

Managing the federal government's cash balances: A technical note

Note technique : La gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral

- *One of the Bank of Canada's lesser-known functions is that of banker and financial adviser to the federal government. As the government's fiscal agent, one of the Bank's responsibilities is managing the government's Canadian dollar balances.*
- *The main priority in managing these balances is to ensure that the government has sufficient cash to meet its daily needs. This requires careful forecasting and monitoring of the daily flows, as well as an ongoing borrowing program to refinance maturing debt and to replenish the balances during periods when outflows, on average, exceed inflows.*
- *The cost of borrowing to finance the government's balances is considerably higher than the interest earned on any balances that are available "on demand." To reduce the net cost to the government of holding balances, amounts in excess of those required for daily needs are invested in "term" deposits that earn a higher rate of interest than that earned on the demand balances.*
- *The net cost of holding government balances has also been reduced through the use of cash management bills, which are flexible, short-term borrowing instruments that complement the regular weekly issues of 3-, 6- and 12-month treasury bills.*

- *La Banque du Canada est la trésorière et la conseillère financière du gouvernement fédéral, l'une de ses fonctions que le public connaît peu. À ce titre, elle est chargée, entre autres, de gérer la trésorerie en dollars canadiens du gouvernement canadien.*
- *Dans le cadre de ce rôle d'agent financier, la Banque se soucie surtout de procurer au gouvernement des liquidités suffisantes pour faire face à ses obligations quotidiennes. Pour ce faire, elle doit prévoir et surveiller soigneusement les entrées et sorties quotidiennes de fonds et gérer un programme permanent d'emprunts visant à refinancer la dette arrivant à échéance et à renflouer l'État dans les périodes où les sorties de fonds dépassent en moyenne les entrées.*
- *Le financement par emprunt des besoins de trésorerie de l'État est considérablement plus onéreux par rapport aux intérêts que celui-ci perçoit sur les dépôts à vue. Pour réduire le coût net que représente le maintien d'encaisses par le gouvernement, les montants excédentaires qui ne sont pas nécessaires pour les transactions quotidiennes sont placés dans des dépôts à terme rémunérés à des taux d'intérêt plus élevés que ceux qui s'appliquent aux dépôts à vue.*
- *Le coût net que comporte le maintien d'encaisses est aussi réduit par l'utilisation des bons de trésorerie, instruments d'emprunt souples à court terme qui complètent les émissions hebdomadaires ordinaires de bons du Trésor à trois, à six et à douze mois.*

This article was prepared in the Treasury Management Section of the Securities Department by Daryl Merrett, Serge Boisvert and Philippe Côté.

Le présent article a été rédigé au Service de gestion de la trésorerie du département des Valeurs par Daryl Merrett, Serge Boisvert et Philippe Côté.

Introduction

As fiscal agent for the federal government, the Bank of Canada carries out a number of important activities: advising the government on how best to meet its borrowing requirements; issuing new debt on behalf of the government; managing the outstanding federal debt by ensuring that interest is paid as required, that transfers and exchanges of Government of Canada securities are carried out as requested, and that matured debt (and other debt eligible for redemption) is redeemed upon presentation; managing the government's Canadian dollar balances; and managing the government's foreign currency assets in the Exchange Fund Account.

This article deals with the Bank's management of the government's Canadian dollar balances. It should be noted that this activity is very different from managing the settlement balances available to the Canadian financial system, which the Bank does in its role as the country's monetary authority.¹ The two activities are not independent, however, because the government's cash balances provide the mechanism by which the level of settlement balances is changed.

Forecasting and monitoring the government's cash flows and balances

Each day, the federal government's Canadian dollar balances are credited with incoming tax receipts and other revenues and debited for any cheques issued by government departments and agencies that clear through the financial system. These inflows and outflows vary considerably from day to day. Usually, the resulting *net* flows are positive during the first part of the month and negative during the second half of the month. The daily patterns for a typical month (February 1994) are shown in Chart 1.

In addition to the flows associated with the government's usual receipts and disbursements, government balances are also affected by: buying and selling foreign exchange reserves on behalf of the government, the patterns of redemptions and new issues of federal debt,² and Bank of Canada intervention in the money market. All these

¹ See K. Clinton, "Bank of Canada cash management: The main technique for implementing monetary policy," *Bank of Canada Review* (January 1991).

² Each week, 3-, 6- and 12-month treasury bills are auctioned and delivered, but 12-month bills mature only every second week. Marketable bonds are now issued about twice a month, but the maturity dates are less frequent and the maturing amounts are becoming larger as greater emphasis is put on expanding the outstanding stock of certain key (benchmark) issues. Meanwhile, Canada Savings Bonds are issued only once a year but can be redeemed at any time at the initiative of the bondholder.

Introduction

À titre d'agent financier du gouvernement fédéral, la Banque du Canada accomplit plusieurs tâches importantes. Elle recommande au gouvernement les meilleurs moyens d'obtenir du financement; elle s'occupe de l'émission des titres de dette; elle gère l'encours de cette dette en s'assurant que les intérêts sont versés aux bénéficiaires, en effectuant les transferts et échanges de titres et en remboursant les titres échus (et d'autres titres admissibles au rachat) sur présentation; elle gère la trésorerie en dollars canadiens du gouvernement et les avoirs en monnaies étrangères du compte du Fonds des changes.

Le présent article traite de la gestion par la Banque de la trésorerie en dollars canadiens du gouvernement. Il convient de signaler que cette tâche est très différente de celle que la Banque accomplit à titre d'autorité monétaire du pays, à savoir la gestion des encaisses de règlement mises à la disposition du système financier¹. Cependant, les deux tâches ne sont pas indépendantes l'une de l'autre, car la Banque utilise la trésorerie publique pour ajuster le niveau des encaisses de règlement.

La prévision et la surveillance des flux financiers et des comptes du gouvernement

Tous les jours, les comptes en dollars canadiens du gouvernement sont crédités des recettes fiscales et d'autres recettes et débités du montant des chèques émis par les ministères et agences du gouvernement qui passent par le système financier. Ces entrées et sorties de fonds varient considérablement d'un jour à l'autre. Les flux *nets* découlant de ces mouvements sont habituellement positifs durant la première quinzaine du mois et négatifs durant la seconde. Le Graphique 1 reproduit les profils quotidiens des flux financiers au cours d'un mois type (février 1994).

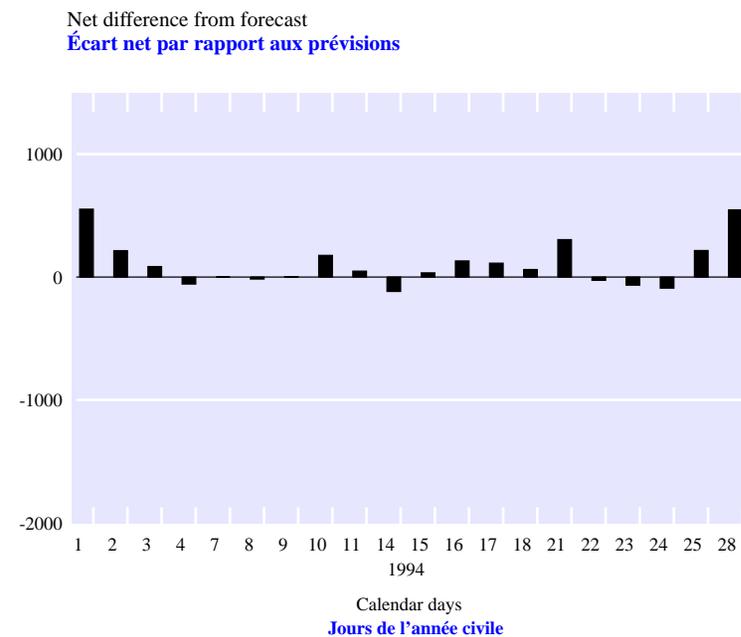
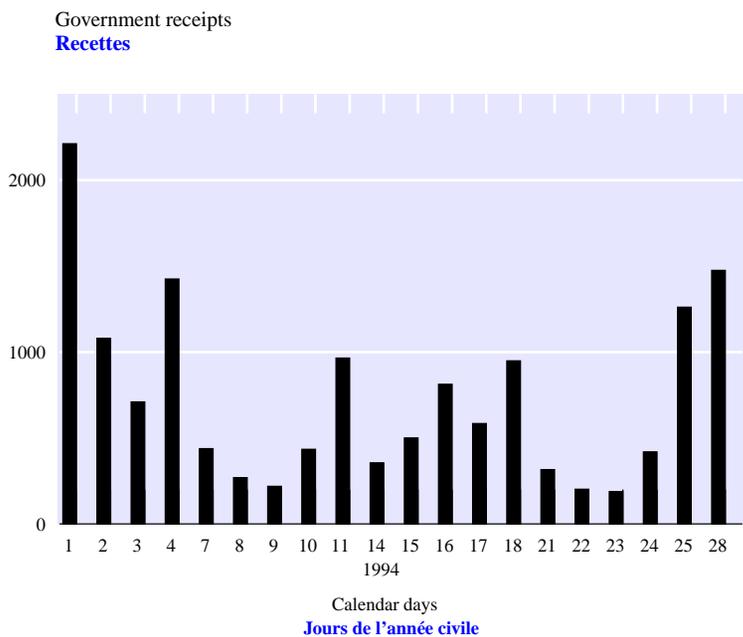
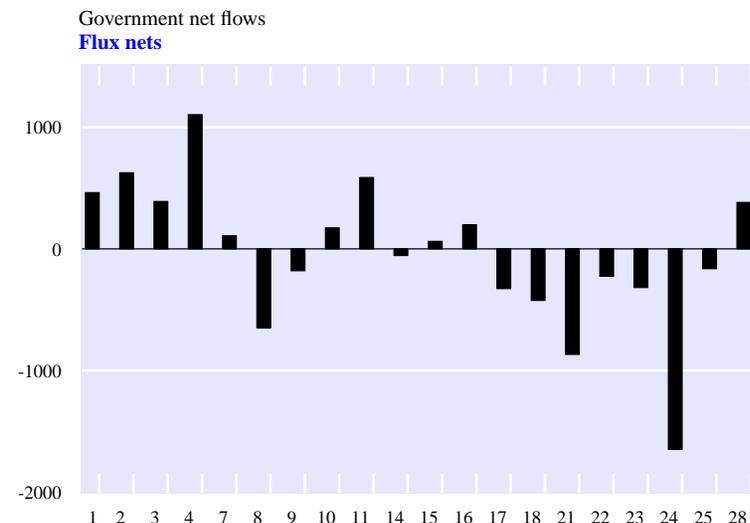
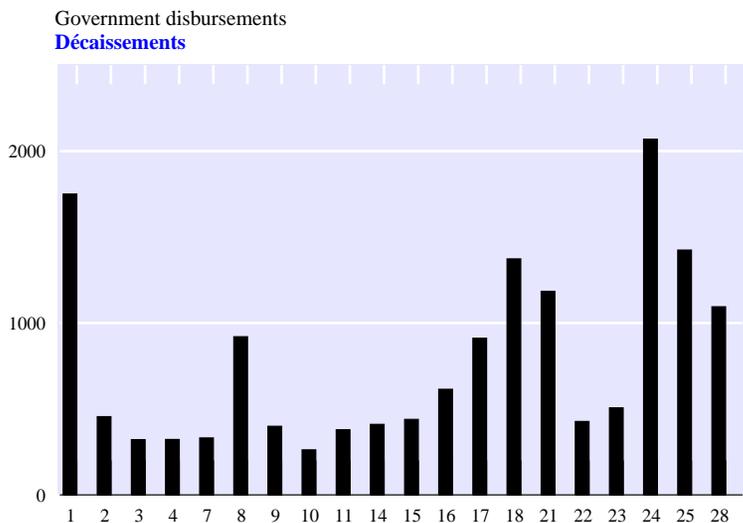
Outre les entrées et sorties de fonds liées aux recettes et aux décaissements habituels, la trésorerie du gouvernement est aussi influencée par les achats et les ventes de devises effectués pour le compte du gouvernement, par le profil des rachats et des émissions de nouveaux titres de dette² et par les interventions de la Banque du Canada sur le marché monétaire. La conjugaison de ces flux, certains prévisibles et d'autres imprévisibles, provoque des fluctuations importantes du niveau des liquidités quotidiennes totales (Graphique 2).

Les analystes du département des Valeurs de la Banque établissent des prévisions relatives aux entrées et aux sorties de fonds et aux encaisses quotidiennes du

¹ Voir K. Clinton, «La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire», livraison de janvier 1991 de la *Revue de la Banque du Canada*.

² Chaque semaine, des bons du Trésor à 3, à 6 et à 12 mois sont adjugés et livrés, mais les bons à 12 mois n'arrivent à échéance que toutes les deux semaines. Les obligations négociables sont émises maintenant à peu près deux fois par mois, mais leurs termes sont plus longs et les montants qui arrivent à échéance plus importants, étant donné qu'on s'attache davantage à augmenter l'encours de certaines émissions clés (émissions de référence). En revanche, les obligations d'épargne du Canada, qui ne sont émises qu'une fois par an, peuvent être encaissées n'importe quand à l'initiative du détenteur.

Millions of dollars **En millions de dollars**

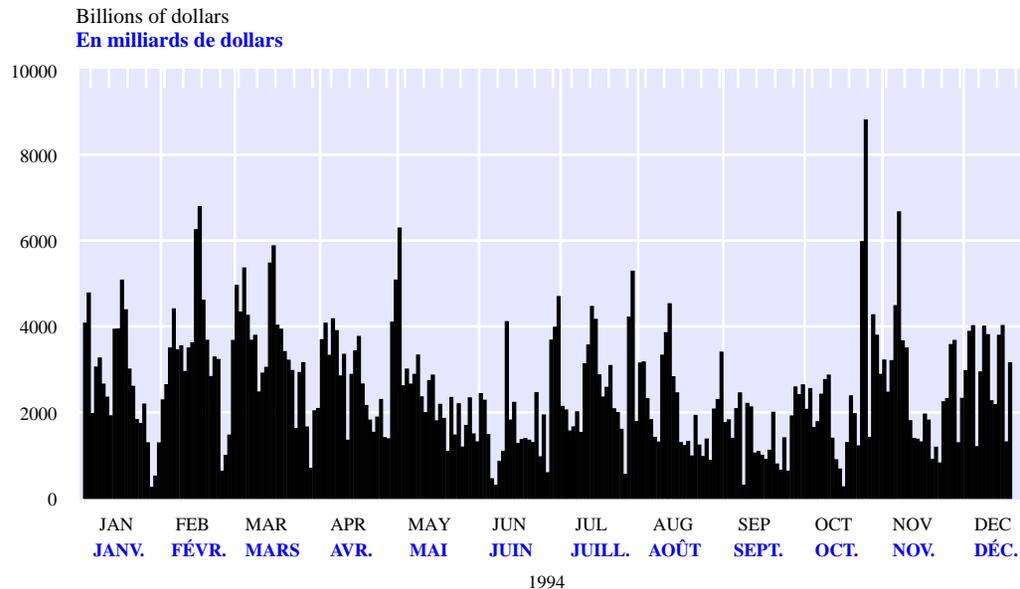


flows, some predictable, some not, combine to produce large fluctuations in the level of total daily cash balances (Chart 2).

The daily inflows, outflows and cash balances are forecast by analysts in the Bank's Securities Department. Information comes from various sources, beginning with the federal budget documents and the annual spending estimates, which provide projections of government revenues and detailed spending plans for all departments and programs. The revenue projections and most of the major categories of spending contained in these documents are based on the economic and financial outlooks of the Department of Finance incorporated into each federal budget. Analysts at the Bank and at Finance reassess the economic and

gouvernement. Les renseignements qu'ils utilisent proviennent de sources variées, en commençant par les documents relatifs au budget et aux dépenses estimatives annuelles de l'État, qui contiennent les projections concernant les recettes et les plans de dépenses détaillés pour tous les ministères et tous les programmes. Les projections relatives aux recettes et la plupart des grandes catégories de dépenses que renferment ces documents sont fondées sur les perspectives économiques et financières que le ministère des Finances incorpore à chaque budget fédéral. Les analystes de la Banque et du ministère des Finances réévaluent ces perspectives économiques et financières tout le long de l'année et corrigent les projections relatives aux recettes et aux dépenses annuelles en fonction des évolutions importantes. L'analyse des besoins de trésorerie du gouvernement est surtout axée sur les principaux postes de recettes et de

Chart 2 Total daily government balances
Graphique 2 Encaisses quotidiennes totales du gouvernement



financial outlooks throughout the year, and adjust the projections of annual revenues and spending to reflect relevant developments. When analysing the government's fiscal requirements, the focus is on the major components of budgetary revenues and expenditures and on any significant non-budgetary transactions that affect the government's cash balances.³

For cash-management purposes, the initial and updated projections of annual receipts and disbursements must be converted to forecasts of monthly and daily flows. This is done using established patterns from previous months and years for each of the main revenue and spending categories, fine-tuned with specific information that is relevant for the current fiscal year. For example, revenues from corporate taxes and the Goods and Services Tax (GST) are received on or around the last and first business days of each month, while personal tax remittances have four peaks each month (in February 1994 these peaks occurred on the 4th, 11th, 18th and 25th). Meanwhile, interest payments on outstanding Government of Canada bonds occur on the first (and to a lesser extent on the fifteenth) of most months, major transfers to provinces are paid on specific days every month (many in the third week), child benefits are paid in the third week, and Old Age Security and Canada Pension Plan cheques are cashed near the end of each month. Other flows such as unemployment insurance benefits and the salaries of federal public servants also have regular patterns, but these are weekly or biweekly rather than monthly. Finally, individual government departments are expected to inform the Bank as early as possible, preferably a week or more in advance, of all large expenditures (defined as payment items for \$10 million or more).

The actual flows are monitored each day as they clear through the financial system, and the differences from the forecast are noted. Forecast errors may arise from inaccurate monthly forecasts of any of the categories of revenue or spending, or from inaccurate assumptions regarding the timing of flows within the month. For example, the government does not receive all tax remittances on scheduled due dates, and government payments do not all clear against the government's account on expected dates, especially in the case of transfers to persons

dépenses budgétaires et sur toutes les opérations non budgétaires assez importantes pour influencer sur la trésorerie de l'État³.

Pour les besoins de la gestion de trésorerie, les projections initiales ou révisées concernant les recettes et les décaissements annuels doivent être converties en projections de flux mensuels et quotidiens. Cette opération s'effectue à l'aide des tendances observées au cours des mois et des années précédents pour chacune des grandes catégories de recettes et de dépenses, le tout ajusté pour tenir compte des renseignements précis se rapportant à l'exercice financier courant. Par exemple, les impôts payés par les sociétés et la taxe sur les produits et services (TPS) sont reçus aux alentours du dernier et du premier jour ouvrable de chaque mois, tandis que les remises fiscales par les particuliers culminent quatre fois par mois (en février 1994, c'était les 4, 11, 18 et 25). En revanche, les intérêts sur les obligations d'État sont versés la plupart du temps le 1^{er} (et dans une moindre mesure le 15) du mois; les transferts importants aux provinces sont effectués chaque mois à des dates précises (la troisième semaine dans un grand nombre de cas); les prestations pour enfants sont versées la troisième semaine; les chèques de la Sécurité de la vieillesse et du Régime de pensions du Canada sont encaissés vers la fin de chaque mois. Les autres sorties de fonds, par exemple les prestations d'assurance-chômage et les traitements des fonctionnaires fédéraux, sont effectuées selon une fréquence hebdomadaire ou bimensuelle, plutôt que mensuelle. Enfin, les différents ministères sont censés informer la Banque le plus tôt possible, de préférence une semaine ou plus à l'avance, lorsqu'ils engagent des dépenses importantes (c'est-à-dire des paiements individuels de 10 millions de dollars ou plus).

Les flux effectifs sont suivis quotidiennement au fur et à mesure qu'ils passent par le système de compensation, et les écarts par rapport aux prévisions sont pris en note. Les prévisions mensuelles imprécises concernant une catégorie quelconque de recette ou de dépense de même que les hypothèses inexactes au sujet du profil mensuel des flux peuvent donner lieu à des erreurs de prévision. Par exemple, le gouvernement ne reçoit pas toutes les remises fiscales aux dates fixées et, dans certains cas, ses comptes ne sont pas débités aux dates prévues pour les paiements, en particulier dans le cas des transferts aux particuliers faits par chèque plutôt que par virement bancaire. En février 1994, la plupart des erreurs de prévision quotidiennes ont été positives (Graphique 1, cartouche 4), c'est-à-dire que le niveau de la trésorerie du gouvernement était plus élevé que prévu, ce qui s'expliquait surtout par la vigueur inattendue des remises fiscales. Cette hausse non prévue des recettes a donné lieu à

³ Not all non-budgetary transactions represent actual cash flows. Some that do are loans, investments and advances, and transactions involving the Tax Collection Agreements and the Canada Pension Plan. Some transactions in certain other accounts (for example, the interest earned by the public servants' pension accounts) are book entries only with no associated cash flow.

³ Seules certaines transactions non budgétaires se traduisent par des flux effectifs de liquidités. C'est le cas notamment des prêts, placements et avances, ainsi que des transactions associées aux accords de perception fiscale et au Régime de pensions du Canada. Certaines opérations effectuées dans d'autres comptes (celles qui sont liées par exemple aux intérêts gagnés par les comptes de pension des fonctionnaires fédéraux) sont des écritures comptables n'entraînant ni entrées ni sorties de fonds.

made by cheque rather than by direct deposit. In February 1994, most of the daily forecast errors were positive (Chart 1, panel 4), that is, the government was gaining balances relative to the forecast. Most of the gains resulted from stronger-than-expected tax remittances. These unexpected revenue gains led to an upward revision in the estimate of federal revenues for that fiscal year (1993/94).

About four to six weeks after the end of each month, official but unaudited public accounts data are available from the government's monthly statements of financial transactions.⁴ However, these "actual" data sometimes differ significantly from the cumulative daily data monitored by the Bank, thereby limiting their usefulness for cash management purposes. There are many reasons why the two sets of data may differ. First, the Bank monitors actual cash flows, whereas the public accounts include a number of items that have no cash impact. Second, the public accounts typically report net flows (net personal income taxes, for example), as opposed to the gross cash flows (such as tax remittances, tax refunds and child benefits), which are more informative for cash managers. Third, the timing may differ: the Bank monitors the flows as they clear through the financial system, which may not be the same day (or month) that they are recorded by the government as having been paid or received. Finally, historical revisions to the official year-to-date public accounts data are conventionally counted as part of the current month's numbers rather than reported as revisions to earlier months.

Securing and holding an adequate level of balances

When the government is running a budget deficit, total monthly outflows tend to exceed total inflows, resulting in an ongoing depletion of balances. Thus, it is necessary for the government to replenish its balances regularly by issuing new treasury bills and bonds in amounts greater than any maturing securities. On a day-to-day basis, however, because of the volatility and uncertainty associated with any day's flows, ensuring that there are sufficient balances on *all* days will typically mean that balances on *most* days are much larger than necessary. Holding large balances can be costly, since the return earned on government balances is typically less than the cost of issuing debt to finance the balances. Since April 1986, the net cost of holding government balances has been reduced by investing some of the surplus balances (those in excess of projected daily requirements) in an

une révision à la hausse des recettes fédérales estimatives pour l'exercice financier 1993-1994.

Environ quatre à six semaines après la fin de chaque mois, les chiffres officiels mais non vérifiés des comptes publics sont publiés dans les relevés mensuels des opérations financières du gouvernement⁴. Cependant, ces chiffres «effectifs» diffèrent parfois de façon très marquée des données quotidiennes cumulatives observées par la Banque, ce qui restreint par le fait même leur utilité pour la gestion de la trésorerie. Les chiffres des Finances et ceux de la Banque peuvent différer pour un certain nombre de raisons. Premièrement, la Banque surveille les flux effectifs, tandis que les comptes publics renferment plusieurs éléments qui n'ont pas d'incidence sur la trésorerie. Deuxièmement, les comptes publics font généralement état de flux nets (par exemple l'impôt net sur le revenu des particuliers) par opposition aux flux bruts (tels que les remises fiscales, les remboursements d'impôt et les prestations pour enfants) qui sont plus instructifs pour les gestionnaires de la trésorerie. Troisièmement, les flux peuvent être observés ou enregistrés à des moments différents. En effet, la Banque surveille les flux au fur et à mesure qu'ils passent par la compensation, ce qui ne se produit pas forcément le jour même (ni le mois même) où ils sont comptabilisés par le gouvernement comme des recettes ou des décaissements. Enfin, les révisions historiques effectuées sur les données annuelles cumulatives officielles des comptes publics sont par convention ajoutées aux données du mois courant au lieu de servir à modifier celles des mois précédents.

La réalisation et le maintien d'un niveau d'encaisses adéquat

Lorsque le gouvernement enregistre un déficit budgétaire, les sorties mensuelles totales excèdent en général les entrées totales, ce qui entraîne un amincissement continu des liquidités. Par conséquent, la trésorerie du gouvernement doit être renflouée régulièrement par voie d'émissions de bons du Trésor et d'obligations pour des montants supérieurs aux montants des titres qui arrivent à échéance. En ce qui concerne les opérations au jour le jour, cependant, le moyen de garantir qu'il y aura des encaisses suffisantes *tous* les jours est de maintenir, *la plupart du temps*, des encaisses plus élevées que nécessaire, en raison de la volatilité et de l'incertitude associées aux flux financiers quotidiens. Le maintien d'un volume élevé de liquidités peut être onéreux puisque les intérêts que le gouvernement reçoit sur ses encaisses sont généralement inférieurs au coût de l'émission de titres de dette servant à financer les besoins de trésorerie. Depuis avril 1986, le gouvernement a réduit le coût net du maintien d'encaisses en plaçant une partie des fonds excédentaires (par rapport aux besoins quotidiens prévus) dans un instrument ayant un rendement plus élevé. Plus exactement, une partie de ces fonds est placée, presque tous les jours, dans des dépôts à terme pour des échéances d'un à plusieurs jours.

⁴ *The Fiscal Monitor* (Ottawa: Department of Finance, monthly).

⁴ *La Revue financière*, publication mensuelle du ministère des Finances à Ottawa.

instrument that earns a higher return. Specifically, some of the balances on most days are assigned to “term” deposits for periods of one to several days.

Chart 3 shows the allocation of government balances between demand and term deposits over the past 10 years. Both types of balances are currently held at the directly clearing members of the Canadian Payments Association.⁵ Some demand balances are also kept at the Bank of Canada for monetary policy purposes. The decision-making process for allocating the government’s balances between term and demand deposits is discussed in the next section; the remainder of this section describes the two types of deposits.⁶

The demand deposits are the “operating balances” against which the government’s expected and unexpected inflows and outflows are credited and debited each day. At one time, these balances were shared among the directly clearing financial institutions according to their

⁵ The directly clearing members of the Canadian Payments Association are the financial institutions that hold settlement balances at the Bank of Canada. Currently, this group includes eight banks and four non-bank financial institutions. (See listing on page S129.)

⁶ For more information on the demand and term deposits, see S. O’Connor, D. Watt and C. Banham, “Receiver General deposit auctions: A technical note,” *Bank of Canada Review* (August 1991).

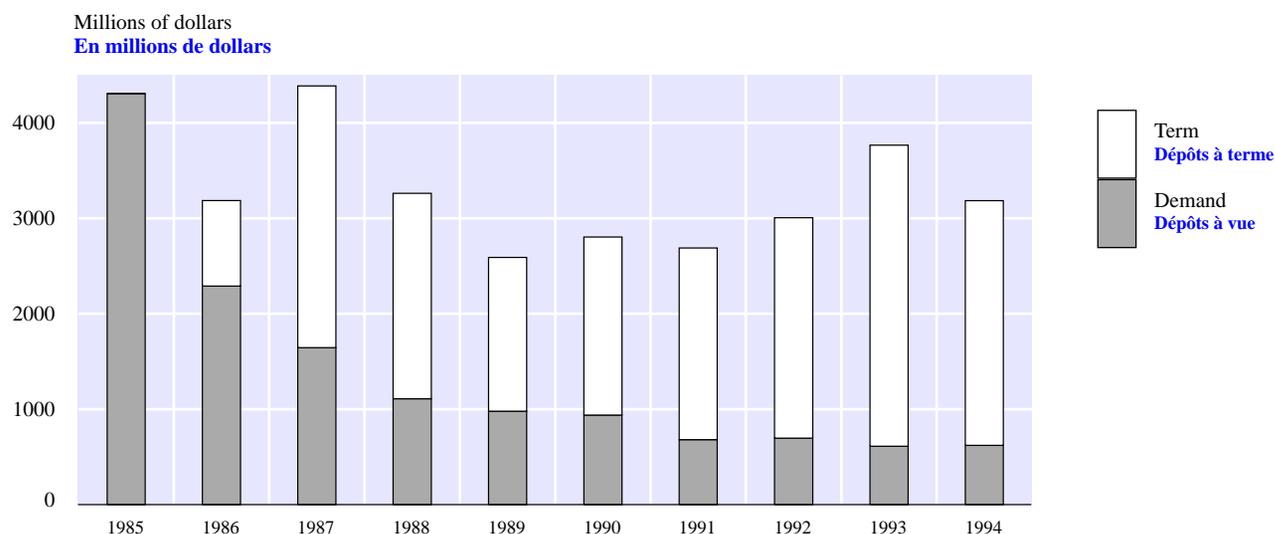
Le Graphique 3 illustre la répartition des fonds du gouvernement, au cours des dix dernières années, entre les dépôts à vue et les dépôts à terme. Les deux types de dépôts sont actuellement tenus chez les adhérents de l’Association canadienne des paiements, qui participent au système de compensation⁵. Une partie des liquidités est tenue dans des comptes à vue à la Banque du Canada aux fins de la politique monétaire. Le processus relatif à la répartition des fonds du gouvernement entre les dépôts à terme et les dépôts à vue est analysé à la section suivante; le reste de la présente section traite des deux types de dépôts⁶.

Les dépôts à vue sont des «soldes d’exploitation» que viennent augmenter ou diminuer tous les jours les flux attendus ou inattendus de recettes ou de décaissements du gouvernement. Ces montants étaient, à un moment donné, répartis entre les adhérents de l’Association canadienne des paiements selon les tailles respectives de ces derniers établies en fonction de leurs passif-dépôts en dollars canadiens. Depuis septembre 1989, cependant, les adhérents ont un certain contrôle sur les parts relatives des dépôts à vue du gouvernement qu’ils obtiennent. Ils exercent ce contrôle

⁵ Les adhérents de l’Association canadienne des paiements sont les institutions financières qui tiennent des encaisses de règlement à la Banque du Canada. À l’heure actuelle, il s’agit de huit banques et de quatre institutions parabancaires (voir la liste de ces établissements à la page S129).

⁶ Pour plus de renseignements sur les dépôts à vue et les dépôts à terme, voir S. O’Connor, D. Watt et C. Banham, «Note technique : L’adjudication des dépôts du Receveur général», dans la livraison d’août 1991 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Chart 3 Allocation of government balances to demand and term deposits
Graphique 3 Répartition des encaisses du gouvernement entre les dépôts à vue et les dépôts à terme



respective sizes as measured by their outstanding Canadian dollar deposit liabilities. Since September 1989, however, the direct clearers have had some control over their relative shares of government demand balances. This control is provided through weekly auctions each Tuesday afternoon at which the direct clearers submit bids for shares of the government's demand balances that they will hold for the following week (Thursday through Wednesday) and the rates they will pay on these balances. The latter are always quoted as a spread from the average prime lending rate at the six largest chartered banks. During 1994, the rate earned by the government on its demand balances varied from about 200 to 400 basis points below the average prime rate.

The term deposits are also allocated among the direct clearers through an auction process. Term deposit auctions are held at 9 a.m. (eastern time) on most business days, with institutions being notified at 5 p.m. the previous day of the amounts and terms to maturity that will be offered. The amounts auctioned on any day can range from a fixed minimum of \$200 million to more than \$2 billion, and there may be as many as three different tranches (or maturities) each day, ranging from one day to seven days or more. Bidders can submit up to four bids for each tranche at different rates of interest. The rates paid by the institutions are usually close to the overnight interest rate prevailing at the time of the auction. These are markedly higher than the rates earned by the government on its demand balances (Chart 4). There were term deposit auctions on all but 11 of the 251 business days in 1994.

Determining the allocation of the government's balances between term and demand deposits

At the end of each day, the various flows projected for the following day are examined carefully to determine how much of the government's total projected balances should be available on demand. The remaining projected balances, provided they exceed the \$200 million minimum, are set aside for the following morning's term deposit auction. For any given day, demand balances may be required for many different purposes, which for convenience, may be grouped into three categories.

Fiscal needs of the government

Demand balances are set aside to

- cover the forecast net outflow resulting from the day's clearings of regular government receipts and disbursements

par l'intermédiaire des adjudications qui ont lieu tous les mardis après-midi et au cours desquelles ils présentent des soumissions pour des parts des dépôts à vue qu'ils veulent tenir durant la semaine (du jeudi au mercredi) ainsi que les taux d'intérêt qu'ils désirent verser sur ces fonds. Le taux d'intérêt est toujours exprimé comme un écart par rapport au taux de base moyen des prêts pratiqué par les six plus grandes banques à charte. En 1994, les taux servis sur les dépôts à vue du gouvernement ont varié entre 200 et 400 points de base au-dessous du taux de base moyen des prêts bancaires.

Les dépôts à terme sont aussi répartis par adjudication entre les adhérents. Les adjudications ont lieu à 9 h (heure de l'Est) la plupart des jours ouvrables, et les institutions financières sont informées à 17 h le jour ouvrable précédent des montants et des échéances qui seront proposés. Les montants adjugés une journée donnée peuvent varier entre un minimum fixe de 200 millions de dollars et plus de 2 milliards de dollars, et il peut y avoir jusqu'à trois tranches (ou échéances) tous les jours, à des termes allant d'un à sept jours ou plus. Chaque participant peut présenter jusqu'à quatre soumissions pour chacune des tranches à des taux d'intérêt différents. Les taux payés par les institutions financières sont habituellement proches du loyer de l'argent à un jour en vigueur au moment de l'adjudication. Ces taux sont nettement plus élevés que ceux que le gouvernement obtient sur ses dépôts à vue (Graphique 4). Des adjudications de dépôts à terme ont été tenues au cours de 240 des 251 jours ouvrables de 1994.

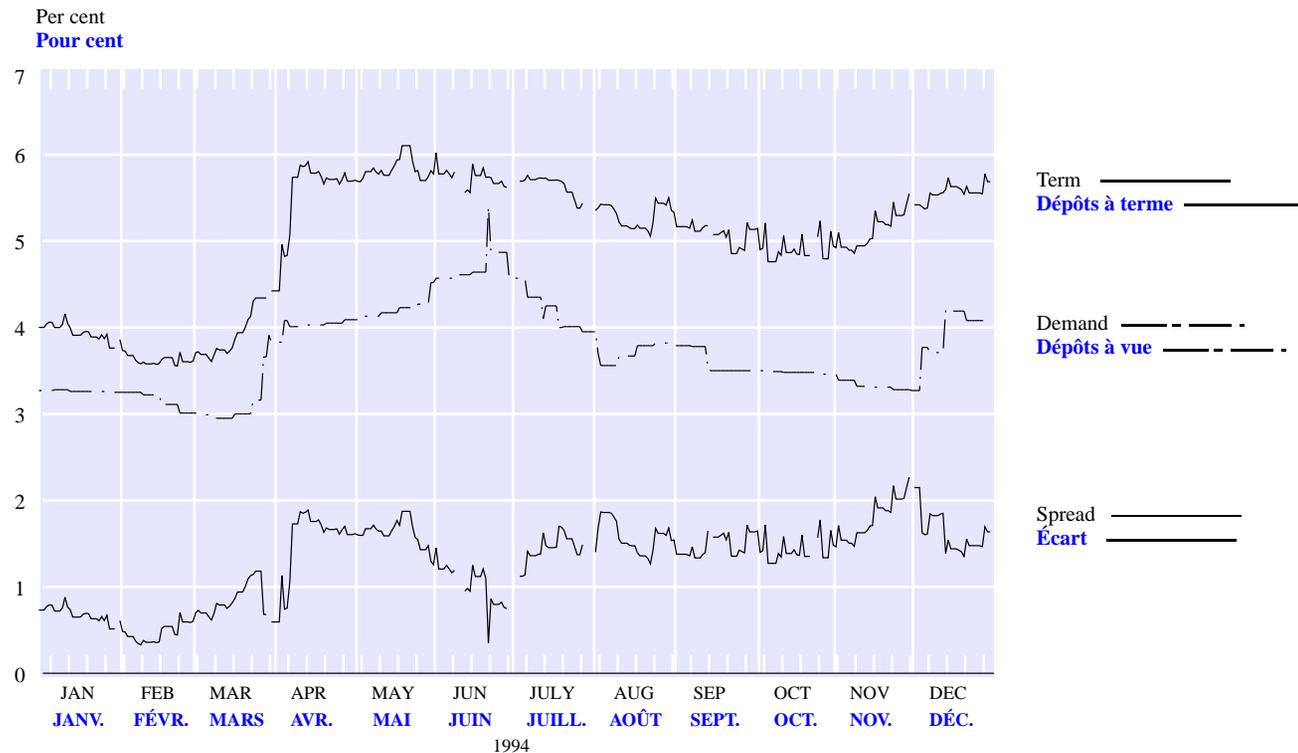
La répartition des fonds du gouvernement entre les dépôts à terme et les dépôts à vue

À la fin de chaque jour, les divers flux prévus pour le jour suivant sont soigneusement examinés afin de déterminer quelle portion des encaisses totales prévues doit être tenue à vue. Le reste des fonds, dans la mesure où il dépasse 200 millions de dollars, est réservé pour l'adjudication des dépôts à terme du lendemain matin. Les besoins en fonds à vue pour une journée donnée peuvent être groupés en trois catégories.

Besoins de trésorerie du gouvernement

Les dépôts à vue sont utilisés pour :

- couvrir les sorties nettes prévues découlant de la compensation des flux ordinaires de recettes et de décaissements du gouvernement;
- servir de réserve dans l'éventualité d'erreurs de prévision concernant les entrées et les sorties ordinaires de fonds du gouvernement (il convient de se rappeler que les prévisions sont entourées d'une incertitude considérable);
- couvrir toute diminution attendue des encaisses imputable à des remboursements nets de titres de la dette fédérale (les flux mettant en jeu des bons du Trésor et des obligations négociables sont connus avec une très grande



- provide a cushion for possible forecast errors in these regular government flows (recall that the forecasts have considerable uncertainty associated with them)
- cover any expected reduction in balances owing to net redemptions of outstanding federal debt (flows involving treasury bills and marketable bonds are known with near certainty, while forecasts of Canada Savings Bond flows have some margin of error).

Monetary policy requirements of the Bank

Demand balances are set aside to

- provide sufficient balances in the government’s accounts at directly clearing financial institutions to cover any anticipated reduction in the level of settlement balances that the Bank may implement through the daily drawdown-redeposit mechanism
- allow the Bank to neutralize the anticipated net effect of intervention in the financial markets through buy-back agreements (SRAs

certitude, tandis que les prévisions relatives aux obligations d’épargne du Canada renferment une certaine marge d’erreur).

Besoins de la politique monétaire de la Banque

Les dépôts à vue sont utilisés pour :

- garnir suffisamment les comptes du gouvernement chez les adhérents pour couvrir toute réduction prévue du niveau des encaisses de règlement que la Banque pourrait mettre en œuvre au moyen du mécanisme quotidien des tirages et des dépôts;
- permettre à la Banque de neutraliser l’effet net prévu de l’intervention sur les marchés financiers au moyen d’opérations à réméré (cessions ou prises en pensions spéciales)⁷ ou encore de ventes ou achats simples de titres du

⁷ Les cessions en pension consistent dans des ventes, avec accord formel de rachat, de titres d’État par la Banque du Canada à quelques banques à charte; les prises en pension spéciales consistent dans des achats de titres par la Banque du Canada, avec accord formel de revente, à quelques banques à charte et courtiers en valeurs mobilières. C’est la Banque du Canada qui décide de la date et de la rémunération de ces transactions, mais les institutions financières choisissent dans chacun des cas de participer ou non ainsi que les montants (jusqu’à des limites établies). Pour une analyse plus poussée, voir K. Clinton et K. Fetting, «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», dans la livraison de juillet 1989 de la *Revue de la Banque du Canada*.

or SPRAs)⁷ or outright sales or purchases of Government of Canada securities

- neutralize the impact of any official intervention in the foreign exchange market (because these transactions are settled with a one-day lag, the full impact on the next day's balances is usually known with certainty)

Possible administrative requirements

Demand balances are set aside to

- enable the Bank to neutralize any net increase in the amount of PRAs⁸ outstanding, should expected conditions in the financial markets the next day induce any of the authorized investment dealers to draw on their PRA lines
- enable the Bank to neutralize the net effect of anticipated market transactions (purchases or sales of securities) to be conducted by the Bank at the request of clients
- enable the Bank to neutralize the expected net decrease (initiated by the financial institutions) in the amount of bank notes outstanding
- provide a cushion for possible transactions involving the federal government's Departmental Banking Accounts⁹

The appendix on page 67 provides an actual example for one day in 1994.

⁷ Sale and Repurchase Agreements (SRAs) are Bank of Canada sales to selected chartered banks (with a formal repurchase agreement) of Government of Canada securities, while Special Purchase and Resale Agreements (SPRAs) are Bank of Canada purchases of securities (with a formal resale agreement) from selected chartered banks and investment dealers. It is the Bank of Canada that decides when to offer these transactions and the rates at which the transactions will be conducted, although the relevant institutions in each case choose whether or not to participate and in what amounts (up to specified limits). For further discussion, see K. Clinton and K. Fetting, "Buy-back techniques in the conduct of monetary policy," *Bank of Canada Review* (July 1989).

⁸ Purchase and Resale Agreements (PRAs) are purchases (with a resale agreement) of Government of Canada securities by the Bank of Canada from authorized investment dealers, at the initiative of the dealer (up to specified amounts) and at the prevailing Bank Rate. The authorized dealers are those designated as "money market jobbers." (See listing on page S131.)

⁹ Departmental Banking Accounts (DBAs) are special accounts that allow certain government departments to operate without their own cash reserves. The DBA transactions can range from zero to more than \$40 million in total and are not known until the *following* day. The government's demand balances act as the buffer for these accounts, requiring that a \$40 million cushion always be available.

gouvernement canadien directement sur le marché;

- neutraliser l'incidence de toute intervention officielle sur les marchés des changes (comme ces transactions sont réglées avec un retard d'un jour, leur incidence totale sur les liquidités du jour suivant est d'habitude connue avec certitude).

Besoins administratifs éventuels

Les dépôts à vue sont utilisés pour :

- permettre à la Banque de neutraliser toute augmentation nette de l'encours des prises en pension⁸, au cas où des conditions attendues sur les marchés financiers le jour suivant inciteraient des courtiers en valeurs mobilières autorisés à utiliser leurs facilités de prises en pension;
- permettre à la Banque de neutraliser l'effet net des opérations (achats ou ventes de titres) que la Banque compte mener sur le marché à la demande de ses clients;
- permettre à la Banque de neutraliser la diminution nette attendue (de la part des institutions financières) du montant des billets de banque en circulation;
- servir de réserve pour des transactions éventuelles faisant intervenir les comptes bancaires des ministères fédéraux⁹.

L'annexe en page 67 donne un exemple de ce qui s'est passé au cours d'une journée en 1994.

La réduction du coût lié au maintien d'encaissees par le gouvernement

Le maintien d'encaissees par le gouvernement comporte un coût net, parce que les dépôts à vue ou à terme (déterminés aux adjudications hebdomadaires pour ce qui est des dépôts à vue, et aux adjudications quotidiennes ou presque dans le cas des dépôts à terme) ont des rendements inférieurs au coût des emprunts contractés pour financer les besoins de trésorerie. Si on utilise le taux des bons du Trésor à trois mois comme indicateur du coût marginal des emprunts, on arrive pour 1994 à des coûts estimatifs

⁸ Les prises en pension sont des achats de titres d'État par la Banque du Canada (avec contrat de revente) à des courtiers en valeurs mobilières autorisés, à l'initiative de ces derniers, (jusqu'à des montants établis) au taux d'escompte en vigueur. Les courtiers en valeurs mobilières autorisés sont désignés comme «agents agréés du marché monétaire»; (voir la liste de ces établissements à la page S131.)

⁹ Les comptes bancaires ministériels sont des comptes spéciaux qui permettent à certains ministères de mener leurs opérations en l'absence de liquidités propres. Les transactions relatives à ces comptes peuvent dépasser 40 millions de dollars et ne sont pas connues avant le *lendemain*. Les dépôts à vue du gouvernement servent de tampon pour ces comptes, ce qui exige en tout temps une réserve de 40 millions de dollars.

Reducing the cost of holding government balances

There is a net cost to holding government balances because the returns earned on the demand and term deposits (determined at the weekly tenders for demand balances and the almost-daily tenders for term deposits) are less than the cost of borrowing to finance the balances. If the 3-month treasury bill rate is used as an indicator of the marginal cost of borrowing, estimated gross costs of \$28.0 million and \$102.4 million are obtained for 1994 for the demand and term balances, respectively. Meanwhile, the government earned \$19.5 million on its demand balances and \$96.5 million on its term deposits in 1994, producing estimated net costs of \$8.5 million and \$5.9 million, respectively.

Cash management bills (CMBs), with terms to maturity ranging from approximately one to six weeks, can complement 3-month bills as a source of short-term financing for the government. Rates on CMBs could therefore be regarded as an alternative marginal cost of borrowing for cash purposes. During 1994, because the short-term yield curve was generally upward sloping, interest rates on short-dated CMBs were lower than rates on 3-month bills that were issued at the same time. Thus, using CMB rates in the cost estimates would produce gross and net costs that are lower than those calculated using 3-month bill rates.

It should be noted, of course, that cost estimates can vary from one period to another, or even during a given period, because the short-term yield curve is frequently subject to shifts and changes in shape. During 1994, for example, short-term interest rates fluctuated considerably, and there were many times when the shortest end of the yield curve was “inverted,” with overnight rates exceeding the 1-month rate and even, early in the year, the 3-month rate (Chart 5). At such times, the government was able to make money on its excess balances, because financial institutions were paying rates of interest for term deposits that were higher than the rate paid by the government to borrow the funds.

Under normal circumstances, however, there is a net cost to the government of holding balances, and the best way to reduce these costs is to hold lower balances. Given the uncertainty associated with many of the “demand” requirements, there is little scope for reducing the government’s demand balances. But there may be considerable scope, by lowering *total* balances, for reducing the amounts allocated to term deposits.

The main reason why total (and thus term) balances are so high is that the volatile patterns of daily inflows and outflows require that large balances be held on most days to ensure sufficient balances on all days.

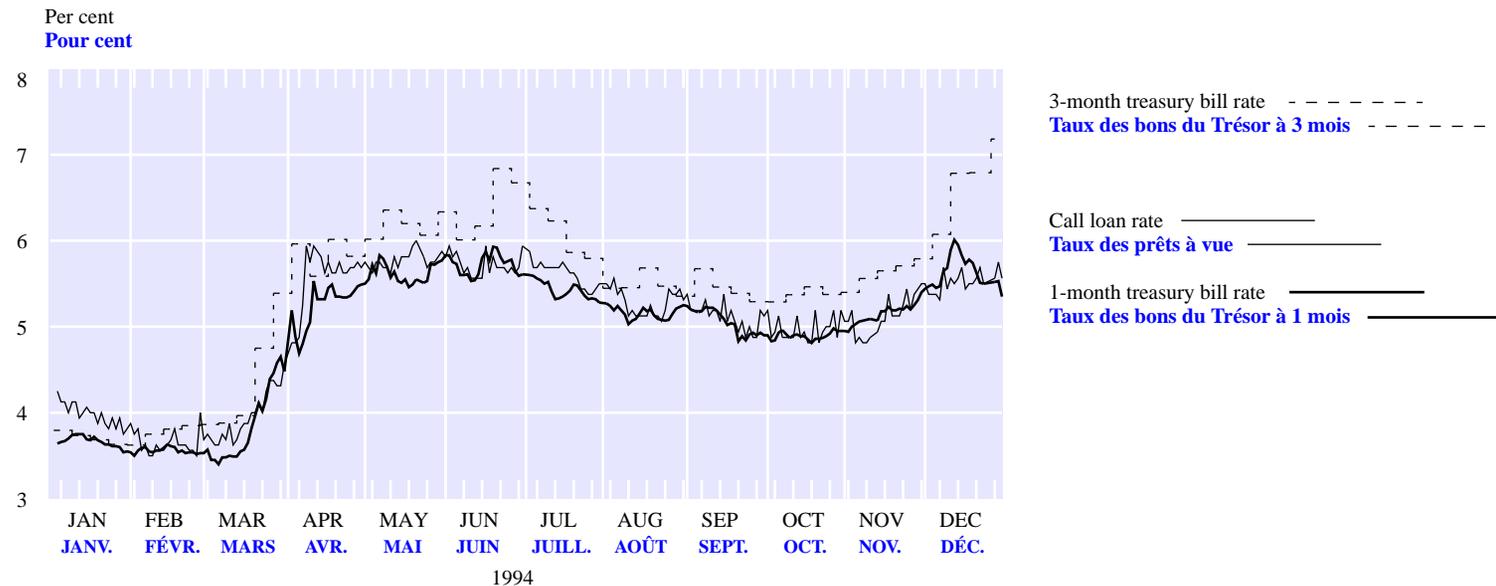
bruts de 28 et de 102,4 millions de dollars pour les dépôts à vue et les dépôts à terme respectivement. Mais comme le gouvernement a gagné 19,5 millions sur ses dépôts à vue et 96,5 millions de dollars sur ses dépôts à terme en 1994, le coût estimatif net s’établit donc à 8,5 et à 5,9 millions de dollars respectivement.

Les bons de gestion de trésorerie, dont l’échéance varie entre une et six semaines environ, peuvent compléter les bons du Trésor à trois mois comme source de financement à court terme pour le gouvernement. Les taux servis sur les bons de gestion de trésorerie pourraient donc être considérés comme un autre coût marginal des emprunts contractés aux fins de trésorerie. En 1994, la courbe des taux de rendement à court terme ayant été en général ascendante, la rémunération des bons de gestion de trésorerie pour les échéances plus courtes a été inférieure à celle des bons du Trésor à trois mois émis aux mêmes dates. Par conséquent, l’utilisation des taux d’intérêt servis sur les bons de gestion de trésorerie dans l’estimation des coûts générerait des coûts bruts et nets qui seraient plus bas que ceux calculés à l’aide des taux des bons du Trésor à trois mois.

Il convient de remarquer évidemment que les coûts estimatifs peuvent varier d’une période à l’autre, ou même au cours d’une même période, parce que la courbe des rendements à court terme se déplace et varie souvent. En 1994, par exemple, les taux d’intérêt à court terme ont fluctué considérablement, et la courbe de rendement s’est «inversée» à plusieurs occasions aux échéances les plus courtes, les taux à un jour ayant dépassé les taux à un mois et même, au début de l’année, les taux à trois mois (Graphique 5). À ces occasions, les fonds excédentaires du gouvernement ont généré des revenus nets, parce que les taux d’intérêt dont étaient assortis ses dépôts à terme étaient plus élevés que ceux qu’il versait sur ses emprunts.

Dans des circonstances normales, cependant, le maintien d’encaisses par le gouvernement comporte un coût net, et le meilleur moyen de réduire ce coût est de diminuer le niveau de la trésorerie. Étant donné l’incertitude qui entoure un grand nombre des besoins de fonds à vue du gouvernement, les possibilités d’abaisser le niveau de ses encaisses sont minimes. Mais en réduisant le niveau de *toute* sa trésorerie, il peut y avoir beaucoup plus de marge pour diminuer les montants tenus sous forme de dépôts à terme.

Si le niveau total des liquidités (et par conséquent des dépôts à terme) est si élevé, c’est surtout parce que le profil très changeant des entrées et des sorties quotidiennes de fonds exige le maintien d’importantes encaisses la plupart du temps pour garantir que tous les besoins seront satisfaits tous les jours. Cette exigence tient au fait qu’il y a des limites quant à la rapidité avec laquelle le gouvernement peut se procurer des fonds. Les adjudications régulières de bons du Trésor ne permettent que des ajustements hebdomadaires (tous les jeudis) du niveau total de la trésorerie, et la décision d’augmenter ou de diminuer la taille des adjudications doit être prise neuf jours complets avant la livraison des titres (puisque les appels d’offres annonçant les



This is necessary because there are limitations on how quickly the government's balances can be raised. The regular treasury bill auctions allow only weekly adjustments (every Thursday) to the level of total balances, and the decision to raise or lower the size of the tenders must be taken a full nine days before the bills are delivered (since the calls for tender, announcing the amounts to be auctioned each Tuesday, are released one week before the auction). Cash management bills are a much more flexible borrowing instrument. They are similar to regular bills in having Thursday maturity dates, but CMB auctions can take place on any business day, typically for next-day delivery, thus allowing balances to be raised in as little as two business days.

Although CMBs have been used rather sparingly to date (on average, from 1991 to 1994, there were 15 CMB auctions each year), consideration is being given to making more aggressive use of these instruments in the future, both because of their flexibility and the fact that they are typically less costly than regular 3-month bills. Their flexibility could be increased further by having some CMB issues mature on days other than Thursday, specifically, on selected days when the government expects a large inflow of cash from delivery of a new bond issue, or from a new issue of Canada Savings Bonds. New "same-day" CMBs are also being considered. These would be auctioned early in the morning for settlement the *same* day and would mature on any business day. If such an instrument were introduced, eligible bidders would be notified late every afternoon of auction plans for the following day.

montants qui seront adjugés tous les mardis précèdent l'adjudication d'une semaine). Les bons de gestion de trésorerie constituent un instrument d'emprunt beaucoup plus souple. Ils sont similaires aux bons du Trésor en ce sens qu'ils arrivent à échéance le jeudi, mais ils sont offerts aux enchères n'importe quel jour ouvrable, et généralement livrés le jour ouvrable suivant, ce qui permet de mobiliser des liquidités dans l'espace de deux jours ouvrables.

Bien que les bons de gestion de trésorerie aient été jusqu'ici utilisés avec parcimonie (de 1991 à 1994, 15 adjudications de bons de gestion de trésorerie ont eu lieu en moyenne chaque année), on étudie actuellement la possibilité de les utiliser à l'avenir de façon plus vigoureuse, tant à cause de leur souplesse que parce qu'ils coûtent généralement moins cher que les bons du Trésor à trois mois. Il serait possible d'assouplir davantage les bons de gestion de trésorerie en changeant le jour d'échéance de certaines émissions, en particulier en choisissant des jours où le gouvernement attend d'importantes entrées de liquidités provenant de la livraison d'une nouvelle émission d'obligations négociables ou d'obligations d'épargne du Canada. On étudie également la possibilité de lancer des bons de gestion de trésorerie «même jour». Ces derniers seraient adjugés tôt dans la matinée pour règlement le *même* jour et viendraient à échéance n'importe quel jour ouvrable. Si un tel instrument était lancé, les modalités de l'adjudication établies pour le jour suivant seraient transmises aux soumissionnaires agréés en fin d'après-midi.

Appendix

This appendix describes the analysis done on Wednesday, 19 October 1994 to determine how much of the government's projected total balances would be allocated to the next morning's term deposit auction. Thursday, 20 October was fairly typical with regard to regular government flows but somewhat atypical in the variety and size of other flows.

The relevant data, shown in Table 1, represent the situation at 4 p.m. (eastern time) on Wednesday, 19 October, the time at which the decision for the next day's term deposit was taken. At that time, as shown in Part A, Securities Department analysts knew that day's preliminary cash balance (\$114 million) and assumed that the usual \$40 million cushion would be set aside for possible net disbursements from the Departmental Banking Accounts (recall that the DBA requirements are not known until the following day, in this case, Thursday, 20 October). Securities Department analysts also had an *estimate* of the spot cash setting that would be determined by the Bank's senior management at 5 p.m. on Wednesday.¹

Part B of the table presents the anticipated flows for Thursday, 20 October, as they were known or forecast at 4 p.m. on Wednesday, 19 October. The known flows included the amount of maturing term deposits and, because of the one-day clearing lag, the effect of Wednesday's foreign exchange intervention. In addition, \$1,250 million of 14-day cash management bills had been auctioned on Wednesday for Thursday delivery, for which the government would receive \$1,248 million (the difference reflecting the fact that CMBs, like regular treasury bills, are issued at a discount). Thursday was also a settlement date for regular treasury bills, with maturing bills to be redeemed, payments for delivery of the bills purchased at the Tuesday tender, and neutralization of the Bank of Canada's net participation at the tender (both for its own account and on behalf of clients).² Among the forecast flows for Thursday were regular government receipts and disbursements and the amount of CSB redemptions that would take place. There were

¹ The nightly cash setting is the mechanism by which the Bank alters the level of settlement balances available to the financial system. For the government's balances, it is the *change* in the cash setting that is relevant. The actual spot setting for Tuesday, 18 October had been minus \$450 million, and the expected spot setting for Wednesday was minus \$100 million. Achieving this projected change would therefore require an injection of \$350 million.

² The value of maturing bills held by the Bank of Canada and its clients exceeded the cash value of new purchases by \$412 million. This amount would have to be neutralized by the Bank (added to government balances) so that the cash reserves available to the financial system would not be affected.

Annexe

La présente annexe décrit l'analyse qui a été faite le mercredi 19 octobre 1994 dans le but de déterminer quelle portion des liquidités totales prévues serait adjudgée sous forme de dépôts à terme le lendemain matin. Le jeudi 20 octobre était un jour assez normal en ce qui concerne les flux ordinaires du gouvernement, mais un peu inhabituel pour ce qui est de la variété et de l'importance des autres flux.

Les données pertinentes, figurant au Tableau 1, reproduisent la situation qui a existé le mercredi 19 octobre à 16 heures (heure de l'Est), l'heure à laquelle avait été prise la décision concernant la taille des dépôts à terme à adjudger le lendemain. À cette heure-là, comme l'illustre la partie A du tableau, les analystes du département des Valeurs connaissaient le montant des encaisses préliminaires pour cette journée (114 millions de dollars) et ont supposé que le montant habituel de 40 millions serait mis de côté pour les décaissements éventuels nets imputables aux comptes bancaires ministériels (il faut se rappeler que les besoins liés à ces comptes ne sont pas connus avant le jour suivant, dans ce cas le jeudi 20 octobre). Les analystes du département des Valeurs avaient aussi une idée du niveau *estimatif* des encaisses de règlement que la Haute Direction de la Banque devait fixer à 17 heures le mercredi¹.

Dans la partie B du tableau figurent les flux attendus pour le jeudi 20 octobre, tels qu'ils étaient connus ou prévus à 16 heures la veille. Les flux connus englobaient le montant des dépôts à terme arrivant à échéance et, à cause du retard d'un jour avec lequel s'effectue la compensation, l'effet des interventions menées le mercredi sur le marché des changes. En outre, des bons de gestion de trésorerie à 14 jours d'un montant de 1 250 millions de dollars, adjudgés le mercredi pour livraison le jeudi, avaient rapporté 1 248 millions de dollars (la différence reflète le fait que les bons de gestion de trésorerie, à l'instar des bons du Trésor, sont vendus à escompte). Le jeudi était aussi un jour de règlement des bons du Trésor : les bons arrivant à échéance devaient être remboursés, les paiements pour la livraison des bons du Trésor achetés à l'adjudication du mardi devaient être effectués, et la participation nette de la Banque du Canada à l'adjudication (pour son propre compte aussi bien que pour celui de ses clients)² devait être neutralisée. Les flux prévus pour le jeudi englobaient les recettes et les décaissements ordinaires du gouvernement, le montant des remboursements d'obligations d'épargne du Canada, ainsi que des prévisions relatives à la variation de l'encours des billets de banque et aux opérations effectuées par la Banque pour ses

¹ L'établissement, en fin d'après-midi, du niveau des encaisses de règlement est le mécanisme par lequel la Banque modifie le niveau des encaisses mises à la disposition du système financier. En ce qui concerne la trésorerie du gouvernement, c'est la *variation* du niveau de ces encaisses qui importe. Pour le mardi 18 octobre, le niveau effectif des encaisses était de moins 450 millions de dollars, et le niveau attendu pour le mercredi, de moins 100 millions. Pour que la variation prévue se réalise, il fallait donc injecter 350 millions de dollars dans le système financier.

² Le montant des bons du Trésor arrivant à échéance tenus par la Banque du Canada et ses clients dépassait de 412 millions de dollars la valeur en espèces des nouveaux achats. La Banque aurait eu à neutraliser ce montant (qui s'ajoute à la trésorerie du gouvernement) afin que le montant des encaisses fournies au système financier ne soit pas touché.

Millions of dollars	En millions de dollars	
PART A		PARTIE A
Preliminary cash balance, known at 4 p.m. 19 October	114	Encaisses préliminaires, connues à 16 h le 19 octobre
Less: cushion for DBA requirements for 19 October	-40	Moins : réserve pour les besoins des CBM pour le 19 octobre
Forecast change in cash setting on 19 October	+350	Variation prévue du niveau des encaisses le 19 octobre
Subtotal: forecast final cash balance on 19 October	424	Total partiel : solde final prévu le 19 octobre
PART B		PARTIE B
Known flows for Thursday, 20 October:		Flux connus du jeudi 20 octobre :
Maturing term deposits	+1,600	Dépôts à terme arrivant à échéance
Foreign exchange intervention on Wednesday	0	Intervention sur les marchés des changes le mercredi
Cash received from delivery of new CMB	+1,248	Liquidités provenant de la livraison de nouveaux BGT
Maturing treasury bills	-8,500	Bons du Trésor arrivant à échéance
Cash received from delivery of regular treasury bills	+7,792	Liquidités provenant de la livraison de bons du Trésor
Impact of change in Bank of Canada and client holdings	+412	Effet de la variation des avoirs de la Banque du Canada et de ses clients
Forecast flows for 20 October as of 4 p.m. on 19 October:		Flux pour le 20 octobre prévus le 19 octobre à 16 h :
Government receipts	+770	Recettes du gouvernement
Government disbursements	-1,882	Décaissements du gouvernement
CSB redemptions	-11	Remboursements d'OEC
Change in bank notes outstanding	-163	Variation de l'encours des billets de banque
Client transactions	-111	Opérations pour le compte de clients
Subtotal: net projected flows for 20 October	+1,155	Total partiel : flux nets prévus pour le 20 octobre
Projected cash balances for 20 October (A + B)	1,579	Niveau de la trésorerie prévu pour le 20 octobre (A+B)
PART C		PARTIE C
Cushions for Thursday, 20 October:		Réserves pour le jeudi 20 octobre :
Regular government receipts and disbursements	150	Recettes et décaissements ordinaires du gouvernement
Projected reduction in cash setting for Thursday	50	Réduction du niveau des encaisses prévue pour le jeudi
Cash effect of projected changes in PRAs, SRAs and SPRAs	781	Effet sur la trésorerie des variations prévues des prises en pension, des cessions en pension et des prises en pension spéciales
Other items	48	Autres éléments
Subtotal: amounts prudently withheld from term deposits	1,029	Total partiel : montant ne faisant pas l'objet de dépôts à terme par mesure de précaution
Residual: term deposits to be auctioned Thursday, 20 October (A + B - C)	550	Résidu : dépôts à terme devant être adjugés le jeudi 20 octobre (A+B-C)

also forecasts for the change in bank notes outstanding and transactions by the Bank on behalf of clients.³ The subtotal at the end of Part B, \$1,579 million, represented the maximum amount of projected balances that could have been auctioned as term deposits on Thursday morning, if there were no uncertainties in the government flows and no need to hold cushions for other contingencies.

In fact, the term deposit auction for Thursday, 20 October was \$550 million, or \$1,029 million less than the amount that seemed to be available. This was because of cushions for the items listed in part C of Table 1:

Regular government flows

Based on historical experience for similar business and calendar days, the risk of government receipts falling short of expectations or of

clients³. Le total partiel de la partie B, soit 1 579 millions de dollars, représentait le montant maximal des encaisses prévues qui auraient pu être adjugées à titre de dépôts à terme le jeudi matin en l'absence d'incertitude entourant les flux du gouvernement et de la nécessité de tenir des réserves pour d'autres éventualités.

De fait, l'adjudication des dépôts à terme du jeudi 20 octobre s'est élevée à 550 millions de dollars, soit 1 029 millions de moins que le montant qui semblait disponible. Cet écart tenait au fait qu'il fallait constituer des réserves pour les éléments énumérés à la partie C du Tableau 1 :

Flux ordinaires aux comptes du gouvernement

Compte tenu de ce qui a été observé dans le passé au cours des jours ouvrables et des jours civils comparables, le risque que les recettes du gouvernement aient été inférieures aux prévisions ou que ses décaissements aient été supérieurs aux

³ As a group, the financial institutions were expected to deposit \$163 million more bank notes on Thursday than they would take out, while \$111 million in net client purchases were expected. Neutralizing these flows would therefore require a reduction in government deposits by the corresponding amounts.

³ Les dépôts de billets de banque effectués par les institutions financières prises ensemble devaient dépasser les retraits de 163 millions de dollars le jeudi, et on s'attendait à des achats nets de 111 millions pour le compte des clients. Par conséquent, pour neutraliser ces flux, il fallait réduire d'autant les dépôts du gouvernement.

government disbursements being above projections was considered relatively small, and a cushion for regular government items of \$150 million was considered sufficient.

Projected reduction in the spot cash setting

At 4 p.m. on Wednesday, 19 October, Securities Department analysts were projecting a spot cash setting for Thursday night of minus \$150 million, down \$50 million from Wednesday's projected spot setting of minus \$100 million.

Cash effect of projected changes in PRAs, SRAs and SPRAs

No PRAs or SPRAs were outstanding on 19 October, but \$390 million in SRAs had been done that day. It was assumed that this SRA would be unwound on 20 October. In addition, a possible total of \$391 million in PRAs and SPRAs were forecast for Thursday.

Other items

These included possible errors in the forecast of transactions by the Bank on behalf of clients, possible errors in the forecast of the next day's change in bank notes outstanding and a cushion for the DBAs. It was initially planned to set aside \$50 million for these items, but the amount was revised to \$48 million so that the balances auctioned as term deposits would, as usual, be a multiple of \$25 million.

Actual outcome on 20 October

The government gained a total of \$320 million relative to the forecast on its regular items, with most of the gain coming from larger receipt flows. Thus, the relatively small cushion of \$150 million for regular items was adequate. The \$48 million cushion for other items was also larger than necessary: client transactions were exactly as expected, bank note deposits exceeded expectations by only \$14 million, and the final requirement for the DBAs was \$19 million (\$21 million less than allowed for). The result was that the government's demand balances on 20 October were larger than expected. Some of these gains were offset, however, by monetary policy requirements that exceeded expectations: the SRA was in fact unwound on 20 October, but a total of \$640 million in PRAs and SPRAs were done compared with the \$391 million projected.

prévisions a été jugé relativement faible, de sorte qu'une réserve de 150 millions de dollars a été jugée suffisante.

Réduction prévue du niveau des encaisses mises à la disposition du système financier

Le mercredi 19 octobre à 16 heures, les analystes du département des Valeurs prévoient pour jeudi en fin d'après-midi un niveau négatif de 150 millions de dollars, alors qu'ils avaient prévu un niveau négatif de 100 millions de dollars pour le mercredi, ce qui représente un écart de 50 millions.

Effet sur la trésorerie des variations prévues des prises en pension, des cessions en pension et des prises en pension spéciales

Il n'y avait aucune prise en pension ou prise en pension spéciale le 19 octobre, mais des cessions en pension s'élevant à 390 millions de dollars effectuées ce jour-là étaient censées se dénouer le 20 octobre. De plus, des prises en pension et des prises en pension spéciales pouvant atteindre au total 391 millions de dollars étaient prévues pour le jeudi.

Autres éléments

Les autres éléments qui avaient influencé l'adjudication du 20 octobre comprenaient les erreurs qui auraient pu se glisser dans la prévision des opérations effectuées par la Banque pour le compte des clients, dans la prévision des variations de l'encours des billets de banque le jour suivant et de la réserve pour les comptes bancaires ministériels. La réserve initiale prévue était de 50 millions de dollars pour ces éléments, mais ce montant avait été ramené à 48 millions afin que les fonds adjugés à titre de dépôts à terme soient comme d'habitude des multiples de 25 millions.

Résultat effectif le 20 octobre

Les flux ordinaires du gouvernement ont affiché un surplus de 320 millions de dollars par rapport aux prévisions, à cause surtout de recettes plus importantes que prévu. Ainsi, la réserve relativement faible de 150 millions de dollars constituée pour ces flux ordinaires était suffisante. La réserve de 48 millions prévue pour les autres flux dépassait aussi les besoins : les opérations pour les clients étaient exactement conformes aux prévisions; les dépôts de billets de banque ne dépassaient les prévisions que de 14 millions de dollars; et les besoins finaux relatifs aux comptes bancaires ministériels étaient de 19 millions de dollars (21 millions de moins que prévu). Ainsi, le 20 octobre, les fonds à vue du gouvernement étaient plus importants que prévu. Cependant, une partie du surplus a été annulée par les besoins liés à la politique monétaire, lesquels dépassaient les prévisions. En effet, la cession en pension déjà mentionnée a été effectivement dénouée le 20 octobre, mais des prises en pension et des prises en pension spéciales d'un montant de 640 millions de dollars ont été effectuées, alors qu'on n'en prévoyait que pour un montant de 391 millions de dollars.

