

Les titres adossés à des créances hypothécaires : le marché américain et le marché canadien

Martin Boyer et François Girard

Volume 76, numéro 1, 2008

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1106533ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1106533ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Faculté des sciences de l'administration, Université Laval

ISSN

1705-7299 (imprimé)

2371-4913 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer ce document

Boyer, M. & Girard, F. (2008). Les titres adossés à des créances hypothécaires : le marché américain et le marché canadien. *Assurances et gestion des risques / Insurance and Risk Management*, 76(1), 55–72. <https://doi.org/10.7202/1106533ar>

Résumé de l'article

Cet article fait suite à celui sur les caractéristiques et les propriétés des titres adossés à des créances hypothécaires qui a été publié dans le dernier numéro d'Assurances et gestion des risques. Nous comparons dans cette suite le fonctionnement du marché des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis avec celui du marché canadien. Notre article se penche sur une analyse comparative du marché canadien et du marché américain afin d'en comprendre les différences. La compréhension du fonctionnement du marché des créances hypothécaires est essentielle pour évaluer le pourquoi et le comment de la crise des hypothèques à haut risque qui fait rage depuis la fin de l'année 2007.

Les titres adossés à des créances hypothécaires : le marché américain et le marché canadien

par Martin Boyer et François Girard

RÉSUMÉ

Cet article fait suite à celui sur les caractéristiques et les propriétés des titres adossés à des créances hypothécaires qui a été publié dans le dernier numéro d'Assurances et gestion des risques. Nous comparons dans cette suite le fonctionnement du marché des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis avec celui du marché canadien. Notre article se penche sur une analyse comparative du marché canadien et du marché américain afin d'en comprendre les différences. La compréhension du fonctionnement du marché des créances hypothécaires est essentielle pour évaluer le pourquoi et le comment de la crise des hypothèques à haut risque qui fait rage depuis la fin de l'année 2007.

ABSTRACT

The current article follows the one on the characteristics and the property of the mortgage-backed security market that we published in the previous issue of *Insurance and Risk Management*. In this sequel article, we compare the U.S. mortgage-backed market with the Canadian market. Understanding how these markets work is essential if one wants to assess the why and the how of the sub-prime crisis that affected the mortgage-backed security market in the latter part of 2007.

The authors:

Martin Boyer est professeur et directeur du Département de finance à HEC Montréal, Université de Montréal, 3000 chemin de la Côte-Sainte-Catherine, Montréal QC, H3T 2A7, Canada et Fellow du CIRANO; martin.boyer@hec.ca. François Girard est aide de recherche à HEC Montréal.

I. INTRODUCTION

Le marché des titres adossés à des créances hypothécaires sur le marché canadien est un marché qui est à la fois mature et en développement. Bien que les contrats hypothécaires ne représentent rien de nouveau, la vague de titrisation des créances au cours des années 80 a fait en sorte que ces titres financiers sont devenus négociables et largement liquides. Notre recherche se penche sur une analyse comparative du marché canadien et du marché américain afin d'en comprendre les différences. Cette comparaison vient à point puisque le marché des MBS aux États-Unis est beaucoup plus développé qu'au Canada, ce qui nécessite une réflexion quant aux causes de cette dichotomie, ainsi qu'une évaluation des développements possibles du marché canadien.

Nous avons présenté dans le numéro précédent d'*Assurances et gestion des risques* quels sont ces titres adossés à des créances hypothécaires et quelles sont leurs caractéristiques et propriétés. Nous avons également présenté un historique du développement des MBS sur le marché américain. Des titres connexes furent aussi présentés brièvement, afin de bien saisir l'ampleur du phénomène de la titrisation, de son impact sur la finance contemporaine et de son potentiel futur.

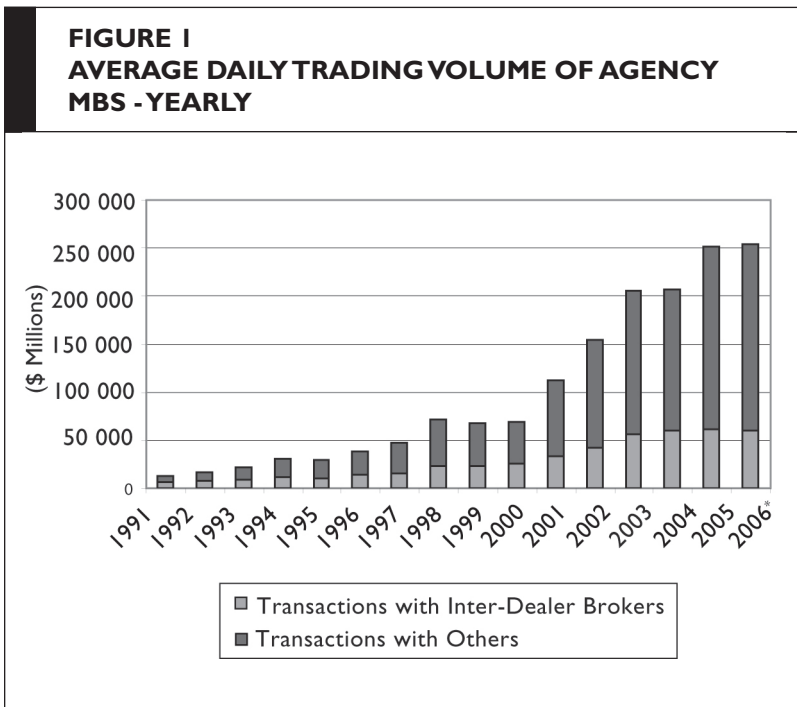
Nous analysons maintenant le marché canadien selon les mêmes critères que celui du marché américain, de façon à bien décrire ses différentes caractéristiques. Les particularités du marché canadien sont traitées et analysées. Finalement, nous comparons le marché canadien au marché américain de façon à souligner les points communs de ces deux marchés, mais surtout de faire ressortir leurs différences afin de comprendre pourquoi ces deux marchés en sont à des stades de développement bien différents.

Comme dans le texte précédent, nous utilisons grandement les acronymes américains les plus usuels ainsi que des abréviations qui ne semblent peut-être pas toujours évidentes. Celles-ci sont d'abord liées à la dénomination correspondante, puis utilisées sous forme d'abréviation et ce, même s'il existe un équivalent en français dans le texte. Pour les termes n'ayant pas de version française évidente, nous utilisons un équivalent, tout en conservant la version anglaise pour le reste du texte de manière à ne pas dénaturer le contenu.

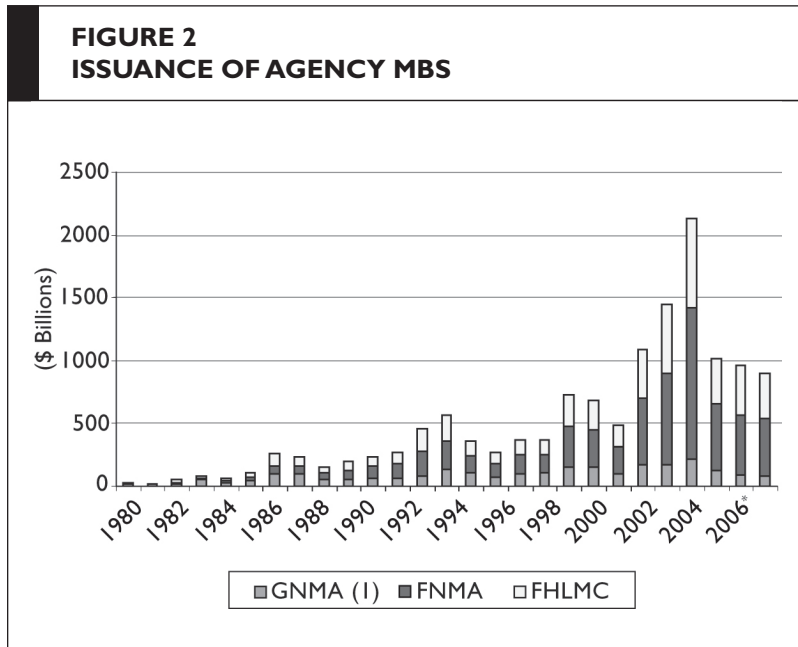
2. LE MARCHÉ AMÉRICAIN

Étant à la fois le plus grand centre financier mondial ainsi que le bassin le plus développé d'hypothèques, il n'est pas surprenant que les États-Unis aient été les pionniers et aient aujourd'hui le marché des titres adossés à des créances hypothécaires le plus développé dans le monde. Avec un marché hypothécaire d'une taille de 9 600 milliards de dollars selon les estimés de la Réserve fédérale américaine, la taille immense du marché des MBS américain et sa croissance fulgurante tout au long des dernières décennies restent tout de même des plus impressionnants.

Si le but des agences gouvernementales américaines était d'augmenter la liquidité dans le marché hypothécaire, nous pouvons assurément conclure que ces agences l'ont atteint en transformant des actifs financiers relativement peu liquides en des titres transigés sur le marché des capitaux. Le volume quotidien moyen de transactions des titres MBS garantis par les agences est passé de US 13 milliards de dollars en 1991 à US 256 milliards de dollars en 2006, soit près de 20 fois plus en 15 ans¹ tel qu'illustré sur le graphique suivant.

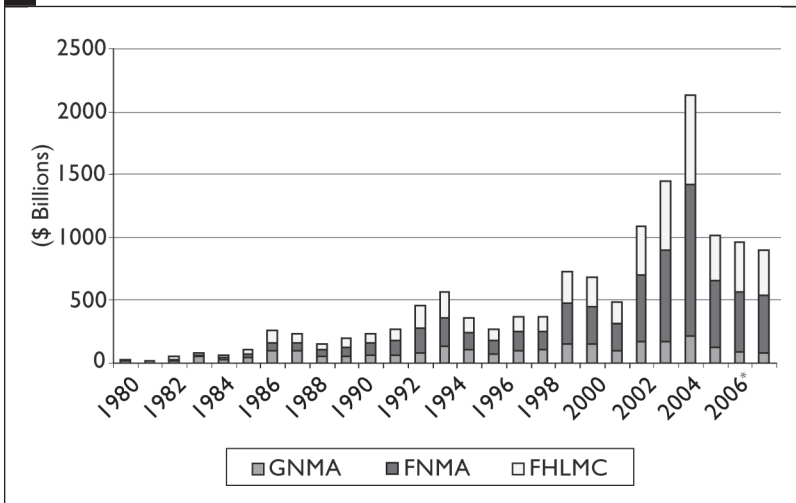


Le volume annuel d'émission des agences gouvernementales nous permet aussi de juger de l'importance des MBS dans le marché américain. Ainsi, alors qu'en 1980 les émissions des agences gouvernementales totalisaient US 23,1 milliards de dollars, elles ont atteint un sommet de 2130 milliards de dollars en 2003, une croissance phénoménale², il va sans dire. En 2006, le volume annuel d'émission des agences gouvernementales retombait à un niveau un peu plus cohérent de 899 milliards de dollars.



Depuis le début des années 80, le marché a connu une augmentation des émissions de MBS provenant des agences gouvernementales, tout comme des MBS hors agences. Les volumes de négociation ont aussi augmenté considérablement, de telle sorte que la taille du marché est aujourd'hui considérable. En effet, le volume des titres liés à des hypothèques en circulation fait en sorte que ce marché est aujourd'hui le plus grand secteur du marché des titres à revenu fixe domestiques aux États-Unis, ayant une taille plus d'une fois et demi supérieure à celle du marché des obligations gouvernementales américaines, qui inclut le marché des bons et des obligations du Trésor américain³.

FIGURE 3
OUTSTANDING VOLUME OF MORTGAGE-RELATED SECURITIES



2.1 Les agences américaines

Trois agences principales oeuvrent dans le marché des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis. Chacune de ces agences ont leur mission propre et des caractéristiques qui lui sont spécifiques. Les activités de ces agences sont tout de même assez semblables; elles offrent des garanties de paiement sur des titres adossés à des créances hypothécaires, que l'on appelle dans ce cas des *titres d'agences*. De plus, les garanties offertes par ces trois agences sont différentes et elles ne sont pas toutes aussi exhaustives.

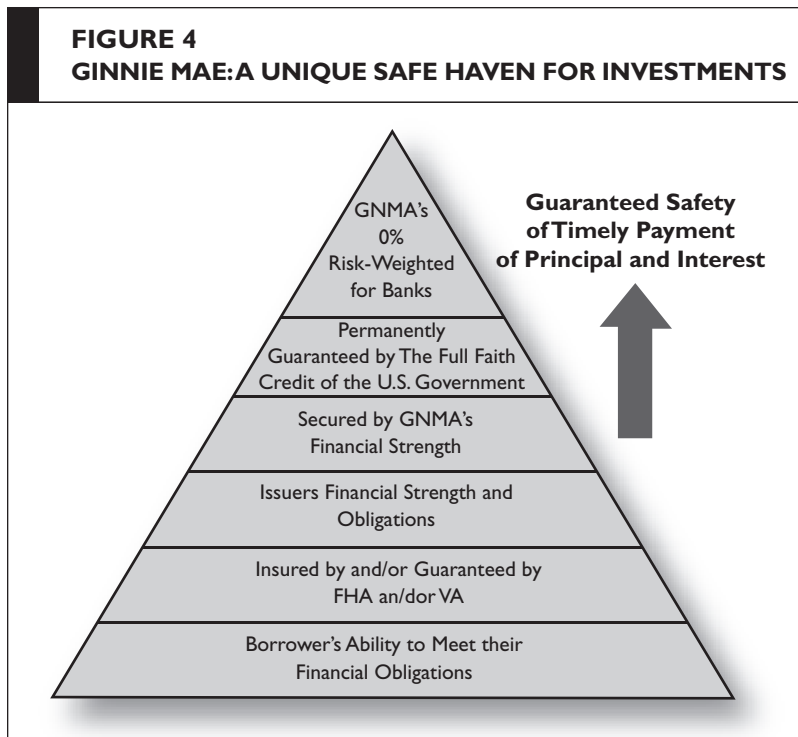
On distingue ainsi deux types de garantie, celle amenant l'appellation de *titre entièrement modifié* (soit *fully modified pass-throughs*) et celle plus restreinte, pour laquelle on utilise l'appellation de *titre modifié* (soit *modified pass-throughs*). Le premier type de garantie signifie que l'agence garantit le paiement ponctuel du principal (lors de l'échéance) ainsi que des intérêts, même advenant un défaut de la part de l'emprunteur. Le deuxième type de garantie ne garantit que le paiement ponctuel des intérêts. Le paiement du principal est donc transféré aux détenteurs des titres lorsque payé par l'emprunteur, selon un échéancier de remboursement.

Les agences vendent donc des titres adossés à des créances hypothécaires dans le marché secondaire (à des investisseurs individuels et institutionnels), ce qui permet de lier le marché des capitaux aux emprunteurs. Les investisseurs ont donc accès à des titres

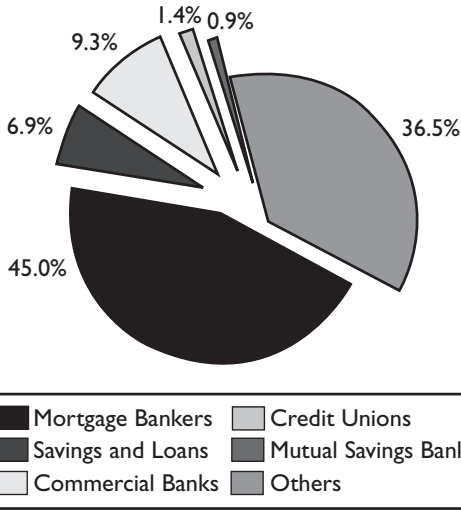
auxquels ils n'avaient pas accès avant et les emprunteurs accèdent à une source de liquidités plus importante et mieux structurée. De cette manière et en y ajoutant la garantie de paiement offerte par les agences, il est possible de diminuer les taux hypothécaires et de permettre à plus de gens d'emprunter pour acquérir une maison, ou toute autre propriété immobilière.

2.2 GNMA ou Ginnie Mae

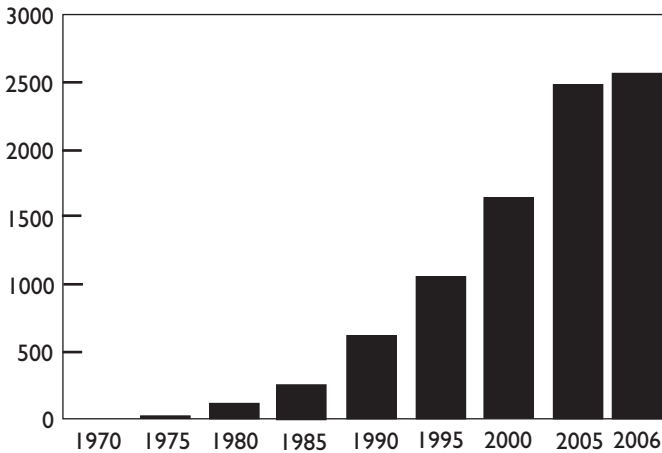
La première agence gouvernementale américaine « *Government National Mortgage Association* » (GNMA) est couramment appelée Ginnie Mae. Bien que les trois agences soient gouvernementales, seuls les titres garantis par GNMA reçoivent la caution du gouvernement américain. Ils sont donc les seuls à être perçus comme n'ayant aucun risque de défaut... ou du moins les seuls ayant le même risque de défaut que les obligations du Trésor américain. Les titres MBS-GNMA sont tous ce que l'on appelle *titres entièrement modifiés*. De plus, les titres pouvant être inclus dans un fonds garanti par GNMA doivent obligatoirement être garantis ou assurés par une des trois organisations suivantes : « *Rural Housing Service* », « *Veterans Administration* » ou « *Farmers Home Administration* ».



**FIGURE 5
BREAKOUT OF GINNIE MAE ISSUERS BY
INSTITUTION TYPE: NUMBER OF ISSUERS BASIS
(DATA AS OF 10/2006)**



**FIGURE 6
GINNIE MAE: CUMULATIVE TOTAL, DOLLAR AMOUNT
SECURITIZED (GUARANTEED) 1970-2006 (IN BILLIONS)**



2.3 FNMA ou Fannie Mae

La deuxième agence américaine « *Federal National Mortgage Association* » (FNMA) est aussi appelée Fannie Mae. Il s'agit aussi d'une entreprise commanditée par le gouvernement américain. Sa structure est différente de celle de GNMA puisqu'il s'agit d'une entreprise publique, cotée en bourse (NYSE : FNM), qui est autorisée à faire des prêts et à garantir des prêts. Cela signifie que bien que l'entreprise soit commanditée par le gouvernement américain, les titres qu'elle émet et qu'elle garantit ne reçoivent aucune caution officielle du gouvernement américain, bien que plusieurs estiment que ce dernier agirait si elle en venait à être en défaut sur sa dette, de manière à protéger le marché. Les MBS garantis par cette agence sont tous de type « entièrement modifiés ».

Afin de générer des revenus, Fannie Mae impose des frais sur les MBS qu'elle émet en échange de la garantie de paiement ponctuel du principal et des intérêts. FNMA a initialement été créé en 1938 comme une des différentes politiques mises en place par le gouvernement Roosevelt dans le cadre du *New Deal*. Le but initial de l'entreprise était de fournir de la liquidité au marché hypothécaire. Après 30 ans de monopole sur le marché hypothécaire, l'agence FNMA a été convertie en entreprise privée en 1968.

2.4 FHLMC ou Freddie Mac

« *Federal Home Loan Mortgage Corporation* » (FHLMC), mieux connue sous le nom de Freddie Mac, est aussi une entreprise publique cotée en bourse (NYSE : FRE) et commanditée par le gouvernement américain. Elle a vu le jour en 1968, lors de la conversion de FNMA en société publique, puisque le Congrès américain désirait mettre fin au monopole de cette dernière et instaurer plus de concurrence dans le secteur en autorisant une autre agence, soit la FHLMC, à octroyer et à garantir des prêts.

Tout comme dans le cas de FNMA, la commandite du gouvernement américain envers FHLMC ne représente pas une caution du gouvernement sur les titres adossés émis par l'agence. FHLMC génère ses revenus de la même manière que FNMA, en collectant des frais sur les MBS émis en échange d'une garantie de paiement du principal et des intérêts. Les MBS-FHLMC sont disponibles sous les deux types de garantie; des MBS de type *modifiés* ont déjà été émis dans le passé, mais l'entreprise n'émet aujourd'hui plus que des MBS de type *entièrement modifiés*.

2.5 Les titres hors agences et à haut risque

Afin d'être garanties par les agences gouvernementales, les hypothèques doivent être conformes à certains critères spécifiques (*conforming loans*). Or, toutes les hypothèques ne peuvent répondre à ces critères. Celles qui ne sont pas conformes ne peuvent être incluses dans des titres adossés à un collatéral approuvés par ces agences gouvernementales.

Cette non-conformité de certaines hypothèques a donc entraîné l'arrivée de nouvelles pratiques financières et la création d'un nouveau marché. Des institutions (souvent appelées assureurs hypothécaires ou *mortgage insurers*) offrent des garanties sur des MBS du même genre que celle des agences présentées plus haut, à la différence que ces MBS garantis par des assureurs ont été créés à partir d'hypothèques non conformes, ce qui implique qu'elles ne jouissent d'aucune caution explicite ou implicite de la part du gouvernement américain. Ces titres sont appelés des MBS hors agences. Il est donc évident que l'absence de cautions gouvernementales a un impact sur le risque de crédit de ces titres adossés à un collatéral immobilier. Les agences de cotation de crédit peuvent ainsi attribuer une cote de crédit à ces titres hors agences qui reflète ce risque particulier.

Afin d'émettre des MBS ayant une cote de crédit attrayante pour les investisseurs, les institutions émettant ce genre de titres utilisent un procédé appelé le rehaussement de crédit. Le rehaussement de crédit peut se faire de façon externe ou interne, afin d'obtenir la cote de crédit désirée. Il existe plusieurs possibilités pour améliorer le crédit de façon externe, les plus courantes étant les garanties corporatives, les lettres de crédit, l'assurance du fonds hypothécaire et l'assurance obligataire.

Il existe aussi plusieurs procédés de rehaussement interne du crédit comme les fonds de réserves, qui prévoient la création d'un fonds à partir des revenus d'émission, qui sont typiquement investis dans des instruments du marché monétaire et qui serviraient à garantir le fonds en cas de défaut ou de prépaiement. Des frais d'administration peuvent aussi être collectés en sus des frais mensuels normaux afin de créer un fonds qui servirait à garantir les paiements aux investisseurs en cas de prépaiement ou de défaut du fonds (*Excess servicing spread accounts*). La surcollatéralisation contribue également à améliorer le crédit du fonds, en prévoyant un collatéral dont la valeur est supérieure à celle des titres MBS émis, ce qui augmente la protection pour les investisseurs. Finalement, une structure par tranches « séniors » et « subordonnées » peut aussi être créée à partir du fonds d'hypothèques, afin que les tranches inférieures (ou « tranches subordonnées ») absorbent les premiers chocs, protégeant du même coup les tranches séniors ayant une cote de crédit supérieure.

3. LE MARCHÉ CANADIEN

Étant donné l'importante différence de taille entre le marché hypothécaire américain et le marché canadien, il est normal que le marché des titres adossés à des créances hypothécaires soit également plus restreint et moins développé au Canada, sans compter le fait que le bassin d'investisseurs est moins important au Canada. De plus, les hypothèques ne sont pas structurées au Canada exactement de la même façon qu'aux États-Unis de telle sorte que les institutions prêteuses n'opèrent pas dans le même genre de compétition. Ce sont tous des facteurs qui font en sorte que le marché canadien n'est pas au même stade de développement du marché des titres hypothécaires qu'aux États-Unis.

Comme dans le cas des États-Unis, il serait impossible de comprendre comment fonctionne le marché canadien des titres adossés à des créances hypothécaires sans préalablement connaître l'agence gouvernementale responsable du développement de ce marché. Ce constat est d'autant plus vrai que le marché canadien est centré sur cette unique agence et les institutions impliquées dans les titres hors agences occupent une place plutôt secondaire au Canada. Nous toucherons également au cadre législatif qui a entraîné la création de cette agence avant de passer à des statistiques décrivant mieux la taille du marché canadien.

3.1 Les agences et intervenants canadiens

Le principal intervenant dans le marché des titres hypothécaires au Canada est une agence gouvernementale appelée la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL, aussi connue sous l'acronyme anglais CMHC). Celle-ci est en fait une société de la couronne ayant été créée en 1945 et ayant comme objectif de «favoriser la construction de nouvelles maisons, la réparation et la modernisation de maisons existantes, ainsi que l'amélioration des conditions de logement et de vie»⁴. La SCHL répond à ses objectifs en élaborant des programmes d'assurances sur prêts hypothécaires et en effectuant des opérations de titrisation pour créer des MBS et d'autres titres structurés. Plus concrètement, la SCHL joue le même rôle au Canada que les agences gouvernementales américaines aux États-Unis en assumant le risque de défaut sur le paiement du capital et des intérêts sur les hypothèques préalablement approuvées.

Du côté des institutions offrant des hypothèques, le marché canadien est occupé principalement par les banques, un secteur qui est aussi très réglementé et peu ouvert à la concurrence étrangère. Étant donné la plus faible concurrence au niveau des prêts hypothécaires, les possibilités de prêts hypothécaires sont aussi plus restreintes. En

effet, le levier financier dans le système hypothécaire canadien est plus faible que du côté américain et le prépaiement est plus contraignant, puisque des pénalités sont généralement imposées lorsqu'il y a prépaiement. Ces pénalités font souvent en sorte qu'il n'est pas avantageux pour l'emprunteur de prépayer son prêt hypothécaire.

3.2 La Loi nationale sur l'habitation

La loi nationale sur l'habitation (LNH) est le cadre législatif adopté par le gouvernement fédéral en 1944 afin d'aider les canadiens à accéder à la propriété et à améliorer leurs conditions de logement. La pierre angulaire de cette loi a été la création de la SCHL, qui est la propriété du gouvernement fédéral et qui a pour but de mettre en place et d'appliquer les différents programmes destinés aux canadiens et aux institutions canadiennes. Le cadre actuel permet à la SCHL de faire de l'assurance de prêts hypothécaires et d'assurer son financement par l'émission de dette garantie par le gouvernement fédéral.

Selon la LNH, il existe plusieurs types d'hypothèques admissibles aux garanties de la SCHL, celles-ci sont divisées en catégories, identifiées par un numéro. En voici donc une liste des principales catégories ainsi que leurs caractéristiques⁵ :

Catégorie 964 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Dans cette catégorie de bloc, les pénalités d'intérêts ou les indemnités de remboursement par anticipation sont versées à l'investisseur.

Catégorie 965 – Bloc mixte : toute combinaison appartenant à au moins deux catégories et créances relatives à des logements collectifs lorsque la créance hypothécaire peut être divisée ou remboursée par anticipation.

Catégorie 966 – Logements collectifs : prêts assurés se rapportant à des logements collectifs, petits immeubles locatifs, grands ensembles d'habitation ou ensembles de logements sociaux.

Catégorie 967 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Dans cette catégorie de bloc, les pénalités d'intérêts ou les indemnités de remboursement par anticipation sont retenues par l'émetteur.

Catégorie 970 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Similaire à la catégorie 967, mais les modalités de remboursement sont différentes.

Catégorie 975 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Similaire aux catégories 967 et 970, mais avec d'autres modalités de remboursement.

Catégorie 980 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Les hypothèques sont à taux variable. Les paiements hypothécaires sont ajustés au moment de la réinitialisation du taux d'intérêt afin que la période d'amortissement ne soit pas modifiée.

Catégorie 985 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Les hypothèques sont à taux variable. Les paiements hypothécaires ne sont pas ajustés au moment de la réinitialisation du taux d'intérêt. Les prêts non amortis sont retirés du bloc.

Catégorie 987 – Propriétaires occupants : prêts relatifs à des propriétés individuelles comprenant un maximum de quatre logements autonomes. Les hypothèques sont à taux variable ou révisable.

Catégorie 99 – La catégorie 99 représente les blocs de logements sociaux.

3.3 Les «MBS LNH»

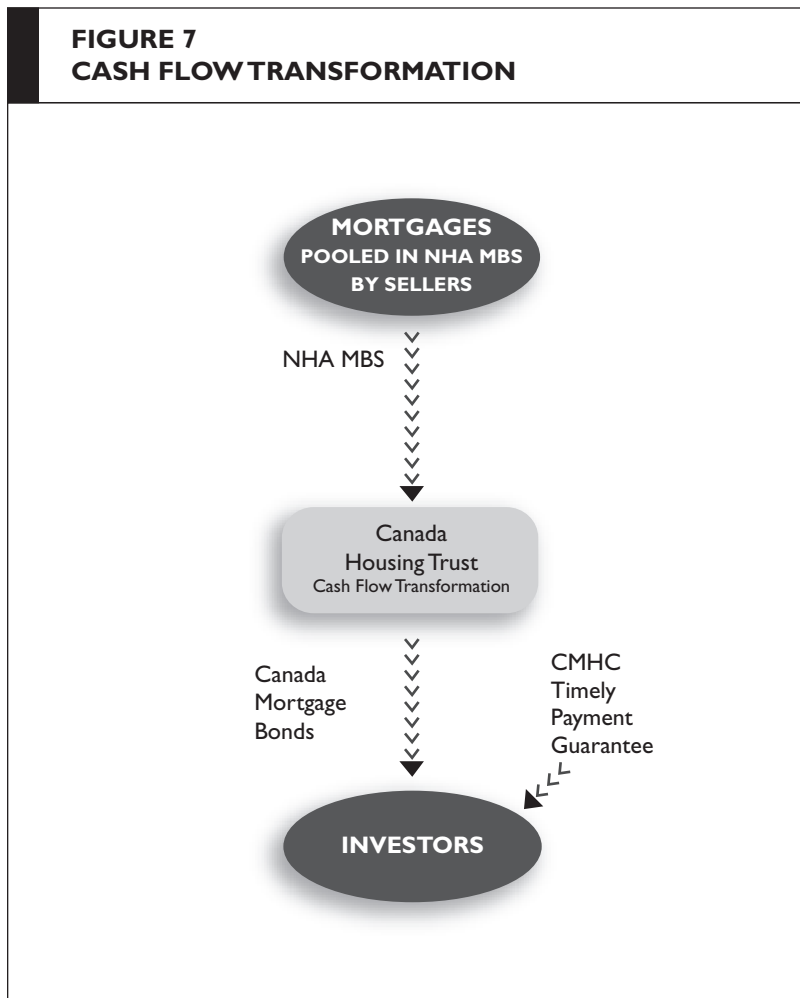
Un des programmes les plus connus au niveau de l'émission de MBS au Canada est le programme des «MBS LNH» qui sont structurés à partir de fonds d'hypothèques approuvées selon la Loi nationale sur l'habitation. Ce programme a mené à l'émission de titres MBS garantis par la SCHL et disponibles au grand public. L'agence garantissait le paiement ponctuel (lorsque dû) du capital et des intérêts sur les titres hypothécaires, ce qui en faisait des investissements très sécuritaires.

Ces titres étaient de véritables MBS, dans le sens où il y avait un amortissement du capital sur toute la durée de vie des hypothèques. Cette première expérience a été un véritable succès sur le marché canadien, ce qui a permis à ce secteur de prendre beaucoup d'ampleur auprès des investisseurs. Ces titres pouvaient être achetés en tranches de 5 000 \$, ce qui les rendait aussi très accessibles auprès des particuliers. Le rendement offert était supérieur à celui des titres gouvernementaux canadiens, tout en ayant le même niveau de sécurité. Le seul facteur les rendant un peu moins attrayants aux yeux de certains investisseurs était l'amortissement du capital, qui faisait en sorte que les paiements diminuaient avec le temps. Ces titres sont toujours présents sur le marché, mais la SCHL a depuis initié des

programmes de rachats pour transformer ces titres dans le cadre d'un nouveau programme.

3.4 Les « Obligations hypothécaires du Canada »

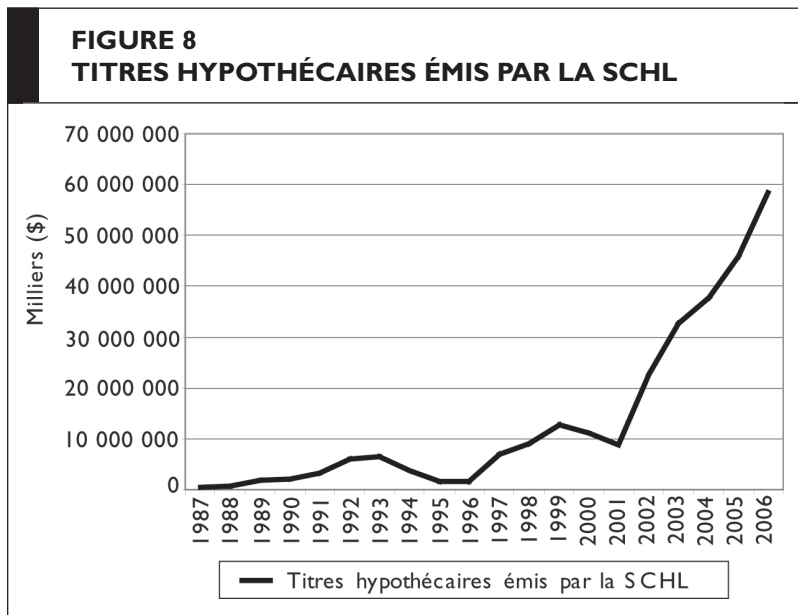
Le plus récent programme de la SCHL, qui a connu un énorme succès sur le marché canadien, est celui des obligations hypothécaires du Canada (*Canada Mortgage Bonds* ou CMB). Le but de ce programme est de rendre encore plus accessible aux investisseurs canadiens les titres adossés à des créances hypothécaires et de continuer d'offrir un niveau de sécurité comparable à celui des titres du gouvernement canadien.



Pour ce faire, la SCHL utilise une fiducie appelée le « *Canada Housing Trust* » ou CHT pour transformer les flux monétaires du fonds d'hypothèques afin de répliquer les flux monétaires qu'aurait une véritable obligation. On identifie sur le marché ces obligations hypothécaires du Canada sous l'acronyme CHT 4,65 % 15/09/2009. La différence la plus notable avec le programme des « MBS LNH » est qu'il n'y a plus d'amortissement du capital, le principal est repayé en totalité à l'échéance, comme pour une obligation, sans que les hypothèques sous-jacentes ne subissent de modifications (pas de différence pour l'emprunteur). La SCHL a aussi récemment introduit les obligations hypothécaires à coupons variables, afin d'offrir une plus grande diversité aux investisseurs. Ces titres fonctionnent de la même manière que les obligations à coupons variables puisque le taux de coupons est réinitialisé périodiquement et ajusté selon un taux de financement à court terme.

3.5 Le marché canadien des titres adossés à des créances hypothécaires

Bien que la taille du marché des titres adossés à des créances hypothécaires au Canada soit difficilement comparable à celle du marché américain, la croissance du marché n'est pas à négliger. Comme la population canadienne est beaucoup plus petite que la population américaine, il est normal de constater des différences de taille, mais la croissance du marché est comparable.



Le graphique ci haut illustre la croissance des émissions de titres MBS au Canada depuis 1987. On peut y voir qu'en 1987, seulement 456 millions de dollars de titres MBS ont été émis par la SCHL, alors que ce montant est passé à 11 milliards de dollars en 2000 pour finalement atteindre 58 milliards de dollars en 2006. Le tableau suivant répartit l'émission totale de titres MBS selon les catégories d'hypothèques sous-jacentes depuis 1987.

Nous voyons que ce sont les MBS de catégorie 975 qui sont non seulement les plus fréquents, mais également ceux qui ont la plus grande valeur. Les MBS de catégorie 964 sont également très fréquents, mais ils ont une bien moins grande valeur en moyenne que d'autres MBS. Comme nous le mentionnions plus tôt, le marché canadien des MBS a connu une évolution récente en termes de leur structure-même. Nous voyons ainsi dans le tableau suivant le volume de titres MBS en circulation au mois de mai 2007 selon la catégorie des hypothèques sous-jacentes.

Il est clair que s'est estompée la popularité des MBS de catégorie 964, très populaires au début des années 80, pour être remplacés par les MBS de catégorie 975. Nous voyons aussi que la très grande majorité des MBS à taux de coupons variables (catégorie 985) sont encore en circulation en 2007 : plus de 316 de ces MBS sont aujourd'hui transigés alors qu'un grand total de 337 a été émis (soit un taux de rétention de 94%). Ceci contraste avec les MBS de catégorie 964 desquels seulement 126 existent toujours alors que

**TABLEAU I
ACTIVITÉ ANNUELLE**

Année d'émission	Catégorie de bloc	Nombre de blocs	Montant émis
Sommaire par catégorie de bloc			
	964	1 474	19 929 106 957,44
	965	331	5 337 361 848,75
	966	233	4 119 798 970,01
	967	244	2 296 096 018,71
	970	791	66 807 149 653,57
	975	1 635	152 959 482 314,98
	980	51	888 078 713,50
	985	337	30 564 191 284,03
	987	91	2 827 960 867,57
	990	918	17 023 898 913,42
Total global		6 105	302 753 125 541,98 \$

TABLEAU 2
TITRES HYPOTHÉCAIRES LNH

Volume par émetteur			
Solde de principal restant le : 2007-05			
964	126	1 168 757 476,92 \$	0,94
965	207	2 891 511 417,04 \$	2,32
966	105	1 459 397 309,84 \$	1,17
967	9	3 054 923,07 \$	0,00
970	399	14 026 347 263,58 \$	11,27
975	1 238	81 734 933 388,13 \$	65,68
980	41	478 807 365,43 \$	0,38
985	316	16 957 552 656,24 \$	13,63
987	81	1 721 356 340,62 \$	1,38
990	99	3 997 588 889,92 \$	3,21
Total gobal	2 621	124 439 307 030,79 \$	100,00

1474 ont été émis depuis 1987 (soit un taux de rétention de 8,5 %). Au total, ce sont 43 % des MBS émis depuis 1987 qui sont encore en circulation de nos jours.

4. DISCUSSION ET CONCLUSION

Suite à cette comparaison entre les marchés américain et canadien des MBS, il est facile de constater l'impressionnante différence de taille entre ces deux marchés. Outre cette différence, on peut remarquer que les deux marchés sont en croissance depuis déjà plusieurs années, mais que la direction prise par les agences responsables de ces marchés est très différente. On peut donc se demander comment se fait-il que le marché canadien ait ce genre de retard sur le marché américain et pourquoi la tendance au Canada ne copie pas celle du marché américain.

Une première piste de réflexion est le comportement des investisseurs canadiens vis-à-vis des investisseurs américains. Les banques d'investissement aux États-Unis ont une culture d'innovation en finance qui n'existe pas au Canada, lequel demeure, en finance, un marché beaucoup plus conservateur. Ainsi les financiers américains oeuvrent dans un marché qui est responsable de la plupart des innovations financières depuis plus de cinquante ans. Ils sont ainsi prêts à «laisser de l'argent sur la table» afin de structurer de nouvelles transactions et de négocier de nouveaux titres. Ils sont par consé-

quent plus tolérants face au risque de la nouveauté en finance que les Canadiens, qui semblent apprécier la possibilité d'analyser les expériences étrangères avant de se lancer dans un nouveau marché. Le fait que la Bourse de Montréal, responsable des transactions sur les produits dérivés au Canada depuis bientôt dix ans, reçoive encore 90 % de son volume de transaction à partir de trois produits vedette depuis une décennie est un bel exemple du manque d'ingéniosité des ingénieurs financiers au Canada et de l'aversion au risque d'innovation financière accrue des investisseurs canadiens.

Une autre possibilité est la structure sous-jacente du marché hypothécaire canadien. En effet, comme le marché hypothécaire canadien est caractérisé par un levier financier moindre qu'aux États-Unis et que les emprunteurs doivent encourir des pénalités monétaires en cas de prépaiement, il n'est peut-être pas dans la culture financière des investisseurs canadiens de valoriser ces titres de la même manière que les investisseurs américains valorisent des titres similaires chez eux. Comme les titres sous-jacents déterminent les flux monétaires des titres adossés à des créances hypothécaires, la différence entre les caractéristiques des hypothèques peut aussi expliquer la différence de développement entre ces deux marchés.

On peut aussi se demander si la taille et le développement du marché américain des MBS n'est pas une cause directe de sa plus grande efficacité et de sa plus grande efficacité. Si tel est le cas, alors le fait que le marché canadien des MBS soit nécessairement plus petit implique qu'il ne peut être organisé de la même manière que le marché américain. Par conséquent, la structure du marché canadien peut ainsi représenter un choix de fonctionnement différent du marché qui n'est pas tributaire d'une quelconque inefficacité chronique. Seul le temps nous dira si les choix effectués dans le passé permettront au marché canadien de se développer au maximum de son potentiel.

Finalement, peut-être que la manière dont se développe le marché canadien reflète un peu les investisseurs qui s'y retrouvent. Le choix d'avoir un marché où les cautions gouvernementales sont plus présentes (puisque'il y a beaucoup moins de titres hors agences) et où les titres sont plus conservateurs peut être plus adapté à un marché canadien des titres à revenu fixe qui est moins liquide que le marché américain. Il n'est pas possible de conclure en sachant si le mode d'organisation actuel est le meilleur, mais étant donné les résultats et la croissance des dernières années, nous pouvons en conclure qu'il s'agit d'une option viable et attrayante pour les investisseurs canadiens.

Notes

1. Source : Federal Reserve Bank of New York.
2. Sources : GNMA, FNMA, FHLMC.
3. Source: State Street Global Advisors: Fixed Income Essays & Presentations: Diversification in Central Banks Reserves Management, par John Francis Nugée. <http://www.ssga.com/library/esps/johnnugeecentralbank20050401/page.html>.
4. SCHL, Foire aux questions : <http://www.cmhc-schl.gc.ca/fr/inso/faq/>.
5. Guide de l'utilisateur 2006 – Titres hypothécaires LNH : http://www.cmhc-schl.gc.ca/fr/clfihaclin/tihy/upload/MBS_Guide_2006_FR_Final.pdf.