

Table des matières

14 juin 2006

Rapport d'évaluation du Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général

Table des matières

1.	Sommaire	1
	Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général	1
	Critères et attributs d'évaluation	1
	Observations et constatations	1
	Perspective internationale	2
	Recommandations et suggestions en vue d'une amélioration	2
2.	Introduction	4
3.	Objectifs, portée et méthodologie de l'évaluation	5
4.	Description du Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général	6
4.1.	Objectifs énoncés	6
4.2.	Description globale du processus de gestion de trésorerie du receveur général	6
4.3.	Cadre	8
4.4.	Adjudication de dépôts à terme du receveur général	10
4.5.	Bons du Trésor	12
4.6.	Bons de gestion de la trésorerie	13
4.7.	Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie	14
5.	Critères d'évaluation et attributs	15
6.	Évaluation fondée sur nos observations et nos constatations	17
6.1.	Exactitude des prévisions – stabilité/prévisibilité des soldes	17
6.2.	Adjudication de dépôts à terme du receveur général	21
6.2.1.	Cadre et gouvernance	21
6.2.2.	Participation aux adjudications de dépôts	21
6.2.3.	Transparence	23
6.2.4.	Rendements des dépôts à terme garantis et non garantis	23
6.2.5.	Risque	25
6.2.6.	Répercussions sur les garanties	28
6.2.7.	Enjeux relatifs au cadre - ententes de garde	31
6.2.8.	Païement de coupon pendant la durée de vie du dépôt	32
6.2.9.	Prise en compte d'une séance de l'après-midi pour les titres garantis	32
6.2.10.	La séance de l'après-midi pour les titres non garantis est-elle bien placée?	33
6.3.	Bons du Trésor	33
6.3.1.	Stabilité et coût du financement	33
6.3.2.	Cadre	34
6.3.3.	Participation	35
6.3.4.	Transparence et variation du montant d'une adjudication à l'autre	36
6.4.	Bons de gestion de la trésorerie	37
6.4.1.	Analyse des tendances d'émission	37
6.4.2.	Cadre	37
6.4.3.	Participation	38
6.4.4.	Transparence	39
6.4.5.	Coût des fonds, coût de portage	39
6.4.6.	Est-il possible d'accroître la fréquence et la taille?	40
6.4.7.	Bons fongibles et non fongibles	40
6.4.8.	Règles de soumission zéro à 100 % pour les instruments non fongibles	41

6.4.9.	Le marché pourrait-il faire mettre les appels d'offres, les adjudications et les règlements le même jour?	41
6.5.	Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie	42
6.5.1.	Cadre	42
6.5.2.	Transparence	42
6.5.3.	Autres constatations pertinentes issues des entrevues au sujet du rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie	43
7.	Perspective internationale	45
7.1.	Ententes institutionnelles et cadre	45
7.2.	Prévisions des soldes	45
7.3.	Investissement de soldes de trésorerie.....	46
7.4.	Émission de bons du Trésor (ou de titres d'État équivalents) - rachats de titres de créance.....	46
7.5.	Participation	47
7.6.	Facteurs relatifs au risque et à la garantie	47
7.7.	Rendement	48
7.8.	Nouveautés actuelles ou prévues	48
8.	Recommandations et suggestions d'amélioration	50
8.1.	Prévisions et rôle de la Banque	50
8.2.	Programmes de financement à court terme.....	50
8.2.1.	Bons du Trésor	50
8.2.2.	Bons de gestion de la trésorerie.....	50
8.2.3.	Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie.....	51
8.2.4.	Adjudication inversée du receveur général.....	52
8.3.	Adjudications de dépôts à terme du receveur général et gestion de la trésorerie.....	52
8.3.1.	Tensions exercées sur les garanties	52
8.3.2.	Garde de garantie : suggestions en vue d'améliorer le cadre et les calendriers	54
8.3.3.	Garantie pour la séance de l'après-midi.....	55
8.3.4.	Solutions de rechange pour le placement des soldes du receveur général	55
8.3.5.	Autre approche d'investissement des soldes du receveur général.....	56
8.3.6.	Facteurs relatifs au risque et au rendement	58
8.4.	Pratiques des États souverains étrangers	59
8.5.	Résumé	59
	Annexe 1 – Comparaison des exigences de marge sur garantie	62
	Annexe 2 – Faits et constatations – Comparaisons entre pays.....	63
	Addenda 1 - Bibliographie	71
	Addenda 2 - Liste des participants aux interviews	72
	Addenda 3 - Guides d'entrevues.....	73

Avis important :

Le présent document a été préparé spécifiquement pour le ministère des Finances Canada par KPMG s.r.l. et est, à tous égards, assujéti à l'achèvement des enquêtes professionnelles requises, à la négociation et à la signature de contrats particuliers.

KPMG International est une coopérative suisse dont sont membres toutes les entreprises KPMG. KPMG International ne fournit aucun service professionnel à ses clients. Chaque entreprise membre est un corps constitué distinct et indépendant, et chacun se décrit comme tel. KPMG s.r.l., une société de personnes à responsabilité limitée constituée en vertu des lois de l'Ontario, est l'entreprise membre canadienne de KPMG International.

1. Sommaire

Le montant et l'ordonnancement des besoins de trésorerie du Canada varient pendant toute l'année selon de nombreux facteurs, notamment les exigences de programme, de même que les dates et le niveau des rentrées de fonds (perception d'impôt). À titre de mandataire du gouvernement du Canada (le gouvernement), la Banque du Canada (la Banque) gère le compte de trésorerie du receveur général, duquel proviennent les soldes nécessaires aux activités courantes du Canada. Ce rôle de mandataire est séparé de l'obligation de mise en œuvre de la politique monétaire confiée à la Banque. Il existe toutefois entre ces deux rôles un certain niveau d'interaction contrôlée qui est abordée dans le présent rapport.

Programme de gestion de la trésorerie du receveur général

Pour s'acquitter de son rôle à titre de gestionnaire prudent des fonds, la Banque du Canada s'emploie à maintenir des soldes de trésorerie uniquement dans la mesure requise pour financer ses besoins actuels et y ajouter un montant pour imprévus. La Banque du Canada a recours à divers programmes pour gérer les soldes de trésorerie, notamment des adjudications quotidiennes de dépôts à terme, des adjudications de bons du Trésor, des ventes de bons de gestion de la trésorerie et le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie. Tous ces programmes sous-entendent des rapports entre la Banque du Canada et les participants du marché monétaire, y compris les négociants principaux, d'autres institutions financières, des investisseurs et des émetteurs.

Critères et caractéristiques d'évaluation

Il est important que le ministère des Finances et la Banque du Canada évaluent périodiquement l'efficacité des programmes de gestion de la trésorerie. Dans le cadre de la plus récente évaluation, KPMG s.r.l. a examiné les programmes de gestion de la trésorerie utilisés par la Banque sous l'angle de huit caractéristiques principales : l'exactitude des prévisions; le cadre et la gouvernance; le taux et le niveau de participation; le rendement des dépôts à terme garantis et non garantis; le risque; le coût des fonds; la transparence; et les répercussions accessoires.

Dans le cadre de notre inspection, nous avons examiné divers documents que nous ont remis les représentants de la Banque du Canada et du ministère des Finances. Nous avons eu des discussions avec des représentants de la Banque et du Ministère qui sont chargés du programme de gestion de la trésorerie. Nous avons mené une série d'entrevues auprès d'un échantillon représentatif d'utilisateurs des programmes de gestion de la trésorerie du gouvernement, notamment des investisseurs, des négociants principaux, des émetteurs et le dépositaire des valeurs du gouvernement, RBC Dexia. Nous avons également interviewé des investisseurs qui ne participent pas actuellement aux programmes de gestion de la trésorerie du gouvernement.

En outre, nous avons interrogé des gestionnaires de la trésorerie d'Australie, de la Nouvelle-Zélande, du Royaume-Uni et des États-Unis pour cerner les éléments éventuels qui pourraient permettre d'accroître l'efficacité du programme de gestion de la trésorerie du gouvernement du Canada.

Observations et constatations

La capacité des gestionnaires de la trésorerie de la Banque de prévoir le mouvement des flux de trésorerie du gouvernement s'est constamment améliorée, comme en fait foi la réduction de l'écart-type par rapport à l'écart moyen des prévisions. Les gestionnaires de la trésorerie qui collaborent avec Travaux publics et Services gouvernementaux Canada (TPSGC), chargé de traiter les paiements, utilisent des systèmes informatisés récemment mis au point. D'après les observations reçues par les

participants à la dernière évaluation, nous croyons que le programme d'adjudication des dépôts à terme du receveur général est efficace; toutefois, plusieurs intervenants ont formulé des suggestions dignes d'analyse pour améliorer davantage le programme. De même, la plupart de ces intervenants ont commenté la disponibilité limitée des instruments non garantis utilisés pour les adjudications de dépôts à terme du receveur général.

Dans l'ensemble, les participants du marché sont satisfaits du programme actuel des bons du Trésor du gouvernement. Ils estiment qu'ils profiteraient de variations plus faibles des diverses adjudications. Pour les gestionnaires de la trésorerie, une telle mesure nécessiterait un compromis entre la régularité et la souplesse afin de répondre aux besoins parfois très variables du gouvernement.

Les bons de gestion de la trésorerie sont bien utilisés par les gestionnaires de la trésorerie pour gérer les soldes d'encaisse. Le marché recherche de plus en plus des bons de gestion de la trésorerie fongibles. À l'instar du Government Accounting Office des États-Unis, on pourrait procéder à une autre analyse de l'écart de rendement entre les bons de gestion de la trésorerie et les bons de trésorerie à échéance résiduelle équivalente afin de mieux comprendre la réceptivité du marché aux bons de gestion de la trésorerie.

Le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie a permis de réduire l'incidence des importants volumes venant à échéance au cours des trois dernières années. Le document qu'a publié récemment le gouvernement au sujet des activités de rachat d'obligations permettra à certains participants de mieux comprendre le processus d'acceptation des soumissions. Grâce à ce programme, le gouvernement a réduit le coût lié à la conservation d'importants soldes de trésorerie avant une importante échéance, tout comme il a permis d'aplanir les variations au titre de l'émission des bons du Trésor.

Perspective internationale

Un élément important de l'examen représente la capacité de comparer le programme du gouvernement et les programmes de gestion de la trésorerie d'autres pays. Le programme de gestion de la trésorerie du Canada se classe très bien par rapport à celui de quatre autres pays. Nous avons constaté bon nombre de similitudes et de nombreuses différences dans les systèmes et les processus appliqués par l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et les États-Unis, tant par rapport au Canada qu'entre eux.

Dans certains cas, le gouvernement est le plus avancé; par exemple, dans l'adjudication périodique des soldes de trésorerie excédentaires du gouvernement. Tous les pays tentent constamment d'améliorer les processus qui appuient les prévisions des soldes et des flux de trésorerie.

Tous les pays possèdent la capacité d'émettre des bons du Trésor. À l'heure actuelle, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et les États-Unis émettent des bons du Trésor à quatre semaines, en plus des tranches de bons à trois mois et à six mois. Le gouvernement devrait songer à examiner de plus près les émissions de bons du Trésor à un mois dans le but de réduire les coûts de financement.

Parmi les quatre pays précités, les points de vue divergent au sujet des garanties et de la tolérance au risque. Le gouvernement pourrait examiner et envisager des solutions en vue d'élargir la liste des garanties acceptables et d'accroître la fraction des instruments non garantis.

Recommandations et suggestions en vue d'une amélioration

Les programmes du gouvernement pour la gestion des soldes de trésorerie permettent de dégager des soldes de trésorerie suffisants pour satisfaire aux besoins du gouvernement à l'intérieur du cadre prévu. Le programme et les instruments utilisés pourraient être améliorés grâce aux suggestions fournies à l'occasion de l'étude, et en adoptant des programmes semblables à ceux en vigueur dans d'autres pays.

Les gestionnaires de la trésorerie ont élaboré des systèmes qui ont permis d'accroître la capacité de faire des prévisions. L'évolution constante dans ce domaine produira des estimations plus fiables.

La mise au point et l'implantation de bons du Trésor à un mois pourraient constituer un outil efficace pour aplanir les soldes et réduire les variations de la taille des adjudications de bons consécutives.

Les participants du marché ne s'entendent pas de façon décisive sur la liberté complète du processus de soumission (d'une participation nulle à une participation totale) des adjudications de bons de gestion de la trésorerie non fongibles. En effet, certains participants du marché estiment qu'en raison de l'absence d'une limite de soumission, il leur est difficile de vendre au préalable ces émissions, car ils risquent de se retrouver dans une situation où un autre participant profite du plein montant de l'adjudication. Cependant, d'autres participants n'y voient pas de problème et puisque les adjudications de bons de gestion de la trésorerie non fongibles sont très bien couvertes, nous partageons le point de vue des gestionnaires de la trésorerie à l'effet que le processus est efficace. En conséquence, aucun changement n'est recommandé.

Le concept d'une adjudication inversée du receveur général a reçu un accueil mitigé au cours des entrevues. Bien qu'il puisse s'agir d'un outil valable pour la gestion des soldes de trésorerie, on soutient également que si aucun soumissionnaire ne donne suite à l'appel, le gouvernement pourrait devoir emprunter auprès de la Banque du Canada en dernier ressort.

Les tensions exercées sur les garanties ont été soulevées par les participants du marché et d'autres gestionnaires de la trésorerie d'États souverains. Il conviendrait également d'envisager la possibilité d'examiner des solutions de rechange dans le contexte du programme global de gestion de la trésorerie.

Les suggestions formulées par toutes les parties en vue de l'investissement des soldes excédentaires du gouvernement sont de grande portée et elles exigent toutes un examen plus poussé. Parmi les options proposées, mentionnons l'augmentation du montant des dépôts à terme non garantis que peuvent effectuer les participants du marché, l'attribution du placement d'une partie de l'excédent à un gestionnaire de placement ou à un autre intermédiaire financier, et l'investissement de l'excédent dans les titres de créance d'États souverains étrangers.

Le gouvernement profiterait vraisemblablement de l'adaptation d'une partie des approches d'évaluation du rendement d'autres États souverains dans son programme de gestion de la trésorerie. Il serait utile d'établir un modèle de référence qui tente de mesurer le rendement, à l'instar d'une évaluation effectuée par un gestionnaire du secteur privé.

2. Introduction

Aux fins de la gestion financière de ses opérations, le gouvernement du Canada conserve des soldes de trésorerie en dollars canadiens qui sont désignés « soldes de trésorerie du receveur général ». La Banque du Canada fait fonction de mandataire financier du gouvernement et elle est chargée de gérer ces soldes, qui peuvent fluctuer considérablement pendant une année en fonction de la taille et de la diversité des besoins et des activités du gouvernement.

Le Programme de gestion de la trésorerie du receveur général a pour principaux objectifs de veiller à ce que le gouvernement dispose en tout temps d'une encaisse suffisante pour lui permettre de s'acquitter de ses obligations, tout en ne conservant pas des soldes excessifs et improductifs et en réduisant le coût de financement. Parallèlement, les risques (de crédit, opérationnel et de taux d'intérêt) doivent être gérés d'une manière prudente.

Le Programme de gestion de la trésorerie du receveur général repose sur d'importants sous-programmes qui ont été implantés et améliorés au fil des ans : l'adjudication de dépôts à terme du receveur général, pour l'investissement des soldes de trésorerie excédentaires du receveur général, les bons de gestion de la trésorerie, qui représentent un instrument de financement à court terme qui complète l'émission de bons du Trésor et la rend plus souple, et enfin le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, qui permet de gérer activement le profil d'échéance des obligations à court terme du Canada et d'atténuer les pointes des soldes de trésorerie qui se traduiraient par ailleurs par d'importantes échéances au titre des obligations. Pour chacun de ces programmes, il existe un ensemble de règles et de procédures bien définies. Des consultations sont tenues périodiquement auprès des participants aux diverses adjudications et programmes de gestion de la trésorerie du receveur général.

L'administration efficace du programme de gestion de la trésorerie du receveur général nécessite un juste équilibre entre certains objectifs, notamment le faible coût de financement, la stabilité, la souplesse, la transparence, et la gestion des risques.

Pour évaluer l'efficacité avec laquelle le programme de gestion de la trésorerie du receveur général satisfait aux objectifs qui lui sont fixés, il importe de tenir compte de plusieurs contraintes, variables et obstacles qui peuvent compliquer la gestion du programme, notamment la forme de la courbe de rendement et le niveau absolu des taux, la mise à jour d'émissions d'obligations de référence, la tendance à la baisse de la taille absolue de la dette du Canada, les objectifs du gouvernement concernant la proportion de titres de créance à taux fixe et à taux variable, les dates des flux de revenus et de charges du receveur général et le peu de souplesse des calendriers d'adjudications des obligations, et des dates de livraison et d'échéance, qui sont fixes et annoncées aux participants sur une base trimestrielle.

Le présent rapport énonce les principaux résultats de notre examen. La section 4 renferme une description factuelle de notre compréhension du programme de gestion de la trésorerie du receveur général. La section 5 définit les caractéristiques que nous avons examinées dans le cadre de notre analyse et dont nous avons discuté dans une certaine mesure au cours des entrevues. La section 6 résume notre évaluation, d'après les observations et constatations issues d'une série d'entrevues menées auprès des représentants du ministère des Finances et de la Banque du Canada, en plus de particuliers au sein de quinze organismes de l'extérieur. La section 7 renferme un examen sommaire de pays qui appliquent un programme comparable. La dernière section renferme des suggestions en vue d'améliorations possibles et des recommandations fondées sur notre évaluation et sur une vaste série d'entrevues auprès des participants du marché, des représentants du ministère des Finances et de la Banque du Canada, et des gestionnaires de la trésorerie d'autres États souverains.

3. Objectifs, portée et méthodologie de l'évaluation

En janvier 2006, le ministère des Finances du Canada a adjugé à KPMG s.r.l. (KPMG) un marché d'évaluation du programme de gestion de la trésorerie du receveur général. Cet examen est exécuté dans le cadre du programme d'évaluation de la trésorerie du ministère des Finances. Il traite de l'efficacité du programme de gestion de la trésorerie du receveur général et de ses principaux sous-programmes pour ce qui est de respecter les objectifs fondamentaux, c'est-à-dire veiller à ce que le Canada dispose en tout temps d'une encaisse suffisante pour satisfaire à ses besoins opérationnels tout en effectuant des emprunts efficaces à faible coût en vertu d'un cadre pertinent de contrôle des risques.

Pour effectuer cette tâche, KPMG a mené des travaux de recherche et a examiné un grand nombre de documents fédéraux et publics (la liste figure à l'addenda 1), il a examiné la situation d'emprunteurs d'États souverains et gestionnaires de la trésorerie comparables, et il a procédé à des entrevues auprès de divers intervenants : des représentants du ministère des Finances et de la Banque du Canada, des négociants principaux, des participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), des investisseurs, des sociétés et provinces émettrices, de même que de RBC Dexia, l'entité qui offre des services de règlement et de gestion dans le cadre des ententes tripartites conclues en vertu des adjudications des dépôts à terme du matin du receveur général, et de Travaux publics et Services gouvernementaux Canada, qui traite les rentrées et les paiements dans le compte du receveur général. Une liste des participants aux entrevues figure à l'addenda 2 et un exemplaire des guides d'entrevues qui ont été utilisés se trouve à l'addenda 3.

4. Description du programme de gestion de la trésorerie du receveur général

4.1. Objectifs énoncés

Comme il est précisé dans la Stratégie de gestion de la dette de 2006-2007, le gouvernement du Canada gère ses soldes de trésorerie pour disposer d'une encaisse suffisante afin de satisfaire à ses exigences opérationnelles et de liquidité. Trois autres objectifs se rattachent à cet objectif fondamental :

- Minimiser le coût d'administration des soldes de trésorerie
- Gérer efficacement les risques
- Effectuer des emprunts efficaces et à faible coût

Les principales pratiques associées aux soldes de trésorerie du receveur général, décrites dans la Stratégie de gestion de la dette diffusée annuellement par le ministère des Finances sont les suivantes :

- tenir des adjudications concurrentielles quotidiennes aux fins de l'investissement des soldes de trésorerie quotidiens;
- veiller à ce que le risque de crédit de contrepartie soit géré de façon prudente, au moyen d'une notation de crédit efficace, à l'imposition de plafonds à l'égard des contreparties et à des garanties, et qu'il y ait un large éventail de participants aux adjudications des soldes de trésorerie.

Parmi les autres activités principales qui appuient des emprunts efficaces à faible coût, mentionnons :

- des prévisions exactes des flux de trésorerie du gouvernement;
- l'émission de bons du Trésor;
- le rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie;
- l'émission souple de bons de gestion de la trésorerie.

4.2. Description globale du processus de gestion de la trésorerie du receveur général

La gestion courante des soldes du compte du receveur général est exécutée par la Banque à titre de mandataire financier. Il existe également des interactions avec l'autre attribution principale de la Banque, c'est-à-dire l'application de la politique monétaire. Comme nous en traitons de façon plus détaillée à la section 4.4, les interventions de la Banque sur le marché libre à l'aide de prises en pension spéciales nationales et prises en pension régulières dans le but de renforcer le taux cible du financement à un jour, influent directement sur la taille des soldes de trésorerie du gouvernement, car l'intervention de la Banque sur le marché du taux de financement à un jour se traduit par un déplacement du lieu où les soldes sont conservés entre les participants du marché et le receveur général. Ce déplacement n'influe pas globalement sur les coûts assumés par le gouvernement, car les bénéfices nets de la Banque sont ultimement transférés au gouvernement à la fin de l'exercice.

Sur une base quotidienne, les encaissements et décaissements du gouvernement en dollars canadiens, y compris les flux de trésorerie se rapportant à l'émission de titres de créance, à leur service et à leurs échéances, et le volet des opérations en devises libellées en dollars canadiens, sont réglés par le Trésor, qui constitue le compte du gouvernement à la Banque. Ce sont les soldes de ce compte que nous désignons « soldes de trésorerie du receveur général ».

Les encaissements et décaissements quotidiens périodiques (non liés à la dette) peuvent osciller entre 300 millions de dollars et 5 milliards de dollars. Les jours où l'on procède à des émissions nouvelles ou que viennent à échéance des émissions de grandes quantités d'obligations du gouvernement du Canada, les flux de trésorerie liés à la dette peuvent atteindre 10 milliards de dollars.

Pour prévoir les soldes du receveur général, les gestionnaires de la trésorerie utilisent les prévisions budgétaires et les estimations des charges du gouvernement, ils reçoivent de l'information sur les paiements et les encaissements des ministères, ils consultent les calendriers d'émission et d'échéance des obligations du gouvernement du Canada, et ils reçoivent de l'information sur les achats et les ventes de devises, et sur les opérations de swap en deux devises et les échéances. Les prévisions sont mises à jour sur une base quotidienne.

Pour gérer les soldes, les gestionnaires de la trésorerie ont recours aux programmes suivants :

- Les adjudications de dépôts à terme du receveur général : les soldes de trésorerie quotidiens du receveur général peuvent se chiffrer à moins de 3 milliards de dollars jusqu'à plus de 20 milliards de dollars. Habituellement, jusqu'à 2 milliards de dollars de ces soldes demeurent au bilan de la Banque pour le lendemain. Le solde est adjudgé deux fois par jour à des soumissionnaires auprès du receveur général, soit à la séance du matin pour des échéances ne dépassant pas une semaine, et souvent en plusieurs tranches, ou aux adjudications de dépôts à terme non garantis de l'après-midi pour les échéances à un jour.
- Le programme des bons du Trésor : lorsque tous les flux importants sont intégrés aux prévisions, le programme des bons du Trésor est planifié; des rajustements sont effectués à l'adjudication bihebdomadaire pour tenir compte de l'évolution des écarts globaux au titre des prévisions; des écarts très importants peuvent nécessiter l'émission de bons de gestion de la trésorerie.
- Le programme des bons de gestion de la trésorerie : ces instruments servent principalement à atténuer les déséquilibres à l'intérieur d'un mois et à fournir des fonds d'urgence en cas d'important écart cumulatif imprévu au titre des prévisions; leurs échéances se retrouvent habituellement dans la fourchette de trois jours à un mois quoique des échéances pouvant atteindre trois mois sont possibles. Les bons de gestion de trésorerie peuvent être émis à n'importe quel jour ouvrable, dans un délai d'un jour.
- Le Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie : ce programme prévoit le rachat anticipé d'importantes obligations qui viennent à échéance dans les 18 mois afin de réduire les exigences correspondantes rattachées aux sommets des soldes de trésorerie.

4.3. **Cadre**

Comme l'indique le site Web du ministère des Finances¹, « les pouvoirs rattachés au programme de gestion de la dette et de la trésorerie de l'État sont énoncés à la partie IV, Dette publique, de la *Loi sur la gestion des finances publiques* (LGFP), tandis que les activités portant sur les réserves de change sont régies par la *Loi sur la monnaie*. Le paragraphe 24(1) de la *Loi sur la Banque du Canada* autorise la Banque à remplir les fonctions d'agent financier du gouvernement. [...] Le ministre approuve les politiques de gestion de la trésorerie, ce qui comprend la gestion financière (stratégie de gestion de la dette, réserves de change et cadre de gestion de la trésorerie). [...] Sous l'autorité du directeur, Division des marchés financiers (Finances Canada) et du chef, Marchés financiers (Banque du Canada), les fonctionnaires assurent le bon déroulement des activités de gestion courante de la dette fédérale, des réserves et des soldes de trésorerie, en conformité avec les politiques et stratégies approuvées. »

Travaux publics et Services gouvernementaux Canada (TPSGC) est chargé d'émettre les paiements, et de conclure et d'administrer des ententes avec les institutions financières pour la perception et le paiement de fonds publics. TPSGC gère efficacement les liens qui unissent tous les comptes bancaires utilisés par le gouvernement de sorte que les soldes sont réglés au moyen d'un compte unique à la Banque, le compte du Trésor du receveur général.

Cette structure accroît la visibilité des flux et permet de régler les problèmes rattachés à leur prévision; ces flux peuvent ensuite être administrés activement par les gestionnaires de la trésorerie de la Banque.

Il existe un réseau très répandu de communication de l'information et de consultation entre les gestionnaires de la trésorerie de la Banque et les fonctionnaires du ministère des Finances. Selon le Cadre de gestion de la trésorerie², qui régit la gestion des actifs et passifs financiers du gouvernement fédéral, les gestionnaires du ministère des Finances et de la Banque du Canada sont chargés d'élaborer des stratégies de gestion de la dette et de la trésorerie. Certaines attributions, qui sont en grande partie de nature opérationnelle, ont été déléguées par le ministre des Finances aux cadres supérieurs de la Banque du Canada en sa qualité de mandataire financier.

Un comité supérieur appelé Comité de gestion des fonds (CGF) supervise toutes les activités entourant les placements de titres auprès d'investisseurs institutionnels, la gestion de la trésorerie, les réserves internationales et le contrôle des risques. Le CGF se compose du sous-ministre associé des Finances (président), du sous-ministre adjoint des Finances (Direction de la politique du secteur financier); et du sous-gouverneur, Marchés financiers (Banque du Canada). Des hauts fonctionnaires du ministère des Finances et de la Banque assistent régulièrement aux réunions semestrielles du CGF.

Le Comité de coordination de la gestion financière (CCGF) supervise la politique et les activités de gestion de la trésorerie. Les réunions mensuelles du CCGF sont coprésidées par le directeur de la Division des marchés financiers du ministère des Finances et par le chef des Marchés financiers de la Banque. On note également la présence d'un Groupe de travail sur la gestion de la dette intérieure et de la trésorerie (le Groupe de travail) composé du chef et de fonctionnaires du ministère des Finances, et des directeurs adjoints et d'autres cadres prenant part à des activités connexes de gestion financière à la Banque. Le Groupe de travail se réunit périodiquement (habituellement une fois par

¹ http://www.fin.gc.ca/treas/Goveev/TMGF_1f.html

² Ministère des Finances, Banque du Canada, Placements Épargne Canada, *Gestion de la trésorerie – Cadre de gouvernance*, octobre 2003.

mois) et il est chargé, entre autres, de superviser la gestion de la position de trésorerie et de veiller à la suffisance des fonds pour satisfaire aux besoins de l'État. Dans ce cadre, on note une nette délimitation des attributions entre le ministère des Finances et la Banque.

Le ministère des Finances et la Banque du Canada établissent conjointement des politiques et des examens de programme, et en font rapport au CGF. Les activités qui suivent ont été attribuées à la Banque :

- Des décisions et annonces quotidiennes sur la taille des adjudications du receveur général
- Des décisions et annonces hebdomadaires sur la taille des adjudications de bons du Trésor, de bons de gestion de la trésorerie et de rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie (rapports transmis au Groupe de travail sur la gestion de la dette intérieure et de la trésorerie)
- Des prévisions mensuelles des flux de trésorerie de l'exercice (rapports envoyés au Groupe de travail et au CCGF)
- Des prévisions des exigences quotidiennes
- La production de rapports mensuels sur les flux de trésorerie et les soldes
- La production d'un rapport hebdomadaire sur les coûts de portage (rapports envoyés au Groupe de travail)
- Des rapports opérationnels quotidiens.

Il convient de noter que d'après un sondage sur la gestion de la trésorerie dans 22 pays de l'OCDE³, l'accord institutionnel canadien en vertu duquel la banque centrale joue un rôle actif dans la gestion des soldes de trésorerie semble plutôt unique.

Dans tous les pays participants de l'OCDE, le compte bancaire du gouvernement est hébergé par la banque centrale et dans neuf autres pays non membres de l'OCDE les banques centrales jouent un rôle au plan de l'acceptation des dépôts issus du service de la dette et de prestation de services administratifs à titre de mandataires. Cependant, le rôle actif au chapitre de la gestion de la trésorerie que joue la Banque du Canada est généralement exécuté dans d'autres pays par le service central de la dette.

La Nouvelle-Zélande est un bon exemple; avant la création du New Zealand Debt Management Office (NZDMO) en 1986, la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) s'occupait de l'émission des titres sur le marché intérieur et de la mise en œuvre de la politique monétaire, sans délimitation marquée des objectifs entre les deux rôles. Le NZDMO relève du Trésor de la Nouvelle-Zélande et il a conclu des ententes de service avec la RBNZ concernant certains aspects opérationnels de la dette de la Nouvelle-Zélande, notamment l'impartition à la RBNZ des rôles de registraire et de mandataire payeur, l'utilisation de la RBNZ à titre de l'un des nombreux cambistes autorisés, d'exploitant du processus d'appel d'offres et enfin de gestionnaire des réserves de change. Il convient de noter qu'à l'instar de la Banque d'Angleterre, la RBNZ émet ses propres bons, qui sont des obligations directes de la banque centrale et non du gouvernement. Cette situation est perçue comme un autre moyen d'assurer la distinction entre la politique monétaire et la gestion de la dette, et d'accorder au service de gestion de la dette la liberté d'émettre divers instruments sur le marché intérieur à des fins de gestion de la dette⁴.

Au Canada, la délimitation précise des rôles et responsabilités entre l'émission des titres et la gestion de la trésorerie d'une part, et la mise en œuvre de la politique monétaire

³ Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette – Gestion de la trésorerie dans les pays de l'OCDE – document de travail, octobre 2005.

⁴ Institutional Arrangements of Government Debt Management in New Zealand, document préparé par le NZDMO pour le compte de l'OECD Workshop on Public Debt Management of Government Securities for Officials from the Newly Dependent States and Baltic Countries, Paris, 29 juin 1993.

d'autre part, est obtenue au moyen du partage des deux types de fonctions en groupes distincts [et rapports hiérarchiques] au sein de la Banque.

4.4. Adjudication de dépôts à terme du receveur général

Depuis février 1999, au moment où le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) a été mis en œuvre, les soldes du receveur général sont attribués à des soumissionnaires deux fois par jour dans le cadre d'un processus d'adjudication administré par la Banque. Ces adjudications ont une double fonction : premièrement, elles servent d'outil de gestion de la trésorerie, c'est-à-dire que les adjudications de dépôts à terme ont pour but de réduire le coût d'administration des soldes de trésorerie excédentaires; deuxièmement, elles sont utilisées par la Banque pour transférer des soldes et ainsi neutraliser l'effet des échanges de la Banque du Canada sur le secteur public dans le but d'atteindre le niveau souhaité de soldes dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire⁵. L'effet neutre est obtenu par le transfert de dépôts du secteur public à partir du bilan de la Banque vers les participants au moyen de deux adjudications par jour, mais principalement celle de l'après-midi, qui a lieu après l'heure de tombée des paiements quotidiens du STPGV.

Comme nous l'avons mentionné, les dépôts à terme du receveur général sont adjugés à des participants admissibles du marché deux fois par jour : à 9 h 15, heure normale de l'Est (adjudication du matin) et à 16 h 15, heure normale de l'Est (adjudication de l'après-midi). En septembre 2002, de nouvelles règles ont été mises en œuvre pour la séance du matin afin d'insérer des instruments garantis, ce qui a donné accès à un groupe élargi de participants éventuels tout en assurant l'atténuation efficace du risque.

Auparavant, seuls les participants directs au STPGV pouvaient prendre part aux adjudications. Les critères d'admissibilité établis pour la séance du matin comprenaient, entre autres, des cotes de crédit minimales et l'obligation de résidence au Canada à titre de personne morale. Dans le cas des participants qui tentaient de prendre part à la partie de l'adjudication réservée aux instruments garantis, une autre exigence est imposée : ils doivent avoir signé une entente de service tripartite de prise en pension avec le Canada et son mandataire (actuellement RBC Dexia). En outre, les participants doivent avoir accès au Système de communication et d'établissement de relevés relatifs aux adjudications (SCERA). Les nouvelles règles précisaient également les titres garantis admissibles et les exigences de marge correspondantes.

Adjudication du matin

Chaque participant obtient une ligne de crédit garantie et(ou) non garantie, selon sa cote de crédit de même que sa capacité et son admissibilité à des instruments garantis ou non garantis.

La séance du matin permet d'investir la proportion des soldes du receveur général dont on ne prévoit pas avoir besoin à des fins gouvernementales pendant la journée pour compenser le plus possible le coût d'administration de ces soldes en obtenant un taux de rendement du marché concurrentiel jusqu'à ce que les fonds soient requis pour compenser des besoins de trésorerie futurs prévus. En fin d'après-midi, les gestionnaires de la trésorerie fixent la taille de l'adjudication du lendemain matin, de même que la répartition entre les tranches de diverses échéances, selon le cas. Pour déterminer la taille de la séance du matin, les gestionnaires de la trésorerie déterminent d'abord la marge nécessaire pour l'adjudication du lendemain après-midi – d'après les objectifs de

⁵ Howard, Donna. *La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base* – Banque du Canada, 1998, mise à jour en 2005.

la Banque au chapitre du STPGV. Le reste constitue l'adjudication totale de la séance du lendemain matin. Pour préciser les tranches de diverses échéances pour la séance du matin, les gestionnaires de la trésorerie examinent le profil des soldes quotidiens prévus du receveur général pour les jours et les semaines suivantes.

Dans le cadre de la séance du matin, les participants dont la cote de crédit est A ou mieux peuvent présenter des offres garanties à concurrence de 100 % du montant de l'adjudication, tandis que les autres participants sont limités à 500 millions de dollars, moins l'encours des dépôts garantis qui leur ont été adjugés antérieurement et qui ne sont pas encore échus.

À l'intérieur de la partie de la séance du matin qui est réservée aux instruments garantis, les dépôts et garanties sont échangés au moyen du CDSX, un système de règlement des titres exploité par la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée.

Dans la partie de la séance du matin réservée aux instruments non garantis, des dépôts à terme (exception faite des dépôts échus) sont réglés avant 13 h dans le STPGV entre le receveur général et le participant.

Adjudication de l'après-midi

« Si le montant accepté est inférieur à celui offert lors de la séance du matin, ou si le montant des soumissions des participants est inférieur au montant offert à l'adjudication, le solde peut être ajouté au montant disponible pour la séance de l'après-midi. »⁶ Pour déterminer le montant des dépôts à terme à adjuger à la séance de l'après-midi, la Banque précise le montant requis pour neutraliser les soldes de règlement du STPGV au niveau souhaité (qui peuvent représenter un montant négatif, zéro, ou un nombre positif). Ce montant est établi de la manière suivante : l'heure limite pour le traitement des rentrées et décaissements du gouvernement est fixée à 15 h. Le montant de la neutralisation correspond à la somme nécessaire pour atteindre le solde de règlement cible du STPGV fixé par la Banque pour la journée, compte tenu des flux du gouvernement pour cette journée, y compris tous les flux opérationnels, les flux relatifs à la dette et opérations de change, de même que de l'effet des flux de la Banque (prises en pension spéciale, cessions en pension, et flux nets de billets de banque par les participants au Système d'échange des billets). L'écart entre le montant des dépôts à terme soumis à l'adjudication et des dépôts à terme qui viennent à échéance représente le montant de la neutralisation et de variation du niveau des soldes excédentaires du système.

Le niveau des accords de prise en pension et de cession en pension que conclue la Banque avec les participants du marché influera directement sur la taille des soldes de trésorerie. La Banque du Canada fixe un objectif pour le taux d'intérêt à un jour à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle. Pour renforcer le taux cible, si le taux à un jour dépasse sensiblement le taux cible, la Banque intervient au moyen de prises en pension spéciale et achète des titres (obligations et bons du gouvernement du Canada) à 11 h 45 aux négociants principaux, faisant ainsi augmenter les cours et appliquant des tensions à la baisse sur les taux des opérations de pension à un jour, avec entente de revente le jour ouvrable suivant. Par contre, si le taux à un jour est sensiblement inférieur au taux cible, la Banque a recours à des cessions en pension pour vendre des titres aux négociants principaux, appliquant ainsi une tension à la hausse sur les taux, avec entente de rachat le jour ouvrable suivant. Ainsi, la Banque abaisse les soldes du gouvernement qui sont disponibles pour la séance de l'après-midi lorsqu'elle a recours à

⁶ Banque du Canada. *Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général*. 4 septembre 2002

des prises en pension spéciale, ou au contraire, elle augmente le montant éventuellement disponible pour l'adjudication en recourant à des cessions en pension.

En conséquence, la Banque a le dernier mot pour ce qui est du montant des dépôts qui feront l'objet d'une adjudication à la séance de l'après-midi.

L'horaire des deux séances d'adjudication est le suivant:

Horaire des adjudications de dépôts du receveur général		à terme
Action	Séance du matin	Séance de l'après-midi
Période de décision concernant la taille de l'adjudication et du nombre de tranches	15 h 30 à 16 h 15 la veille de l'adjudication (jour T-1)	15 h 15 à 15 h 45 (jour T)
Diffusion des détails de l'adjudication aux participants	16 h 30 (jour T-1)	15 h 55 (jour T)
Échéance des soumissions	9 h 15 (jour T)	16 h 15 (jour T)
Diffusion des résultats de l'adjudication	9 h 20 (jour T)	16 h 20 (jour T)
Échéance de règlement	13 h (jour T)	17 h (jour T)

Source : Adapté de la Banque du Canada – Daryl Merrett, adjudications de dépôts à terme du receveur général – Révisé en mars 2005

Participants:

À l'heure actuelle, on dénombre 21 participants à la séance du matin et 13 participants à celle de l'après-midi. Tous les participants à la séance de l'après-midi prennent part au STPGV. Les participants à la séance du matin sont répartis entre les groupes suivants :

Institutions de dépôts (participants directs au STPGV)	13
Courtiers en valeur mobilière	4
Banques étrangères	2
Entreprises de gestion des actifs	1
Caisses de crédit (participants indirects au STPGV)	1
Total	21

4.5. **Bons du Trésor**

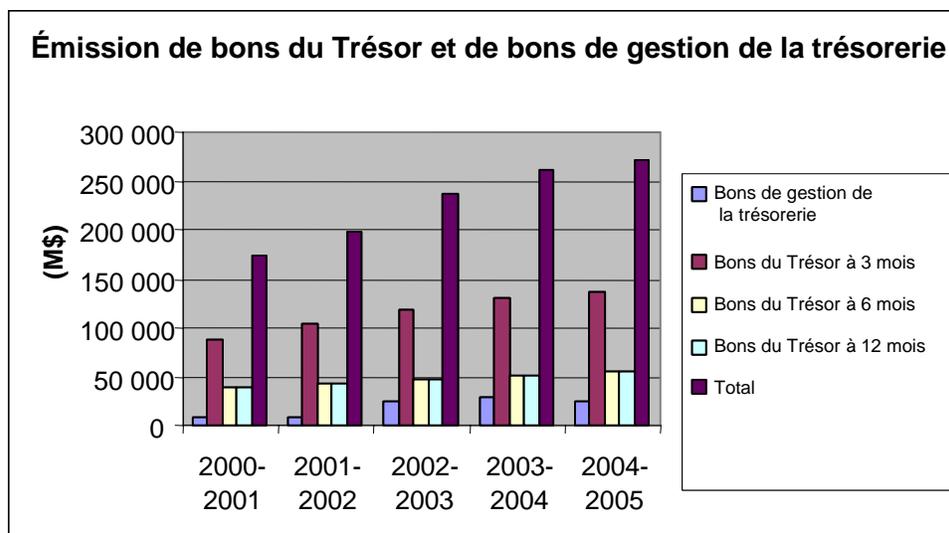
Les bons du Trésor sont des titres à court terme vendus au-dessous du pair, à échéance de trois mois (en fait, 98 jours ou 14 semaines), six mois (182 jours) et un an (364 jours), les montants relatifs d'adjudication étant partagés approximativement en un ratio de 50/25/25 selon les échéances susmentionnées. Les bons du Trésor font l'objet d'une adjudication selon un calendrier prévisible bihebdomadaire, en montants relativement stables d'une adjudication à l'autre. La ligne directrice générale veut que la taille de

chaque adjudication ne varie pas plus d'un milliard de dollars entre deux émissions successives quoique dans la pratique et pour tenir compte des grandes variations des exigences de trésorerie, les gestionnaires de la trésorerie adoptent un seuil plus souple et permettent habituellement des hausses de 1,5 milliard de dollars ou des baisses de 2 milliards de dollars d'une adjudication à l'autre.

L'émission d'une plages d'échéances aux deux semaines a pour conséquence que l'émission de bons nette ne correspond pas souvent aux périodes de pointe, engendrant ainsi un excédent ou une pénurie de trésorerie entre la réception du produit de l'adjudication et les décaissements nets des fonds.

Les participants aux adjudications des bons du Trésor sont des distributeurs de titres d'État (on en dénombre actuellement 23, dont 10 sont des négociants principaux de bons du Trésor).

Dans le but d'abaisser les frais globaux de sa dette, le gouvernement réduit l'émission de titres de créance à taux fixe et accroît celle de bons du Trésor. Le document relatif à la Stratégie de gestion de la dette de 2006-2007 énonce un plan visant à accroître l'encours pour le faire passer de 131 milliards de dollars à la fin de 2005-2006 à une fourchette de 135 à 140 milliards de dollars d'ici la fin de l'exercice.



Source : Banque du Canada

4.6. *Bons de gestion de la trésorerie*

Les bons de gestion de la trésorerie sont des dérivés souples des bons du Trésor à courte échéance qui peuvent être émis au cours d'un jour ouvrable, avec préavis d'au plus un jour, pour des échéances oscillant habituellement entre trois jours et un mois et demie (même si des échéances pouvant atteindre trois mois sont également possibles). Ils complètent les bons du Trésor qui font habituellement l'objet d'adjudications périodiques et ils accordent une marge de manœuvre supplémentaire aux responsables de la Banque chargés de la gestion de la trésorerie en leur permettant d'appliquer des mesures préventives pour cumuler des fonds à l'avance de périodes de forte demande prévue de la trésorerie et d'assurer la transition entre les importants décaissements de trésorerie et les encaissements subséquents élevés de la trésorerie au cours d'un mois.

Les gestionnaires de la trésorerie ont indiqué que ces produits leur ont permis de réduire efficacement les soldes moyens de la trésorerie. On pourrait également utiliser ce type d'obligation, quoiqu'à une fréquence moindre, pour financer rapidement un besoin découlant d'un important écart inhabituel par rapport aux prévisions initiales des flux de trésorerie.

Les bons de gestion de la trésorerie sont émis sous forme fongible et non fongible. Un bon est fongible lorsque sa date d'échéance coïncide avec l'échéance d'une émission existante de bons du Trésor. Dans le cas des bons non fongibles, la participation des négociants principaux n'est pas obligatoire, contrairement aux bons de gestion de la trésorerie fongibles ou pour les émissions de bons du Trésor ou d'obligations émis à intervalles réguliers.

Les bons de gestion de la trésorerie représentent actuellement près de 10 % de l'émission totale des bons du Trésor et ils seront encore utilisés activement cette année, comme l'indique la Stratégie de gestion de la dette de 2006-2007 diffusée par le ministère des Finances. Cependant, en raison de leur courte échéance résiduelle, ces bons jouent un rôle beaucoup plus effacé au titre du financement global, et ils interviennent en moyenne pour moins de 1 % de l'encours des bons du Trésor. Néanmoins, ils sont encore considérés comme un outil très utile pour la gestion de la trésorerie, compte tenu du fait qu'ils permettent au receveur général de cumuler des fonds à court préavis, c'est-à-dire plus près du jour où ces fonds sont requis, ce qui limite le nombre de jours engendrant un coût de portage. Les gestionnaires de la trésorerie doivent donc trouver un juste équilibre entre le coût et le risque de non-respect de leur principal objectif, c'est-à-dire la disponibilité des fonds, si un important besoin de trésorerie n'est pas financé suffisamment tôt pour être assujéti à une émission de bons de gestion de la trésorerie.

4.7. *Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie*

Le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie a vu le jour sous forme de projet pilote en 2000-2001 aux fins de la gestion de la trésorerie, essentiellement pour tenter d'atténuer les pointes enregistrées par les soldes de trésorerie du receveur général requises avant la date d'importantes échéances d'obligations de référence. Les obligations de référence visées par le programme ont une échéance d'un an et demie. Leur rachat anticipé permet de stabiliser le profil d'échéance au cours d'une année et de gérer efficacement les soldes de trésorerie aux environs d'importantes dates d'échéance. Compte tenu de l'efficacité prouvée du programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie et de l'appui soutenu des participants du marché, après quelques rajustements opérationnels, le programme est devenu permanent en 2003-2004.

Les changements apportés par le passé à la demande des participants comprenaient le report prospectif des adjudications de bons du Trésor, à 10 h 30, avant les adjudications du programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, qui ont été déplacées à 11 h 15, en 2003.

En outre, en réduisant le besoin de constituer d'importants soldes de trésorerie en prévision d'émissions de grande taille arrivant à échéance, le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie permet aux gestionnaires de la trésorerie d'atténuer les variations saisonnières des émissions de bons du Trésor. Pour accroître la transparence du programme, la Banque a commencé à annoncer en 2002 la taille prévue des rachats une semaine à l'avance.

5. Critères d'évaluation et caractéristiques

Dans le cadre de notre évaluation de la mesure dans laquelle le Programme de gestion de la trésorerie du receveur général respecte les objectifs qui lui ont été fixés, nous avons tenu compte de divers facteurs et critères désignés dans le présent document « caractéristiques souhaitables ». Nous avons dégagé les huit caractéristiques clés suivantes :

- L'exactitude des prévisions – la stabilité et la prévisibilité des soldes. Cette caractéristique est jugée plus importante par les gestionnaires de la trésorerie que le coût réel des fonds qui est influencé par des facteurs telle la forme de la courbe de rendement, sur laquelle ils ont peu d'emprise. Ils suivent l'écart quotidien qui découle des prévisions des rentrées et des décaissements et ils recherchent sans cesse des moyens d'améliorer l'exactitude de leurs prévisions. La mesure clé utilisée est l'écart par rapport aux prévisions. Une solide capacité de prévoir permet aux gestionnaires de la trésorerie de réduire le coussin de soldes excédentaires (et le coût de portage correspondant) tout en continuant de respecter l'objectif principal du gouvernement qui, comme nous l'avons déjà mentionné, consiste à maintenir une encaisse suffisante pour satisfaire aux besoins opérationnels et de liquidités.
- Cadre et gouvernance. Cette caractéristique se distingue par des rapports hiérarchiques précis, des responsabilités bien définies, une délégation nette de pouvoirs et l'attribution bien énoncée des rôles entre les fonctionnaires du ministère des Finances et les représentants de la Banque du Canada. Elle est pertinente parce que la gestion des soldes du receveur général et le financement à court terme exigent une structure opérationnelle solide (le groupe de gestion de la trésorerie de la Banque du Canada) et des liens bien définis avec le groupe de décideurs (ministère des Finances du Canada), assortis d'un cadre d'interactions bien délimité avec la politique monétaire de la Banque.
- Taux de participation et couverture : cette caractéristique est mesurée par le nombre de participants aux adjudications, de même que par la couverture⁷ et les écarts⁸, dans le cadre de nos discussions avec les représentants de la Banque et ceux du ministère des Finances, il est devenu évident que l'indicateur d'écart n'est pas réputé très significatif, car un trop grand nombre de facteurs (nombre de participants, taille des adjudications, échéances, et situation globale du marché) peuvent influencer le processus de soumission. Cependant, nous croyons tout de même que cet indicateur peut être utile pour mesurer et observer les tendances au fil du temps.
- Rendements des dépôts à terme garantis et non garantis : cette caractéristique porte sur le coût de portage net des soldes du receveur général, c'est-à-dire l'écart entre les rendements obtenus sur les dépôts à terme du receveur général et le coût moyen de financement de ces soldes. Il est évident que les gestionnaires de la trésorerie exercent très peu de contrôle sur le niveau de cet écart et ils insistent sur le maintien de faibles soldes pour réduire les coûts – qui portent davantage sur la qualité de la caractéristique de prévision et sur la capacité des gestionnaires d'utiliser les divers outils de gestion de la trésorerie à leur disposition, de même que le calendrier d'émissions des billets de gestion de la trésorerie pour réduire l'encours moyen des soldes de trésorerie excédentaires.

⁷ La couverture représente le quotient de l'ensemble des soumissions reçues et de la taille totale de l'adjudication.

⁸ Comme le définit la note de service intitulée *Rendement des soldes de trésorerie du receveur général pour 2004-2005*, l'écart d'adjudication représente le nombre de points de base entre le rendement accepté le plus élevé et le rendement moyen. L'écart le plus faible est la solution la plus souhaitable, car cela indique une soumission plus dynamique qui, toutes autres choses étant par ailleurs égales, sous-entend des coûts plus faibles.

- **Risque** : dans le cadre de l'investissement de ses actifs à court terme, le gouvernement doit mesurer et gérer le risque de crédit. Pour évaluer l'exposition à ce risque, nous examinons la distribution des soldes garantis et non garantis entre les participants, de même que les circonstances atténuantes, notamment les cotes de crédit et la garantie. Avant 2002, tous les soldes du receveur général étaient investis dans des instruments non garantis, bien que limités à des participants au STPGV qui étaient très réglementés; depuis, un cadre de garanties offre un double avantage : il atténue le risque de crédit et accroît la participation aux adjudications de dépôts à terme du receveur général. En outre, les risques opérationnels et de règlement doivent être pris en compte. (Voir les commentaires au sujet du rôle du risque dans la mesure du rendement par d'autres États souverains, à la section 7.6.) Le risque constitue une caractéristique importante, car il est directement lié aux rendements que peut obtenir le receveur général.
- **Coût des fonds – écart de rendement par rapport à la référence** : lorsque l'on utilise des bons de gestion de la trésorerie à titre d'instruments pour mobiliser des fonds à court terme, l'objectif consiste à obtenir des rendements fondés sur le marché dans le cadre du processus; l'écart de taux entre ces rendements et ceux des instruments du marché comparables doit être évalué. Cependant, cette caractéristique ne doit demeurer valable qu'à titre d'indicateur. Voir l'analyse connexe au sujet des pratiques des États souverains étrangers, à la section 6.4.5.
- **Transparence** : le ministère des Finances et la Banque du Canada priment la transparence. Cette caractéristique est propice à des marchés de titres de créance mieux ordonnés, ce qui devrait se traduire par une réduction des coûts pour le gouvernement. Il faut toutefois faire un compromis entre la transparence et la latitude lorsque l'on traite des soldes de trésorerie à court terme. La transparence est évaluée par observation des cadres qui régissent la divulgation, la consultation et l'annonce et en recueillant des commentaires auprès des participants du marché.
- **Répercussions accessoires** : en principe, il convient d'en arriver à un équilibre entre un niveau élevé d'atténuation du risque de crédit au moyen d'exigences auxiliaires rigoureuses et les répercussions de cette atténuation sur les rendements, compte tenu de l'augmentation de la demande et de la diminution de l'offre de garantie de grande qualité et facilement accessible. L'une des façons d'évaluer les répercussions de garantie plus coûteuse consiste à mesurer l'évolution des écarts entre les tranches d'adjudication qui sont garanties et celles qui ne le sont pas. Cette caractéristique est devenue importante après qu'elle eut été abordée par bon nombre de participants à nos discussions.

6. Évaluation fondée sur nos observations et nos constatations

6.1. *Exactitude des prévisions – stabilité/prévisibilité des soldes*

Cette caractéristique influe sur tous les volets du programme de gestion de la trésorerie, que nous évaluons séparément ci-après; nous avons donc décidé de l'analyser au début de la présente section.

L'une des principales caractéristiques à la base de l'efficacité des coûts dans le cadre du Programme de gestion de la trésorerie du receveur général réside dans la capacité des gestionnaires de la trésorerie de prévoir avec grande précision les flux de trésorerie du gouvernement. Puisque l'administration de soldes de trésorerie plus importants que prévu entraîne habituellement un report négatif⁹, l'exactitude des prévisions exerce un effet important sur le coût de l'ensemble du programme.

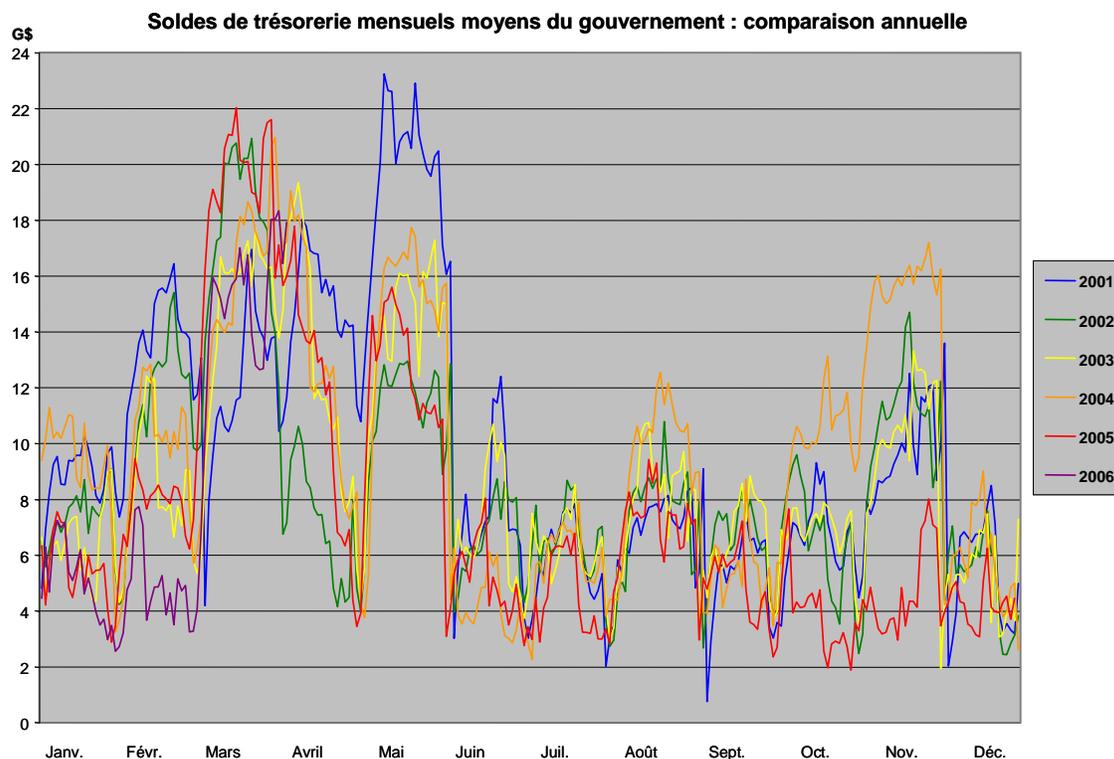
À l'examen de l'évolution des soldes réels du receveur général, on constate que même si la taille moyenne des soldes du receveur général semble relativement stable, leur volatilité, qui a diminué après 2001, augmente constamment depuis 2003 d'après les données du tableau ci-après. L'ampleur de cette volatilité mesurée par l'écart-type découle en grande partie de l'envergure des flux de trésorerie du gouvernement. Cette situation n'entraîne pas nécessairement une plus grande complexité des prévisions, car les motifs d'accumulation des soldes à des niveaux records sont connus à l'avance. Par exemple, les grandes variations des soldes peuvent être amplifiées par l'intégration de l'échéance des obligations et les calendriers des coupons, et les échéances des bons du Trésor. Il convient de noter qu'en raison de la concentration des échéances et de l'augmentation des taux d'intérêt, on s'attendrait que ce facteur exerce davantage de tension à la hausse sur les soldes¹⁰.

Exercice	Soldes de trésorerie quotidiens moyens	Sommet	Creux	Écart-type
	G\$			
2001	9,8	23,2	0,8	4,9
2002	8,6	20,9	2,4	3,9
2003	8,8	19,3	1,9	3,9
2004	9,8	21,0	2,3	4,6
2005	7,5	22,0	1,9	4,8
2006 - jusqu'au 28 avril	8,4	18,3	2,6	5,0

Source : Banque du Canada

⁹ Sauf dans des situations de courbe de rendement inversée.

¹⁰ Merrett, Daryl. *A Primer on the Federal Government's Daily Cash Balances*, Banque du Canada, mars 2005.



Source : Banque du Canada

Dans le tableau qui suit, examinons le rendement des gestionnaires de la trésorerie dans le cadre de leurs prévisions de ces soldes.

Sommaire des écarts par rapport aux prévisions				
Exercices	Total des encaiss.	Paiements importants	Petits paiements	Résultat net
M\$				
Moy. 2002	39	-23	9	25
<u>é.-t. 2002</u>	373	91	317	493
Moy. 2003	5	-16	38	27
<u>é.-t. 2003</u>	338	117	127	386
Moy. 2004	33	6	-19	20
<u>é.-t. 2004</u>	332	58	148	358
Moy. 2005	53	-6	-4	43
<u>é.-t. 2005</u>	311	70	146	334
Moy. 2006 à ce jour	-4	1	-23	-26
<u>é.-t. 2006 à ce jour</u>	290	60	182	319

Source : Banque du Canada

Nous constatons que malgré la volatilité accrue des soldes de trésorerie réels, les gestionnaires de la trésorerie ont constamment accru l'exactitude de leurs prévisions et réduit l'écart-type par rapport à l'écart moyen des prévisions.

Les gestionnaires de la trésorerie de la Banque doivent relever un défi passablement différent de celui auquel sont confrontés les gestionnaires du secteur privé, en raison du

cycle bihebdomadaire de l'émission des bons du Trésor, du fait que les prévisions comportent des niveaux très variables de certitude d'un jour à l'autre et que dans la pratique, l'émission de bons de gestion de la trésorerie est assujettie à un plafond quotidien. Par conséquent, il est nécessaire de prévoir une marge de manœuvre de taille variable qui tient compte de l'effet éventuel cumulatif des jours où l'incertitude est plus grande, et qui tente tout de même de maîtriser le coût prévu de gestion des soldes excédentaires en fixant un objectif aux soldes moyens dans une soi-disant « situation normale ».

Les gestionnaires de la trésorerie suivent l'évolution de l'écart quotidien de leurs prévisions par rapport aux soldes réels. Habituellement, on vise une « marge » de manœuvre de 0,5 milliard de dollars au-delà des besoins cibles; cette marge peut être réputée suffisante pour couvrir la variabilité des erreurs de prévisions compte tenu du nombre limité d'occasions où les soldes n'étaient pas suffisants pour tenir les séances d'adjudication de l'après-midi en raison d'une importante surprise négative au plan des prévisions.

Les soldes du receveur général sont conservés à ces niveaux, principalement pour éviter le besoin non souhaitable de s'en remettre à des mesures d'urgence pour obtenir des fonds si le compte du receveur général devait exceptionnellement se retrouver à découvert.

À l'heure actuelle, les gestionnaires fixent à 3,5 milliards de dollars le solde mensuel moyen cible dans une situation « normale » au cours du mois¹¹. Ce faisant, ils visent à mieux rapprocher l'objectif de soldes réduits et la volonté de minimiser le risque d'être confronté à une pénurie d'encaisse et de devoir s'en remettre à une émission imprévue de bons de gestion de la trésorerie pour compenser les décaissements. Cette moyenne proposée ne couvre que les activités ordinaires du gouvernement et exclut les soldes attribuables aux échéances des titres de l'État ou des frais d'intérêt. Ce seuil avait d'abord été fixé à 4 milliards de dollars¹², d'après les données réelles des exercices 2000 à 2004.

Une solution de rechange pourrait permettre au receveur général de composer avec des soldes moyens sensiblement moins élevés : le recours à une adjudication inversée, dont il est question à la section 8.2.4. Cependant, il faudrait effectuer une étude supplémentaire pour déterminer les particularités d'une telle démarche et préciser sa fiabilité à titre de source de financement tardif le même jour pour le receveur général.

Plusieurs mesures sont déjà en place pour améliorer les prévisions :

- Des prévisions de trésorerie quotidiennes mobiles à trois mois mises à jour quotidiennement
 - ✓ Selon les grandes catégories de revenus et de décaissements
 - ✓ Selon les profils des exercices antérieurs
- De l'information permanente de la part des ministères (l'importance relative précise les flux de trésorerie qui nécessitent un préavis aux gestionnaires de la trésorerie de la Banque, et la durée convenable de ce préavis).

¹¹ Ces situations excluent certains mois, notamment mai et novembre, lorsque les soldes de trésorerie doivent habituellement être majorés pour financer les premières émissions d'obligations de juin et décembre.

¹² Merrett, Daryl. *Using Cash Balances as Business Indicators for Treasury Management Operations*, Banque du Canada, 19 avril 2005.

Il y a environ un an, le service qui assure la gestion des soldes du receveur général à la Banque a implanté une méthode dite « indicateur »¹³ pour préciser les mois où il convient d'établir préalablement des réserves. Des contrôles *ex post* sont effectués périodiquement pour comparer les résultats réels des trois derniers mois et les prévisions. Comme nous l'avons mentionné, le cycle d'émission nette des bons du Trésor qui ne coïncide pas avec les importants décaissements influe de façon marquée sur les soldes de trésorerie. Nous avons constaté que certains États souverains donnent suite à cette marge de manœuvre limitée en ajoutant un bon du Trésor à plus courte échéance (quatre semaines) à leurs adjudications prévues. Nous recommandons l'examen de cette approche (voir la section 8.2.1).

Pour accroître l'exactitude des prévisions, les gestionnaires de la trésorerie de la Banque s'en remettent dans une large mesure aux communications avec les ministères fédéraux qui doivent effectuer ou recevoir des paiements (≥ 25 millions de dollars). Les gestionnaires de la trésorerie ont élaboré et amélioré des outils de prévision qui permettent de suivre les éléments suivants :

- les politiques financières
- les modèles et tendances antérieurs
- les pointes saisonnières
- les flux et opérations inhabituels (p. ex. vente du solde d'actions que détenait le gouvernement fédéral dans Petro-Canada).

En outre, l'un des facteurs qui a manifestement accru le défi de réduire les soldes réside dans le niveau des variations des soldes du receveur général que détenait la Banque et leur effet sur la gestion de la politique monétaire de la Banque. Comme nous en avons traité à la section 4.4, la Banque assume son rôle au chapitre de la mise en œuvre de la politique monétaire en prenant diverses mesures pour veiller à ce que les taux à un jour avoisinent son propre taux cible à un jour. Vu qu'au cours de la période précédant le 6 mars, les fonds à un jour commandaient un taux cible inférieur au taux à un jour, la Banque a annoncé¹⁴ des mesures temporaires pour raffermir ses objectifs en matière de taux d'intérêt à un jour. En fait, elle a annoncé qu'elle fixait son taux cible à l'égard des soldes de règlement du STPGV à zéro et qu'elle ne s'engageait plus à neutraliser toutes les opérations relatives aux cessions en pension qui auraient été exécutées au cours d'une journée donnée afin d'appuyer le taux cible à un jour. Prière de se reporter au graphique à la section 6.2.6.

Récemment, en raison des tensions à la baisse exercées sur le taux à un jour, la Banque est intervenue de plus en plus sur le marché en appliquant des opérations de pension. Avant l'an dernier, ce type d'interventions était peu fréquent (4 à 5 fois par année). Puisque la Banque peut procéder à des opérations de pension pouvant atteindre 1,1 milliard de dollars pour une opération quelconque, une telle intervention peut entraîner des variations importantes de la position des soldes de trésorerie que les gestionnaires de la trésorerie du receveur général doivent alors assujettir à une adjudication, à la séance de l'après-midi.

Toutes les instructions de décaissement et d'encaissement sont acheminées au système de paiements standard qu'exploite TPSGC. Ce dernier remet aux gestionnaires de la trésorerie de la Banque chargés de la gestion et des prévisions de trésorerie un rapport quotidien sur les encaissements et les décaissements. L'informatisation a beaucoup évolué à TPSGC au cours de la dernière année, mais il subsiste une quantité importante d'interventions à la main. On prévoit d'informatiser davantage l'ensemble du processus

¹³ Ibid.

¹⁴ *Mesures temporaires visant à renforcer la cible relative au taux du financement à un jour*, Banque du Canada, 9 mars 2006.

de paiements au cours des deux prochaines années. Les représentants du Trésor américain ont indiqué que l'informatisation des flux représente l'une des principales raisons de l'exactitude accrue de leurs propres prévisions. Voir la section 8.1.

6.2. Adjudication de dépôts à terme du receveur général

Pour évaluer le programme des adjudications de dépôts à terme du receveur général, nous avons examiné les six caractéristiques souhaitables énoncées ci-après. Parmi les deux autres caractéristiques importantes, la première, l'exactitude des prévisions, a été abordée à la section précédente, tandis que le coût des fonds ne s'applique pas aux dépôts à terme proprement dits, mais plutôt au processus global de détention des fonds mobilisés sur les marchés.

- Cadre et gouvernance
- Taux de participation et couverture
- Transparence
- Rendements des dépôts à terme garantis et non garantis
- Risque
- Répercussions sur les garanties.

6.2.1. Cadre et gouvernance

Comme il est mentionné à la section 4.3 ci-dessus, il existe un cadre bien défini qui permet d'énoncer la responsabilité, les pouvoirs et les rapports hiérarchiques pour tous les programmes de gestion de la trésorerie abordés dans le présent document.

Dans le cas des adjudications de dépôts à terme du receveur général, les règles de participation à la séance du matin sont définies de façon détaillée dans les *Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général*¹⁵ (4 septembre 2002). Les règles de la séance de l'après-midi sont entrées en vigueur au moment où le STPGV a été lancé en 1999.

Parmi les éléments importants du cadre des adjudications de dépôts à terme du receveur général, mentionnons le rôle joué par le dépositaire, RBC Dexia. Les participants du marché considèrent que cette démarche donne des résultats relativement positifs, et ils font part de quelques problèmes mineurs et suggestions en vue d'améliorer le fonctionnement. Cette question est abordée de façon plus détaillée après la discussion portant sur les répercussions accessoires, aux sections 6.2.7 et 6.2.8.

6.2.2. Participation aux adjudications de dépôts

Comme en font foi les données de la Banque du Canada et les documents du ministère des Finances¹⁶, le ratio de couverture¹⁷ aux adjudications a constamment augmenté, tout particulièrement depuis l'entrée en vigueur du volet des titres garantis à la séance du matin (2002). Les *Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général* adoptées en septembre 2002 avaient principalement pour but d'accroître le nombre de participants tout en implantant des

¹⁵ http://www.banqueducanada.ca/fr/adjud/rec_general-f.pdf

¹⁶ Note de service du ministère des Finances du Canada intitulée *Rendement des soldes du receveur général en 2004-2005*.

¹⁷ La couverture représente le quotient des soumissions globales reçues et de la taille totale de l'adjudication.

mesures pour gérer le risque de crédit. Ce document énonçait clairement les critères d'admissibilité et les règles de participation. La séance de l'après-midi se limite aux participants du STPGV.

Couverture et écarts dans le cadre des adjudications du receveur général				
Séances du matin	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005
Couverture	2,42	3,29	3,38	4,16
Écarts	2,28	0,91	1,68	1,26
Séances de l'après-midi				
Couverture	2,27	2,31	2,53	2,36
Écarts	2,58	3,04	3,09	2,92

Source : Banque du Canada

Comme il a été mentionné ci-haut, on ne doit pas accorder trop d'importance aux écarts à titre d'indicateur, car bon nombre d'autres variables sont en jeu. Néanmoins, ils revêtent une certaine valeur et permettent de déterminer les tendances. Dans le cas de la séance du matin, les niveaux de participation et de couverture indiquent une tendance vers une plus grande participation, donc une concurrence accrue et un processus de soumission plus dynamique. Pour ce qui est de la séance de l'après-midi, même si l'on applique la même série de critères de soumission, nous constatons des écarts plus larges, qui sont davantage fonction du nombre réduit de participants et de la motivation différente des participants pour cette séance. La séance du matin représente une opération normale du marché, tandis que la séance de l'après-midi comporte l'objectif supplémentaire de neutraliser les soldes du STPGV.

D'après la caractéristique « participation », nous en venons à la conclusion que les adjudications de dépôts à terme du receveur général sont bien couvertes et que la couverture s'est améliorée depuis 2002, tant pour la séance du matin que pour celle de l'après-midi.

Cependant, dans le cadre des entrevues auprès des principaux participants du marché, nous avons noté des niveaux différents de participation aux adjudications, plus particulièrement au volet des instruments garantis. Il convient de souligner que tous les participants du marché qui ont pris part aux entrevues proposent la majoration du montant des fonds non garantis appliqués à la séance du matin afin d'accroître davantage la participation et d'améliorer le rendement obtenu par le receveur général. Cette question est discutée de façon plus détaillée à la section 6.2.6, qui traite des répercussions sur les garanties.

Parmi les participants aux entrevues, mentionnons que les émetteurs des marchés financiers et les investisseurs ont démontré une connaissance et un intérêt variables pour la participation à la séance. Aucun intérêt n'a été manifesté pour le volet « garanti » de la séance, mais un intérêt passant de faible à très élevé pour le volet « non garanti ». Il semble que le receveur général pourrait avoir accès à certaines formes supplémentaires d'investissements, quoique non garantis, si des mesures étaient prises pour négocier activement et mettre en œuvre des ententes avec des intervenants très intéressés qui posséderaient une cote de solvabilité d'un niveau convenable.

Nous recommandons d'envisager sérieusement la possibilité d'intensifier la participation aux adjudications du receveur général, du moins pendant les mois où les soldes sont élevés, en appliquant une série de mesures énoncées à la section 8.3.

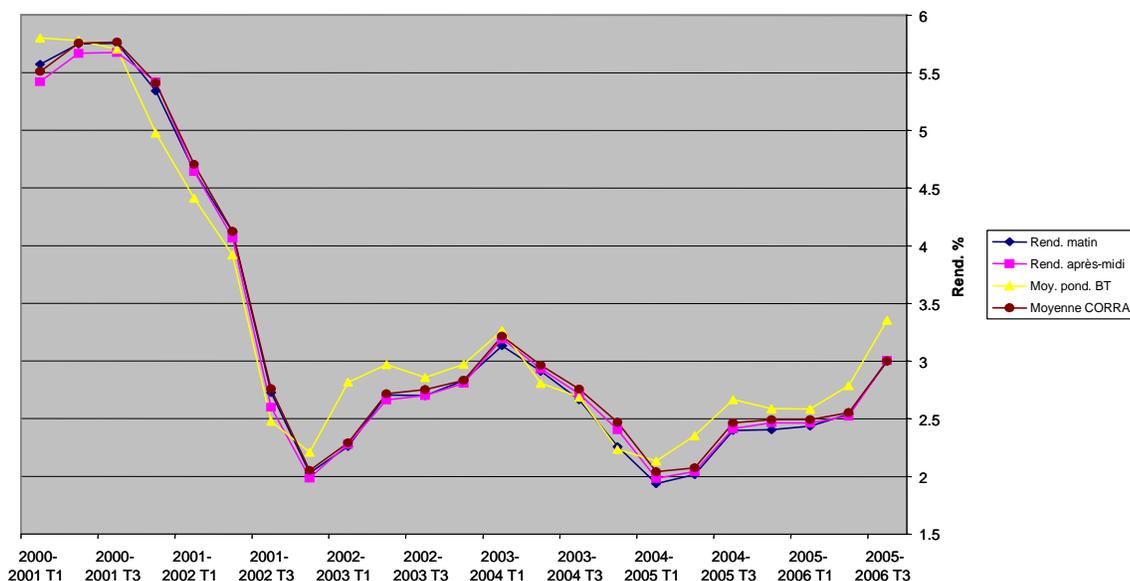
6.2.3. Transparence

Les annonces relatives aux adjudications, de même que les résultats, sont communiqués aux participants dans le cadre du Système de communication et d'établissement de relevés relatifs aux adjudications (SCERA) en vertu d'un calendrier préétabli et bien connu. Ces renseignements détaillés ne sont fournis qu'aux participants. Des renseignements généraux sur la participation aux adjudications et l'évolution des soldes de trésorerie du receveur général sont diffusés une fois l'an par le ministère des Finances, dans le *Rapport sur la gestion de la dette*. Les modifications apportées aux politiques régissant le programme, la stratégie ou les changements opérationnels feront l'objet d'une consultation des intervenants et sont décrits dans la Stratégie de gestion de la dette, également diffusée une fois l'an par le ministère des Finances.

6.2.4. Rendements des dépôts à terme garantis et non garantis

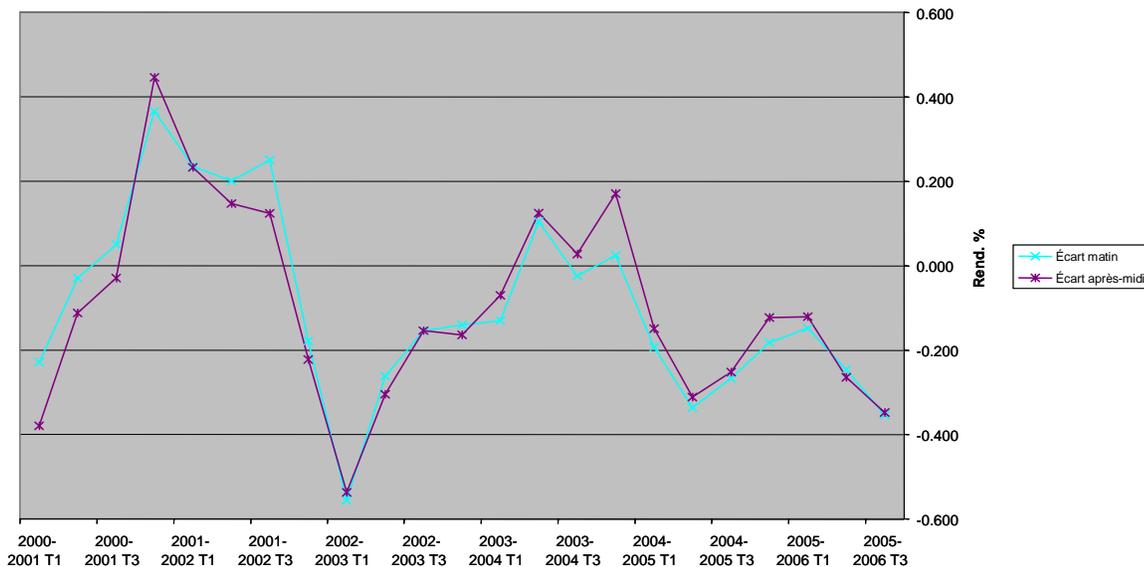
Parmi les mesures de coût dont les gestionnaires de la trésorerie suivent l'évolution, mentionnons les écarts de taux d'intérêt entre les rendements obtenus aux séances du matin et de l'après-midi et le coût pondéré des fonds. Le graphique ci-après présente ces écarts pour les séances du matin et de l'après-midi, le rendement pondéré des bons du Trésor et le rendement trimestriel moyen CORRA¹⁸. On note de façon générale que l'écart est relativement stable et que l'on ne peut supposer à partir des données examinées que l'augmentation des taux d'intérêt correspond nécessairement à un élargissement de l'écart.

Comparaison des taux des dépôts à terme du receveur général
(Source : Banque du Canada)



¹⁸ Le taux des opérations de pension à un jour, ou CORRA, est une moyenne pondérée des taux auxquels s'effectuent les opérations de pension générales (c.-à-d. non spéciales) par les négociants à l'écran des courtiers intersectoriels suivants : Cantor Fitzgerald Securities Co., Freedom International Brokers, Prebon Yamane (Canada) Ltd., Shorcan Brokers Ltd. et Tullett & Tokyo Forex (Canada).

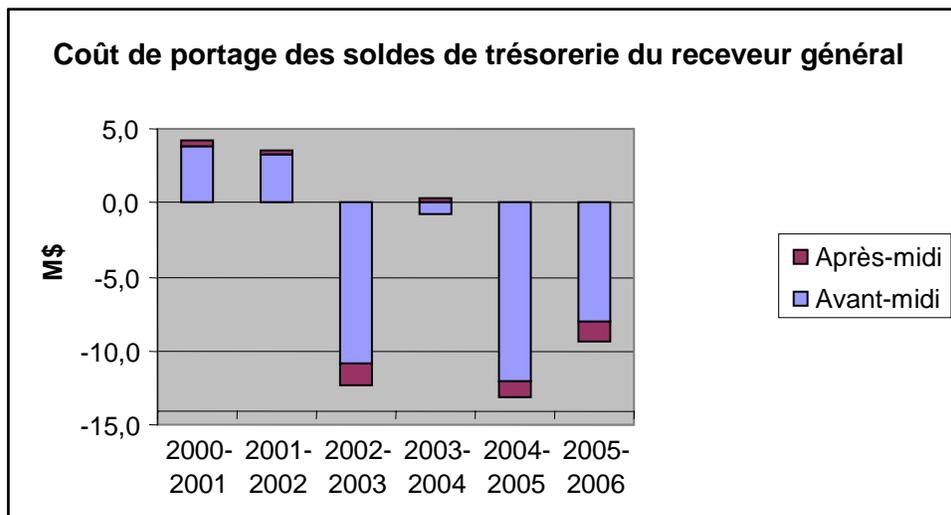
Écarts de taux des dépôts à terme du receveur général
(Source : Banque du Canada)



Cependant, un examen plus rigoureux d'une séquence de 24 trimestres dans le graphique ci-haut révèle que l'écart de rendement en points de base est généralement moins favorable depuis 2003 à l'occasion de l'adjudication de l'après-midi. Selon toute vraisemblance, cette situation s'explique en partie par le fait qu'une fraction de la séance du matin est garantie de sorte que les participants du marché tiennent compte du coût supplémentaire de la garantie dans le montant qu'ils sont disposés à verser. À la suite de discussions informelles, nous sommes portés à croire que selon la situation actuelle du marché, les participants organisent leurs soumissions en supposant que la fraction non garantie doit rapporter environ sept ou huit points de base de plus que la partie garantie, quoique leurs modèles financiers prévoiraient un écart plus prononcé. À notre avis, cette question mérite un examen plus poussé, comme il est mentionné à la section 8.3. Bon nombre de facteurs peuvent expliquer cet avantage apparent des rendements de l'après-midi par rapport à ceux du matin. Les dépôts à terme du matin peuvent porter sur des périodes de plus d'un jour, tandis que ceux de l'après-midi sont strictement réservés aux dépôts à un jour. Selon la forme de la courbe de rendement à court terme, cette situation peut avoir des effets opposés; en outre, le coût de la garantie sera comptabilisé dans la fraction garantie des soumissions de la séance du matin, ce qui entraînera une réduction du rendement accordé au receveur général pour ses soldes. Enfin, le marché des dépôts de l'après-midi est généralement moins liquide de sorte que les participants qui doivent neutraliser leurs positions dans le STPGV peuvent être disposés à accorder des rendements légèrement plus élevés au receveur général.

De toute manière, puisque les soldes de trésorerie faisant l'objet d'une adjudication l'après-midi sont beaucoup moins élevés, ils ne constituent pas les principaux facteurs du coût de portage (généralement) négatifs. Les facteurs indépendants de la volonté des gestionnaires de la trésorerie influent sur le coût du portage, principalement sur la forme de la courbe de rendement. Cependant, les gestionnaires de la trésorerie ont indiqué qu'ils s'emploient principalement à conserver les soldes au seuil raisonnable, c'est-à-dire à un niveau qui réduit le plus possible le coût de portage tout en respectant l'objectif d'un équilibre suffisant.

Comme l'indiquent les graphiques ci-après, le coût de portage en 2005-2006 a atteint 9,4 millions de dollars, dont seulement 1,4 million pour la séance de l'après-midi. Cette amélioration par rapport à l'exercice précédent a été obtenue dans un contexte d'écart de rendement relativement stables, ce qui nous porte à croire que les gestionnaires de la trésorerie parviennent à maintenir des soldes inférieurs et/ou excessifs pour des périodes plus courtes. Une analyse plus granulaire permettrait de préciser ce point.



Source : Banque du Canada

6.2.5. Risque

Les ententes de garantie ont été instaurées pour atténuer le risque de crédit lié au dépôt de soldes de trésorerie auprès de contreparties. Un autre facteur d'atténuation fut la réduction de la concentration, comme en fait foi le fait que les dix principaux participants au STPGV touchent maintenant 74,3 % des dépôts faisant l'objet d'une adjudication, tandis que leur part s'établissait à 98,5 % en 2001-2002, avant l'élargissement de la participation, de concert avec l'adjudication garantie.

Le tableau ci-après révèle qu'au cours des mois où les soldes sont élevés, la proportion de soldes garantis a tendance à croître, ce qui est logique, car tous les participants dont les soldes ne sont pas garantis visent à optimiser le recours à des séries de produits non garantis avant de s'en remettre aux instruments garantis. Nous constatons que le pourcentage de dépôts soumis à l'adjudication et garantis est à son plus haut niveau au cours des mois de mars 2003, mars 2004 et mars 2005. À la section 8.3.1, nous proposons d'envisager la possibilité de réduire les tensions exercées sur la garantie, au moins pendant les mois où les soldes sont élevés, en relevant le plafond des instruments non garantis.

Extrait des rapports sur les dépôts du receveur général						
	Moyennes quotidiennes			Total non garanti	Total - Soldes	Pourcentage - Garanti
	Séance du matin		Séance de l'après-midi			
Mois	Soldes non garantis	Soldes garantis	Soldes non garantis			
Sept. 02	2 649	1 241	683	3 332	4 573	27,1%
Oct. 02	1 695	1 939	707	2 402	4 341	44,7%
Nov. 02	2 256	5 022	856	3 112	8 134	61,7%
Déc. 02	1 381	1 187	942	2 323	3 510	33,8%
Janv. 03	1 966	1 709	700	2 666	4 375	39,1%
Févr. 03	2 221	3 854	660	2 881	6 735	57,2%
Mars 03	2 574	10 245	690	3 264	13 509	75,8%
Moy. sept. 02-03	2 028	2 492	758	2 786	5 278	43,9%
Avril 03	2 189	8 018	574	2 763	10 781	74,4%
Mai 03	2 564	9 925	620	3 184	13 109	75,7%
Juin 03	1 754	3 057	716	2 470	5 527	55,3%
Juil. 03	2 059	1 748	609	2 668	4 416	39,6%
Août 03	2 401	3 397	709	3 110	6 507	52,2%
Sept. 03	2 126	2 343	644	2 770	5 113	45,8%
Oct. 03	2 115	2 542	706	2 821	5 363	47,4%
Nov. 03	2 607	5 417	741	3 348	8 765	61,8%
Déc. 03	1 787	1 289	622	2 409	3 698	34,9%
Janv. 04	2 393	4 878	532	2 925	7 803	62,5%
Févr. 04	2 676	4 984	698	3 374	8 358	59,6%
Mars 04	2 683	11 292	593	3 276	14 568	77,5%
Moy. 03-04	2 280	4 908	647	2 927	7 834	57,2%
Avril 04	2 081	7 107	839	2 920	10 027	70,9%
Mai 04	2 820	10 425	665	3 485	13 910	74,9%
Juin 04	1 549	978	502	2 051	3 029	32,3%
Juil. 04	2 128	1 858	656	2 784	4 642	40,0%
Août 04	2 468	4 764	703	3 171	7 935	60,0%
Sept. 04	1 928	1 596	704	2 632	4 228	37,7%
Oct. 04	2 987	5 068	843	3 830	8 898	57,0%
Nov. 04	3 240	9 374	640	3 880	13 254	70,7%
Déc. 04	1 796	1 667	658	2 454	4 121	40,5%
Janv. 05	2 128	1 350	635	2 763	4 113	32,8%
Févr. 05	2 805	3 052	590	3 395	6 447	47,3%
Mars 05	3 028	13 395	1 129	4 157	17 552	76,3%
Moy. 04-05	2 413	5 053	714	3 127	8 180	53,4%
Avril 05	2 438	6 500	708	3 146	9 646	67,4%
Mai 05	2 887	7 330	800	3 687	11 017	66,5%
Juin 05	1 911	1 053	641	2 552	3 605	29,2%
Juil. 05	1 586	654	802	2 388	3 042	21,5%
Août 05	2 420	1 821	614	3 034	4 855	37,5%
Sept. 05	1 819	1 073	718	2 537	3 610	29,7%
Oct. 05	1 210	862	642	1 852	2 714	31,8%
Nov. 05	1 733	613	766	2 499	3 112	19,7%
Déc. 05	1 748	420	870	2 618	3 038	13,8%
Janv. 06	1 862	785	918	2 780	3 565	22,0%
Févr. 06	1 947	835	1 117	3 064	3 899	21,4%
Mars 06	3 151	10 100	717	3 868	13 968	72,3%
Moy. 05-06	2 059	2 671	776	2 835	5 506	36,1%
Source : Banque du Canada					Moyenne 02-06	48,8%
					Maximum 02-06	77,5%
					Minimum 02-06	13,8%

Il importe de préciser qu'avant l'instauration de la séance du matin, en septembre 2002, les soldes du receveur général détenus dans des institutions financières étaient entièrement non garantis et atteignaient en moyenne 9 milliards de dollars (1999-2000), 10,2 milliards (2000-2001) et 7,9 milliards (2001-2002).

Pour cette caractéristique, nous pouvons au départ conclure que l'application du cadre de garanties a certainement respecté son objectif et a assuré la correspondance des programmes du receveur général et les principales pratiques préconisées par le Comité de Bâle. Cependant, bien que certains intervenants estiment que les marchés internationaux du crédit insistent encore sur la réduction de l'exposition au crédit, nous

avons relevé bien des sources qui prétendent que cette orientation a atteint un point tournant et qui craignent qu'une part trop élevée du rendement a été sacrifiée au profit d'une protection supplémentaire limitée contre le risque. En conséquence, nous croyons qu'il conviendrait maintenant de revoir la possibilité d'assouplir certains aspects du cadre des soldes garantis/non garantis afin d'accroître la participation, d'améliorer les rendements obtenus par le receveur général et réduire les tensions exercées sur les marchés généraux des garanties. Ce point de vue a été réitéré au cours de l'entrevue avec les représentants du gouvernement d'un autre État souverain qui acceptent les investissements non garantis tout en recherchant le compromis acceptable entre la qualité du crédit et le rendement accru.

La question de l'assouplissement supplémentaire des exigences de garantie exige un équilibre entre les risques accrus et les avantages découlant d'un rendement plus élevé. À l'occasion des entrevues, des participants ont mentionné qu'il semble exister des preuves de plus en plus nombreuses sur les marchés mondiaux à l'effet que les banques centrales, entre autres, recherchent des rendements supérieurs. Cette question sous-entend que des changements au chapitre des compromis entre le risque et le rendement sont également évalués par d'autres États souverains. Dans des discussions distinctes avec des personnes actives sur le marché des prêts aux entreprises, nous avons été informés que les modalités du crédit ont été considérablement assouplies au cours des derniers mois. Des emprunteurs de qualité se voient octroyer des lignes de crédit non garanties par des banques moyennant des avenants minimaux, parfois même pour des périodes prolongées. Selon les praticiens du marché à l'intérieur des marchés de swap, le passage vers la recherche de titres par le biais de garanties dans des ententes avec l'ISDA, qui s'est amorcé au milieu des années 1990, a presque terminé sa course. De façon générale, les participants du marché ont depuis longtemps établi les méthodes qui leur permettent de reconnaître la solvabilité de leurs contreparties en exigeant des avenants et des garanties moins nombreux des emprunteurs les mieux cotés.

Dans le cours de nos discussions, les représentants de certaines entités ayant la cote AAA ont exprimé certaines craintes à savoir que les modalités régissant la séance du matin portant sur les soldes du receveur général accordent le même traitement aux titres AAA qu'à ceux portant la cote AA. Les règles ne tiennent pas compte du fait que les titres de meilleure qualité pourraient constituer une source supplémentaire de garanties précieuses dans le système si les exigences au titre de la marge correspondaient mieux à leur risque de crédit réel. Cette constatation s'appliquerait tout particulièrement si les règles du receveur général étaient modifiées pour permettre l'acceptation de ces titres en tant qu'obligations étrangères libellées en dollars canadiens (obligations « Maple ») comme garanties admissibles (voir la section 6.2.6 ci-après). Nous recommandons l'application de cette mesure dans le cadre des conclusions énoncées à la section 8.3.

Certaines banques étrangères ayant la cote AAA émettent des obligations « Maple ». Nous avons été informés que depuis le début de l'année cette catégorie d'obligations a représenté environ le tiers des émissions de titre de société au Canada. Certains courtiers soutiennent qu'à long terme, les obligations « Maple » pourraient représenter entre 20 et 25 % de l'ensemble du marché des titres de société. Scotia Capital a déjà créé un indice pour suivre le rendement de ce secteur en croissance. Le Scotia Capital Maple Bond Index comprend 55 émissions de titres de l'État, de titres apparentés à l'État et de titres de société, dont la valeur marchande totalise environ 20 milliards de dollars canadiens.

6.2.6. Répercussions sur les garanties

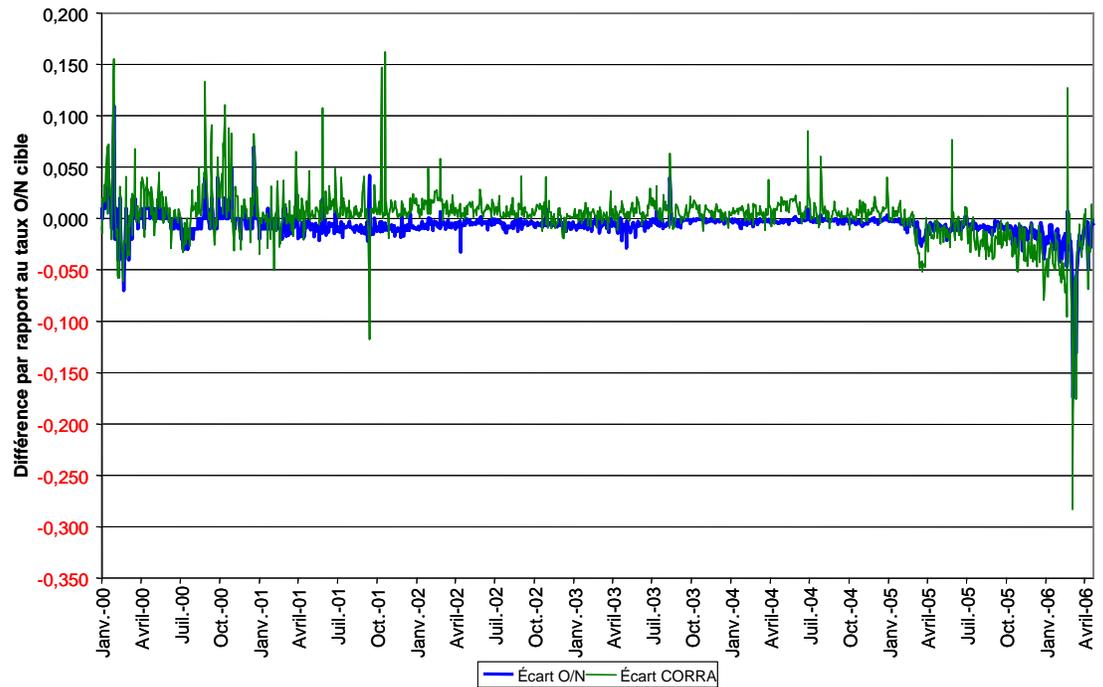
Bien que tous les participants actuels aux adjudications indiquent que le système fonctionne généralement bien, ils ont déterminé un important problème qui affecte le rendement des soldes du receveur général : ils déclarent à l'unanimité que la tension susmentionnée sur les garanties engendre des problèmes.

Il convient de préciser qu'une pénurie de garanties admissibles aux fins du receveur général est une situation qui a pris de l'ampleur au cours des dernières années. Une tendance mondiale à la recherche de garanties pour une vaste gamme d'opérations est observée depuis quelque temps. Le marché canadien, en plus de la demande de garanties provenant de systèmes comme le STPGV, le CDSX (règlements de titres) et le CLS (liquidité à un jour), est touché par l'explosion des volumes de dérivés négociés à la bourse et de dérivés de gré à gré (à revenu fixe et, plus récemment, de titres boursiers), par les investisseurs étrangers qui ne réinvestissent pas les garanties sur le marché intérieur, et par la baisse de l'offre des titres de créance fédéraux. La situation se complique parfois lorsque les soldes du receveur général gonflent en raison des tensions saisonnières. Le fait que les entrevues aient eu lieu à la fin de mars et au début d'avril a fait en sorte que la question était bien fraîche dans l'esprit des participants. En outre, le graphique ci-après indique que les participants aux adjudications de dépôts à terme du receveur général utilisent dans une très large mesure les titres du gouvernement du Canada comme garanties données en nantissement dans le système en contrepartie de leur participation aux dépôts du receveur général.

En outre, il semble se dégager un consensus au sein de ce groupe à l'effet que la participation et le rendement seraient meilleurs pour le receveur général si les tensions engendrées par une pénurie de garanties admissibles sur les marchés canadiens étaient amoindries. Les trois graphiques qui suivent confirment qu'en effet des tensions accrues s'exercent sur les garanties. Le premier graphique révèle l'augmentation des tensions sur les taux en mars 2006; chacun des participants a déclaré que cette période a imposé un stress sur le système.

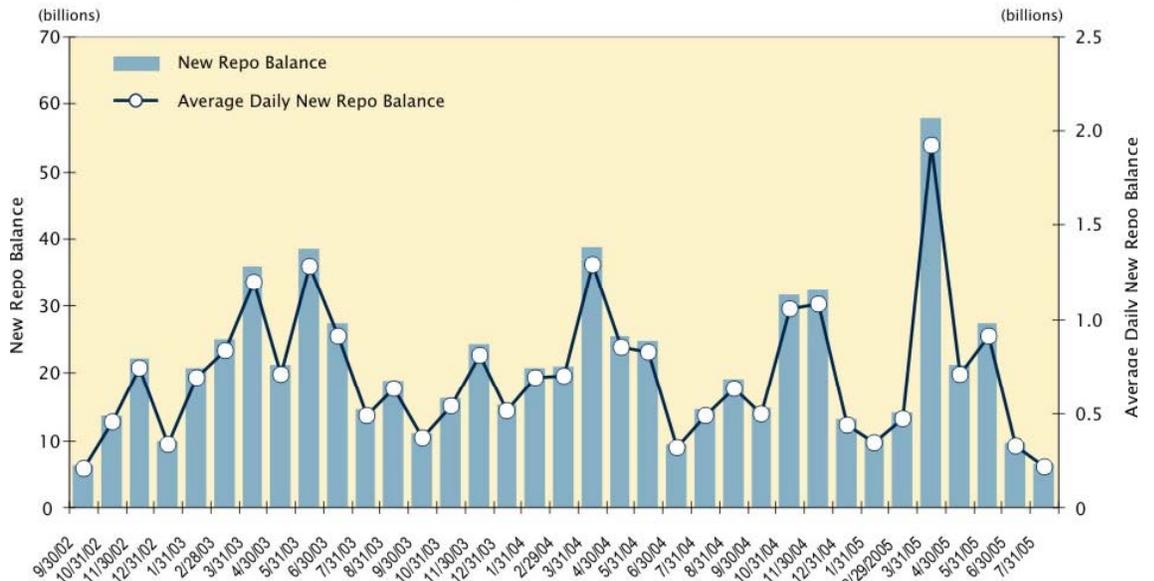
Le premier graphique fait ressortir la période préoccupante invoquée à l'unanimité par les participants et présente la situation du marché qui a entraîné les mesures qu'a dû prendre la Banque pour renforcer le taux cible, et qui ont été abordées à la fin de la section 6.1. Le resserrement des soldes cibles du STPGV qui en a découlé a en effet influé sur le marché des garanties générales. Ces mesures appuyaient le point de vue de certains participants à l'effet que les rôles de la Banque à titre de gestionnaire du Programme de gestion de la trésorerie du receveur général et l'autorité de la Banque au chapitre de la politique monétaire peuvent parfois transmettre accidentellement des signaux mitigés aux marchés. Il est sous-entendu que les tensions exercées sur les garanties, auxquelles s'ajoutent des activités de gestion de la trésorerie, peuvent en effet influencer le niveau du taux à un jour et partant, influencer dans une certaine mesure sur la mise en œuvre de la politique monétaire.

Comportement des taux O/N et CORRA réels par rapport au taux O/N cible



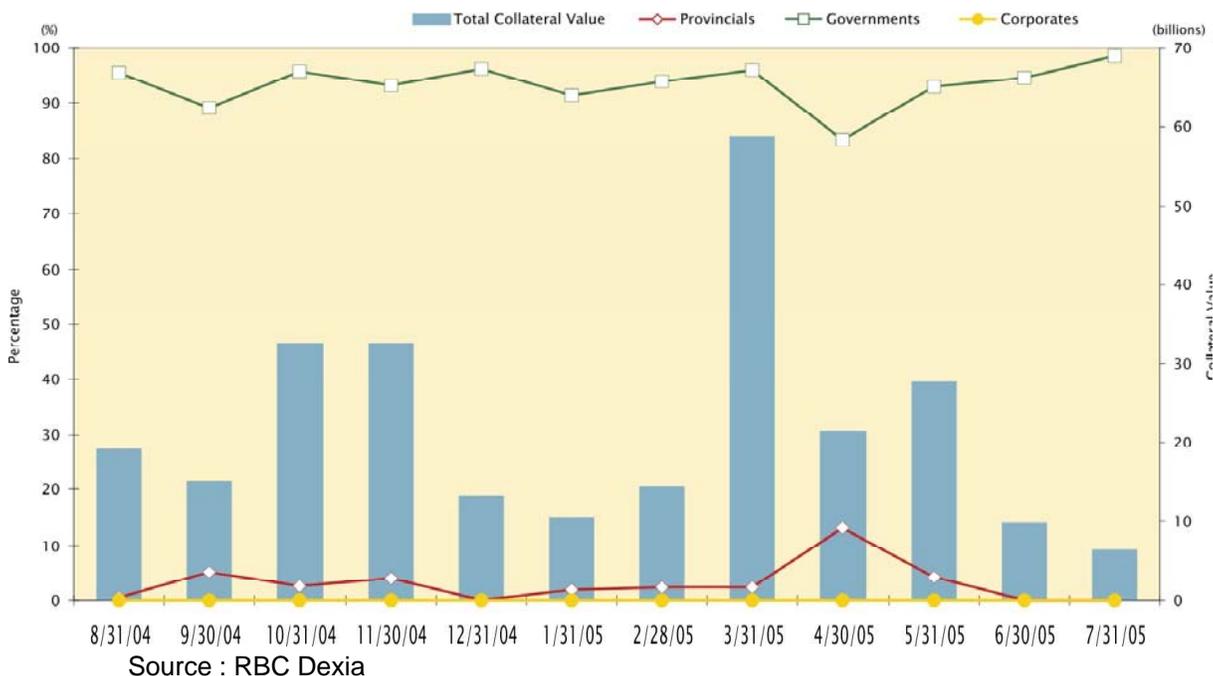
Source : Banque du Canada

Le tableau qui suit présente la croissance des sommets saisonniers au titre des soldes des opérations de pension rattachées à la séance du matin du receveur général. Il indique que la mobilisation des garanties données en nantissement par les participants dans la fraction garantie de l'adjudication atteint habituellement son niveau le plus élevé en mars.



Source : RBC Dexia

Bon nombre de suggestions ont été formulées pour réduire les tensions; elles sont énoncées ci-après, à la section 6.1.9.



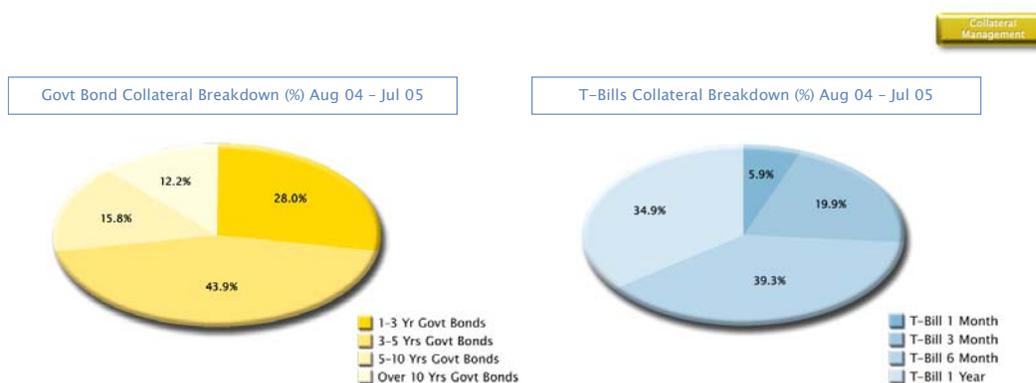
Le graphique ci-dessus révèle que les garanties générales données en nantissement se composent dans une très large mesure d'obligations du gouvernement du Canada et d'obligations émises par des sociétés d'État bénéficiant d'une garantie du Canada. Environ 91 % des garanties données en nantissement entre août 2004 et janvier 2005 étaient des obligations du gouvernement du Canada ou des obligations garanties du gouvernement du Canada (y compris des obligations hypothécaires du Canada – qui sont intervenues pour 48 % des garanties totales au cours de cette période) et 9 % étaient des bons du Trésor. La plupart des participants considèrent la garantie générale comme un titre de l'État seulement parce que le recours à la garantie d'autres parties entrerait en conflit avec la volonté d'utiliser le capital requis (supposé par les exigences de marge) dans des rapports d'affaires directs avec les clients. Certains excluent même les titres de l'État (à l'exception des obligations hypothécaires du Canada) de leur définition de la garantie générale en raison des exigences de marge plus élevées dans les règles du receveur général concernant les garanties.

Les exigences de marge de garantie imposées dans les modalités régissant l'adjudication des dépôts à terme du receveur général sont identiques ou plus rigoureuses que les exigences de marge énoncées dans les règles du STPGV et la règle 100 de l'Association canadienne des courtiers en valeur mobilière (ACCOVAM). Le tableau de l'annexe 1 dresse la liste des cas où les règles du receveur général sont plus rigoureuses que celles du STPGV ou de l'ACCOVAM. Comme nous l'expliquons plus en détail à la section 8.3.1, il s'agit d'un des nombreux facteurs invoqués par les participants qui contribue à exercer des tensions sur les garanties.

Parfois, les exigences de l'ACCOVAM sont plus rigoureuses que celles du receveur général, notamment dans le cas des garanties émises par le gouvernement du Canada et qui viennent à échéance dans plus de trois ans. Cela pourrait expliquer une certaine

forme d'arbitrage des garanties, en vertu de laquelle les participants décident de recourir davantage à leur stock d'obligations du gouvernement du Canada venant à échéance dans plus de trois ans, aux fins des garanties prévues par le STPGV et le receveur général, et d'utiliser des obligations à échéance plus rapprochée aux fins du marché général.

Répartition des garanties du gouvernement du Canada données en nantissement pour des dépôts à terme du receveur général, selon le type et l'écart



- 91% of collateral accepted in the past year were government bonds and 9% were t-bills
- Nearly 45% of government bonds were 3-5 year bonds
- About 40% of t-bills were 6-month t-bills

Source: RBC Dexia

6.2.7. Enjeux relatifs au cadre - ententes de garde

Tous les participants ont indiqué un niveau général de satisfaction pour le service fourni par RBC Dexia, quoique certaines améliorations ont été proposées, en plus des lacunes abordées à la section 6.2.8 ci-après. Tout d'abord, plusieurs participants du marché ont commenté la nécessité de conclure un règlement avec RBC Dexia plus tôt au cours de la journée qu'avec tous les autres participants du marché. Cette situation oblige les participants à se hâter pour effectuer un remplacement de garantie s'il est impossible de trouver des titres que devraient livrer d'autres intervenants. RBC Dexia et des participants du marché ont déclaré qu'ils consacrent beaucoup de temps et d'efforts pour procéder au suivi de certaines livraisons. Certains participants ont ajouté que RBC Dexia éprouve de la difficulté à établir la tarification de quelques émissions. Ces retards au chapitre de la tarification engendrent de l'incertitude au sujet des montants à afficher. De même, on a mentionné que le seuil en deçà duquel on exige une marge supplémentaire en raison des variations de prix des titres à un jour est moins élevé que la convention de marché générale. Enfin, un participant a proposé de simplifier les frais imposés par RBC Dexia plutôt que de les imposer pour chaque type de service ou d'opération différent. Toutes ces questions sont réputées de nature mineure lorsqu'elles sont envisagées individuellement; mais pour les participants, elles constituent une source d'inconfort qui pourrait être réduite par des changements de pratique apparemment faciles.

Bien qu'aucune plainte majeure n'ait été formulée à l'égard du niveau global des frais imposés par RBC Dexia, il convient de noter que la fourchette minimale des coûts refilés au receveur général dans le cadre de la tarification des dépôts oscille entre trois et cinq points de base. L'autre point général formulé à l'égard de l'entente globale veut qu'une

émission qui complique l'application d'une garantie ajoute tout simplement aux tensions globales que ressent le marché au sujet de la garantie.

Dans les conclusions que nous formulons à la section 8.3.2 ci-dessous, nous recommandons un examen périodique des ententes de garde, de même que l'assujettissement de ce service à un processus d'appel d'offres, non pas pour critiquer RBC Dexia, mais à titre de bonne pratique pour assurer le meilleur résultat possible pour le receveur général.

6.2.8. Paiement de coupon pendant la durée de vie du dépôt

Tous les participants du marché ont déclaré que le système de RBC Dexia ne traite pas les coupons pendant la durée d'un dépôt, conformément à la pratique du marché. RBC Dexia a expliqué que son système, qui a été structuré spécialement pour satisfaire aux besoins exclusifs du processus d'adjudication du receveur général, a été conçu en supposant que les dépôts seraient strictement des titres à un jour plutôt qu'à échéances plus longues. Par conséquent, aucune fonction de traitement des coupons n'a été intégrée au système. Il faudra modifier les systèmes pour assurer la cohérence avec la pratique du marché du dépositaire qui assume le paiement du coupon et le versement du taux de pension à un jour à l'emprunteur qui donne en nantissement ce genre de titres.

Cette lacune a pour conséquence d'empêcher l'utilisation de volumes importants de garanties par ailleurs acceptables pour les dépôts du receveur général toutes les fois où un dépôt à terme enjambe une date d'échéance d'un coupon de grande taille. Par exemple, une échéance d'adjudication du receveur général qui dépasse de deux jours la date du coupon (15 mars) pour les émissions d'obligations hypothécaires du Canada. On soutient que le rendement de ce dépôt particulier du receveur général est inférieur de 10 points de base au taux à un jour de la veille, simplement parce que la garantie de l'obligation hypothécaire du Canada n'a pu être utilisée. Que l'écart de 10 points soit ou non un phénomène ordinaire, nous recommanderions au ministère des Finances et à la Banque du Canada d'effectuer des travaux de recherche supplémentaires au sujet de cette possibilité et d'examiner les données d'adjudication disponibles des jours qui ont précédé les dates des coupons d'une telle envergure rattachés à des titres du Canada. En outre, le coût de ce changement pour le système RBC Dexia doit être étudié pour déterminer si un changement s'impose. Voir la recommandation à la section 8.3.2.

D'autres questions ont été posées aux participants du STPGV au sujet de la séance de l'après-midi.

6.2.9. Prise en compte d'une séance de l'après-midi pour les titres garantis

Les participants sont unanimes pour déclarer qu'une initiative visant à garantir la séance de l'après-midi compliquerait la situation en ce qui touche les garanties et son effet sur les taux obtenus par le receveur général. En outre, on a laissé à entendre qu'une telle décision accroîtrait le risque opérationnel pour tous les intervenants, car les manquements et les faillites seraient susceptibles d'augmenter.

Interrogés au sujet de la possibilité, les représentants de RBC Dexia ont précisé que ce type d'adjudication devrait prendre fin au plus tard à 13 h pour permettre l'entrée des données dans le système et les règlements. Cette exigence n'est pas compatible avec le fait que les gestionnaires de la trésorerie de la Banque doivent parfois attendre jusqu'à 15 h 30 pour déterminer le montant de l'adjudication pour la séance de l'après-midi.

Bien que l'on ait quelque peu songé à la possibilité de nantir au préalable les titres, ce qui semble la seule façon pratique de mener une séance de l'après-midi garantie, une

telle démarche doit être envisagée uniquement comme une possibilité si des mesures parallèles étaient prises pour corriger le problème exprimé au sujet des tensions exercées sur la garantie générale.

Si aucune mesure n'est prise pour élargir la liste des garanties admissibles pour la séance de l'avant-midi, on pourrait envisager le recours à d'autres formes spécifiques de garanties, qui ne seraient autorisées que pour faciliter la tenue d'une séance de l'après-midi à la fois garantie et nantie à l'avance.

6.2.10 La séance de l'après-midi pour les titres non garantis est-elle bien placée?

Certains participants estiment que la séance est bien placée, mais d'autres sont d'avis que son déplacement plus tard dans la journée comporterait des avantages pour tous les intervenants, car d'autres activités sont souvent reportées plus tard au cours de l'après-midi, notamment la fermeture du CDSX. Les participants aux entrevues ont laissé entendre que la clôture de la séance de l'après-midi à une heure plus tardive, même de quelques minutes seulement (disons 16 h 30 plutôt que 16 h 15) atténuerait quelque peu les tensions engendrées par les nombreux systèmes de règlement. Un tel changement pourrait réduire de façon perceptible la tension exercée sur les participants. Nous recommandons l'évaluation de cette possibilité pour en tirer un net avantage du point de vue du receveur général.

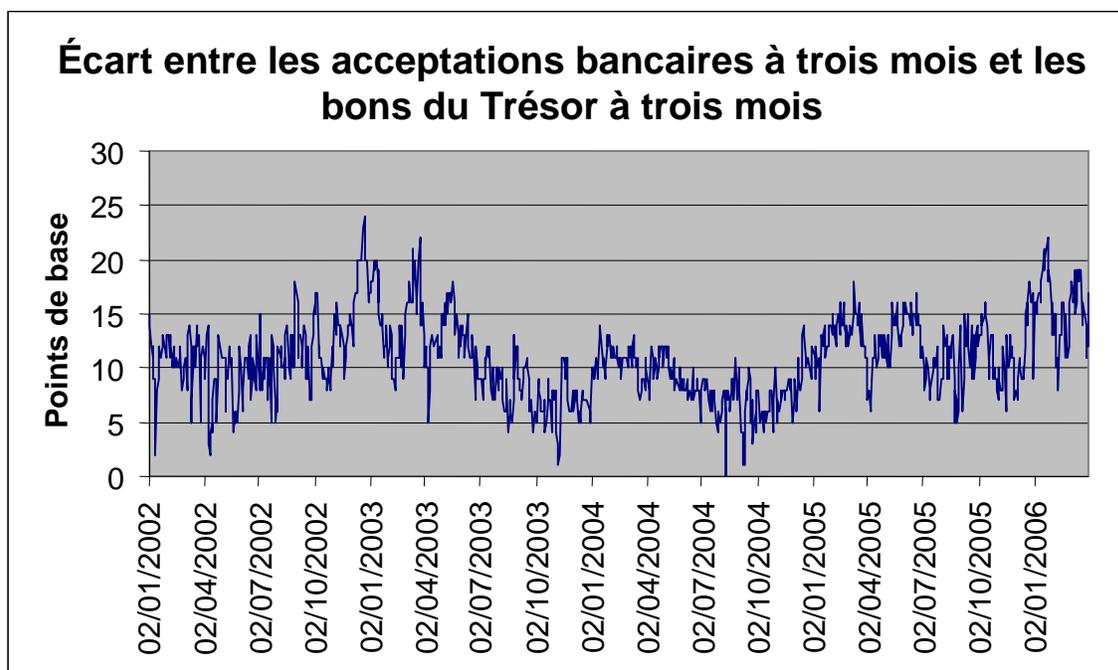
6.3. *Bons du Trésor*

Les bons du Trésor constituent un élément important du programme de la gestion de la dette du gouvernement du Canada; il a pour principal objectif de mobiliser des fonds stables, à faible coût, pour le gouvernement. Comme nous en avons discuté à la section 4.5, les gestionnaires de la trésorerie utilisent les bons du Trésor à une fin secondaire, c'est-à-dire à titre d'outil de gestion de la trésorerie. Ils décident de la taille de l'émission bihebdomadaire, à l'intérieur du plan global d'émission des titres de créance et dans les limites que peut accepter le marché, afin d'aplanir les pointes des soldes prévus du receveur général. Les gestionnaires de la trésorerie décident également du montant des bons du Trésor que la Banque devrait acquérir pour son propre bilan à chaque adjudication bihebdomadaire.

6.3.1. Stabilité et coût du financement

Dans le cadre de l'évaluation du programme des bons du Trésor, nous avons insisté sur l'outil de gestion de la trésorerie. Néanmoins, nous avons procédé à une analyse comparative de haut niveau du coût du financement, en examinant la relation sur le marché secondaire entre les taux des bons du Trésor et les acceptations bancaires.

Le graphique ci-dessous indique que si nous utilisons les acceptations bancaires à trois mois à titre de référence, les bons du Trésor présentent un écart semblable et très stable au cours de la période. Nous constatons que l'écart en faveur du financement des bons du Trésor a été relativement stable au cours de la période à l'étude, l'écart-type s'établissant à quatre points de base.



Moyenne :	11	
Sommet :	24	23/12/02
Seuil :	0	10/08/04
Écart-type :	4	

Source : Banque du Canada

Parmi les autres caractéristiques que nous avons examinées dans le cadre de l'évaluation du programme des bons du Trésor, du point de vue de la gestion de la trésorerie du receveur général, mentionnons le cadre, le taux de participation et la couverture, la transparence et les constatations issues de notre processus d'entrevue.

6.3.2. Cadre

Les Règlements relatifs aux adjudications des bons du Trésor du gouvernement du Canada et les Modalités de participation aux adjudications des titres du gouvernement du Canada, diffusés par le ministère des Finances et la Banque du Canada, régissent le processus d'adjudication; ils énoncent de façon détaillée les règles à la base de la participation, de la procédure d'appel d'offres, des limites de soumission et de la procédure de livraison et de règlement. Ces règles sont bien connues et dans l'ensemble, les participants du marché sont satisfaits du régime actuel d'émission des bons du Trésor, mais ils proposent certaines améliorations. Par exemple, il semble exister de l'intérêt pour les bons du Trésor à un mois, tandis que nous n'avons relevé aucun consensus évident pour ou contre le maintien de l'échéance à un an.

Dans les quatre pays où les gestionnaires de la dette ont été interviewés, l'émission de bons du Trésor est gérée par le bureau central de gestion de la dette et, à l'exception de l'Australie, les émissions sont hebdomadaires. Le Royaume-Uni émet des bons du Trésor à un, trois et six mois et les États-Unis émettent des bons à quatre, 13 et 26 semaines; cependant, ces deux pays n'émettent plus de bons à un an. À l'instar du Canada, la Nouvelle-Zélande émet des bons à trois, six et 12 mois. L'Australie n'émet plus de bons.

Dans l'ensemble, les participants du marché sont satisfaits du régime actuel d'émissions des bons du Trésor, mais ils proposent certaines améliorations. Par exemple, il semble exister de l'intérêt pour les bons du Trésor à un mois, tandis que nous n'avons relevé aucun consensus pour ou contre le maintien de l'échéance à un an. Ces suggestions et d'autres propositions se rapportant au programme des bons du Trésor sont abordées à la section 8.2.1.

6.3.3. Participation

Les taux de participation aux adjudications sont étroitement surveillés. Le ministère des Finances et la Banque du Canada ont procédé à certaines réformes au cours des dernières années afin d'améliorer la participation et d'abaisser le coût des fonds du gouvernement. Parmi les initiatives exécutées en 2004-2005, mentionnons la réduction importante de la période qui sépare le délai de soumission et l'annonce des résultats; ce délai est passé d'un maximum de 10 minutes à une période fondée sur « les meilleurs efforts » ce qui, en pratique, a permis d'obtenir des temps d'exécution moyens de moins de trois minutes pour les adjudications de bons. « Cette mesure a aidé à atténuer le risque de marché pour les participants aux adjudications, et rendu ces dernières plus efficaces. »¹⁹ Ce point de vue a été confirmé par les négociants principaux au cours du processus d'entrevue.

L'examen du cadre²⁰ de distribution des titres d'emprunt de l'État s'est amorcé à l'automne de 2004 et a débouché sur la conclusion globale à l'effet que le système actuel fonctionne relativement bien. Les adjudications ont été constamment bien couvertes et elles ont été efficaces. Cependant, on s'inquiète encore que la participation devienne trop concentrée, même si cette situation ne semble pas réduire la compétitivité du processus de soumission. Pour atténuer ce problème de concentration et promouvoir une plus grande participation, quelques changements modestes ont été instaurés. Les limites de soumission imposées aux clients des distributeurs de titres d'État ont été relevées. Le rendement des négociants dans le cadre d'opérations de rachat et aux adjudications de bons de gestion de la trésorerie non fongibles est maintenant pris en compte dans l'évaluation du statut de négociant principal et des limites de soumission. Les systèmes automatisés de transactions peuvent maintenant devenir des participants s'ils respectent toutes les conditions imposées. En outre, les obligations minimales de soumission ont été réduites pour les négociants principaux, alors que des exigences ont été appliquées pour obliger tous les distributeurs de titres d'État à participer de façon au moins périodique aux adjudications.

Le tableau qui suit indique que les niveaux de couverture aux adjudications de bons du Trésor et de bons de gestion de la trésorerie ont été relativement stables au cours de la période de quatre ans à l'étude et que la réduction des écarts dans le cas des bons du Trésor révèle un processus de soumission plus concurrentiel. En conséquence, les modifications appliquées par le ministère des Finances et la Banque du Canada semblent avoir eu un effet positif.

¹⁹ Ministère des Finances du Canada. *Rapport sur la gestion de la dette*, 2004-2005, p. 7.

²⁰ Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada. *Changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien*, août 2005.

Performance at Auctions

	Coverage (Ratio)					Tail (Basis Points)				
	2001– 02	2002– 03	2003– 04	2004– 05	4-yr avg.	2001– 02	2002– 03	2003– 04	2004– 05	4-yr avg.
Treasury bills										
3-month	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	1.3	0.6	0.5	0.5	0.7
6-month	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
12-month	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7
CMBs	1.9	2.0	2.0	2.4	2.1	1.4	1.4	1.4	1.7	1.5

Source : Ministère des Finances, *Rapport sur la gestion de la dette 2004-2005*, et Banque du Canada

6.3.4. Transparence et variation du montant d'une adjudication à l'autre

Les détails relatifs aux appels d'offres et aux adjudications de bons du Trésor sont diffusés d'une manière prévisible et constante selon un calendrier préétabli. Le plan global de l'exercice suivant est annoncé à l'avance par le ministère des Finances dans sa *Stratégie de la gestion de la dette*. « Compte tenu de l'objectif de ramener à 60 % l'encours à taux fixe de la dette, l'encours des bons du Trésor devrait augmenter d'environ 6 milliards de dollars pour atteindre de 135 milliards à 140 milliards à la fin de 2006-2007. »²¹

La taille des adjudications constitue une question pour laquelle les participants du marché désirent davantage de transparence et de prévisibilité. Ils s'opposent vivement à des variations importantes et imprévisibles de la taille d'adjudications consécutives de bons du Trésor et ce, afin d'assurer leur capacité de gérer leurs bilans et d'effectuer des transactions ordonnées. À l'intérieur des fourchettes proposées, il existe une certaine variation acceptable. Les fourchettes préconisées oscillent d'un seuil de $\pm 10\%$ à un sommet de $\pm 25\%$. Un participant du marché a proposé une limite de 10 % sur la diminution admissible de la taille d'une soumission entre les adjudications (en termes simples, des adjudications de taille minimale de 10 milliards de dollars), sans limite à la croissance des adjudications consécutives. Cette préoccupation au sujet de l'effet négatif peut être attribuée, entre autres, à la recherche de réserves fiables de la part des clients, dont bon nombre aiment exploiter un ensemble de portefeuilles déterminés, tout particulièrement ceux qui gèrent des fonds du marché monétaire. De façon générale, il se dégage une impression que tous les répondants pourraient assumer davantage de changements à la hausse uniquement pour offrir une meilleure garantie au système et parce qu'ils anticipent une forte demande au chapitre des effets d'État de grande qualité. Cette approche semble incompatible avec celle des gestionnaires de la trésorerie de la Banque du Canada, selon lesquels la marge de manœuvre à l'égard de l'effet négatif serait avantageuse. Néanmoins, les pratiques actuelles des gestionnaires de la trésorerie s'inscrivent dans les larges fourchettes préconisées par les participants du marché et, à notre avis, aucune modification n'est requise à l'heure actuelle.

Les participants du marché manifestent un belle confiance dans la capacité de la Banque du Canada d'assumer son rôle sur les marchés. Les personnes interviewées estiment que des transitions plus harmonieuses entre les adjudications se traduisent par des marchés mieux ordonnés et une plus grande confiance dans la capacité de la Banque de contrôler l'évolution de la situation. Les clients et les participants du marché planifient leurs actions en se fondant sur les intentions de la Banque.

²¹ Ministère des Finances du Canada. *Stratégie de la gestion de la dette 2006-2007*, p. 25.

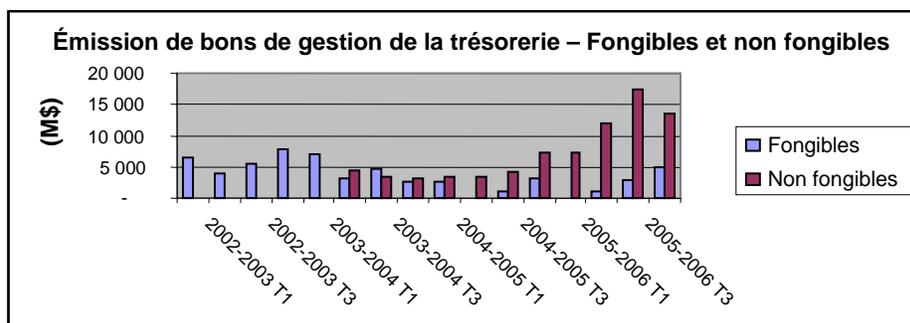
L'un des éléments supplémentaires qui justifient le maintien d'émissions soutenues et fiables porte sur le besoin d'uniformité du marché entre les écarts de taux des bons du Trésor et d'autres taux pratiqués sur le marché (taux à un jour, taux des swaps, acceptations bancaires). Des changements soudains au chapitre de l'approvisionnement peuvent entraîner des perturbations connexes pour les teneurs de marché.

6.4. *Bons de gestion de la trésorerie*

Comme il est mentionné à la section 4.6 les bons de gestion de la trésorerie ont pour but principal d'accorder une plus grande marge de manœuvre aux gestionnaires de la trésorerie afin d'aplanir les pointes des soldes en permettant la mobilisation de fonds à mesure qu'approche l'échéance où ces fonds deviennent nécessaires. Les bons de gestion de la trésorerie fongibles, dont la date d'échéance coïncide avec celle de bons du Trésor non échus, offrent également de la liquidité au marché des bons du Trésor. Les bons de gestion de la trésorerie non fongibles offrent encore davantage de souplesse aux gestionnaires de la trésorerie, car ils ne sont pas limités par des dates, sauf l'échéance des besoins prévus en fonds.

6.4.1. Analyse des tendances d'émission

Nous avons analysé l'émission et les tendances se rapportant aux bons de gestion de la trésorerie au cours des cinq dernières années. Comme nous l'avons déjà noté au tableau de la section 4.5, l'émission annuelle de bons de gestion de la trésorerie n'a cessé d'augmenter entre 2000-2001, alors qu'elle représentait 9,0 milliards de dollars, et 2004-2005, au moment où elle a atteint 24,9 milliards. Les données à jour pour 2005-2006 montrent une accélération du recours aux bons de gestion de la trésorerie, comme en font foi les émissions d'une valeur totale de 58,9 milliards de dollars. En conséquence, les gestionnaires de la trésorerie utilisent cet instrument de façon dynamique pour gérer leurs soldes. En outre, les deux graphiques ci-dessous indiquent un déplacement prononcé en faveur des bons de gestion de la trésorerie non fongibles.



Source : Banque du Canada

Parmi les autres caractéristiques dont nous avons tenu compte dans l'évaluation du programme des bons de gestion de la trésorerie, mentionnons le cadre, le taux de participation et la couverture des bons de gestion de la trésorerie fongibles et non fongibles, de même que la transparence. Nous avons ajouté une section traitant du coût des fonds/de portage, et les constatations provenant de notre processus d'entrevue.

6.4.2. Cadre

L'émission des bons de gestion de la trésorerie est régie par les Règlements relatifs aux adjudications de bons du Trésor du gouvernement du Canada et par les Modalités de

participation aux adjudications diffusés par le ministère des Finances et la Banque du Canada. Ce document énonce les règles qui régissent la participation, la procédure d'appel d'offres, les limites de soumission et les procédures de livraison et de règlement des bons de gestion de la trésorerie fongibles et non fongibles. Ces règles sont bien comprises par les participants du marché.

Les exigences minimales et maximales de soumission sont suspendues depuis septembre 2004 pour les bons de gestion de la trésorerie non fongibles. En outre, compte tenu des modifications apportées aux règles en décembre 2005, la participation n'est pas obligatoire pour les négociants principaux de bons non fongibles, car cet instrument à très court terme intéresse surtout les participants du marché qui achètent et détiennent les titres. Aux sections qui suivent, nous examinons plus en détail les niveaux de participation à ces deux types de titres et les points de vue des participants du marché.

6.4.3. Participation

Grâce à un ratio atteignant en moyenne 2,1 sur la période de quatre ans comprise entre 2001-2002 et 2004-2005 (voir le graphique ci-devant à la section 6.3.3), les adjudications de bons de gestion de la trésorerie sont relativement bien couvertes, c'est-à-dire que les soumissions sont généralement plus nombreuses que le montant attribué. Nous avons analysé de façon plus détaillée la couverture et les écarts se rapportant aux titres fongibles et non fongibles au cours des dernières années, d'après le graphique ci-après. Les deux adjudications sont bien couvertes, mais la couverture des émissions de bons de gestion de la trésorerie fongibles est plus constante et plus stable. Pour leur part, les écarts (par définition, la différence entre le rendement accepté le plus élevé et le rendement moyen de l'adjudication) sont beaucoup plus volatils pour les bons de gestion de la trésorerie non fongibles. Cette constatation suit les prévisions, car les règles de participation n'obligent pas les négociants principaux et les distributeurs de titres d'État à prendre part aux émissions de bons de gestion de la trésorerie non fongibles, comme elles le feraient pour les obligations de bons de gestion de la trésorerie fongibles ou les bons du Trésor. C'est également pourquoi les gestionnaires de la trésorerie n'estiment pas que les écarts représentent un indicateur aussi significatif pour les titres non fongibles qu'ils le seraient pour les autres titres.

	Mesures de participation : avril 2002 à avril 2006			
	Couverture		Écarts	
	Fongible	Non fongible	Fongibles	Non fongibles
Moyenne	2.01	1.32	2.70	1.47
Maximal	2.36	2.85	5.01	4.65
Minimal	1.46	0.36	1.60	-
Écart-type	0.22	0.65	0.70	1.16

Source : Banque du Canada

La plupart des participants du marché ont déclaré que les bons de gestion de la trésorerie parviennent aux comptes des clients (investisseur) même si certains d'entre eux n'achètent que des émissions fongibles figurant déjà sur des listes approuvées. Cette acceptation générale des derniers utilisateurs explique la grande popularité des bons de gestion de la trésorerie auprès des gestionnaires de la trésorerie qui les utilisent pour pourvoir à leurs besoins d'espèces sur de courtes périodes. Cependant, comme il est précisé à la section 6.2.8 ci-après, en vertu des règles de soumission de zéro à 100 % pour les titres non fongibles, il est peu probable que les négociants vendent à l'avance ces émissions, car l'incertitude de l'attribution signifie que les négociants sont peu susceptibles d'accepter le risque de se retrouver en situation déficitaire.

Les bons de gestion de la trésorerie sont également limités à titre d'outils de gestion de la trésorerie aux bilans des négociants. Ils sont parfois utilisés pour compléter une garantie ou comme mécanisme d'opération, mais les bons du Trésor à un an qui peuvent habituellement être échangés à un taux variable (passant du taux à un jour au taux à 30 jours dans le cas présent) à deux points de base constituent une source de garantie beaucoup plus fiable.

6.4.4. **Transparence**

Les appels d'offres pour les bons de gestion de la trésorerie peuvent être déposés un jour ouvrable pour fins de règlement le lendemain, habituellement à 10 h, mais également à 16 h en cas d'urgence (deux fois l'an dernier) pour adjudication et règlement le lendemain.

Si un bon de gestion de la trésorerie doit faire l'objet d'une adjudication le même jour qu'une adjudication de bons du Trésor ou un rachat assorti d'une conversion, l'adjudication de bons de gestion de la trésorerie serait prévue pour 9 h 15, en lieu et place de la séance du matin pour l'adjudication des dépôts à terme du receveur général, l'excédent des fonds étant passé à la séance de l'après-midi²².

Tous les résultats d'adjudication figurent dans le SCERA ou sur le site Web de la Banque du Canada. De façon générale, les participants du marché ont indiqué qu'ils préféreraient une période plus longue avant l'annonce.

6.4.5. **Coût des fonds, coût de portage**

Dans le cadre de notre sondage sur les programmes de gestion de trésorerie comparables d'États souverains, nous avons observé les résultats aux États-Unis pour des bons de gestion de la trésorerie semblables. Selon un rapport récent du secrétaire du Trésor américain, les bons de gestion de la trésorerie constituent un outil de gestion de la trésorerie utile qui permet aux gestionnaires de la trésorerie de mobiliser des fonds à l'extérieur de leur cadre d'emprunt ordinaire. Ce rapport souligne que cette latitude accrue a un prix. Pour mesurer ce coût, les auteurs ont calculé l'écart de rendement entre les bons de gestion de la trésorerie et l'encours des bons à échéance semblable sur le marché secondaire. Des leçons pourraient être tirées du même type d'analyse que celle du GAO pour les bons de gestion de la trésorerie américains. Bien qu'il faille prendre soin de ne pas trop interpréter les résultats, les États-Unis estimaient qu'il vaudrait le coup de consacrer de nombreux efforts pour étudier les bons de gestion de la trésorerie et cette statistique, entre autres aspects. La section 8.2.2 renferme une discussion à ce sujet.

Cette information n'est pas suivie par les gestionnaires de la trésorerie pour un certain nombre de raisons. De façon générale, les bons de gestion de la trésorerie sont émis pour de très courtes périodes, habituellement 30 jours ou moins et la capacité d'obtenir de bons renseignements sur le marché des bons du Trésor à courte échéance constitue un défi, car la possibilité de négociation devient relativement difficile à l'approche de l'échéance des bons. En outre, les gestionnaires de la trésorerie accordent la priorité aux efforts visant à réduire le nombre de jours entre la mobilisation des fonds et la date où ces fonds sont requis, car une telle réduction est perçue comme un facteur plus important du coût net global des fonds.

²² Un bon de gestion de la trésorerie pour livraison le même jour ne serait inscrit à une date d'adjudication des bons que dans le cas où les soldes du receveur général sont faibles; dans ce cas, l'outre-passation d'une séance du matin ne poserait pas de problème.

Le tableau ci-après indique l'échéance résiduelle moyenne des deux types de bons de gestion de la trésorerie.

Bons de gestion de la trésorerie	Échéance en jours	
	Fongibles	Non fongibles
Moyenne	24	11
Maximal	49	48
Minimal	6	2

Source : Banque du Canada

Nous appuyons l'argument des gestionnaires de la trésorerie à l'effet que la réduction de la période de soldes excédentaires occupe le premier rang parmi les priorités. Cependant, nous croyons qu'il pourrait être avantageux de mesurer l'écart de rendement entre les bons de gestion de la trésorerie et l'encours des bons du Trésor de même échéance. Les obligations de gestion de la trésorerie aux plus courtes échéances pourraient bien servir de référence par rapport au taux à un jour. Voir la section 8.2.2 ci-après.

6.4.6. Est-il possible d'accroître la fréquence et la taille?

Les opinions à ce sujet sont très partagées. Nous appuyons le point de vue selon lequel la plupart des participants estiment qu'il existe un certain marché pour les bons de gestion de la trésorerie dans les comptes clients, de même que pour ceux qui recherchent une garantie supplémentaire. Cependant, certains ont exprimé des craintes à l'effet que des bons de gestion de la trésorerie à valeur accrue pourraient entraîner une réduction des émissions des bons du Trésor à écarts ordinaires. Un approvisionnement soutenu de bons du Trésor constitue la solution privilégiée, car ces instruments accordent aux négociants davantage de latitude au chapitre des ventes aux clients, et ils sont utiles pour gérer leurs propres bilans et leurs positions en matière de garantie. Puisque les bons de gestion de la trésorerie ne sont plus annoncés plusieurs jours à l'avance, ils peuvent perturber les positions vendeurs. Certains participants du marché ont laissé à entendre qu'une tranche ordinaire de bons à un mois leur conviendrait mieux. Nous examinons cette option à la section 8.2.1 ci-après.

6.4.7. Bons fongibles et non fongibles

La grande majorité des négociants préfèrent les bons de gestion de la trésorerie fongibles en raison de leur possibilité accrue en matière de négociation. Les négociants qui ne comptent pas de clients attirés par les bons non fongibles sont moins préoccupés, car ils ne sont pas tenus de soumissionner dans le cadre d'adjudications de bons de gestion de la trésorerie non fongibles, et ils ne le font tout simplement pas.

Le recours à des instruments non fongibles présente un avantage évident : il permet de gérer les besoins de trésorerie à court terme du receveur général : nous examinons cette question à la section 8.2.2 ci-après.

Il serait utile d'analyser l'écart de rendement entre les obligations de gestion de la trésorerie à plus longue échéance et les bons du Trésor à échéance résiduelle équivalente, comme l'a fait le GAO pour les obligations de gestion de la trésorerie des États-Unis.

6.4.8. Règles de soumission zéro à 100 % pour les instruments non fongibles

Attendu que les négociants principaux et d'autres distributeurs de titres de l'État doivent limiter leurs soumissions à 25 % et 10 % respectivement de la taille totale de l'adjudication dans le cas des obligations de gestion de la trésorerie fongibles, la règle appliquée depuis septembre 2004 aux obligations de gestion de la trésorerie non fongibles vise à faire en sorte que les négociants principaux et les distributeurs de titres de l'État puissent soumissionner jusqu'à 100 % de la taille de l'adjudication. La règle portant sur les adjudications de bons de gestion de la trésorerie non fongibles soustrait également les participants aux exigences minimales de participation. Le changement apporté en septembre 2004 avait pour but d'accroître la latitude des participants du marché et leur permettre d'exprimer un intérêt limité ou soutenu pour une adjudication de bons de gestion de la trésorerie non fongibles et d'y prendre part en conséquence.

Cependant, la disposition autorisant les participants à soumissionner le montant total de l'adjudication fait entre autres en sorte que les participants du marché hésitent à vendre au préalable de telles émissions et à les distribuer avant la date d'émission parce qu'ils risqueraient de manquer de titres, ce qui entraînerait l'échec de la livraison ou l'obligation de payer une prime élevée sur le marché secondaire. On constate également que cette latitude peut être perçue comme donnant au moins la possibilité de manipuler ou de resserrer le marché, ce que la Banque s'emploie à éliminer. Malgré les indications qu'ils ont fournies au cours des consultations précédentes, la plupart des participants aux entrevues déclarent maintenant qu'ils préféreraient des limites de soumission de 25 % à 35 %.

6.4.9. Le marché pourrait-il permettre les appels d'offres, les adjudications et les règlements le même jour?

La plupart des participants croient que la chose est possible, mais émettent une série d'avertissements, notamment :

- Seuls les instruments non fongibles doivent être offerts, car il y aurait risque de nuire aux marchés des émissions fongibles et à la tarification connexe sur le marché
- Le marché tiendra compte du temps concédé dans la tarification; il est possible que le faible niveau de participation accroisse sensiblement le taux payé par le receveur général
- Toute forme d'activité à bref préavis sur le marché est réputée incompatible avec la recherche globale de transparence à l'intérieur des programmes d'emprunt. Cependant, cette affirmation est quelque peu incohérente en soi, car le court préavis serait semblable à celui qui s'applique au montant de la séance de l'après-midi, ou même des appels d'offres pour les bons de gestion de la trésorerie.

Tous les répondants préfèrent une annonce effectuée la veille. Cependant, si le principe de l'adjudication le même jour était accepté, il est proposé d'annoncer les appels d'offres dès 8 h, et jusqu'à 10 h, mais les répondants visent une adjudication aux environs de 10 h 30, ce qui donnerait suffisamment de temps pour neutraliser les positions acquises, et pour en prévoir le règlement.

6.5. *Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie*

Le principal objectif du Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie consiste à réduire le niveau élevé des soldes requis pour racheter d'importantes émissions d'obligations de l'État à échéance résiduelle de moins d'un an et demie et d'atténuer les variations de tailles des adjudications de bons du Trésor qui seraient par ailleurs requises pour financer à l'avance ces importantes émissions.

Pour bien établir notre évaluation du Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, nous en avons comparé les résultats à l'objectif susmentionné, de même qu'aux caractéristiques suivantes : le cadre, la participation, la transparence et les économies.

Le Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie a permis de réduire l'ampleur des grandes émissions en cours et il a été relativement stable au cours des trois dernières années quant au volume d'obligations rachetées :

Année	Nombre d'adjudications	Montant des rachats (G\$)
2002-2003	22	12,4
2003-2004	22	15,7
2004-2005	21	12,9

Source : Banque du Canada

6.5.1. **Cadre**

Les rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie sont régis par les règlements relatifs aux offres d'achat d'obligations négociables du gouvernement du Canada.

6.5.2. **Transparence**

Les appels d'offres pour le rachat aux fins de gestion de la trésorerie sont annoncés à 11 h 30, une semaine avant leur adjudication. Les opérations relatives à ces rachats ont lieu à 11 h 15 les mardis suivant la dernière adjudication bihebdomadaire des bons du Trésor. Les résultats sont diffusés le plus tôt possible, au plus tard 10 minutes après l'adjudication. Tous les résultats d'adjudication sont diffusés sur le SCERA et sur le site Web de la Banque du Canada, immédiatement après leur diffusion.

Les participants du marché ont formulé le même commentaire au sujet du programme : à leurs avis, il est difficile de prévoir les émissions et les prix qui seront acceptés, le cas échéant. Ils soutiennent que les obligations offertes « au cours du marché » ne sont souvent pas achetées par la Banque pour le compte du ministère des Finances.

Presque au même moment que notre série d'entrevues, la Banque a émis, le 7 avril 2006, une note²³ intitulée *Renseignements sur les opérations de rachat d'obligations*. Cette note énonce l'approche de la Banque en matière d'évaluation et de

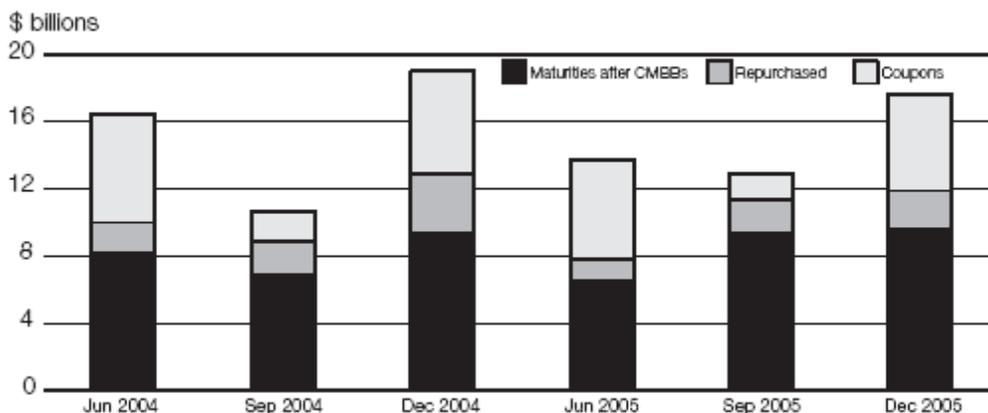
²³ http://www.banqueducanada.ca/fr/adjud/rachat_oblig_070406.pdf

décisions d'achat, d'après un modèle de courbe de rendement coupon zéro élaboré à l'interne. Il conviendrait de demander aux participants du marché de fournir des commentaires à l'avenir pour déterminer si cette note permet d'éliminer les préoccupations énoncées.

Dans la même note, la Banque confirme la définition de l'expression « obligations admissibles » et reconferme le seuil de rachat de 4 milliards de dollars, c.-à-d. le seuil en deçà duquel le gouvernement ne réduira pas l'encours des obligations arrivant à échéance à une date donnée. Ce seuil est justifié parce que, d'après les consultations auprès des participants du marché, il est réputé le niveau minimal nécessaire pour assurer une liquidité suffisante et atténuer le risque de pressions excessives sur les marchés des opérations de pension (situation qui pourrait se concrétiser si une proportion démesurée d'une émission se retrouve entre les mains d'un très petit nombre de participants du marché).

Impact of CMBB Operations on the Government's Large Payments

As of March 31, 2005



Note: June, September and December 2005 maturities continued to be part of the CMBB program in the 2005-06 fiscal year.

Source: Bank of Canada.

Nous constatons à partir du graphique ci-dessus que le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie a bien respecté son objectif principal, qui consiste à atténuer le risque en procédant à une importante réduction des pointes au titre des soldes requis pour racheter les échéances, permettant ainsi aux gestionnaires de la trésorerie d'atténuer les variations au chapitre des niveaux d'émission des bons du Trésor d'une adjudication à l'autre. Le programme peut produire ou non des économies au chapitre des coûts de financement à court terme selon la forme de la courbe de rendement, quoique l'on obtienne de toute manière une certaine valeur en respectant l'important objectif de réduction du risque.

6.5.3. Autres constatations pertinentes issues des entrevues au sujet du rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie

Il a été proposé d'envisager la possibilité d'un programme de rachat de bons, en plus des rachats de conversion, de concert avec une adjudication de bons du Trésor. Voir la section 8.2.3 ci-après.

14 juin 2006

Un dernier point a été soulevé au sujet du programme : sa réussite a fait en sorte que certaines questions sont devenues de nature très « technique », notamment le fait que l'approvisionnement au sein du marché a été réduit par les coupons.

7. Perspective internationale

Pour procéder à notre évaluation des programmes de gestion de la trésorerie du receveur général, nous devons examiner les pratiques de gestion de la trésorerie du gouvernement de certains États souverains comparables, car nous pouvions en tirer des perspectives utiles au sujet d'outils éventuellement meilleurs pour gérer les fonds à court terme et les soldes de trésorerie. Nous avons effectué des entrevues détaillées auprès des gestionnaires de la trésorerie de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande, du Royaume-Uni et des États-Unis. Les deux premiers pays partagent avec le Canada une situation d'excédent budgétaire et de réduction de la dette. Pour ce qui est des États-Unis, la taille énorme de leur économie et leurs liens étroits avec le Canada à titre de principal partenaire économique ont fait en sorte qu'il était essentiel d'analyser leurs pratiques.

Nous vous prions de noter que les guides utilisés dans le cadre de nos entrevues, qui ont toutes été effectuées par conférence téléphonique en mars et en avril, se trouvent à l'addenda 3. L'annexe 2 renferme des fiches de renseignements détaillées issues de nos entrevues et de l'analyse des documents publics et des sites Web de chacun des quatre pays susmentionnés.

7.1. *Ententes institutionnelles et cadre*

Dans les quatre pays à l'étude, la gestion de la trésorerie liée aux flux de l'État relève de la compétence d'un bureau centralisé de la gestion de la dette (Debt Management Office, ou DMO) ou d'un service de la trésorerie (aux États-Unis), sous la gouverne du Trésor (ministère des Finances). Dans tous les cas, le rôle de la banque centrale consiste à mettre en œuvre la politique monétaire. Dans les quatre pays, le gouvernement maintient son compte bancaire, où tous les soldes sont reportés à la fin de la journée dans le compte d'État de la banque centrale. Dans deux cas (Australie et Nouvelle-Zélande), la banque centrale investit les soldes de fin de journée. Au Royaume-Uni, l'excédent de trésorerie est investi par le DMO et(ou) des déficits de trésorerie sont constitués, dans une fourchette d'instruments du marché monétaire transigés avec les homologues du marché, tandis que les flux tardifs imprévus à l'égard des comptes d'État sont absorbés par le solde rémunéré conservé par la banque centrale, alors qu'aux États-Unis, l'excédent (1) fait l'objet d'une adjudication, (2) est placé auprès de dépositaires commerciaux au taux des fonds fédéraux réduits de 25 points de base, ou (3) (à la suite de la récente instauration d'un programme pilote) est investi par des cessions en pension.

Tous les pays consultés présentent la transparence et appliquent donc des stratégies d'émission de titres de créance et de gestion de la trésorerie qui visent l'ouverture, la transparence et la prévisibilité.

7.2. *Prévision des soldes*

Le DMO du Royaume-Uni reconnaît que les prévisions des soldes de trésorerie jouent un rôle fondamental dans la gestion active des besoins de trésorerie nets de l'Échiquier, et favorisent l'application de stratégies de négociation prospectives. Ainsi, le profil futur des soldes de trésorerie est aplani sans miner le fonctionnement efficient sur le marché monétaire en livres sterling. Le DMO obtient périodiquement de l'équipe de prévisions des flux de trésorerie de l'Échiquier du Trésor du Royaume-Uni des prévisions à jour concernant les flux de trésorerie entrants et sortants du gouvernement central, et bénéficie d'un suivi à jour en temps réel.

Aux États-Unis, les gestionnaires de la trésorerie du Trésor recueillent et répartissent les fonds fédéraux à la demande des organismes. Ces derniers doivent donner un préavis de cinq jours ouvrables au Trésor pour les décaissements de 500 millions de dollars US et plus, et de deux jours

ouvrables pour les décaissements de 50 millions de dollars US à 500 millions de dollars US²⁴. Selon les participants aux entrevues, la disponibilité accrue des services informatiques et de transfert électronique de fonds ont sensiblement amélioré les prévisions des soldes de trésorerie.

7.3. Investissement de soldes de trésorerie

Le Royaume-Uni affecte la grande majorité de ses activités de gestion de la trésorerie à des opérations de marché bilatérales avec des contreparties du DMO, et l'émission de bons du Trésor. Il est actif sur les marchés des opérations de prise et de cession en pension. Nous avons constaté que les États-Unis représentent le seul pays parmi les participants aux entrevues qui utilise une adjudication pour des dépôts à terme semblables à ceux du receveur général. Cette adjudication est désignée programme « Term Investment Option » (option d'investissement à terme) (pour plus de détails, veuillez consulter l'annexe I). Elle complète l'autre approche déjà en vigueur, le compte courant du Trésor, en vertu duquel les institutions de dépôts paient des fonds fédéraux moins 25 points de base. Le programme TIO fonctionne comme une adjudication de dépôts à terme : il est annoncé la veille pour des échéances de deux jours à plusieurs semaines. Les États-Unis ont amorcé un programme pilote de cession en pension à la fin de mars 2006. Dans le cadre de ce programme pilote, le Trésor américain achète des titres du Trésor à un jour en vertu d'ententes de cession en pension. Les fonds sont investis dans le cadre du programme pilote presque à chaque jour. Les objectifs principaux de ce projet consistent à évaluer les répercussions de l'investissement de fonds au moyen de cessions en pension dans les systèmes et processus internes du Trésor, et à explorer les avantages du recours aux cessions en pension pour accroître la capacité d'investissement du Trésor et améliorer le rendement des fonds investis.

Cependant, aucun des autres pays ne tient d'adjudication périodique quotidienne (ou deux fois par jour) de dépôts à terme comme le Canada. En Australie et en Nouvelle-Zélande, les excédents de soldes de trésorerie sont placés par le DMO auprès des banques centrales respectives à la fin de la journée. Les banques centrales prêtent une partie ou la totalité de ces soldes sur les marchés des opérations de pension (sous réserve du besoin d'augmenter ou de diminuer les soldes de règlement à la fin de la journée dans leur système de paiements de grande valeur).

7.4. Émission de bons du Trésor (ou de titres d'État équivalents) - rachats de titres de créance

Les quatre pays peuvent émettre des bons du Trésor. L'Australie n'en a pas émis ces dernières années, car l'excédent de ses soldes déposés à la banque centrale a suffi à financer les besoins de trésorerie à court terme du gouvernement. Il peut toutefois émettre des bons du Trésor d'échéances d'un quelconque nombre de jours jusqu'à six mois. Les États-Unis et le Royaume-Uni émettent des bons à un mois en plus des bons à trois et à six mois. La Nouvelle-Zélande émet périodiquement des bons à trois et à six mois et, jusqu'à tout récemment, des bons à un an, des bons à échéance spéciale et habituellement plus courte sont émis sur une base spéciale et peu fréquente. Le Royaume-Uni pourrait émettre en théorie des bons du Trésor à un an, mais il ne l'a pas fait jusqu'à présent.

Les résultats obtenus par les États-Unis à l'égard du lancement des bons du Trésor à quatre semaines méritent qu'on s'y attarde. Les bons à quatre semaines ont été ajoutés au calendrier d'adjudications en 2001, ce qui a entraîné un affaiblissement de l'émission de bons de gestion aux fins de la trésorerie. Selon le Government Accountability Office (GAO) des États-Unis, il en a découlé une diminution des frais d'emprunt l'année suivante. Nous recommanderions d'analyser de plus près cette idée et de la pondérer par rapport aux commentaires de certains participants du marché

²⁴ Ces exigences figurent au site Web <http://www.fms.treas.gov/tfm/vol1/v1p6c850.pdf>

intérieur qui ont bien accueilli le bon à un mois, sous réserve de la non-cannibalisation des volumes actuels de bons du Trésor à trois et à six mois; les avis étaient plus partagés pour ce qui est de l'importance des bons à un an.

Les quatre pays disposent du pouvoir d'effectuer des rachats, mais peu l'invoquent. Le Royaume-Uni a racheté des bons de moins de six mois; la Nouvelle-Zélande rachetait autrefois des obligations de moins de six mois, mais elle a interrompu cette pratique, car l'intérêt de la part du marché est demeuré faible.

7.5. Participation

Les participants qui soumissionnent des bons sont des banques nationales ou mondiales désignées négociants inscrits ou principaux, selon le cas. Dans certains pays, d'autres investisseurs peuvent participer directement aux adjudications de bons du Trésor, notamment des assureurs et des caisses de retraite. Dans le cas des bureaux de gestion de la dette actifs sur les marchés secondaires, les participants qui achètent des dépôts sont généralement des banques et des investisseurs institutionnels. Le DMO du Royaume-Uni est la seule entité parmi notre échantillon qui rachète bilatéralement des bons du Trésor aux participants du marché. Le Royaume-Uni peut également prendre ou céder en pension des bons individuels ou de façon bilatérale un ensemble de garanties auprès de ses homologues du marché.

7.6. Facteurs relatifs au risque et à la garantie

Le gouvernement des États-Unis n'est pas autorisé par la loi à prêter des fonds publics sans garantie. Toutefois, il dispose d'une vaste gamme de garanties, qu'il s'agisse de titres de créance émis par le gouvernement fédéral ou des titres adossés à des éléments d'actif émis par des institutions financières dans le secteur privé.

Le Royaume-Uni investit principalement des soldes de façon bilatérale auprès d'homologues du marché. Puisque les limites de montant et l'échéance des prêts non garantis sont exprimés en termes nominaux, le ratio des prêts garantis aux prêts non garantis peut varier sensiblement au fil du temps. La garantie acceptée se compose de titres du gouvernement du Royaume-Uni, de même que de titres de créance émis par des États souverains de la zone euro.

Dans le cas de l'Australie, les investissements sur les marchés libres sont effectués par la banque centrale. En Australie, la banque centrale accepte une vaste gamme de titres par l'intermédiaire des marchés des opérations de pension, à partir des obligations du Commonwealth jusqu'aux effets émis par une banque.

Pour ce qui est de la Nouvelle-Zélande, le DMO effectue quelques investissements avant la fin de la journée, mais les soldes de fin de journée sont tous retournés à la banque centrale. Dans le cas de l'investissement direct de la trésorerie, le DMO investit sur des marchés étrangers couverts par un swap de change. Cette approche permet au NZDMO d'investir dans une gamme plus vaste de titres de grande qualité que n'offre le marché intérieur. Elle évite également de causer de l'obstruction au chapitre de la tarification sur le marché intérieur. La garantie requise est calculée en dollars de la Nouvelle-Zélande mais elle est affichée en dollars américains dans un dépôt étranger. La garantie acceptée prend habituellement la forme d'espèces, même si des équivalents de trésorerie ont été utilisés de temps à autre par le passé.

Il serait utile d'examiner de plus près le bien-fondé des solutions de rechange ci-dessus qui pourraient être appliquées au contexte canadien. (1) Élargir la liste de garanties acceptables;

- (2) accroître le montant des transactions effectuées sans garantie, sur un marché bilatéral libre;
- (3) accepter des espèces ou des équivalents d'espèces d'autres États souverains à titre de garantie.

7.7. Rendement

Le processus de gestion de la trésorerie du Royaume-Uni est mesuré officiellement en tentant d'examiner la valeur ajoutée comparativement à une référence implicite de « gestion passive » supposée. Cette référence n'est pas rendue publique. Les écarts par rapport à la référence sont autorisés sous réserve des limites de risque de crédit, de taux d'intérêt et de liquidité, afin d'aplanir le profil des besoins nets en espèces quotidiens prévus, d'après les prévisions établies. Le DMO a mis cette approche à l'essai depuis juin 2005 et cette dernière en est encore à l'étape de la mise au point. Tous les détails de ce système dépassent la portée de ce projet, mais un examen plus poussé pourrait permettre de mieux comprendre ce qui est considéré comme une « mesure véritable des résultats » qui correspondrait aux mesures que l'on pourrait appliquer à une fonction de gestion des investissements dans le secteur privé.

Dans notre interview auprès des représentants de l'Australie, on a brièvement mentionné la mesure du rendement dans le contexte actuel, car une bonne partie de la discussion a porté sur les plans du « fonds de l'avenir », qui est énoncé ci-après à la section 7.8. L'Australie n'émet plus de bons du Trésor depuis 2003 et elle s'attend bientôt de ne plus avoir de dette nette. Par conséquent, la discussion portant sur les mesures du rendement par rapport au Canada est sans importance.

La pensée des Néo-Zélandais à cet égard s'amorce par l'affirmation selon laquelle il est difficile de mesurer le rendement; il est également difficile de préciser ce qui constitue une référence pertinente. Les Néo-Zélandais sont bien conscients du fait qu'ils ne veulent pas « choisir » les activités faciles ou « façonner » le cadre d'évaluation pour bien paraître. Ils examinent une série d'indicateurs, notamment le coût du financement, à l'égard desquels ils examinent les écarts entre la courbe de swap et la courbe du gouvernement, de même qu'entre les effets bancaires et les bons du Trésor. Ils tentent de former leur pensée dans un contexte de GAP (gestion de l'actif-passif), en vertu duquel le passif sert à financer divers actifs, ce qui suppose un coût de portage positif ou négatif. Les actifs peuvent prendre la forme de prêts à divers organismes gouvernementaux (y compris la banque centrale afin de financer les réserves de change) d'espèces, d'investissements (de l'excédent des soldes de trésorerie ou à titre de couverture de l'encours de la dette), ou en théorie un prêt théorique au gouvernement pour financer des activités publiques.

Nos répondants des États-Unis ont indiqué qu'ils examinent une série d'indicateurs, notamment les ratios des adjudications, la participation, les prévisions de trésorerie par rapport au rendement antérieur et des cibles de rendement, l'écart entre les taux d'adjudication à terme, les taux des opérations de pension, et les taux du compte courant du trésor, de même que les écarts entre les besoins d'emprunt prévus et réels (les différences entre les besoins d'emprunt annoncés et réels sont également prises en compte et déclarées par les participants du marché).

7.8. Nouveautés actuelles ou prévues

La nouveauté prévue la plus remarquable a trait à l'Australie où, compte tenu de l'imminence de l'élimination de la dette, le pays amorce l'implantation du « fonds de l'avenir ». Il s'agira d'un fonds d'actifs équilibré classique, investi dans une série de titres boursiers, de titres de créance et de biens, et assorti d'un objectif de financement à long terme équilibré. Il sera géré par un nouvel organisme du secteur public et sera doté de son propre conseil d'administration. Il impartira la gestion des placements à des gestionnaires du secteur privé. Le fonds sera doté d'un budget initial de 18 milliards de dollars australiens provenant de la trésorerie du secteur public.

14 juin 2006

Comme il est mentionné à la section 7.3, les États-Unis ont lancé un programme pilote de cessions en pension à la fin de mars 2006. Ce projet pilote pourrait s'étendre sur un an. Il serait vraisemblablement utile de suivre l'évolution de ce programme avec les représentants des États-Unis pour entendre leur évaluation de son efficacité, de même que les avantages et les inconvénients de ses divers aspects.

8. Recommandations et suggestions d'amélioration

8.1. *Prévisions et rôle de la Banque*

Comme il est précisé à la section 6.1, la capacité prévisionnelle des gestionnaires de la trésorerie a continué de s'améliorer ces dernières années. Cette amélioration est attribuable à une combinaison de facteurs. Premièrement, les gestionnaires ont mis au point une série d'outils de prévision qui, au fil de l'expérience et de l'augmentation des données disponibles, produisent des estimations de plus en plus fiables. Deuxièmement, l'automatisation du processus de déclaration des décaissements prévus par les ministères fédéraux s'est accrue. À la section 6.1, il est précisé que TPSGC exécute actuellement un projet de deux ans afin d'informatiser davantage le processus de paiement.

L'examen du rapport quotidien de la gestion de la trésorerie portant sur les flux et les soldes de trésorerie du receveur général confirme les déclarations formulées dans le cadre de nos discussions avec les représentants du ministère des Finances et de la Banque du Canada, à l'effet qu'il semble exister un trop grand nombre d'influences au-delà du contrôle exercé par les gestionnaires de la trésorerie, ce qui entraîne des soldes de trésorerie excessifs, tout particulièrement vers la fin de l'exercice. Il est reconnu que les niveaux sont plus élevés vers le mois de mars, mais cette opération est effectuée pour des motifs qui ne sont pas abordés dans la présente évaluation.

8.2. *Programmes de financement à court terme*

8.2.1. **Bons du Trésor**

À titre de suggestion aux fins d'amélioration, nous pouvons déclarer que certains participants manifestent de l'intérêt pour des bons du Trésor à un mois faisant l'objet d'adjudications périodiques. Il pourrait s'agir d'un outil supplémentaire utile mis à la disposition des gestionnaires du Trésor pour les aider à harmoniser davantage les soldes et à réduire les fluctuations de la taille d'adjudications consécutives. Cette fluctuation d'une adjudication à l'autre constitue un point sensible pour certains participants qui souhaitent une moindre grande volatilité entre les adjudications. D'après notre évaluation, les bons du Trésor à un mois pourraient remplacer périodiquement les émissions à plus longue échéance sans bouleverser le marché (un peu comme dans plusieurs États souverains participants). L'un des avantages secondaires pour le gouvernement dans un contexte normal de courbe de rendement orientée positivement résiderait dans une légère réduction du coût des fonds. Par contre, aucun consensus ne s'est dégagé entre les participants aux entrevues au sujet de la nécessité, ou de toute autre fin, d'une tranche de bons à 12 mois. De toute évidence, il faudrait tenir d'autres consultations en plus des entrevues actuelles afin de trouver le jumelage optimal de tranches de bons du Trésor, tant du point de vue du gouvernement que des participants du marché. Les changements importants devraient être annoncés bien à l'avance, car la transparence constitue un élément très important.

8.2.2. **Bons de gestion de la trésorerie**

Bien que certaines pressions soient exercées en vue de la modification de ce programme, les gestionnaires de la trésorerie déclarent correctement que le programme est efficace, c'est-à-dire que les offres sont acceptées par le marché, tout en accordant la latitude essentielle à la gestion de la trésorerie du receveur général. Même si l'on doit encourager le recours à des émissions fongibles dans la mesure du possible, nous

appuyons l'utilisation soutenue des instruments non fongibles pour les faire correspondre aux flux de trésorerie prévus.

Pour ce qui est de la question des limites de soumission 0/100 %, nous constatons que les participants sont partagés quant à leur satisfaction au sujet de cette entente. Par conséquent, si le processus est efficace pour les gestionnaires de la trésorerie, et nous croyons comprendre qu'il l'est, nous ne recommandons aucun changement.

Comme il a déjà été mentionné, nous recommandons de tenir compte de la différence entre les taux des bons de gestion de la trésorerie et ceux des bons du Trésor à échéance résiduelle équivalente sur le marché, tout comme aux États-Unis. Bien entendu, l'information recueillie ne donne pas une vue d'ensemble des coûts relatifs, car les bons de gestion de la trésorerie produisent des coûts d'emprunt plus faibles en raison de leur encours plus bref. Cependant, l'information recueillie peut fournir une certaine perspective à savoir si le marché comptabilise une prime pour les bons de gestion de la trésorerie et si une tendance peut être dégagée par rapport aux dates et à la taille.

Les participants aux entrevues ont commenté les sujets généraux suivants :

- envisager la possibilité d'accroître le nombre d'émissions et d'allonger les échéances. À notre avis, cette proposition ne correspond toutefois pas à l'objectif de base du programme des bons de gestion de la trésorerie;
- plusieurs participants ont souligné de façon quelque peu différente l'importance de la fongibilité. Cependant, nous reconnaissons encore une fois que cette question nécessiterait un compromis avec la latitude requise par les gestionnaires de la trésorerie afin de gérer efficacement les soldes du receveur général et leur coût de portage;
- une plus grande transparence dans le processus d'appel d'offres et d'émission. Les participants préféreraient un préavis plus long entre l'annonce de l'émission de bons de gestion de la trésorerie et leur adjudication. Cependant, un tel compromis limiterait la latitude dont a besoin le receveur général, car souvent les gestionnaires de la trésorerie ne connaissent pas la taille exacte de l'émission ou ne savent pas si une émission de bons de gestion de la trésorerie sera nécessaire à la toute veille d'une date possible ou même quelques heures avant la diffusion de l'appel d'offres.

8.2.3. Rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie

Le Programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie a permis d'aplanir les soldes de trésorerie avant les échéances prévues. Les participants souhaitent une plus grande transparence dans ce dossier. Ils aimeraient mieux comprendre les motifs de la tarification de la Banque du Canada et du ministère des Finances, de même que les émissions et les tailles ciblées.

Un programme de rachat de bons devrait également être envisagé afin de faciliter la gestion de la trésorerie. Cette idée comporte une certaine valeur dans la mesure où l'offre d'obligations dans le cadre du Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie est en baisse, et il serait raisonnable de fournir aux gestionnaires de la trésorerie tous les outils possibles pour leur permettre de gérer efficacement les exigences en matière d'encaisse et d'échéance. Comme il est mentionné à la section 6.5, l'idée d'un programme de rachat de bons est intéressante à titre de solution de rechange pour gérer à l'avance d'importantes exigences futures en matière de trésorerie.

8.2.4. Adjudication inversée du receveur général

La question que nous avons posée dans le cadre des entrevues au sujet de la possibilité de tenir des adjudications inversées du receveur général a fait l'objet de certains commentaires favorables de la part des participants du marché, tout particulièrement les institutions qui détiennent des espèces en réserve. Cette adjudication aurait lieu simultanément avec la séance de l'après-midi les jours où le receveur général se retrouve dans une situation déficitaire imprévue. Les participants du marché offriraient leurs soldes au receveur général en réponse à un appel d'offres inversé. À notre avis, il s'agirait d'un outil utile qui permettrait au receveur général de réduire sensiblement son objectif de soldes minimaux.

De façon générale, les participants du marché estiment que ce type d'adjudication pourrait être efficace. Les commentaires reçus à ce sujet peuvent se résumer ainsi :

- bien qu'un interviewé ait indiqué sa réticence ou son incapacité de transiger à la fin de l'après-midi, d'autres ne se sont pas opposés à l'heure proposée dans la question de l'entrevue, c'est-à-dire 16 h 15;
- il pourrait s'agir d'un outil supplémentaire très utile pour aider les participants du marché à neutraliser leurs soldes à la fin de la journée;
- la taille qui pourrait être assumée par le marché est évaluée par certains participants du marché entre 0,5 milliard de dollars et 1 milliard;
- cette proposition pourrait avoir des conséquences imprévues sur les taux imposés par l'État, car les banques ne voudront pas prendre le risque de prêter de façon excessive et de manquer d'espèces à la fermeture;
- un participant a mentionné que cette solution ne serait acceptable que si ces actifs obtiennent la cote de pondération zéro en fonction des risques pour les fins de la BRI;
- la recherche de participants au delà de ceux qui prennent actuellement part aux adjudications du receveur général pourrait être avantageuse. Au moins deux investisseurs importants que nous avons interviewés ont manifesté un certain intérêt pour fournir des sommes « à la fin » de la journée, mais seulement s'il leur est possible de négocier directement avec le receveur général. Ces deux investisseurs terminent habituellement leur journée avec passablement d'espèces, mises à part des surprises négatives.

Il faudrait recueillir d'autres points de vue auprès de tous les participants éventuels pour déterminer si ce type d'adjudication pourrait être efficace. Nous croyons que le receveur général pourrait être forcé de prendre le risque d'emprunter en dernier ressort auprès de la Banque du Canada si aucun soumissionnaire ne réagit.

8.3. *Adjudications de dépôts à terme du receveur général et gestion de la trésorerie*

8.3.1. Tensions exercées sur les garanties

La question qui justifie un niveau élevé d'analyse d'après les constatations issues des entrevues et de l'étude des données disponibles a trait aux tensions croissantes qui s'exercent sur la disponibilité des garanties, qui pourraient avoir un effet vraisemblablement défavorable sur les rendements obtenus par le receveur général à l'égard de ses dépôts à terme. Il convient de remarquer à partir de certaines entrevues

auprès de représentants d'États souverains que ces tensions ne sont pas propres aux marchés canadiens.

Il semble exister une certaine contradiction au sujet de l'ampleur des tensions prétendues par les participants du marché, car les statistiques de Dexia indiquent des sources très minimales de garanties, à l'exception des titres du gouvernement du Canada. Cependant, certains motifs soulevés par les participants sont dignes d'examen. Comme il a été mentionné, la plupart des participants estiment qu'une garantie générale n'est constituée que de titres de créance de l'État. Certains excluent même les titres des sociétés d'État (à l'exception des obligations hypothécaires du Canada) de leur définition de la garantie générale en raison de la marge requise plus élevée dans les règles sur les garanties du receveur général. Les participants ont certes fait connaître leur insatisfaction quant aux règles de marge applicables aux adjudications du receveur général. Cependant, l'explication la plus sensée réside dans le fait que l'utilisation de la garantie d'autres parties aux fins du receveur général entrerait en conflit avec l'objectif de recourir au capital obligatoire dans les rapports commerciaux directs avec les clients.

Nous croyons que cette préoccupation vivement exprimée par les participants du marché doit être prise en compte dans les mesures qui seront adoptées à l'avenir au titre de la gestion des soldes du receveur général.

Il existe plusieurs façons de réduire la tension sur les garanties. Il faudra procéder à une étude plus poussée au-delà de la portée de la présente évaluation pour déterminer l'importance relative de chaque élément. Les possibilités relevées sont résumées ci-après :

La première méthode consisterait à revoir la taille des séries non garanties qui sont accordées aux participants, et qui n'ont pas suivi le rythme de la croissance appréciable de la capitalisation de ces institutions depuis 2002. Une solution qui pourrait remplacer une hausse généralisée de ce type consisterait à relever les plafonds uniquement lorsque le total des soldes du receveur général à la séance du matin dépasse certains seuils (disons 10 ou 20 milliards de dollars, ou les deux). Cet assouplissement pourrait, sans modification importante du profil de risque de crédit, signifier quelques points de base supplémentaires au chapitre du rendement des dépôts à terme du receveur général.

Deuxièmement, nous recommanderions l'allongement de la liste des garanties admissibles pour y inclure une gamme de catégories de titres présentant des cotes de crédit excellentes.

La liste des sources supplémentaires éventuelles de garanties comprend les éléments suivants :

- Des titres adossés à des actifs (on dit qu'il existe pour au-delà de 80 milliards de dollars de garanties très bien cotées de ce type au Canada)
- Des obligations émises par des entités étrangères en dollars canadiens (obligations « Maple »)
- Des obligations hypothécaires du Canada ou des titres adossés à des hypothèques en vertu de la LNH d'une valeur inférieure à la taille minimale de 75 millions de dollars
- Des titres provinciaux à plus longue échéance (> 10 ans)
- Un certain système de nantissement de titres en dollars américains, que ce soit au Canada ou, si l'opération est effectuée aux États-Unis, nanti envers la FED, qui passerait ensuite une garantie au receveur général par l'entremise de la Banque du Canada

- Les banques dépositaires doivent accepter des espèces (comme c'est le cas aux États-Unis) plutôt que de se limiter aux garanties. Cette solution pourrait réduire les tensions exercées sur les participants victimes de défaillances techniques à la fin de la journée parce qu'ils n'ont pas reçu les titres qu'ils prévoyaient de prêter au système. Cette idée justifierait une discussion plus poussée de sa faisabilité avec les intéressés.

En outre, les limites internes au sujet des expositions à des industries et secteurs particuliers pourraient être libéralisées sans diminuer la qualité globale d'un ensemble de garanties. De même, plusieurs participants aux entrevues ont indiqué que les exigences de marge ou « quotités » appliquées à certains titres étaient trop élevées ou non conformes à la convention du marché (voir la section 6.2.6 et l'annexe 1). À notre avis, il serait avantageux d'examiner cette question de plus près, car une telle démarche pourrait réduire les tensions sur les garanties et entraîner de meilleurs rendements pour le receveur général à l'égard de ses dépôts. À tout le moins, nous recommandons la prise de mesures pour examiner et, idéalement, éliminer les incohérences entre ces exigences de marge, dans la mesure du possible. En outre, l'élimination de la distinction entre les émissions directes du gouvernement du Canada et les titres de ses garanties serait utile dans le cas présent.

Une approche différente pour réduire quelque peu les tensions sur les garanties consisterait à adopter une certaine autre forme d'investissement des soldes du receveur général, option qui est examinée de façon détaillée ci-après, à la section 8.3.4.

Une dernière solution consisterait à trouver une certaine méthode pour abaisser les soldes, particulièrement au cours des mois qui exigent l'accumulation de soldes élevés (mars à coup sûr, mai et novembre dans une certaine mesure) ou pour supprimer ces soldes d'une certaine façon (voir la section 8.1 ci-dessus). Comme le mentionne Daryl Merrett, dans « Primer on the Federal Government's Daily Cash Balances », les mois de mai et de novembre pourraient devenir plus importants si les taux d'intérêt à long terme augmentent et les titres à long terme du Canada doivent être émis et assortis de coupons de plus grande valeur.

Nous recommandons l'application d'une certaine combinaison des mesures énoncées ci-devant.

8.3.2. Garde de garantie : suggestions en vue d'améliorer le cadre et les calendriers

Même si les participants du marché ont déclaré qu'en général les services offerts par Dexia sont adéquats, ils ont tous exprimé le point de vue que le système de Dexia doit être rendu conforme aux conventions du marché et aux systèmes utilisés sur les marchés des opérations de pension au plan de l'acceptation des garanties de titres, assorties de coupons pouvant être utilisés au milieu d'une période de souscription. Nous recommandons l'analyse du coût d'un changement apporté au système de RBC Dexia qui a été mis au point pour le compte du receveur général afin de déterminer la pertinence du changement.

D'autres suggestions d'ordre mineur ont été formulées pour améliorer le service Dexia du point de vue des contreparties du receveur général. À ce titre, mentionnons le déplacement des temps limites pour la livraison/la réception des garanties selon la norme du marché (16 h) et le relèvement du seuil des appels de marge. Nous recommandons un examen périodique des ententes de garde dans le cadre de l'appel d'offres périodique relatif à ce service, non à titre de critique adressée à RBC Dexia, mais plutôt de bonne pratique pour veiller à ce que le receveur général obtienne le résultat maximal.

En outre, certains participants du marché ayant pris part aux entrevues ont proposé une saine pratique pour que les services de garde fassent l'objet d'un appel d'offres aux deux ou trois ans.

8.3.3. Garantie pour la séance de l'après-midi

Parallèlement à l'idée d'instaurer une séance de dépôts à terme garantie au cours de l'après-midi, plusieurs contraintes ont été soulignées au cours de l'analyse préliminaire. Selon les participants, une telle séance entraînerait un certain risque opérationnel qui n'est pas justifié à cette période précise de la journée, au moment où le risque de défaillances techniques est le plus élevé. Ces contraintes doivent être examinées de près avant de poursuivre la démarche dans cette voie.

Une solution de rechange a été proposée pour permettre l'application de garantie à la séance de l'après-midi : il s'agit du concept de la garantie préalable à l'affichage. Compte tenu de la préoccupation au sujet des tensions exercées sur la disponibilité des garanties pour la séance du matin, il est fort vraisemblable que les participants résisteraient à un système exigeant une garantie excédentaire. Par ailleurs, toute décision portant sur une garantie pour la séance de l'après-midi pourrait prévoir le recours à des formes de garanties supplémentaires précises, uniquement pour une éventuelle séance de l'après-midi garantie.

Nous recommandons de reporter l'examen d'une séance de l'après-midi garantie au moins jusqu'à ce que des mesures aient été prises pour régler les problèmes de fonctionnement et de garantie susmentionnés.

8.3.4. Solutions de rechange pour le placement des soldes du receveur général

Les discussions que nous avons tenues et l'analyse que nous avons effectuée ont débouché sur plusieurs idées au sujet de façons différentes d'investir les soldes excédentaires. Notons tout d'abord la notion de la facilitation de l'accès sans garantie, ensuite la possibilité d'élargir la gamme des placements éventuels en acceptant des effets de grande qualité d'autres émetteurs de qualité, sur la scène nationale ou étrangère. En outre, certaines institutions seraient disposées à offrir des mécanismes de placement adaptés qui offrent liquidité et meilleurs rendements que les fonds à un jour. On a même suggéré au receveur général d'impartir l'investissement d'une partie de ses soldes excédentaires à un gestionnaire de l'extérieur, ou de gérer un portefeuille du marché monétaire à l'interne. Toutes ces idées comportent des compromis au sujet de la gamme de risques et de rendements et comprendraient la pondération des avantages éventuels par rapport à l'augmentation marginale du risque.

La solution de rechange de base, et évidente, à laquelle on pourrait s'attendre, consiste à appliquer le montant des dépôts à terme non garantis permis aux participants actuels du marché. La première exigence aux fins de l'évaluation du compromis entre le risque et le rendement consisterait à déterminer l'écart de rendement disponible. À cet égard, il serait utile d'analyser la différence de rendement entre les soldes non garantis et les soldes garantis à la séance du matin. Comme nous l'avons mentionné, des discussions informelles nous porteraient à croire que selon la situation actuelle du marché, les participants à la séance du matin structurent leurs soumissions en supposant qu'une partie des soldes non garantis devrait rapporter environ sept ou huit points de base de plus que le volet des soldes garantis, quoique leurs modèles de capital commanderaient généralement un écart plus prononcé. Il est sous-entendu que ces participants estiment que l'écart devrait être encore plus prononcé si la situation du marché le permettait. Une autre façon de s'en convaincre consisterait à examiner les écarts historiques réels entre, par exemple, les acceptations bancaires et les bons du Trésor afin de mieux comprendre ce que le marché accepte comme écart normal pour ces crédits relatifs. Au cours de la dernière année, l'écart entre les acceptations bancaires et les bons du Trésor à un mois a atteint en moyenne 39 points de base, tandis qu'au cours des quatre derniers mois, il s'est situé à environ 23 points de base. Puisque la courbe de rendement est

passablement plate à l'heure actuelle, cette échéance est vraisemblablement révélatrice. Nous croyons que cette question mérite un examen plus poussé pour bien comprendre les coûts d'opportunité qui seraient saisis pour accroître les revenus de l'État. Il conviendrait également d'évaluer le deuxième élément, c'est-à-dire la quantification du risque très limité rattaché aux investissements de très courte durée, habituellement un jour à une semaine, avec des contreparties dont l'État connaît, de façon générale, très bien la situation financière.

Il a également été proposé d'autoriser l'achat de formes différentes de titres non garantis (papier bancaire ou effets de commerce de grande qualité) et d'ajouter des crédits de grande qualité à la liste des participants. Au moins un client à cote AAA actif sur le marché canadien souhaite vraiment être autorisé à soumissionner des fonds du receveur général. Les taux à 30 jours affichés par l'emprunteur au cours de la dernière année se sont établis en moyenne à environ trois points de base en deçà du CDOR (taux offert en dollars canadiens) à un mois, l'indice de référence reconnu pour les acceptations bancaires. Il en découlerait qu'une amélioration de la qualité du crédit dans ce cas se traduirait également par un rendement supérieur. Il semblerait souhaitable de rechercher ce type d'emprunteurs et d'accorder des limites d'adjudications non garanties au moins équivalentes à celles des autres participants privilégiés s'ils recherchaient une participation directe aux adjudications. L'ajout de participants comporterait un obstacle mineur, à savoir la nécessité de recourir au SCERA, dont les fonctions sont exclusives aux adjudications du receveur général.

8.3.5. Autre approche d'investissement des soldes du receveur général

Une autre approche en matière d'adjudication des soldes, qui a été proposée par au moins un participant du marché en plus des autres investisseurs, consisterait à impartir l'investissement d'une partie de la trésorerie du receveur général à un gestionnaire des placements ou à un autre intermédiaire financier. Les fonds seraient gérés selon un cadre stratégique qui offrirait une protection supplémentaire de grande qualité sous forme de diversification, de rendement conforme aux échéances à l'extérieur de la courbe de rendement, et d'encaissement à des conditions raisonnables.

Bien qu'il soit impossible de prévoir si un arrangement peut être structuré pour satisfaire aux besoins (au plan de la taille, des dates et heures, et des caractéristiques de l'appel d'offres) du receveur général sans effectuer des travaux de recherche considérables au sujet des capacités des gestionnaires éventuels, le marché compte un bon nombre de gestionnaires très compétents. Dans le tableau ci-après, les résultats de plus d'une quarantaine de gestionnaires, mesurés selon le SEI, révèlent que dans une situation de marché à plus long terme, le placement de certains fonds dans ce type de programme pourrait produire un avantage appréciable au plan du rendement. Le tableau qui suit indique également ce que l'on serait en droit de s'attendre, c'est-à-dire que l'avantage maximal proviendrait d'une courbe de rendement à inclinaison positive, tandis que la différence est peu marquée dans une courbe de rendement plate. Cet avantage ressort sur une période d'un an, qui comprend et domine l'avantage plus discret des dernières années qui est caractérisé par une courbe plutôt plate. Au cours des cinq dernières années, un fonds du premier quartile aurait pu produire un avantage moyen brut de 25 points par année. Et c'est pendant ces périodes à inclinaison positive que le coût de portage du receveur général est le plus élevé.

	Périodes terminées le			
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans
Rendements séance du matin RG	2,87 %	2,53 %	2,60 %	2,76 %
Rend. médian - fonds du marché monétaire SEI	2,91 %	2,62 %	2,74 %	2,96 %
Quartile 1 SEI	2,97 %	2,66 %	2,82 %	3,02 %
Valeur ajoutée médiane SEI	0,04 %	0,09 %	0,14 %	0,20 %
Valeur ajoutée T1 SEI	0,10 %	0,13 %	0,22 %	0,26 %

Bien que l'univers des fonds pris en compte dans le tableau ci-dessus englobe des titres de qualité pouvant atteindre la qualité de crédit minimale R-1 (faible) les fonds offerts sur le marché se limitent à des titres de qualité supérieure. Par exemple, en plus d'offrir des fonds de qualité mentionnés au tableau ci-dessus, un gestionnaire du premier quartile propose des fonds de remplacement limités à des investissements de qualité supérieure. Le premier investissement est effectué dans des titres à court terme du gouvernement du Canada ou dans ceux garantis par le gouvernement (« titres du Canada »); le deuxième vise des instruments portant la cote minimale R-1 (moyen) (« banques »); à son tour, le troisième investissement est fait dans des instruments portant la cote minimale R-1 (faible) (« titres de qualité »). Nous avons examiné les résultats diffusés pour les fonds. Encore une fois, l'avantage maximal provient de périodes de courbe de rendement à inclinaison positive, mais chaque groupe montre que des actifs gérés de façon professionnelle donnent de meilleurs résultats qu'une référence reconnue (l'indice Scotia Capital des bons du Trésor à 30 jours). On pourrait s'attendre que la référence montre un avantage sur les investissements entièrement garantis à un jour. Il convient de noter qu'il existe sur le marché des gestionnaires de fonds et des fonds qui offrent la possibilité d'accroître le rendement du receveur général pour une gamme de profils de qualité de crédit élevée.

En vertu d'une autre solution de rechange, une institution cotée AAA offre un mécanisme sur le marché à un taux garanti équivalant aux acceptations bancaires à 30 jours. Une certaine discussion directe plus approfondie serait requise pour déterminer la taille de l'offre ainsi visée.

Enfin, une autre approche utilisée par un État souverain étranger (voir la section 7.3 ci-dessus) consiste à investir dans les titres de créance d'autres États souverains, à l'aide d'un contrat de change garanti pour obtenir une exposition en monnaie nationale. Il est probable que le recours à cette méthode pour une partie des soldes du receveur général réduirait quelque peu les tensions exercées sur les garanties nationales. Il s'agit d'une approche qu'il vaut la peine d'appliquer.

Bien que la suggestion d'envisager la possibilité de mettre sur pied une fonction de gestion de fonds, que ce soit à l'intérieur de la Banque ou dans le cadre d'une certaine forme d'autorité financière, semble une possibilité complexe, il convient de noter que cette capacité existe déjà à l'intérieur d'autorités financières d'au moins deux provinces.

Ces solutions visant à remplacer le processus d'adjudication établi peuvent ne pas être jugées nécessaires ou pratiques au cours des mois où les soldes prévus sont faibles. Cependant, nous croyons qu'une approche gérée mérite d'être envisagée pour le noyau des fonds du receveur général pendant les mois au cours desquels les soldes moyens prévus sont élevés. Cette possibilité nécessiterait une modification mineure de la

politique sur la minimisation des soldes pour les quelques jours au cours des mois où les soldes chutent temporairement. Au cours de ces journées, les emprunts de bons de gestion de la trésorerie pourraient servir à éviter de dégrupper des investissements dont l'objectif à long terme consiste à réduire le coût de portage au cours du mois. Il serait nécessaire d'adopter cette approche pour mesurer la capacité d'appel qui fonctionnerait pour le receveur général et les gestionnaires de fonds. Bon nombre d'entre eux offrent la possibilité de remboursement le même jour, dans la mesure où les gestionnaires n'en prennent pas l'habitude, si l'opération est effectuée au début de la journée et que le montant n'est pas trop élevé pour l'ampleur de leur fonds. Cet aspect devrait être débattu en profondeur et négocié avec les gestionnaires.

Nous recommandons un examen plus poussé de ces solutions de rechange.

8.3.6. Facteurs relatifs au risque et au rendement

Bien que ces autres formes d'investissement s'éloigneraient du processus d'adjudication distinctif du Canada, c'est-à-dire au plan du traitement des soldes excédentaires, elles ne seraient pas incompatibles avec les pratiques de plusieurs autres États souverains qui ont pris part aux entrevues (voir la section 7.3 et l'annexe 2). Le passage à un processus différent de ce genre exigerait une étude supplémentaire au-delà de la portée de ce projet particulier, mais il offrirait la possibilité de meilleurs rendements sur une partie des soldes du receveur général tout en réduisant quelque peu la tension susmentionnée qui s'exerce sur les garanties à l'intérieur des marchés financiers. En effet, on pourrait envisager un noyau de soldes du receveur général, remboursables sur demande, mais investis dans des actifs comportant une caractéristique d'échéance en vertu de laquelle les rendements correspondent davantage à ceux qui s'apparentent à l'échéance du financement, ce qui aurait pour effet d'éliminer la majorité du coût de portage de cette partie de l'actif. Au risque de se répéter, bon nombre de gestionnaires de fonds du marché monétaire offrent la possibilité d'encaissement le même jour, à condition que cela ne devienne pas une habitude, si l'opération est effectuée suffisamment tôt au cours de la journée et que le montant n'est pas trop élevé pour la taille de leur fonds. Cet aspect nécessiterait passablement de discussion et de négociation avec les gestionnaires.

L'évaluation de ces investissements de remplacement dépend de la méthode d'évaluation du compromis entre le risque et le rendement. Au chapitre du risque de crédit, une méthode consisterait à utiliser un modèle de capital pour évaluer le capital supplémentaire, ou le montant notionnel à risque, requis pour acquérir l'actif qui produirait un rendement supérieur. La réglementation oblige les banques et d'autres institutions financières réglementées à mettre en réserve des capitaux lorsqu'elles investissent dans des actifs qui ne sont pas « dénués de risque ». Bon nombre d'institutions disposent de leurs propres modèles de capital internes qui permettent d'évaluer le capital requis de façon plus détaillée qu'à l'intérieur d'une structure réglementaire. Ces modèles sont structurés à l'aide de données statistiques sur les pertes subies à l'issue de défaillances. Les données peuvent provenir des résultats internes des institutions, de même que des statistiques diffusées par les diverses agences de notation au sujet des pertes liées à diverses catégories de cotes de crédit et de types d'actifs. Pour ce capital obligatoire, une institution applique un taux de rendement souhaité afin de déterminer l'écart requis au-delà du taux dénué de risque disponible.

Dans le cas des soldes du receveur général, il serait possible d'établir une démarche, si elle n'existe pas déjà, à suivre pour déterminer les écarts requis. (Une base est actuellement sous-entendue par les quotités requises aux fins de l'affichage de la garantie, quoique nos répondants aient déclaré que les montants sont trop élevés

comparativement à d'autres normes. Voir l'annexe 1.) Une telle solution permettrait d'établir un cadre d'évaluation du bien-fondé relatif d'un programme conçu pour obtenir des rendements plus élevés en contrepartie d'un risque supplémentaire assumé. Certains travaux de recherche supplémentaires devraient être effectués pour établir les écarts de rendement prévus de certains programmes d'investissement, car ils ne se limitent pas au simple achat d'actifs assortis d'une cote de crédit différente. Par exemple, un fonds d'investissement diversifié comportera des perspectives de risque moindre qu'un investissement simple étayé de la même exigence de cote de crédit.

Un autre facteur portant sur le choix d'un processus comportant un risque mesuré, comparativement à un programme qui tente d'éliminer le risque, quelle que soit la fraction du rendement qui doit être compromise, consiste à comprendre que les observateurs de l'extérieur pourraient assumer des pertes éventuelles futures. Dans son programme, le receveur général a récemment appliqué des mesures afin d'adopter une approche de risque minimal. Presque toutes les solutions de rechange envisagées dans le présent document pourraient renverser cette orientation si l'évaluation du risque et du rendement l'exigeait.

8.4. Pratiques des États souverains étrangers

En examinant quatre pays principaux, nous avons constaté que le Canada est probablement celui qui est le plus avancé au plan de l'adjudication de dépôts aux participants du marché. Néanmoins, comme nous l'avons déjà mentionné, des questions relatives au processus d'adjudication méritent d'être examinées aux fins d'amélioration. Tout particulièrement, l'examen de certaines solutions d'investissement internes utilisées par des États souverains étrangers pourrait fournir des lignes directrices valables que le receveur général pourrait appliquer à cette activité.

Quelques-unes des constatations les plus utiles provenant des autres États souverains visent particulièrement les approches en matière d'évaluation du rendement, en vertu desquelles on s'entend sur le fait qu'il n'existe pas une mesure unique pour déterminer le rendement d'un programme complexe de gestion de la trésorerie de l'État. Ces approches englobent des idées allant d'un ensemble d'indicateurs simultanés utilisés dans une démarche de type GAP, à un modèle de référence qui tente de mesurer le rendement comme s'il s'agissait de l'évaluation d'un gestionnaire du secteur privé. Nous recommandons une analyse plus poussée de ces approches.

En outre, l'utilisation efficace des émissions de bons à un mois par la plupart des États souverains nous porte à recommander un examen plus détaillé des suggestions formulées antérieurement au sujet de cette option.

8.5. Résumé

Le processus d'entrevue portant sur les adjudications de dépôts à terme s'adressait à des négociants principaux, à des participants au STPGV, à d'autres émetteurs et investisseurs des marchés financiers, à des gestionnaires des titres de créance et de la trésorerie d'États souverains étrangers, à des représentants du ministère des Finances, de la Banque du Canada et de TPSGC, de même qu'au dépositaire, RBC Dexia. La conclusion de base que l'on peut tirer de ces entrevues, à partir des documents de travail fournis par le personnel de la Banque du Canada et du ministère des Finances et discutés avec eux, et de l'expérience acquise par l'équipe du projet, veut que le système d'adjudication des dépôts fonctionne bien pour le receveur général.

Par conséquent, nous en venons à la conclusion globale que le Programme de gestion de la trésorerie du receveur général atteint son objectif principal, c'est-à-dire veiller à ce que l'État ait toujours suffisamment d'encaisse à sa disposition pour satisfaire à ses obligations tout en ne

maintenant pas de soldes excessivement élevés et improductifs pour réduire le coût net des fonds. Néanmoins, certaines questions touchant les processus d'adjudication doivent être prises en compte aux fins de l'amélioration possible devant permettre d'atteindre un résultat global.

Les gestionnaires de la trésorerie chargés des opérations courantes dans le cadre du Programme de gestion de la trésorerie du receveur général sont confrontés à un environnement difficile en ce qui touche les prévisions, mais ils ne cessent d'améliorer leur processus d'estimation. Le problème de prévisions est particulièrement évident au mois de mars, lorsque d'importants flux et des modèles de décaissement irrégulier sont difficiles à intégrer à une position de trésorerie quotidienne prévue.

Nous estimons que le cadre d'exécution du Programme de gestion de la trésorerie du receveur général est efficace. Un détail qui mérite notre attention a trait au fait que certains participants du marché croient qu'ils reçoivent des signaux mitigés de temps à autre en raison du double rôle de la Banque du Canada, qui agit à titre de mandataire financier dans le cadre de ses fonctions de gestionnaire du programme du receveur général, et d'institution chargée d'appliquer la politique monétaire. De toute évidence, la distinction entre ces deux fonctions est bien appliquée lorsque les activités de gestion de la trésorerie sont indépendantes au point d'exiger à l'occasion une certaine compensation au chapitre de la gestion du taux cible à un jour. Ce manque de compréhension de la part de certains gestionnaires pourrait probablement être corrigé par une meilleure communication aux participants du marché au sujet de la distinction entre le rôle du gestionnaire de la trésorerie et celui du gestionnaire chargé des activités relatives à la politique monétaire.

Les mesures adoptées à la suite de vastes consultations du marché pour accroître progressivement la participation et promouvoir un processus de souscription plus dynamique dans le cadre des adjudications de dépôts à terme du receveur général ont été généralement bien accueillies par les participants et ont fait la preuve de leur efficacité. On note toutefois une exception, soit les commentaires formulés au sujet de la limitation des garanties et de la taille restreinte des lignes de crédit non garanties. En outre, du point de vue du gouvernement, les changements se rapportant au processus de garantie ont entraîné une certaine augmentation du coût de portage en vue de réduire le risque. Ce coût supplémentaire pourrait être supérieur à celui prévu initialement ou même à celui qui pourrait être raisonnablement justifié en raison de l'effet ultérieur des taux obtenus sur une partie des dépôts du receveur général qui doivent être garantis, de même que les tensions de prix supplémentaires sur la garantie générale qui ont été amplifiées dans une certaine mesure par cette exigence. L'examen des tensions relatives à la garantie est justifié quoiqu'une étude supplémentaire pourrait être requise à l'égard des solutions de rechange visant à élargir la garantie admissible, de même que les mécanismes et processus de placement de rechange qui ont été présentés dans le document.

Nous tenons à souligner la coopération et la contribution des représentants de divers organismes des marchés financiers ayant pris part aux entrevues, dont bon nombre ont dépassé leur cadre pour nous offrir leur collaboration en tenant compte de leurs horaires des plus farfelus. De même, les représentants de divers États souverains étrangers ont fait preuve de générosité en fournissant de leur temps et de l'information. Mais surtout, nous soulignons les efforts déployés par les représentants de la Banque du Canada et du ministère des Finances, qui nous ont fourni une mine de renseignements, qui ont effectué des travaux supplémentaires pour produire des données d'analyse, et qui nous ont fait profiter d'une rétroaction positive.



Annexes

Annexe 1 – Comparaison des exigences de marge sur garantie

Comparaison de certaines exigences de marge²⁵			
Type de garantie	RG	STPGV	ACCOVAM
Titres émis par le gouvernement du Canada	1,0 % (0 - 1 an) 1,0 % (1 – 3 ans) 1,5 % (3 – 5 ans) 2,0 % (5-10,5 ans) 2,5 % (> 10,5 ans)	1,0 % (0 - 1 an) 1,0 % (1 – 3 ans) 1,5 % (3 – 5 ans) 2,0 % (5-10 ans) 2,5 % (> 10 ans)	1,0 % (0 - 1 an) 1,0 % (1 – 3 ans) 2,0 % (3 – 7 ans) 4,0 % (7-11 ans) 4,0 % (> 11 ans)
Titres garantis par le gouvernement du Canada, y compris les obligations hypothécaires du Canada	1,5 % (0 - 1 an) 2,0 % (1 – 3 ans) 2,5 % (3 – 5 ans) 3,0 % (5-10,5 ans) 3,5 % (> 10,5 ans)	1,5 % (0 - 1 an) 2,0 % (1 – 3 ans) 2,5 % (3 – 5 ans) 3,0 % (5-10 ans) 3,5 % (> 10 ans)	Même que les obligations émises par le gouvernement du Canada ci-dessus
Titres émis par une administration provinciale	Plus de 10,5 ans : non admissibles	Plus de 10 ans : 4,5 %	Plus de 7 ans : 5 %
Titres de mandataires d'une province ou garantis par une province	Plus de 10 ans : non admissibles	Plus de 10 ans : 5,5 %	Plus de 7 ans : 5 %
Obligations « Maple »	Non admissibles	Non admissibles	Même que les obligations du gouvernement du Canada, dans la mesure où l'émetteur a la cote AAA
Acceptations bancaires, billets de dépôt au porteur à terme, effets de commerce et papier à court terme des municipalités (cote A-1 (élevée) ou R-1 (moyenne))	Jusqu'à un an : 7,5 %	Jusqu'à un an : 7,5 %	Acceptations bancaires et obligations non garanties émises par des banques à charte canadiennes : 2 % (0-1 an) Plus de 1 an : assimilables à des obligations de société
Obligations municipales AAA	Assimilables à AA	4,0 (0 - 1 an) 4,0 % (1 – 3 ans) 5,0 % (3 – 5 ans) 5,5 % (5-10 ans) 6,0 % (> 10 ans)	3,0 % (0 - 1 an) 5,0 % (1 – 3 ans) 5,0 % (3 – 5 ans) 5,0 % (5-10 ans) 5,0 % (> 10 ans)

²⁵ Sources : RG : *Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général*, septembre 2002; STPGV : Banque du Canada – *Conditions relatives à la liste élargie des garanties acceptées par la Banque du Canada prenant effet le 1^{er} novembre 2001*; ACCOVAM : *Règlement 100*.

Comparaison de certaines exigences de marge²⁵			
Type de garantie	RG	STPGV	ACCOVAM
Obligations municipales AA	7,5 % (0 - 1 an) 7,5 % (1 – 3 ans) 8,5 % (3 – 5 ans) 9,0 % (5- 10,5 ans) > 10,5 ans non admissibles	7,5 % (0 - 1 an) 7,5 % (1 – 3 ans) 8,5 % (3 – 5 ans) 9,0 % (5 - 10 ans) 10,0 % (> 10 ans)	Assimilables à AAA
Obligations municipales A	12,0 % (0 - 1 an) 12,0 % (1 – 3 ans) 13,0 % (3 – 5 ans) 13,5 % (5 - 0,5 an) > 10,5 ans non admissibles	12,0 % (0 - 1 an) 12,0 % (1 – 3 ans) 13,0 % (3 – 5 ans) 13,5 % (5 - 10 ans) 15,0 % (> 10 ans)	Assimilables à AAA
Obligations de société	Assimilables aux obligations municipales	Assimilables aux obligations municipales	3,0 % (0 - 1 an) 6,0 % (1 – 3 ans) 7,0 % (3 – 5 ans) 10,0 % (5-10 ans) 10,0 % (> 10 ans)
Note : Dans tous les cas, les exigences de marge pour des échéances de moins d'un an sont rajustées selon l'échéance et divisées par 365.			

Annexe 2 – Faits et constatations – Comparaisons entre pays

Australie

- L'Australie a mis sur pied l'Australian Office of Financial Management (AOFM), un ministère du Trésor chargé de gérer la dette, de même que la trésorerie.
- La banque centrale, la Reserve Bank of Australia (RBA) est chargée de prendre des décisions relativement à la politique monétaire et à mettre en œuvre cette politique.
- Contexte de réduction de la dette en Australie; l'émission de bons du Trésor a pour seul but d'appuyer les marchés à terme et de fournir des références (3 ans et 10 ans) pour la courbe de rendement.
- Pour ce qui est de la gestion de la trésorerie, le principal objectif du AOFM au titre de la gestion du Official Public Account (OPA) est le même que celui du receveur général au Canada, c'est-à-dire s'assurer que le gouvernement est en mesure de satisfaire aux obligations financières qui lui échoient²⁶.
- Ces dernières années, l'AOFM est également confronté à des défis de volatilité de ses encaissements et paiements quotidiens.
- L'AOFM peut recourir à des banques privées pour effectuer des opérations intra-journalières, mais tous les soldes des banques privées sont retournés au compte de l'AOFM à la RBA à la fin de la journée.
- L'excédent des soldes de trésorerie est investi dans la RBA au taux d'un jour pour les dépôts quotidiens ou dans des dépôts à plus long terme au taux applicable dénué de risque.

²⁶ <http://www.aofm.gov.au/content/publications/reports/AnnualReports/2004-2005/index.asp> (page 21 - Operations and performance).

- La RBA²⁷ investit les fonds (sous réserve des soldes nets des systèmes de paiement – voir ci-après) sur les marchés des opérations de pension, en prenant à titre de garantie des obligations du Commonwealth de l'Australie, des titres de créance des États australiens, des titres libellés en dollars australiens émis par certains États souverains et des institutions supranationales, de même que des effets bancaires et des certificats de dépôt de banques agréées en Australie.
- D'une manière semblable aux dépôts d'adjudication du receveur général, si les soldes de règlement de la bourse (équivalant aux soldes de règlement du STPGV au Canada) sont susceptibles de chuter en deçà du niveau cible, la RBA annoncera son intention (à 9 h 30) d'acheter des titres. Par contre, si les soldes de règlement de la bourse doivent augmenter, la RBA annoncera son intention de vendre des titres.
- Les taux de marge pour toutes les opérations de cession sont de l'ordre de 2 %.
- L'AOFM n'investit pas actuellement de soldes sur les marchés financiers; tous les soldes vont à la banque centrale.
- L'AOFM utilise l'excédent des soldes à des fins de financement à court terme; malgré sa capacité d'émettre des billets du Trésor à court terme (échéances de x jours à six mois), elle ne l'a pas fait depuis octobre 2003.
- Dans le cas de « surprises » d'envergure, l'AOFM peut liquider des dépôts à terme détenus à la RBA, aux taux du marché (les taux de swap indicels à un jour établissent la courbe des dépôts à terme).
- La volatilité des encaissements et des paiements quotidiens du gouvernement s'est accrue ces dernières années; le passage du sommet au creux en 2004-2005 s'est établi à environ 29 milliards de dollars australiens (comparativement à 21 milliards de dollars australiens en 2002-2003).

Nouvelles initiatives

- Un projet est en cours pour créer un fonds d'actifs appelé « fonds de l'avenir » qui sera géré par un organisme distinct du gouvernement et qui sera doté de son propre conseil d'administration.
- Le conseil d'administration retiendra les services de cabinets de professionnels de l'extérieur pour gérer les actifs du portefeuille d'investissement.
- Les sommes seront investies dans un fonds équilibré d'actifs, notamment des titres boursiers, des obligations, des biens.
- Ce fonds sera capitalisé par transfert de certains soldes d'encaisse très volumineux accumulés à la RBA, de même que par les cotisations à des caisses de retraite pour les citoyens australiens; le montant initial se situera aux environs de 18 milliards de dollars australiens.
- Il s'agira évidemment d'un profond changement par rapport à l'endroit où se situe ce fonds dans l'échelle du risque et du rendement.

Mesures du rendement

- En 2004-2005, l'AOFM a instauré le concept d'une moyenne mobile à 91 jours pour le montant de clôture de son OPA, qui représente l'équivalent du compte du Trésor à la Banque du Canada; il s'agit du compte bancaire principal que détient la RBA pour la gestion de la trésorerie du gouvernement australien; la cible de l'OPA a été fixée dans une fourchette de 700 millions de dollars australiens à 1 100 millions de dollars, avec une cible de 900 millions et une limite ministérielle de 1 500 millions de dollars australiens.
- Le rendement est maintenant évalué par rapport à ces cibles et limites : en 2004-2005, les soldes de trésorerie moyens sont demeurés à l'intérieur des

²⁷ <http://www.rba.gov.au/DomesticMarketOperations/>

- fourchettes de fonctionnement et elles ont chuté de 204 millions de dollars australiens au cours de l'année pour se fixer à environ 805 millions au 30 juin 2005.
- L'AOFM suit la contribution de chaque élément principal de son portefeuille au changement global du coût total du service de la dette. Les dépôts à terme constituent un élément important réputé contribuer à réduire les coûts du service de la dette; les changements réels sont comparés aux estimations des changements qui se seraient produits dans un portefeuille de référence établi.
 - Le rendement de l'AOFM est évalué par rapport aux limites et la cible; l'OPA est demeuré à l'intérieur des limites en 2004-2005 et a atteint en moyenne 805 millions de dollars australiens.
 - Un mécanisme de prêt de titres a été instauré par l'AOFM en 2004; il repose sur des ententes d'opérations de cession entre la RBA et les participants du marché; la RBA exploite le mécanisme pour le compte de l'AOFM; ce mécanisme n'est pas utilisé fréquemment, car il est conçu comme prêteur de dernier recours; la tarification est établie de manière à ce que les participants du marché soient incités à tenter d'abord d'emprunter des titres à d'autres sources du marché.
 - Le risque du crédit sur ce marché et sur le marché des swaps est atténué par des ententes de garantie avec des contreparties de swap et d'opérations de cession.
 - Les types de garanties acceptés sont les titres de créance du gouvernement de l'Australie, des titres de créance des États australiens, des titres de créance libellés en dollars australiens et émis par certains États souverains et institutions supranationales (tous cotés AAA), des billets bancaires et des certificats de dépôt cotés au moins P-1 (à court terme) ou A-3 (à long terme) – tous hébergés dans le système Austraclear.
 - Le taux de marge appliqué à toutes les opérations de cession est uniforme et il est fixé à 2 %.

Nouvelle-Zélande

- Le New Zealand Debt Management Office (NZDMO) a été créé en 1988.
- Le NZDMO relève du ministère des Finances et il est dirigé par le trésorier.
- La Reserve Bank of New Zealand fait fonction de mandataire du NZDMO aux fins de l'administration du processus d'adjudication.
- Selon son site Web²⁸ et les constatations que nous avons faites à la suite des entrevues, le NZDMO est chargé des activités suivantes :
 - ✓ élaborer et tenir à jour un cadre de gestion de portefeuille qui fait la promotion des objectifs de gestion de la dette du gouvernement;
 - ✓ financer les exigences d'emprunt brutes du gouvernement, gérer les actifs requis pour effectuer les paiements de capital et d'intérêt obligatoires, et régler et comptabiliser toutes les opérations de la dette;
 - ✓ gérer les six principaux types de risques (marché, crédit, liquidité, financement, opérationnel et concentration) d'une manière conforme à la stratégie financière du gouvernement et aux politiques internes du NZDMO;
 - ✓ décaisser des sommes pour les confier aux ministères et faciliter la gestion de la trésorerie ministérielle.
- Le NZDMO peut émettre des bons du Trésor à échéance pouvant atteindre un an. Il émet à chaque semaine des bons du Trésor d'une valeur de 200 millions de NZD qui se composent de bons à échéance à trois mois, à six mois et à un an. Les volumes d'émission et la composition des échéances peuvent varier. Ces derniers mois, l'émission de bons à un an a été suspendue, et une somme de 150 millions de NZD a été attribuée à des bons à trois mois, et un montant de 50 millions de NZD a été accordé pour des bons à six mois.

²⁸ <http://www.nzdmo.govt.nz/aboutnzdmo/#organisation>

- Les bons du Trésor ne dégagent pas de nouveaux fonds nets, mais ils sont encore émis pour aplanir les soldes de trésorerie et fournir une bonne source de garantie pour les banques.
- La Nouvelle-Zélande n'a pas besoin de programme d'obligations aux fins de financement à l'heure actuelle, compte tenu de la vigueur soutenue de sa situation financière. Le NZDMO a toutefois conservé un programme d'obligations pour assurer un approvisionnement soutenu, même modeste, de nouveaux titres sur le marché. L'excédent de trésorerie qui en a découlé est utilisé pour financer au préalable une partie des besoins en emprunts des prochaines années. D'autres mesures, notamment le financement de réserves de change à partir de titres nationaux qui sont échangés pour une exposition en devises, aident également à appuyer les volumes d'émissions intérieurs.
- Les bons du Trésor saisonniers sont émis sur une base spéciale et leurs échéances s'établissent habituellement d'une à quatre semaines, pour financer des déficits lorsqu'il s'agit d'une solution moins coûteuse que d'autres méthodes.
- Les principaux participants aux adjudications sont des soumissionnaires inscrits – ils ne disposent pas d'un réseau de négociants principaux; toutefois, six à huit participants principaux concluent périodiquement des marchés.
- Pour aplanir les soldes pendant toute l'année, le NZDMO échelonne des échéances de ses émissions d'obligations; ces dernières font l'objet d'adjudications une fois par mois pour l'échéance de deux ans et les échéances à plus long terme (9 à 12 ans).
- Le NZDMO ne rouvre habituellement pas une émission d'obligations lorsqu'il a atteint le volume de référence, bien que ce soit possible et de temps à autre souhaitable du point de vue de la gestion du portefeuille (p. ex. pour financer un prêt à un organisme du secteur public).
- Investissement de l'excédent des soldes de trésorerie : le solde de fin de la journée est transféré à la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), qui l'investit par la suite au moyen de transactions sur le marché libre.
- Avant la fin de la journée, le DMO peut investir son encaisse, ce qu'il fait à l'extérieur du marché intérieur des titres d'États souverains étrangers ou d'institutions supranationales, combiné à un swap de change pour neutraliser l'exposition de devise. Cette approche permet au NZDMO d'investir dans une gamme beaucoup plus vaste de crédits de qualité élevée que ne lui permet le marché intérieur. Elle évite également la désorganisation ou la perception de désorganisation des marchés intérieurs.
- Pour réduire le risque de crédit, les swaps de devise sont assujettis à des conventions-cadres de soutien du crédit.
- Des garanties sont fournies unilatéralement par leurs contreparties – ces dernières acceptent des espèces et des équivalents-espèces qui peuvent être hébergés dans certains pays étrangers (p. ex. la Fed à New York).
- Des pressions sont exercées sur les garanties intérieures à l'intérieur de leur marché. Le volume des titres d'État a été statique. Par ailleurs, les bilans des banques ont progressé, tout comme leur besoin de détenir des titres d'État pour garantir les mouvements des systèmes de paiements et de satisfaire les exigences au plan de la prudence.
- Pour ce qui est de la mesure du rendement, le NZDMO ne s'en remet pas à un seul indicateur, notamment le coût des fonds, mais il examine plutôt une série d'indicateurs, par exemple :
 - ✓ l'écart entre la courbe de l'État et celle des swaps;
 - ✓ l'écart entre la courbe de l'État et celle des effets bancaires.
- Le principal cadre de mesure du rendement réside dans la capacité de respecter les cibles de GAP - les prêts à des organismes publics (y compris à la banque centrale pour financer des réserves de change), les espèces et les placements représentent les actifs du NZDMO, et ses emprunts sont ses passifs : la correspondance actif-passif doit être établie à l'intérieur de certaines limites et cibles comme si elle était fixée par une banque.

Royaume-Uni

- Comme il est mentionné sur son site Web²⁹, le UK Debt Management Office (DMO) a été mis sur pied le 1^{er} avril 1998. Il a pour mandat d'appliquer la politique de gestion de la dette de l'État, c'est-à-dire minimiser les coûts de financement sur une longue période, compte tenu du risque, et de gérer les besoins de trésorerie globaux de l'Échiquier de la façon la plus rentable possible et ce, conformément aux objectifs des éléments de la politique monétaire et d'éléments stratégiques de plus grande portée. Avant 2000, la gestion de la trésorerie était prise en charge par la Banque d'Angleterre.
- Il existe une nette distinction entre le DMO et la Banque d'Angleterre. Le DMO est un organisme issu du pouvoir exécutif du HM Treasury chargé de fournir des conseils et de mettre en œuvre la stratégie de gestion de la dette et de gestion de la trésorerie de l'État; la Banque d'Angleterre est une entité indépendante dont relèvent la politique monétaire et sa mise en œuvre.
- L'objectif de gestion de la trésorerie du DMO a été redéfini en 2005 afin d'y introduire la notion de tolérance au risque. Au premier objectif, qui consiste à minimiser le coût de compensation des flux de trésorerie nets de l'État au fil du temps, s'ajoute maintenant la contrainte de fonctionnement à l'intérieur d'une tolérance au risque approuvée par les ministres.
- La tolérance au risque définie par le DMO³⁰ se compose d'une série de quatre limites de risque : risque de liquidité, risque de taux d'intérêt, risque de change et risque de crédit.
- Le DMO exécute des adjudications périodiques de bons du Trésor : des adjudications hebdomadaires pour les échéances de un et trois mois, et des adjudications mensuelles pour les échéances de six mois; le DMO pourrait en théorie émettre des bons du Trésor à un an, mais il ne l'a pas encore fait.
- Il convient de noter que la Banque d'Angleterre émet ses propres bons libellés en euros et qui ne constituent pas une obligation pour l'État. Si la Banque d'Angleterre lui en fait la demande, le DMO pourrait émettre d'autres bons du Trésor pour aider la Banque à gérer les marchés monétaires en livres sterling. Ces effets seraient identifiés séparément dans les annonces du DMO.
- Les bons du Trésor sont achetés principalement par des banques nationales et des banques étrangères actives au Royaume-Uni, à titre de garanties dans les transactions de la Banque d'Angleterre sur le marché libre, dans des SRTR et aux fins d'inclusion dans la principale catégorie négociée de valeurs du Trésor DBV aux fins des opérations de cession – selon la personne interviewée, la réserve de garanties admissibles a généralement été suffisamment grande au Royaume-Uni pour éviter des préoccupations persistantes au sujet des tensions exercées sur les garanties, comme ce fut le cas au Canada.
- Au DMO, les gestionnaires de la trésorerie sont très actifs et utilisent à grand renfort les prévisions des flux de trésorerie qui leur sont fournies par le Trésor; s'ils prévoient des excédents de trésorerie, ils peuvent prendre un certain nombre de mesures :
 - ✓ (avec un préavis de cinq jours) racheter les bons du Trésor qu'ils ont déjà émis, des valeurs du Trésor ou des coupons de valeurs du Trésor dont l'échéance résiduelle est inférieure à six mois;
 - ✓ (avec un préavis de cinq jours) réduire ou augmenter le montant des bons du Trésor émis sur le marché à la prochaine adjudication hebdomadaire ou mensuelle prévue;
 - ✓ investir dans des certificats de dépôt et dans des effets de commerce de certains émetteurs;

²⁹ <http://www.dmo.gov.uk/bginfo/f1dmo.htm>

³⁰ Pour plus de précisions, consulter le chapitre 5 du United Kingdom DMO Annual Review 2004-2005, diffusé en juillet 2005.

- ✓ investir ou emprunter sur une base garantie ou non garantie au moyen d'opérations bilatérales avec des contreparties du marché;
- ✓ investir dans des instruments d'emprunt ou du marché monétaire libellés en devises à échéance résiduelle inférieure à 12 mois qui sont entièrement convertis en livres sterling.
- Le DMO consent certains prêts non garantis, sous réserve d'échéances maximales et de lignes de crédit maximales.
- En vue d'atteindre ses objectifs de gestion de la trésorerie, le DMO est très actif au plan des opérations bilatérales sur le marché avec ses contreparties pour une gamme d'instruments, notamment des opérations de pension, des prises en pension et des prêts non garantis.
- Les limites des prêts non garantis sont fixées par rapport à la tolérance au risque de crédit de l'État et à l'exposition globale de la contrepartie; elles ne varient pas directement selon la taille globale de la position de trésorerie nette. Ainsi, le ratio des prêts garantis aux prêts non garantis peut fluctuer sensiblement au fil du temps.
- Cette activité se déroule dans un cadre de « tolérance au risque quantifiée », en vertu duquel des limites sont imposées au risque de taux d'intérêt et de liquidité, de même qu'au risque de crédit.
- Le DMO n'émet pas d'équivalent des bons de gestion de la trésorerie.

Mesure du rendement

- On tente de mesurer le rendement en examinant la valeur ajoutée par rapport au scénario implicite de gestion passive de la trésorerie (la référence véritable n'est pas publiée); la gestion active de la trésorerie repose sur les prévisions des flux quotidiens de dépenses et de revenus fournies par le Trésor, en plus de l'information portant sur les flux futurs connus de la trésorerie, pour aplanir le profil prévu des flux de trésorerie au fil du temps. Les flux à plus longue échéance sont contenus par des limites de risque de crédit et de risque de taux d'intérêt, tandis que les limites de liquidité régissent le montant des flux de trésorerie prévus qui doivent être placés ou relevés le jour même; il s'agit d'un système qui justifierait peut-être une étude plus détaillée.
- On met cette approche à l'essai depuis 2005, mais on devra évaluer l'impact des réformes du marché monétaire mises en œuvre cet été par la Banque d'Angleterre sur la liquidité du marché monétaire et la volatilité des taux d'intérêt à court terme.

États-Unis

- Le U.S. Department of Treasury est chargé de voir au financement des besoins en emprunts du gouvernement des États-Unis au coût le plus faible au fil du temps³¹.
- La Federal Reserve Bank of New York agit à titre de mandataire financier pour mettre en œuvre la politique monétaire et administrer le compte bancaire du gouvernement.
- Il existe quatre types d'émission d'effets à court terme, dont trois sont périodiques (4, 13 et 26 semaines). Le quatrième type comprend les bons de gestion de la trésorerie dont les échéances sont de un à 14 jours.
- On relance les émissions lorsque les échéances correspondent à l'encours d'une émission.
- Les bons de gestion de la trésorerie sont généralement émis avec un préavis de deux jours et comprennent souvent un cycle de règlement d'un jour.

³¹ GAO Report to the Secretary of the Treasury – Debt Management – Le Trésor a amélioré l'utilisation des bons de gestion de la trésorerie, mais devrait envisager des options qui pourraient lui permettre de réduire davantage les coûts – Mars 2006.

- Les volumes d'émissions des bons de gestion de la trésorerie ont chuté après que le U.S. Department of Treasury eut ajouté un bon du Trésor à quatre semaines à son calendrier d'adjudications régulier en 2001.
- Les principaux participants aux adjudications sont les négociants principaux, les banques, les sociétés d'assurance, les banques étrangères, les caisses de retraite et d'autres investisseurs institutionnels, quoique la majeure partie du volume (75 %) passe par les négociants principaux.
- Un participant ne peut soumissionner pour plus de 35 % du montant de l'adjudication.
- Pour réduire la volatilité des soldes de trésorerie, l'USDT insiste sur la qualité et l'exactitude des prévisions – il a été très utile de soumettre bon nombre de rentrées et de décaissements à des systèmes électroniques - exigences rigoureuses de préavis pour les organismes fédéraux effectuant d'importantes dépenses; l'écart-type de l'erreur de prévision au titre des soldes est passé de 1 milliard de dollars à 500 millions depuis 1997.
- Les surprises négatives mènent d'abord à l'utilisation de l'excédent des soldes, puis si ce dernier est insuffisant, à l'émission de bons de gestion de la trésorerie – en cas d'urgence, il est même possible d'émettre des bons de gestion de la trésorerie le même jour si l'annonce en est faite avant 14 h (il n'a pas encore été nécessaire de recourir à cette option, de sorte qu'elle n'a jamais vraiment été mise à l'essai dans un contexte opérationnel).
- L'USDT n'est pas autorisé à emprunter à la Fed – dans une situation d'urgence, on rappellerait une partie des soldes détenus par des banques en vertu du compte courant du Trésor.
- Même si le Canada était le seul gouvernement central du G7 à tenir des adjudications pour ses soldes auprès de participants du marché en 1999³², il a été rejoint au moins par le Trésor des États-Unis qui procède maintenant à l'adjudication de dépôts dans le cadre d'un processus concurrentiel d'adjudication en vertu de son programme d'option d'investissement lancé en 2002 principalement pour améliorer le rendement du programme du compte courant du Trésor, qui existe toujours, et en vertu duquel le Trésor obtient le taux des fonds de la Fed, moins 25 points de base, pour ses dépôts auprès de banques commerciales participantes³³.
- En vertu du programme d'option d'investissement à terme, l'adjudication est annoncée un jour à l'avance et les participants sont invités à soumissionner sur des échéances variant de deux jours à plusieurs semaines.
- Tous les dépôts relatifs à des options d'investissement à terme sont entièrement garantis (il s'agit d'une exigence de la loi).
- Il existe une longue liste de garanties acceptables³⁴, divisées en neuf catégories passant des émissions de titres du Trésor américain au haut de la liste jusqu'aux titres adossés à des actifs émis par le secteur privé.
- L'USDT a amorcé un programme pilote de mise en pension au cours des dernières semaines.
- Les tensions ne cessent de s'intensifier sur les garanties, comme l'a constaté l'USDT à l'égard des taux qu'il obtient pour ses titres – le principal facteur rattaché à ces tensions a trait à la demande liée à l'univers des dérivés.
- Mesure du rendement : il n'existe pas d'indicateur unique, mais plusieurs indicateurs qui possèdent tous leurs limites – les gestionnaires de l'USDT effectuent un suivi après quoi ils évaluent les éléments suivants :
 - La taille de l'adjudication, le ratio de couverture, les écarts

³² Banque du Canada : révisions proposées aux règles se rapportant aux adjudications de dépôts à terme du receveur général, document de travail, 18 juillet 2000, page 6.

³³ Gestion de la dette – Le Trésor a amélioré l'utilisation des bons de gestion de la trésorerie, mais devrait examiner les options susceptibles de lui permettre de réduire davantage les coûts – GAO, mars 2006.

³⁴ www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrctrl.htm

La différence entre les rendements des bons de gestion de la trésorerie et les rendements des équivalents en valeurs du Trésor (il est parfois difficile d'en trouver pour des échéances très courtes)

Le niveau des besoins de financement – stabilité des soldes

Liquidité – mesure de l'activité sur le marché secondaire

Pourcentage du total des soldes investis dans des options d'investissement à terme et dans des programmes d'opérations de pension

La rétroaction du marché

Addenda 1 - Bibliographie

	Titre/document	Date
Banque du Canada		
	Ministère des Finances, Banque du Canada, Placements Épargne Canada, Cadre de gouvernance de la gestion de la trésorerie	Octobre 2003
	Howard, Donna. <i>La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base</i> – Banque du Canada	1998, mise à jour 2005
	<i>Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général</i>	4 septembre 2002
	<i>A Primer on the Federal Government's Daily Cash Balances</i> - Daryl Merrett	Mars 2005
	<i>Using Cash Balances as Business Indicators for Treasury Management Operations</i> – Daryl Merrett	19 avril 2005
	<i>Mesures temporaires visant à renforcer la cible relative au taux du financement à un jour</i>	9 mars 2006
	Note de service du ministère des Finances du Canada intitulée <i>Rendement des soldes du receveur général en 2004-2005</i>	2004-2005
	Ministère des Finances du Canada. <i>Rapport sur la gestion de la dette</i>	2004-2005
	Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada. <i>Changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien</i>	Août 2005
	Ministère des Finances du Canada. <i>Stratégie de la gestion de la dette</i>	2006-2007
	<i>Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général</i>	Septembre 2002
	Banque du Canada – Conditions relatives à la liste élargie des garanties acceptées par la Banque du Canada	Novembre 2001
	Banque du Canada : révisions proposées aux règles se rapportant aux adjudications de dépôts à terme du receveur général, document de travail	18 juillet 2000
Autres		
	Groupe de travail de l'OCDE sur la gestion de la dette – Gestion de la trésorerie dans les pays de l'OCDE – document de travail	Octobre 2005
	United Kingdom DMO Annual Review 2004-2005	Juillet 2005
	GAO Report to the Secretary of the Treasury – Debt Management	Mars 2006

Addenda 2 - Liste des participants aux entrevues

À moins d'indication contraire, toutes les entrevues ont été effectuées en personne, au lieu de travail du participant. Quelques entrevues ont été menées par conférence téléphonique.

Pour protéger les renseignements personnels sur les participants au processus d'entrevue, nous n'avons pas inclus leurs noms dans le présent document.

NÉGOCIANTS ET PARTICIPANTS AU STPGV

RBC Dominion Valeurs mobilières
BMO – Nesbitt Burns
CIBC Wood Gundy
Merrill Lynch Canada
Banque Nationale du Canada
Banque de Nouvelle-Écosse

ÉMETTEURS

GE Capital

INVESTISSEURS

TD Asset Management
Manuvie

ÉTATS SOUVERAINS

Australian Office of Financial Management (*par conférence téléphonique*)
New Zealand Debt Management Office (*par conférence téléphonique*)
United Kingdom Debt Management Office (*par conférence téléphonique*)
United States Department of Treasury (*par conférence téléphonique*)

AUTRES

TPSGC
RBC Dexia

Addenda 3 - Guides d'entrevues

▪ Négociants principaux et participants au STPGV

Préambule – Portée et but de nos travaux – Anonymat des réponses individuelles

Dans le cadre de leur programme annuel d'évaluation de la trésorerie, le ministère des Finances du Canada et la Banque du Canada ont décidé d'évaluer le Programme de gestion de la trésorerie du receveur général au plan de l'efficacité, de la transparence, de la participation et de la concurrence, du risque et du rendement, et de l'impact sur les marchés. Les principaux objectifs de la gestion de la trésorerie consistent à assurer que le gouvernement dispose en tout temps de suffisamment d'espèces pour satisfaire à ses besoins de fonctionnement tout en maintenant des emprunts efficaces et à faible coût grâce aux programmes des bons du Trésor et des obligations de l'État, et de l'émission de bons de gestion de la trésorerie.

Au cours de l'entrevue, nous discuterons également d'initiatives récentes, notamment le Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie et du cadre de garanties pour les adjudications de dépôts.

Les réponses et les observations des participants seront analysées avant la présentation des résultats au ministère des Finances et à la Banque du Canada, et elles ne seront pas attribuées à des personnes ou à des entreprises.

Adjudications de dépôts à terme du receveur général

Le cadre de garanties de la séance du matin pour les soldes de trésorerie est en place depuis septembre 2002 et nous aimerions connaître votre point de vue sur son fonctionnement.

1. Avez-vous participé activement au volet garanti des adjudications?
2. Dans l'affirmative, quel est votre point de vue sur son fonctionnement?
3. Les ententes conclues avec le dépositaire (RT/RBC Dexia) ont-elles été efficaces?
4. On continue de s'interroger sur l'acceptation de titres qui prévoient le paiement d'un coupon avant l'échéance. Dans le cas d'opérations de nature semblable, acceptez-vous des titres prévoyant le paiement d'un coupon et, dans l'affirmative, de quelle façon ce paiement est-il traité?
5. Si le gouvernement a accès aux soldes de trésorerie pendant une période plus longue (p. ex. plusieurs semaines), croyez-vous que ces fonds devraient être investis de façon différente et, dans l'affirmative, comment devraient-ils l'être?
6. Désirez-vous formuler d'autres suggestions qui permettraient d'améliorer ce cadre?

Il y a également une séance en après-midi, qui demeure non garantie; nous aimerions recueillir vos observations à l'égard de certains éléments de cette séance.

1. Si le gouvernement devait envisager l'application du cadre de risque à une séance de l'après-midi garantie, quels points soulèveriez-vous et de quelle façon y répondriez-vous?

Pour ce qui est des heures limites touchant les flux du gouvernement, l'heure fixée pour la séance de l'après-midi est-elle convenable? Dans la négative, suggèreriez-vous une heure différente?

Bons de gestion de la trésorerie

1. Au cours des deux dernières années, le gouvernement a eu davantage recours aux bons de gestion de la trésorerie pour financer ses besoins à court terme. À votre avis, s'agit-il d'un outil d'investissement ou de gestion de la trésorerie attrayant?
2. Est-il encore possible d'accroître la fréquence et la taille des bons de gestion de la trésorerie?
3. Obligations de gestion de la trésorerie fongibles et non fongibles – quel est votre point de vue à ce sujet et quelles sont vos préférences?
4. Les règles de soumission ont été modifiées à l'égard des bons non fongibles pour donner la possibilité d'autoriser la soumission pour toute la gamme de valeurs, jusqu'au montant complet. Cette mesure a-t-elle été bien reçue par votre organisation? Veuillez expliquer.
5. Auparavant, un bon de gestion de la trésorerie pouvait être annoncé, faire l'objet d'une adjudication et être réglé le même jour. Croyez-vous qu'il est possible de rétablir cette pratique et dans l'affirmative, jusqu'à quelle heure l'appel d'offres, l'adjudication et la livraison pourraient-ils avoir lieu, et quelle pourrait être l'ampleur de ces bons de gestion de la trésorerie?
6. Avez-vous d'autres suggestions au sujet de l'utilisation des bons de gestion de la trésorerie?

Programme de rachat aux fins de gestion de la trésorerie

7. Le programme de rachat de bons aux fins de gestion de la trésorerie vise principalement à réduire la taille des échéances imminentes et partant, la nécessité de constituer des soldes de trésorerie. Certains éléments de ce programme pourraient-ils être plus efficaces?

Bons du Trésor

8. Le programme des bons du Trésor est utilisé pour gérer les soldes de trésorerie. Doit-on limiter la latitude accordée pour modifier le montant des bons émis ou le montant venant à échéance?
9. Avez-vous des suggestions concernant le programme des bons du Trésor?

Questions générales

10. À l'heure actuelle, le seul décaissement autorisé aux fins d'investissement de l'excédent des soldes de trésorerie du receveur général doit passer par le programme des adjudications de dépôts. Avez-vous des suggestions concernant d'autres façons d'investir l'excédent des soldes de trésorerie?
11. En revanche, si à la fin de la journée les soldes du gouvernement sont insuffisants, plutôt que de tenir l'adjudication de l'après-midi à 16 h 15, le gouvernement pourrait-il organiser une « adjudication inversée » pour emprunter des fonds sur le marché? Quelle serait la taille maximale d'un tel emprunt?
12. Avez-vous d'autres idées dans le but d'améliorer le cadre global de gestion de la trésorerie?

2 - Questions destinées aux emprunteurs/aux investisseurs

Adjudications de dépôts à terme du receveur général

1. Le cadre de garanties pour la séance du matin des soldes de trésorerie est en place depuis septembre 2002, et nous aimerions savoir si, à votre avis, il est efficace.
2. Connaissez-vous les adjudications du receveur général pour les soldes de trésorerie?
3. Avez-vous déjà envisagé de prendre part à ces adjudications?
4. Seriez-vous intéressé par l'accès au mécanisme garanti et non garanti?
5. Si vous n'êtes pas intéressé, pourriez-vous nous en indiquer les motifs?

Bons de gestion de la trésorerie

Au cours des deux dernières années, le gouvernement a eu davantage recours aux bons de gestion de la trésorerie pour financer ses besoins à court terme. Que pensez-vous de l'utilisation des bons de gestion de la trésorerie?

Est-il encore possible d'augmenter la fréquence et la taille des bons de gestion de la trésorerie?

Programme de rachat de bons aux fins de gestion de la trésorerie

6. Le programme de rachat de bons aux fins de gestion de la trésorerie vise principalement à réduire la taille des échéances imminentes et partant, la nécessité de constituer des soldes de trésorerie. Êtes-vous au courant de ce programme et y avez-vous eu recours?
7. Certains éléments de ce programme pourraient-ils être plus efficaces?

Bons du Trésor

8. Le programme des bons du Trésor est utilisé pour gérer les soldes de trésorerie. Doit-on limiter la latitude accordée au plan du changement du montant des bons émis ou du montant venant à échéance?
9. Avez-vous des suggestions concernant le programme des bons du Trésor?

Questions générales

10. À l'heure actuelle, le seul décaissement autorisé aux fins d'investissement de l'excédent des soldes de trésorerie du receveur général doit passer par le programme des adjudications de dépôts. Avez-vous des suggestions concernant d'autres façons d'investir l'excédent des soldes de trésorerie?
11. En revanche, si à la fin de la journée les soldes du gouvernement sont insuffisants, plutôt que de tenir l'adjudication de l'après-midi à 16 h 15, le gouvernement pourrait-il organiser une « adjudication inversée » pour emprunter des fonds sur le marché? Quelle serait la taille maximale d'un tel emprunt?
12. Avez-vous d'autres idées dans le but d'améliorer le cadre global de gestion de la trésorerie?

3 - Questions à l'intention des États souverains

1. Vos émissions d'effets à courte échéance – quels types? Quelles échéances?
2. Quels sont les principaux participants?
3. Liens avec votre SRTR (systèmes des paiements d'envergure)?
4. Comment traitez-vous les grandes « surprises » dans les soldes de trésorerie?
5. Investissez-vous la majorité de vos soldes excédentaires sur le marché? De quelle façon? Quels soldes conservez-vous habituellement à la banque centrale (ordre de grandeur)?
6. Êtes-vous actif sur les marchés secondaires; dans votre rôle de gestionnaire de la trésorerie?
7. Si vous faites directement affaire avec les participants du marché, comment procédez-vous? Par adjudication, intervention sur les marchés secondaires – veuillez préciser les marchés, par formule d'attribution, d'une autre manière?
8. Lorsque vous faites affaire avec les participants du marché, comment gérez-vous/atténuez-vous le risque de crédit? Disposez-vous de soldes de trésorerie non garantis?
9. Quel type de garantie acceptez-vous? Quels sont les taux de marge correspondants (« quotités »)? Ces taux sont-ils conformes aux exigences de votre SRTR?
10. Acceptez-vous les garanties dans d'autres devises?
11. Acceptez-vous comme garanties des titres émis par des émetteurs étrangers (en monnaie locale ou en devises)? Dans l'affirmative, ces garanties se limitent-elles à certains États souverains et de quelle façon traitez-vous les risques juridiques supplémentaires que cette situation peut engendrer?
12. Évaluation du rendement du programme – quel type d'indicateurs surveillez-vous?

4- Questions pour TPSGC

1. Nous croyons savoir que votre rôle par rapport aux soldes de trésorerie du receveur général consiste à émettre et à percevoir des paiements, et à négocier et administrer des ententes avec des institutions financières pour toutes les activités de perception et de paiement de fonds fédéraux.
2. Quels sont les processus et interactions que vous partagez avec la Banque du Canada?
3. Veuillez décrire la structure pyramidale de comptes que vous gérez (p. ex. comptes de passage, banques de centralisation).
4. Quel est votre rôle au chapitre des prévisions des flux de trésorerie?
5. Quels sont vos jalons de rendement?
6. Avez-vous des idées qui permettraient d'améliorer tout le processus?

5 - Questions pour RBC Dexia

1. Veuillez décrire les diverses étapes de la séance du matin.
2. Quelles sont les contraintes de type chronologique?
3. Pourrait-on envisager une séance d'après-midi le même jour? Jusqu'à quelle heure pourrait-on régler les opérations sur titres et quelles seraient les contraintes?
4. Parmi les types de garanties admissibles, quels sont les types préconisés par les participants?
5. Quel est le coût (et l'évolution) des divers types de garantie donnée en nantissement?
6. Quelle est l'échéance moyenne des engagements?
7. La demande de garantie permanente est-elle importante chez les participants? À votre avis, quel en serait le coût d'opportunité?
8. À l'heure actuelle, pour être admissible à des ententes de vente et de rachat du receveur général, un titre ne doit pas être rendu à échéance, il ne doit pas comporter de coupon ou être sur le point de subir une action d'une société pendant la durée de l'opération de pension

auprès du receveur général. Cette situation pourrait être envisagée par certains participants comme une importante contrainte exercée sur la réserve de titres admissibles. Comment percevriez-vous la levée partielle de cette restriction, en autorisant l'engagement de titres comportant un coupon qui pourraient être utilisés pendant la durée d'application de l'opération de pension auprès du receveur général? La démarche s'accompagnerait-elle de contraintes administratives et techniques? À votre avis, les ententes de pension standard comporteraient-elles des contraintes juridiques?

9. Avez-vous des idées qui permettraient d'améliorer tout le processus?

* * *