices ne paraissent-ils pas convenir à cette fin? Ou encore, quelque forme de prêt hypothécaire à taux d'intérêt variable ou d'investissement dans la mise de fonds à l'égard des logements à loyer?
- Si ce souci de l'inflation est répandu dans le monde des affaires, le rendement des valeurs à revenu fixe ne s'en ressentira-t-il pas? Si, afin de se protéger contre l'inflation, les investisseurs placent trop de capitaux dans les actions ordinaires en négligeant les investissements à revenu fixe, surtout les prêts hypothécaires, est-ce que les taux courants des prêts hypothécaires n'assureront pas la meilleure protection?
- On a dit qu'il est trop compliqué d'investir des capitaux dans les prêts hypothécaires. Est-ce bien vrai? N'est-il pas plus compliqué d'investir dans des obligations hypothécaires de compagnies? Serait-il utile d'avoir des trusts d'investissement dans la propriété immobilière?
- Il a été dit que les prêts hypothécaires constituaient des investissements trop simples; qu'ils ne présentent pas un défi pour l'intelligence comme les investissements dans des valeurs sur le marché. Est-ce bien vrai? Est-ce cela qui vous fait hésiter? Dans l'affirmative, est-ce là une attitude logique par rapport à l'objectif qui vise à augmenter les revenus au maximum?

M. Ruby

gouvernement, au taux d'intérêt élevé, fixe, garanti et comportant une clause de non-remboursement par anticipation.

La prochaine étape pourrait être de participer, aux conditions appropriées, aux bénéfices que procure la propriété immobilière financée au moyen de prêts consentis aux termes de la LNH.

Ensuite, il pourrait être jugé opportun d'acheter des prêts hypothécaires conventionnels à intérêt élevé, consentis sur des propriétés industrielles et commerciales, en vue de négocier une participation à l'accroissement de ces propriétés comme dans le cas des centres d'achat et des édifices à bureaux.

De là, on pourrait passer à une participation à la mise de fonds avec des entrepreneurs généraux et d'une façon continue, comme cela se produit présentement avec la North American Life et Orlando Realty Corporation — C N Investments et Peel Elder et Canadian Goldale — C N Investments et Paragon Properties — Mutual Life of Canada et Shipp Corporation — Confederation Life et Narod Construction. Je pourrais continuer à vous citer un grand nombre d'unions semblables d'un investisseur et d'un entrepreneur général qui semblent vivre et oeuvrer ensemble dans une harmonie parfaite.

M. Maguire

l'intérêt au taux de 9¾ p. 100 à la fin de la 19e année de location et laissera au fonds de pension la possession de l'ensemble de la propriété. L'investissement sera de 17 millions de dollars qui seront probablement répartis entre 30 fonds de pension participants.

Je crois que ces quelques cas démontrent les avantages qu'il y a pour les bénéficiaires des fonds de pension, ainsi que pour la collectivité, de laisser aux administrateurs la latitude d'approuver l'affectation des capitaux à investir dans la propriété immobilière. Il n'y a rien de particulièrement original dans ces deux

M. Otto

des fonds. Il serait aussi essentiel de garantir au ministère du Travail qu'aucun des bénéfices résultant du doublement des revenus profiterait à l'employeur sous forme d'une réduction de ses contributions.

La même question se présente toujours à notre esprit: où allons-nous trouver tout l'argent dont nous aurons besoin dans les années à venir? d'où viendra cet argent? Je crois que nous ne sommes qu'à un an et demi du moment où les réserves importantes que nous possédons dans le fonds des devises étrangères pourraient bien diminuer de 4.8 milliards de dollars à un niveau plus conforme à la norme, soit de 2 1/2 à 3 milliards. Si cela se produit et au moment où cela se produira, le gouvernement sera riche en disponibilités et ce sera peut-être alors le moment d'être

L'ultime étape, dans un avenir plus ou moins rapproché, serait sans doute de constituer votre propre portefeuille de valeurs immobilières à longue échéance. Un certain nombre de fonds de pension du Canada, du Royaume-Uni et des Etats-Unis sont présentement intéressés à ce genre de "compte de propriétés" ayant établi leur compétence à acheter, construire et posséder entièrement leurs propres immeubles.

L'évolution d'un prêt hypothécaire consenti aux termes de la Loi nationale sur l'habitation à la possession directe et entière d'une propriété immobilière pourrait et devrait exiger bon nombre d'années. Mais à cause du rendement profitable actuel des prêts hypothécaires, c'est le bon moment de s'y intéresser.

Pour conclure, il y a un point sur lequel je n'ai pas insisté et que je n'ai jamais mentionné dans aucun exposé que j'ai eu à faire en présence de représentants de fonds de pension. Je crois que le fait d'appuyer l'industrie de l'habitation au Canada est une responsabilité qui incombe à toute compagnie. En effet, cette industrie produit des habitations et du logement pour notre population, cette même population qui verse des contributions à vos fonds de pension et qui en est la bénéficiaire.

programmes. En fait, M. R. T. Ryan, vice-président de la Compagnie d'Assurance d'Hypothèques du Canada a publié un article récemment dans le Real Estate Investor où il a décrit diverses techniques dont se servent les compagnies d'assurance du Canada pour se protéger contre l'inflation. Il n'y a aucune raison pour que les fonds de pension ne puissent pas participer à ces rendements plus élevés où les risques s'appuient sur des crédits comme ceux qui sont accordés par l'IRS ou la compagnie d'utilités publiques.

prêt à lui faire une telle recommandation.

Je voudrais terminer cet exposé en relevant le mot "législation" auquel on a fait allusion à plusieurs reprises au cours de nos entretiens d'aujourd'hui. Je ne crois pas qu'il soit nécessaire d'envisager une législation à ce moment-ci: nous avons encore beaucoup à innover à l'égard de la commercialisation des valeurs et beaucoup à faire pour éduquer les intéressés avant d'abandonner la partie et de dire que les administrateurs ou fiduciaires sont incapables d'apprécier une bonne chose. Peut-être faut-il qu'on nous ouvre les yeux un peu plus brusquement mais cela devrait se faire avant que nous songions à avoir recours à une législation.

M. Poapst

Serait-il utile d'établir une banque centrale de valeurs hypothécaires? Ou encore serait-il utile d'avoir des trusts d'investissement dans la propriété immobilière avec des droits d'usufruit qui pourraient être négociables?

- Quelle importance prend dans votre programme d'investissement la facilité de mettre sur le marché? A quelle fréquence modifiez-vous votre stratégie?
- Est-ce que ce qui vous sert de critère pour évaluer le résultat de vos investissements vous empêche d'investir des capitaux dans les prêts hypothécaires? Dans l'affirmative, ce critère est-il fondé?
- A-t-on fait des études empiriques des risques par rapport au rendement en regard des

échanges sur le marché des capitaux, et ces études ont-elles porté également sur les prêts hypothécaires? Dans l'affirmative, qu'a-t-on découvert au sujet de l'effet que l'augmentation des investissements dans les prêts hypothécaires pourrait produire sur les bénéfices éventuels pour votre portefeuille, par rapport au degré de risque d'investissement que vous êtes disposés à accepter?

- Quelles sont vos spécifications à l'égard du genre de prêt hypothécaire ou de tout autre genre d'instrument financier qui répondrait le mieux à vos besoins pour vous inciter à investir des capitaux dans l'habitation? Nous aimerions connaître vos réponses à ces questions.