

---

## The declining supply of treasury bills and the Canadian money market

## Les incidences de la diminution de l'offre de bons du Trésor sur le marché monétaire au Canada

- *The stock of treasury bills outstanding has fallen considerably since 1995, reflecting a decline in the Canadian government's financing needs and a shift in its debt-management strategy.*
- *The declining supply of treasury bills has reduced turnover and, hence, liquidity in this market. However, repo transactions involving these securities increased significantly between 1995 and 1997, before declining somewhat in early 1998.*
- *The markets that have benefited the most from this reduction have been those for short-term interest rate derivatives and for short-term asset-backed securities.*

- *L'encours des bons du Trésor a diminué considérablement depuis 1995 en raison de la réduction des besoins de financement du gouvernement canadien et de sa stratégie de gestion de la dette.*
- *La diminution de l'offre de bons du Trésor s'est traduite par une baisse du volume de transactions et, par voie de conséquence, de la liquidité de ce marché. Les opérations de pension sur ces titres ont toutefois sensiblement augmenté de 1995 à 1997 avant d'afficher un recul au début de 1998.*
- *Les marchés qui ont le plus profité de cette diminution ont été celui des produits dérivés de taux d'intérêt à court terme et celui du papier à court terme adossé à des actifs.*

---

*This article was written by Serge Boisvert and Nancy Harvey of the Financial Markets Department.*

*Le présent article a été rédigé par Serge Boisvert et Nancy Harvey, du département des Marchés financiers.*

## Introduction

Issues of Government of Canada treasury bills have declined sharply since 1995, and this has had a major impact on the money market. Because the money market is one of the key links in the transmission of monetary policy, the Bank of Canada pays close attention to any factors that influence its liquidity and operations. To achieve monetary conditions that are consistent with its inflation objectives, the Bank intervenes in the overnight segment of the money market. These objectives can be more readily achieved if the money market is functioning efficiently, i.e., when longer-term interest rates reflect expectations about short-term rates. Another reason for the Bank's interest in the money market relates to its role as fiscal agent for the government. In this capacity, the Bank advises the Department of Finance on the management of the public debt, a large portion of which is issued in the money market. This article explores the consequences that the reduction in short-term federal debt has had for the money market over the last few years.

## An overview of the Canadian money market

The money market in Canada really began to flourish in the early 1950s, when a series of steps taken by the Bank of Canada encouraged the development of a market for Government of Canada treasury bills.<sup>1</sup> Bankers' acceptances (BAs) and commercial paper made their appearance in the 1960s and 1970s. During the 1990s, the money market has expanded rapidly, with the increase in short-term interest rate derivatives—forward rate agreements (FRAs) and bankers' acceptances futures (BAX)—and a growing stock of treasury bills outstanding, which peaked in April 1995.<sup>2</sup> Since then, the government's financing requirements have declined and its debt-management strategy has changed, causing a contraction in the supply of treasury bills.

By the end of March 1998, the outstanding stock of the major instruments in the Canadian money market stood at over \$230 billion (Table 1). Government of Canada treasury bills now make up about one-half of this market, while bankers' acceptances and commercial paper each account for about 18 per cent. Since the beginning of this decade, the composition of the money market has changed considerably, as can be seen from Chart 1. The stock of treasury bills has declined markedly.

1. For further background information on the Canadian money market and the overnight market, see E. Lundrigan and S. Toll (1997-98).

2. For further information on the characteristics of treasury bills and on the evolution of the treasury bill market prior to 1995, see Bank of Canada (1987) and K. Fetting (1994).

## Introduction

Les émissions de bons du Trésor du gouvernement canadien ont considérablement diminué à partir de 1995, ce qui a eu un impact majeur sur le marché monétaire. Ce marché étant un des éléments clés des circuits de transmission de la politique monétaire, la Banque du Canada suit nécessairement de près tous les phénomènes qui en influencent la liquidité et le fonctionnement. Pour harmoniser les conditions monétaires avec ses objectifs en matière d'inflation, la Banque intervient sur ce segment du marché monétaire qu'est le marché à un jour. L'atteinte de ces objectifs est plus facile lorsque le marché monétaire fonctionne bien, c'est-à-dire quand les taux d'intérêt à long terme reflètent les attentes relatives aux taux à court terme. Une autre raison de l'intérêt manifesté par la Banque pour le marché monétaire a trait à ses attributions d'agent financier du gouvernement. À ce titre, la Banque conseille le ministre des Finances dans le domaine de la gestion de la dette publique, dont une grande partie des opérations s'effectue sur le marché monétaire. Le présent article explore les conséquences que la diminution de la dette fédérale à court terme a eues sur le marché monétaire au cours des dernières années.

## Historique et évolution récente du marché monétaire canadien

Le marché monétaire au Canada a véritablement pris son envol au début des années 50, où l'adoption par la Banque du Canada d'un ensemble de mesures a permis de développer le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien<sup>1</sup>. Les acceptations bancaires et le papier commercial sont apparus dans les années 60 et 70. Au cours de la présente décennie, le marché monétaire a crû à un rythme rapide avec l'expansion des marchés des produits dérivés des taux d'intérêt à court terme (les accords de taux futurs et les contrats à terme sur acceptations bancaires) et l'augmentation de l'encours des bons du Trésor, qui a atteint un sommet en avril 1995<sup>2</sup>. Depuis, les besoins de financement du gouvernement canadien ont chuté et la stratégie de la gestion de la dette a été modifiée, entraînant une diminution de l'offre des bons du Trésor.

À la fin de mars 1998, l'encours des principaux instruments du marché monétaire canadien était de plus de 230 milliards de dollars (Tableau 1). Les bons du Trésor fédéraux représentent maintenant près de la moitié du marché monétaire, tandis que les acceptations bancaires et le papier commercial en constituent chacun environ 18%. Depuis le début de la décennie, le marché monétaire s'est sensiblement modifié, comme l'indique le Graphique 1. L'encours des bons du Trésor a fléchi considérablement. Quant à celui des acceptations bancaires, il est revenu à son niveau de 1990, après avoir touché un creux de 16 milliards de dollars au début de 1993,

1. Pour plus de renseignements sur l'historique du marché monétaire au Canada et le marché du financement à un jour au Canada, voir Lundrigan, E. et S. Toll (1997).

2. On trouvera des renseignements détaillés sur les caractéristiques des bons du Trésor et l'évolution de ce marché dans *Banque du Canada* (1987) et K. Fetting (1994).

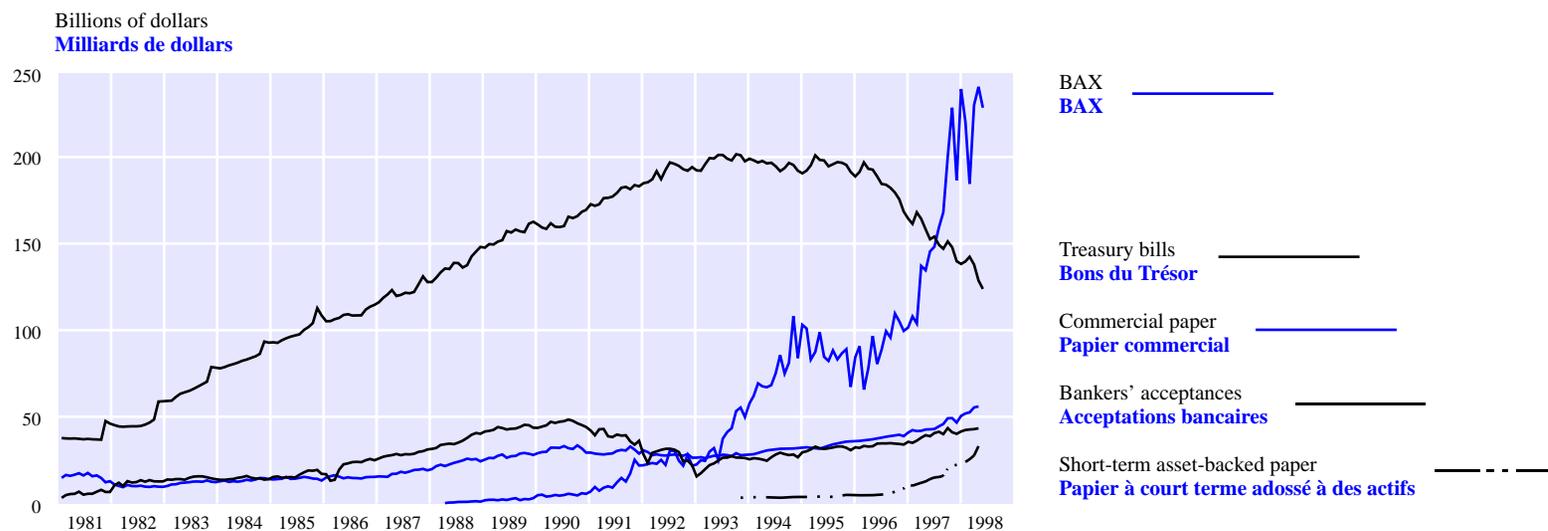


Table 1 Stock of Canadian money market instruments (millions of dollars)  
**Tableau 1 Encours des titres du marché monétaire canadien (en millions de dollars)**

	December 1990 Décembre 1990	December 1995 Décembre 1995	December 1997 Décembre 1997	March 1998 Mars 1998	
Government of Canada treasury bills	135,400	160,100	108,800	112,300	Bons du Trésor fédéraux
Bankers' acceptances	44,109	30,701	40,173	42,661	Acceptations bancaires
Commercial paper*	29,317	35,791	46,663	52,523	Papier commercial*
Short-term asset-backed paper (securitization)	0	4,838	22,320	25,470	Papier à court terme adossé à des actifs (titrisation)
<b>Total</b>	<b>208,826</b>	<b>231,430</b>	<b>217,956</b>	<b>232,954</b>	<b>Total</b>
Short-term interest rate derivatives:					Produits dérivés des taux d'intérêt à court terme :
Futures contracts on 3-month bankers' acceptances	n.a./n.d.	67,255	186,535	184,506	Contrats à terme boursiers sur acceptations bancaires à 3 mois
Forward rate agreements**	n.a./n.d.	551,000	664,000	n.a./n.d.	Accords de taux futurs**

\* Commercial paper includes short-term paper issued by finance companies and by other financial and non-financial corporations (in Canadian and foreign currencies).

\*\* Forward rate agreements shown on year-end balances of the six major Canadian banks. These amounts include contracts in foreign currencies and Eurocurrencies. Most, however, are in Canadian dollars.

\* Le papier commercial comprend le papier à court terme des sociétés de financement et le papier à court terme émis par les autres sociétés financières et non financières (en dollars canadiens et en devises).

\*\* Accords de taux futurs figurant au bilan de fin d'exercice des six grandes banques canadiennes. Les montants comprennent les accords libellés en devises et en euro-devises. La grande majorité de ces contrats sont toutefois en dollars canadiens.

Outstandings of bankers' acceptances have returned to their 1990 level, after falling to a low of \$16 billion at the beginning of 1993, while the stock of commercial paper has grown steadily. At the same time, the market for short-term asset-backed paper has expanded, and derivatives products have soared.

Since 1995, the stock of treasury bills outstanding has fallen by over 30 per cent. This decline reflects the shrinking financing requirements of the Canadian government as well as the government's strategy of reducing the vulnerability of the public debt to swings in interest rates by increasing the proportion of fixed-rate securities. Meanwhile, the proportion of federal government Canadian dollar securities issued in the form of treasury bills fell from 41 per cent in 1994 to around 26 per cent in March 1998. Chart 2 shows the distribution of these government securities.<sup>3</sup>

3. In a document entitled "Debt Management Strategy 1998-99," the federal government announced that the proportion of long-term fixed-rate debt would increase slightly to two-thirds of the total. According to the fiscal plan, the stock of treasury bills was expected to drop by 10 per cent for the fiscal year. The objective is based on total gross debt; fixed debt is defined as debt not falling due during the year (in particular, bonds with a maturity of more than one year), or on which the rate of interest will not change during the course of the year.

tandis que celui du papier commercial a affiché une croissance continue. Parallèlement, le marché du papier à court terme adossé à des actifs s'est développé et ceux des produits dérivés ont pris leur envol.

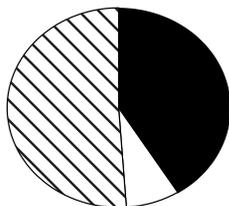
Depuis 1995, l'encours des bons du Trésor a fléchi d'environ 30%. Cette diminution tient, d'une part, à la baisse des besoins de financement du gouvernement canadien et, d'autre part, à la stratégie du gouvernement visant à réduire la sensibilité de la dette publique aux variations des taux d'intérêt par un accroissement de la proportion de titres à taux fixe. La proportion des bons du Trésor aux titres du gouvernement canadien libellés en dollars canadiens est passée de 41% en 1994 à environ 26% en mars 1998. Le Graphique 2 montre la répartition de l'ensemble de ces titres du gouvernement<sup>3</sup>.

Pendant cette période, le volume des achats et des ventes de bons du Trésor a diminué un peu plus rapidement que l'encours de ces titres (Tableau 2). En 1995, le volume moyen quotidien des transactions était d'environ 18 milliards de dollars,

3. Dans le document intitulé « Stratégie de gestion de la dette 1998-99 », le gouvernement a annoncé son intention d'accroître légèrement la part de sa dette à taux fixe pour la porter aux deux tiers du total. Il estimait, selon le plan financier, la baisse de l'encours des bons du Trésor à environ 10% pour l'exercice fiscal. L'objectif est basé sur la dette brute totale; la dette à taux fixe est définie dans ce document comme la dette qui n'arrive pas à échéance au cours de l'année (notamment les obligations ayant une échéance plus grande qu'une année) ou dont le taux ne sera pas modifié au cours de cette période.

Chart 2 Government of Canada securities denominated in Canadian dollars  
**Graphique 2 Titres en dollars canadiens du gouvernement canadien**

March 1994  
**Mars 1994**



March 1998  
**Mars 1998**

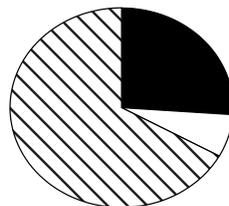


Table 2  
Tableau 2

Average daily turnover (millions of dollars)  
Volume moyen des opérations quotidiennes d'achat et de vente (en millions de dollars)

	1995 1995	1996 1996	1997 1997	1998 1998	
Government of Canada treasury bills	18,200	16,700	10,700	8,500	<b>Bons du Trésor fédéraux</b>
Bankers' acceptances	2,800	3,100	3,600	3,700	<b>Acceptations bancaires</b>
Commercial paper (including securitization)*	3,000	2,900	5,100	6,100	<b>Papier commercial (titrisation comprise)*</b>
Total	24,000	22,700	19,400	18,300	<b>Total</b>
BAX	9,270	9,548	16,423	24,400	<b>BAX</b>

\* Turnover data supplied by primary distributors of marketable government securities

\* Les données du volume d'activité proviennent des distributeurs initiaux des titres négociables du gouvernement.

During this period, the turnover of treasury bills has declined somewhat more quickly than the stock of these instruments (Table 2). Average daily turnover fell from about \$18 billion in 1995 to slightly more than \$8 billion in 1998. Thus, as the stock of these instruments declines, investors tend to hold them to maturity. Hence, the turnover in the treasury bill market, which is measured by the ratio of trading volume to outstanding stock, has fallen off sharply since 1995. As Chart 3 shows, the weekly ratio dropped from 0.54 in 1995 to 0.39 in 1998. Given the important role of treasury bills in the Canadian money market, this article examines the effects of this decline in greater detail.

In comparison with money markets in other countries, treasury bills have a unique place in the Canadian market. Table 3 shows the relative importance of major money market instruments in selected countries. It shows that treasury bills represent 50 per cent of the money market in Canada, compared with 31 per cent in the United States and 2 per cent in the United Kingdom. This reflects the financing requirements of the federal government over the last 20 years and its past tendency to meet a large portion of those requirements through short-term debt.

The distribution of treasury bills among the major categories of holders has also undergone some interesting changes in recent years (Table 4).<sup>4</sup> The share of treasury bills held by mutual funds has surged since 1993, rising from 9 per cent to 23 per cent in 1997, while holdings by individuals fell by roughly the same amount.<sup>5</sup> Individuals are now buying far fewer treasury bills directly and prefer to hold them through the simpler and less-costly medium of mutual funds. Adding to the rise in the share held by mutual funds has been the tendency of fund managers to shift their portfolios towards more liquid assets at times of greater interest rate uncertainty.

Between 1993 and 1997, chartered banks reduced their holdings of treasury bills by more than \$10 billion, although their market share has

comparativement à un peu plus de 8 milliards de dollars en 1998. On remarque qu'à mesure que l'encours de ces titres diminue, les investisseurs ont tendance à les conserver jusqu'à échéance. Ainsi, l'ampleur des opérations sur bons du Trésor, qui est mesuré par le ratio du volume des transactions à l'encours des titres, a diminué depuis 1995. Le Graphique 3 montre que le ratio hebdomadaire est passé de 0,54 en 1995 à 0,39 en 1998. Étant donné le rôle important des bons du Trésor dans le système financier canadien, les effets de cette diminution sont examinés de façon détaillée dans le présent article.

Comparativement aux marchés monétaires d'autres pays, l'importance des bons du Trésor au Canada est remarquable. Le Tableau 3 indique l'importance des principaux instruments monétaires de quelques pays. Au Canada, sur cette base de comparaison, les bons du Trésor représentent 50% du marché monétaire, contre 31% pour les États-Unis et 2% pour le Royaume-Uni. Cette situation reflète l'ampleur des besoins de fonds du gouvernement fédéral depuis plus de vingt ans et la préférence qu'il a longtemps manifestée pour le financement à court terme.

La répartition des bons du Trésor entre les principales catégories de détenteurs a subi des changements intéressants ces dernières années (Tableau 4)<sup>4</sup>. La part des bons du Trésor détenus dans les fonds communs de placement (ou fonds mutuels) a fait un bond remarquable depuis 1993, passant de 9% à 23%, tandis que celle des individus diminuait d'un montant à peu près équivalent<sup>5</sup>. Les individus achètent beaucoup moins de bons du Trésor directement et les détiennent plutôt par l'entremise des fonds communs de placement. Cette solution est en effet plus facile et moins coûteuse pour eux. La part des fonds communs de placement a aussi augmenté du fait que les gestionnaires de ces fonds accroissent leurs portefeuilles d'avoirs plus liquides dans les situations de plus grande incertitude au sujet de l'évolution des taux d'intérêt.

De 1993 à 1997, les banques à charte ont diminué leurs portefeuilles de bons du Trésor de plus de 10 milliards, mais leur part du marché est restée sensiblement la même. Devant la contraction du marché des bons du Trésor, les banques et les autres intermédiaires financiers ont réduit les avoirs qu'ils détenaient sous cette forme et

4. For more information on the distribution trends before 1994, see K. Fetting (1994).

5. The rules governing money market mutual funds limit their portfolios to short-term, high-quality instruments. See box on page 67 for more information on money market mutual funds.

4. Pour plus de renseignements sur l'évolution de la répartition avant 1994, voir Fetting, op. cit., note 2.

5. Les règlements régissant les portefeuilles des fonds communs du marché monétaire limitent le placement de ces fonds aux titres ayant une courte échéance et une bonne cote de crédit. Pour plus de renseignements sur les fonds communs de placement du marché monétaire, voir l'encadré de la page 67.

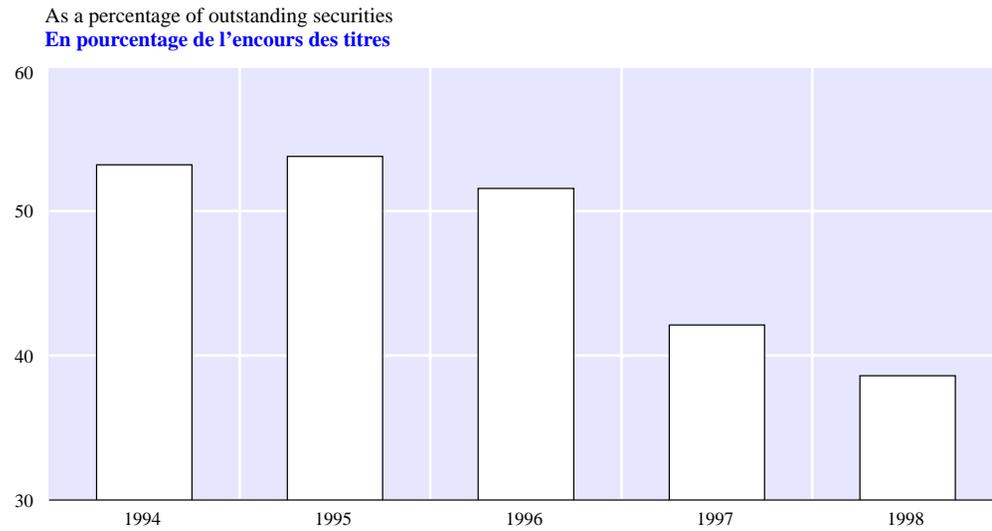


Table 3 Major money market instruments in selected industrialized countries in 1997 (billions of Canadian dollars)  
**Tableau 3** Principaux instruments du marché monétaire de quelques pays industrialisés en 1997 (en milliards de dollars canadiens)

	Total <b>Total</b>	As % of GDP <b>En % du PIB</b>	Distribution by major instruments (% of total) <b>Répartition des principaux instruments (en % du total)</b>			
			Central government securities <b>Titres du gouvernement central</b>	Commercial bank securities* <b>Titres des banques*</b>	Commercial paper** <b>Papier commercial**</b>	
Canada	218	25	50	18	32	<b>Can.</b>
United States	3,275	28	31	27	42	<b>É.-U.</b>
United Kingdom	320	17	2	91	7	<b>R.-U.</b>
France	297	15	26	50	24	<b>France</b>
Japan	698	12	21	62	18	<b>Japon</b>
Australia	179	36	8	58	34	<b>Australie</b>

\* Includes bankers' acceptances and certificates of deposit

\*\* Includes securitization

\* Y compris les acceptations bancaires et les certificats de dépôt

\*\* Titrisation comprise

	1993 1993		1995 1995		1997 1997		
	Government short-term paper* Effets à court terme du gouvernement*	Other short-term paper Autres effets à court terme	Government short-term paper* Effets à court terme du gouvernement*	Other short-term paper Autres effets à court terme	Government short-term paper* Effets à court terme du gouvernement*	Other short-term paper Autres effets à court terme	
Personal sector and non-financial corporations	32	24	26	24	31	27	Particuliers et sociétés non financières
Individuals	17	2	9	1	0	5	Individus
Mutual funds	9	10	11	8	23	13	Fonds communs de placement
Other	6	12	6	15	8	9	Autres
Public sector	13	16	17	16	16	13	Secteur public
Bank of Canada	10	0	11	0	12	0	Banque du Canada
Other agencies	3	16	6	16	4	13	Autres organismes
Financial institutions**	36	43	37	44	32	42	Institutions financières**
Banks	17	14	19	15	17	14	Banques
Non-bank financial institutions	5	11	5	12	3	8	Inst. parabancaires
Insurance companies and pension funds	10	12	9	10	8	15	Ass.-vie et caisses de retraite
Other	4	6	4	7	4	5	Autres
Non-residents	19	17	20	16	20	17	Non-résidents

\* Includes Government of Canada treasury bills and Canada Bills (treasury bills denominated in U.S. dollars)

\*\* There were a number of mergers and acquisitions among financial institutions during this period; the data may reflect these changes.

Source: Statistics Canada, *National Balance Sheet Accounts, Annual Estimates, 1997*

\* Comprend les bons du Trésor fédéraux et les bons du Canada (bons du Trésor libellés en dollars américains)

\*\* Des acquisitions d'institutions financières ont eu lieu durant cette période; les données peuvent refléter ces changements.

Source : Statistique Canada, *Comptes du bilan national, estimations annuelles 1997*.

remained roughly the same. Faced with a contracting treasury bill market, the banks and other financial intermediaries have cut back their holdings of these assets in favour of other Government of Canada securities.<sup>6</sup> Other financial institutions, particularly life insurance companies and pension funds, now hold proportionately fewer treasury bills than other types of short-term assets.

## Implications of the shrinking supply of treasury bills

Even though the sharp decline in treasury bills over the last three years has affected all segments of the money market simultaneously, for the sake of exposition, we examine the effect on each segment in turn: the treasury bill market itself, the short-term paper market, the derivatives market, and the repo market.

### *Effects on the treasury bill market*

The declining supply of treasury bills has had numerous far-reaching repercussions for this market. Since 1997, turnover volumes have been

6. As the stock of federal bonds with maturities under three years has grown, short-term bond holdings of the banks have risen from \$6 billion in 1991 to \$26 billion in 1997.

accru leurs avoirs en autres titres du gouvernement canadien<sup>6</sup>. Les autres institutions financières, notamment les sociétés d'assurance vie et les caisses de retraite, détiennent maintenant proportionnellement moins de bons du Trésor que d'autres titres à court terme.

## Incidences de la diminution de l'offre de bons du Trésor

La diminution sensible des bons du Trésor au cours des trois dernières années a influencé simultanément tous les compartiments du marché monétaire, mais, par souci de clarté, nous en examinons les incidences par marché : le marché des bons du Trésor lui-même, celui du papier à court terme, celui des produits dérivés des taux d'intérêt à court terme et celui des pensions.

### *Incidences sur le marché des bons du Trésor*

Les incidences que la réduction de l'offre de bons du Trésor a eues sur le marché de ces titres se sont manifestées à plusieurs niveaux. À partir de 1997, le volume de transactions a baissé, les écarts entre les cours acheteur et vendeur se sont accrus, l'activité sur le marché avant émission s'est affaiblie, et les écarts de rendement entre les bons du Trésor et les autres titres du marché monétaire se sont creusés.

6. Parallèlement à la hausse de l'encours des obligations fédérales à moins de trois ans, les obligations à court terme détenues par les banques ont augmenté, passant de 6 milliards de dollars en 1991 à 26 milliards en 1997.

	Maturity Échéance			
	3-month 3 mois	6-month 6 mois	12-month 12 mois	
1993-1994	1.18	1.31	1.41	1993-1994
1995-1996	1.39	1.49	1.39	1995-1996
1997-1998	1.63	1.85	1.80	1997-1998

falling, bid-offer spreads have widened, activity in the when-issued market has declined, and the yield spread between treasury bills and other money market instruments has widened.

The declining volume of transactions has led to less liquidity in this market. Generally, market liquidity is reflected in, among other things, the spreads between the best bids and offers. The more liquid the market, the narrower these spreads will be. In recent years, the spreads have increased, as shown in Table 5. For 3-month bills, the average spread has widened by 0.45 basis points between 1993-1994 and 1997-1998.

The when-issued market has also become less active.<sup>7</sup> Generally, turnover in this market in the week leading up to the auction will far exceed the volume of bills to be auctioned. From 1994 to 1996, the average when-issued turnover was five times the volume of bills tendered; by 1997, it was down to about 3.6 times; and in 1998 it had fallen to only about 2.8 times the amount tendered (Chart 4). This decline reflects the desire of some participants to limit their exposure in the when-issued market for treasury bills. When participants take a “short” position in this market, they undertake to deliver, at a future date, bills that they do not yet hold. The decline in tendered volumes has thus increased the risk that a participant may be unable to acquire at tender the bills that it must deliver. Recent changes to the issuance cycle (discussed below) seem to have revived activity in the when-issued market. But it is too soon to draw any conclusions.

The decline in stocks and liquidity thus seems to have complicated transactions for investors in the treasury bill market. Anecdotal evidence gleaned from market participants suggests that investors seeking to acquire specific maturities or to make large purchases have occasionally had difficulty in finding these instruments because of the low inventories held by the main market intermediaries (investment dealers, banks, and some non-bank financial institutions).

7. Data for this market relate to pre-tender transactions. For more information on this market, see D. G. Pugh (1992).

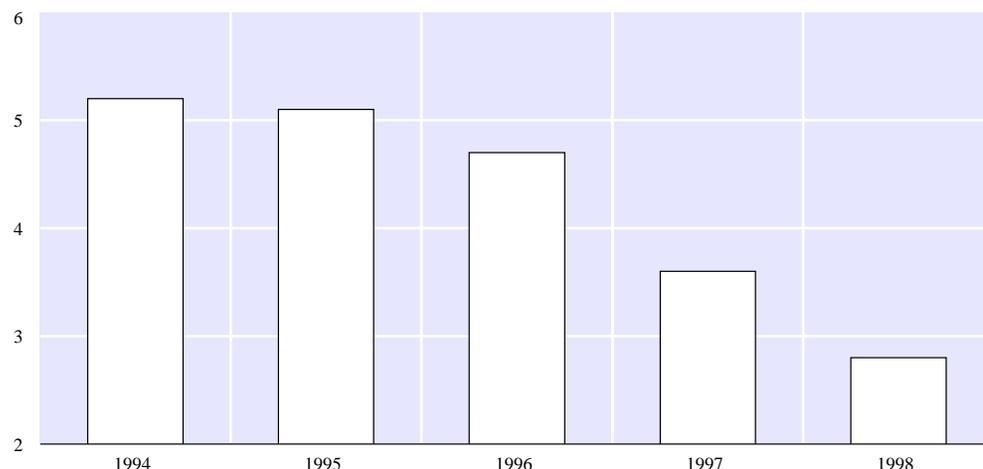
La diminution du volume des transactions s’est soldée par une baisse de la liquidité de ce marché. En général, le degré de liquidité d’un marché se reflète, entre autres, dans les écarts entre les meilleurs cours acheteur et vendeur des titres. Plus le marché est liquide, plus les écarts sont faibles. Au cours des dernières années, ces écarts se sont élargis, comme le montre le Tableau 5. Pour les bons à trois mois, l’écart moyen s’est élargi de 0,45 point de base entre les périodes 1993-1994 et 1997-1998.

L’activité sur le marché avant émission a aussi décliné<sup>7</sup>. En général, le volume hebdomadaire des transactions sur le marché avant émission surpasse largement le montant des bons à adjuger. De 1994 à 1996, le volume moyen de transactions avant émission a été d’environ cinq fois le montant des adjudications, mais en 1997 et 1998 il a été respectivement d’environ 3,6 et 2,8 fois ce montant (Graphique 4). Cette baisse traduit le désir de certains participants de limiter leurs engagements sur le marché des bons du Trésor avant émission. Lorsqu’un participant prend une position nette à découvert sur ce marché, il s’engage à livrer à une date ultérieure des bons qu’il n’a pas. La diminution des montants mis en adjudication a ainsi accru les risques que le participant ne puisse acquérir à l’adjudication les bons du Trésor qu’il doit livrer. Les modifications récentes apportées au cycle d’émission, qui sont examinées ci-après, semblent avoir ravivé l’activité sur le marché avant émission. Il est toutefois encore trop tôt pour se prononcer sur cette question.

Les réductions de l’encours et de la liquidité semblent ainsi avoir compliqué les opérations des investisseurs sur le marché des bons du Trésor. Il ressort de conversations informelles avec les participants au marché que les investisseurs intéressés à acquérir des échéances spécifiques ou des montants importants ont occasionnellement des difficultés à trouver ces titres, à cause de la baisse des stocks des principaux intermédiaires du marché (courtiers, banques et quelques institutions parabancaires).

Une autre conséquence de la diminution de l’offre des bons du Trésor est l’influence de plus en plus fréquente de « facteurs techniques » dans la détermination du prix de ces titres. Lorsque la demande pour un titre donné est très forte et qu’on ne peut y trouver de substitut adéquat ou lorsqu’un participant ou un groupe de participants exerce une influence indue sur le prix de ce titre, son rendement est

7. Les données relatives à ce marché sont celles des transactions conclues avant l’adjudication. Pour plus de renseignements sur ce marché, voir D. G. Pugh (1992).



Note: Since the mid-September 1997 change in treasury bill issuance, when-issued transactions occur over a two-week period.  
Nota : Depuis la modification, à la mi-septembre 1997, du cycle d'émission des bons du Trésor, les opérations avant émission se font sur deux semaines.

Another consequence of the decline in the supply of treasury bills is the increased frequency of “technical factors” in determining the price of these instruments. Technical factors relate to the fact that, when the demand for a given security is very strong and there is no suitable substitute, or when a participant or group of participants exerts undue influence on the price of that security, its yield will be lower than the yields for comparable instruments. The spreads between the various instruments will then be wider.

While the influence of technical factors has been prevalent for many years in the market for U.S. Treasury bills, it is a relatively new phenomenon in Canada. There has been a notable shift in the relationship between rates on bankers' acceptances and those on treasury bills, beginning in 1996.<sup>8</sup> Prior to that year, the spread between these rates averaged about 14 basis points, and it moved generally in the same direction as interest rates (Chart 5). Since then, the situation has changed. The spread has widened, as interest rates have dropped, to an average of 40 basis points between 1997 and early 1998. We cannot attribute this widening to any deterioration in bank credit risk, since the financial positions of the banks over this period have continued to improve. However, it should be noted that, since March 1998, the rate spread has narrowed to between 20 and 30 basis points.

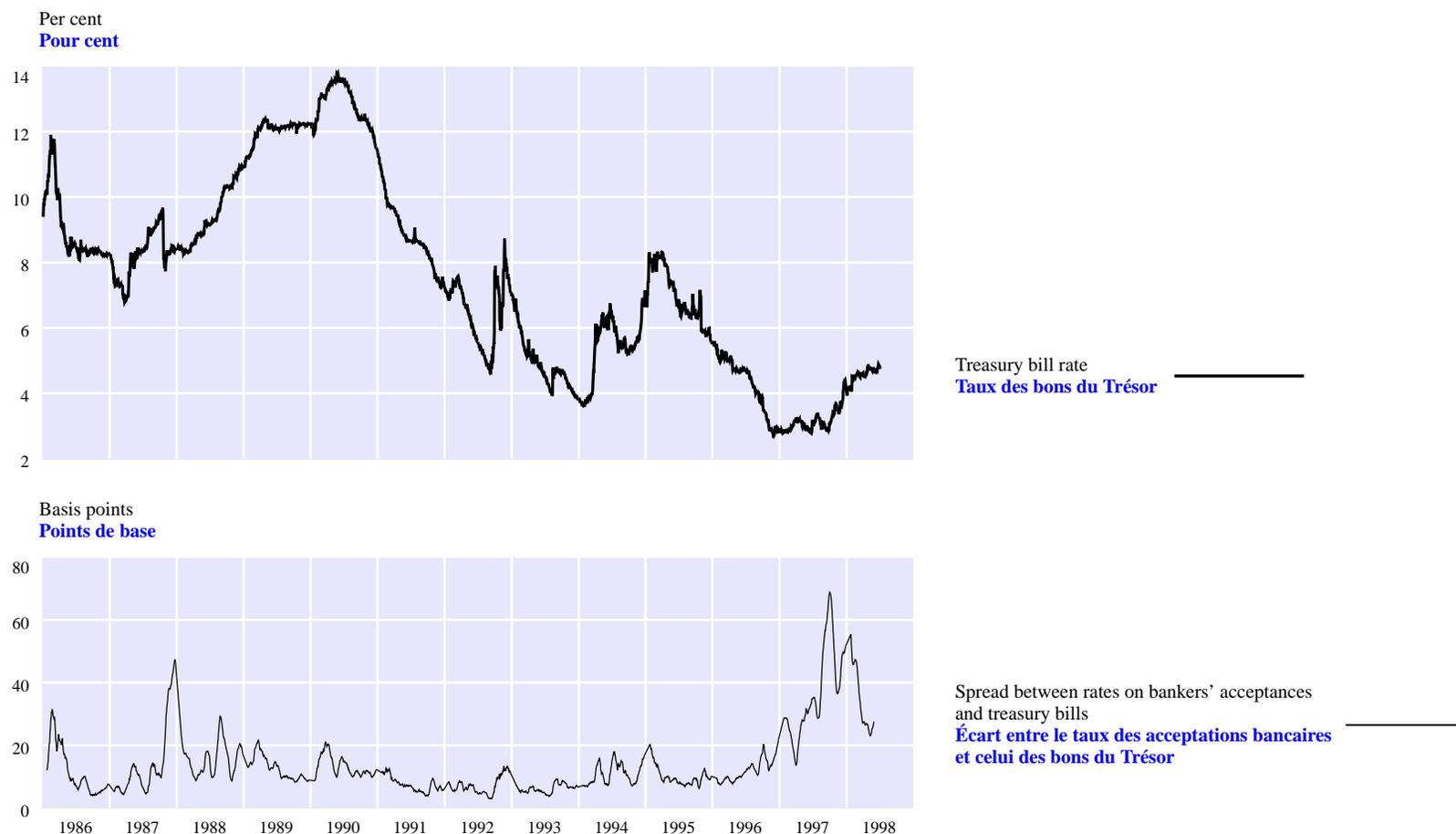
8. The rates on bankers' acceptances are used here as a proxy for interest rates on BAs and commercial paper. Rates on these instruments are tightly linked and they normally move in tandem. At the end of 1997, rates for BAs and high-quality commercial paper were essentially the same (within a few basis points).

inférieur à celui des instruments comparables, ce qu'on explique par les facteurs techniques à l'œuvre sur le marché. Les écarts entre les taux des diverses catégories de titres sont par conséquent plus grands.

Si l'influence des facteurs techniques existe sur le marché des bons du Trésor américain depuis de nombreuses années, elle est relativement nouvelle au Canada. Aussi a-t-on remarqué un changement notable dans la relation entre les taux des acceptations bancaires et ceux des bons du Trésor canadiens à partir de 1996<sup>8</sup>. Avant cette année, l'écart moyen entre ces taux était d'environ 14 points de base et variait en gros dans la même direction que les taux d'intérêt (Graphique 5). Depuis, la situation a changé. L'écart s'est agrandi dans le contexte de la baisse des taux d'intérêt pour atteindre une moyenne de 40 points de base entre 1997 et le début de 1998. On ne peut attribuer cette situation à une augmentation du risque de crédit des banques, puisque leur situation financière pour cette période a continué à s'améliorer. Il est à noter que l'écart de taux s'est rétréci pour se situer entre 20 et 30 points de base depuis mars 1998.

À l'évidence, l'élargissement de l'écart en 1997 reflète plutôt l'action de facteurs propres au marché des bons du Trésor. Certains investisseurs ont continué, pour diverses raisons, à manifester une préférence pour ces titres et ont maintenu leur demande pour ceux-ci, en dépit des changements observés sur le marché et mentionnés précédemment. Certaines catégories d'investisseurs du marché monétaire semblent disposés à renoncer à un rendement un peu plus élevé et à opter pour ce

8. Les taux des acceptations bancaires sont utilisés ici comme une approximation des taux d'intérêt des acceptations bancaires et du papier commercial. Les taux de ces titres sont étroitement liés et bougent, habituellement, conjointement. À la fin de 1997, les taux des acceptations bancaires et du papier commercial de plus haute qualité étaient les mêmes, à quelques points de base près.



In the light of available data, the widening of the spread in 1997 reflects, instead, the action of factors specific to the treasury bill market. Some investors have continued to show a preference for these instruments, and they have maintained their demand for them, despite the market shifts discussed above. Some categories of money market investors seem willing to forgo a slightly higher yield in order to invest in an instrument that has no credit risk and is more liquid than other money market instruments. For some investors, high-quality, short-term debt instruments issued by the private sector, primarily bankers'

placement sans risque de crédit et plus liquide que les autres instruments du marché monétaire. Pour certains investisseurs, les instruments de crédit à court terme de haute qualité émis par le secteur privé, notamment les acceptations bancaires et le papier commercial, peuvent ne pas représenter un substitut parfait aux bons du Trésor en termes de qualité du crédit et de liquidité du marché. De plus, la régularité et la fréquence des adjudications, ainsi que la stabilité relative de ces montants contribuent peut-être à expliquer la préférence des investisseurs pour les bons du Trésor. De même, le rétrécissement de l'écart depuis les derniers mois pourrait être attribué à de nouvelles habitudes de certains participants au marché.

acceptances and commercial paper, may not represent a perfect substitute for treasury bills in terms of credit quality and market liquidity. The regularity and frequency of auctions, as well as the relative stability of the amounts tendered, may also help to explain investors' preference for treasury bills. Similarly, the narrowing of the spread in recent months may be attributable to new habits on the part of certain market participants.

### *Effects on the short-term paper market*

The most important change that has occurred in the short-term paper market in recent years has been the remarkable increase in securitization. The stock of short-term asset-backed paper has soared from \$730 million in 1993 to more than \$25 billion in March 1998.<sup>9</sup> In 1997, the market recorded year-over-year growth of some 150 per cent. While the number of programs for issuing commercial paper remained at about 197, the number of authorized programs for issuing asset-backed paper rose from 3 to 28.<sup>10</sup>

This spectacular growth in securitization can be attributed to a number of factors, including the advantages it holds for both investors and issuers. Securitization offers investors attractive yields and high-quality instruments; it allows issuers to improve their liquidity position, enhance their credit rating, and thus obtain less-costly financing.<sup>11</sup> Despite these advantages, some investors are reluctant to hold these securities in light of their novelty, the difficulty in assessing risk, and the fact that they are imperfect substitutes for treasury bills. Assessing risk can be especially difficult when the assets of several clients are pooled.

Our focus, however, is on the influence that the decline in the supply of treasury bills has had on the rapid growth of short-term asset-backed paper. Along with the widening spreads relative to commercial paper and the recent scarcity of high-quality instruments on the Canadian money market, this decline in supply has led some former purchasers of treasury bills to turn to other money market instruments. The demand for treasury bills has, nonetheless, remained vigorous, owing to the imperfect substitutability between these instruments and competing assets, and the rigid investment policies of some institutional investors.

Since securitization can help to improve credit quality—i.e., it

### *Incidences sur le marché du papier à court terme*

Le plus important changement survenu sur le marché du papier à court terme ces dernières années a été la croissance extraordinaire des opérations de titrisation. L'encours du papier à court terme adossé à des actifs est passé d'environ 730 millions de dollars en 1993 à plus de 25 milliards de dollars en mars 1998<sup>9</sup>. En 1997, le marché a enregistré une croissance annuelle d'environ 150 %. Tandis que le nombre de programmes d'émission de papier commercial se maintenait autour de 197, le nombre de programmes autorisés d'émission de papier adossé à des actifs passait de 3 à 28<sup>10</sup>.

La progression spectaculaire de la titrisation est attribuable à nombreux facteurs. Tout en offrant aux investisseurs des rendements attrayants et une bonne cote de crédit, la titrisation permet aux émetteurs d'améliorer leur situation de liquidité et constitue une source de financement moins coûteuse, du fait même du renforcement de leur crédit<sup>11</sup>. Malgré ces avantages, certains investisseurs sont réticents face à ces titres en raison de leur nouveauté, de la difficulté d'évaluation de leur risque et du fait qu'ils soient des substituts imparfaits des bons du Trésor. L'évaluation du risque qu'ils présentent peut être particulièrement difficile dans les cas où les actifs de plusieurs clients sont mis en commun.

Il y a lieu cependant de souligner ici l'influence de la réduction de l'offre des bons du Trésor sur la forte croissance du papier à court terme adossé à des actifs. La diminution de cette offre, l'élargissement des écarts de taux par rapport au papier commercial, la rareté récente des placements de bonne qualité sur le marché monétaire canadien ont incité certains acheteurs de bons du Trésor à se tourner vers d'autres instruments du marché monétaire. Il est à noter que la demande de bons du Trésor a toutefois conservé sa vigueur à cause du caractère imparfait de la substitution entre ces titres et les titres concurrents et de la rigidité des politiques de placement de certains investisseurs institutionnels.

Comme la titrisation permet de renforcer la qualité du crédit, c'est-à-dire qu'elle permet aux émetteurs d'obtenir une cote de crédit supérieure à celle que les agences d'évaluation auraient accordée à leur papier commercial, les émetteurs de papier à court terme adossé à des actifs ont profité de la diminution de l'offre des bons du Trésor pour attirer certains investisseurs sensibles à la cote de crédit. Pour des considérations de suffisance de capital, les banques ont favorisé les opérations de titrisation. Les institutions de dépôt se sont aussi tournées vers la titrisation de prêts comme source de financement, puisque le processus de désintermédiation financière et l'affaiblissement du secteur des services financiers de détail ont accru leurs besoins

9. For further information on the practice of securitization, see C. Freedman (1987) and J. Armstrong (1997).

10. Source: DBRS Limited

11. The higher credit rating is due in part to the over-collateralization of the vehicle, the credit backing of another entity (letter of credit or line of credit), and the holding of a cash reserve.

9. Pour plus de renseignements sur la pratique de la titrisation, voir Freedman, C. (1987) et Armstrong, J. (1997).

10. Voir : Dominion Bank Rating Service Ltd.

11. L'amélioration de la cote de crédit s'explique entre autres par le surantissement du véhicule, le soutien de crédit d'une autre entité (lettre de crédit ou ligne de crédit) et le maintien d'une réserve sous forme d'encaisse.

allows issuers to obtain a better credit rating than the rating agencies would accord their commercial paper—issuers of short-term asset-backed paper have taken advantage of the drop-off in the treasury bill supply to attract investors who are sensitive to credit ratings. For capital adequacy considerations, banks have favoured securitization operations. Deposit-taking institutions have also turned to securitizing loans as a source of funding, since the process of financial disintermediation and the weakness in the retail deposit sector have increased their financing needs.<sup>12</sup> In 1997, the fastest-growing segment of the securitization market was deposit-taking institutions, where financing through securitization rose by \$12 billion.<sup>13</sup>

### *Effects on the market for short-term interest rate derivatives*

The BAX and FRA markets have evolved considerably over the last few years.<sup>14</sup> The importance of these markets has grown substantially, thanks in particular to the flexibility they offer at times of uncertainty. The technical problems linked to the decline in the supply of treasury bills have also encouraged investors to seek other instruments that allow them to take a position in the money market without exposing themselves to the risk of technical distortions in that market. The BAX market, where transactions are settled in cash, has thus grown considerably over the last two years, both in terms of open interest and the volume of activity. In 1995, there were, on average, approximately 194,000 BAX contracts totalling \$194 billion negotiated each month, and open interest stood at some \$67 billion in December 1995. In March 1998, the monthly volume was about \$450 billion, and open interest reached nearly \$185 billion. As for forward rate agreements (FRAs), amounts outstanding have risen by more than 20 per cent between 1995 and 1997.

### *Effects on repo markets*

Repo transactions as an outlet for very short-term investments have increased appreciably.<sup>15</sup> The quarterly volume of repurchase agreements involving treasury bills shot up from \$264 billion in 1995 to nearly \$1.2 trillion in the last quarter of 1997, before dropping back

de financement<sup>12</sup>. En 1997, le plus important secteur de croissance du marché de la titrisation a été celui des institutions de dépôt, dont le financement a augmenté de 12 milliards de dollars<sup>13</sup>.

### *Incidences sur les marchés des produits dérivés de taux d'intérêt à court terme*

Les marchés des BAX et des accords de taux futurs ont considérablement évolué au cours des dernières années<sup>14</sup>. L'importance de ces marchés s'est accrue considérablement à cause, notamment, de la flexibilité qu'ils peuvent apporter en période d'incertitude. Les problèmes techniques liés à la diminution de l'offre des bons du Trésor ont également incité les investisseurs à rechercher d'autres instruments de placement leur permettant de prendre une position sur le marché monétaire sans s'exposer au risque de distorsions techniques sur le marché. Le marché des BAX, où les transactions se règlent au comptant, s'est donc développé considérablement au cours des deux dernières années, à la fois en termes d'intérêt en cours et de volume d'activité. En 1995, en moyenne, quelque 194 000 contrats BAX (soit 194 milliards de dollars) étaient négociés chaque mois, et l'intérêt en cours se chiffrait à environ 67 milliards de dollars en décembre 1995. En mars 1998, le volume mensuel était d'environ 450 milliards de dollars et l'intérêt en cours atteignait près de 185 milliards de dollars. En ce qui concerne les accords de taux futurs, l'encours a augmenté de plus de 20% entre 1995 et 1997.

### *Incidences sur les marchés des opérations de pension*

Les opérations de pension comme moyen d'investissement à très court terme ont sensiblement augmenté<sup>15</sup>. Depuis 1995, le volume trimestriel des pensions sur bons du Trésor est passé d'environ 264 milliards de dollars à près de 1,2 billion de dollars au dernier trimestre de 1997, avant de retomber à 683 milliards au début de 1998. Au début de 1998, réagissant peut-être au recul continu de l'encours des bons du Trésor, le volume trimestriel a baissé après une forte hausse au trimestre précédent et a atteint un niveau comparable au niveau moyen de 1997. La part des bons du Trésor dans l'ensemble des opérations de pension a augmenté entre 1995 et 1997, par suite de l'entrée des bons du Trésor dans le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) de la Caisse canadienne de dépôt des valeurs. En raison de la demande soutenue pour ces titres et de la diminution de l'offre, le taux offert sur les pensions de bons du Trésor est inférieur à celui des opérations générales de nantissement. Le marché des pensions de bons du Trésor devrait être favorisé au cours des prochaines

12. In recent years, in a context of low interest rates, many investors have favoured mutual funds or stock markets over bank deposits or guaranteed investment certificates as a means of enhancing the yields on their assets.

13. In 1997, several deposit-taking institutions securitized assets worth more than \$1.5 billion.

14. For a fuller discussion, see N. Harvey (1996) and J.-Y. Paquette and D. Strélski (1998).

15. For further information on the repo market, see R. Morrow (1994-1995).

12. Au cours des dernières années, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, de nombreux investisseurs ont préféré les fonds communs de placement ou les placements sur les marchés boursiers aux dépôts bancaires ou aux certificats de placement garantis afin d'accroître le rendement de leurs actifs.

13. En 1997, un certain nombre d'institutions de dépôt ont titrisé des actifs d'une valeur supérieure à 1,5 milliard de dollars.

14. Pour de plus amples renseignements, voir Harvey, N. (août 1996) et Paquette, J.-Y. et D. Strélski (printemps 1998).

15. Pour plus de renseignements, voir Morrow, R. (Hiver 1994-1995)

to \$683 billion in early 1998. The share of treasury bills in total repo transactions rose between 1995 and 1997, after treasury bills were brought into the Debt Clearing Service (DCS) of the Canadian Depository for Securities (CDS). In light of the sustained demand for these instruments, at a time of shrinking supply, the rate offered on treasury bill repos is lower than that on other general collateral repos. The repo market for treasury bills should continue to grow over the coming years, as new groups of investors become familiar with the advantages of these transactions.<sup>16</sup> It should be noted that mutual funds have only a limited presence in this market, where the major participants are investment dealers, banks, trust companies, pension funds, and insurance companies. The admission of bankers' acceptances and commercial paper into the DCS, planned for the autumn of 1998, should promote the growth of repo transactions with these instruments.

### Initiatives by the Bank of Canada and the Department of Finance

The Bank of Canada and the Department of Finance have taken steps to mitigate the impact of shrinking government debt on money market operations and market liquidity. For example, the 6-month bill issuance cycle was changed in July 1996. Since that time, the initial issue of 6-month bills has been followed by a reopening of that issue at the subsequent auction. In September 1997, further changes were made to the issuance cycle for 3-, 6-, and 12-month treasury bills, after consultation with market participants. The weekly auction calendar has been replaced by a two-week cycle, which allows higher amounts to be issued at each tender. Maturity dates have been changed, as well, to ensure fungibility among issues.<sup>17</sup>

The Bank of Canada and the Department of Finance have developed new rules for participation in auctions and are consulting the financial community on this matter. The new rules are expected to come into effect in the fall of 1998. The Investment Dealers' Association is working, with the support of the Bank of Canada and the Department of Finance, to prepare a code of conduct to govern practices in the government securities market.

Finally, the Bank of Canada has restructured its portfolio of Government of Canada securities to bring it more closely into line with the government's debt structure. This change has helped to limit the market impact of the government's decision to increase the proportion

années, à mesure que de nouveaux groupes d'investisseurs se familiariseront avec les avantages de ces opérations<sup>16</sup>. Mentionnons entre autres que les fonds communs de placement participent présentement sur une base limitée à ce marché, dont les principaux participants sont les courtiers en valeurs mobilières, les institutions bancaires, les sociétés de fiducie, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance. Il est à noter que l'admission des acceptations bancaires et du papier commercial au système d'inscription en compte du SECTEM, prévue pour l'automne 1998, devrait favoriser la croissance des opérations de pension sur ces titres.

### Initiatives entreprises par la Banque du Canada et le ministère des Finances

La Banque du Canada et le ministère des Finances ont pris certaines mesures dans le but d'atténuer les incidences qu'a eues la diminution de la dette du gouvernement sur la liquidité et le fonctionnement du marché monétaire. C'est ainsi que le cycle d'émission des bons du Trésor à six mois a été modifié en juillet 1996. Depuis, l'émission initiale des bons de six mois est suivie d'une réouverture de cette émission à la prochaine adjudication régulière des bons du Trésor. En septembre 1997, de nouveaux changements ont été apportés au cycle d'émission des bons du Trésor à 3, 6 et 12 mois, après consultation des participants au marché. Le calendrier hebdomadaire des adjudications a été remplacé par un cycle de deux semaines qui permet d'adjuger des montants plus élevés à chaque séance. De plus, les échéances ont été modifiées afin d'assurer l'interchangeabilité de différentes émissions<sup>17</sup>.

La Banque du Canada et le ministère des Finances ont élaboré de nouvelles règles de participation aux adjudications après avoir tenu des discussions avec les milieux financiers sur ce sujet. Ces nouvelles règles devraient entrer en vigueur à l'automne 1998. L'Association des courtiers en valeurs mobilières est en train d'élaborer, avec le soutien de la Banque du Canada et du ministère des Finances, un code de conduite qui régira les pratiques de négociation sur le marché des titres d'État.

Enfin, la Banque du Canada a restructuré la composition de son portefeuille de titres du gouvernement canadien afin de le rendre plus conforme, en gros, à celle de la dette de l'État. Cette modification a atténué en partie l'impact qu'a eu sur le marché la décision du gouvernement d'augmenter la proportion de la dette à taux fixe par rapport à la dette à taux flottant. La Banque du Canada n'a pas besoin d'un aussi gros portefeuille de bons du Trésor qu'auparavant, puisqu'elle a moins de raisons d'intervenir sur le marché depuis que son taux d'escompte n'est plus lié au taux de bons du Trésor à trois mois. Depuis mai 1996, les avoirs de la Banque en bons du Trésor ont diminué de 7,2 milliards de dollars (soit de 35%), tandis que le portefeuille d'obligations a augmenté de 8,8 milliards de dollars (soit de 172%). La Banque reste toutefois un important détenteur de bons du Trésor. La proportion de ces

16. These transactions allow investors to increase the net yield of their portfolio, which could, to some extent, offset the relatively low rates on treasury bills.

17. For further details, see the Department of Finance press release of 5 August 1997.

16. Ces opérations permettent notamment aux investisseurs d'augmenter le rendement net de leur portefeuille, ce qui pourrait compenser dans une certaine mesure les faibles taux relatifs des bons du Trésor.

17. Pour plus de précisions, voir le communiqué de presse émis par le ministère des Finances le 5 août 1997.

of fixed-rate to floating-rate debt. Because the Bank of Canada has less need to intervene in the treasury bill market now that the Bank Rate is no longer tied to the rates on 3-month bills, it does not need to carry as large a portfolio of treasury bills as it did before. Since May 1996, the Bank's holdings of treasury bills have declined by \$7.2 billion (or about 35 per cent), while its bond portfolio has risen by \$8.8 billion (or 172 per cent). The Bank of Canada is still an important holder of treasury bills, however. The proportion of these bills held by the Bank has, in fact, increased slightly—from 10 per cent in December 1993 to 12 per cent in December 1997.

## Conclusion

The shrinking supply of treasury bills in recent years has brought about significant changes in all segments of the money market. While they remain the preferred money market instrument, treasury bills have lost the exclusive position they once had, and they now face increased competition from short-term, private sector paper, futures contracts on bankers' acceptances, and forward rate agreements. In the future, we may expect to see further reductions in treasury bill outstandings offset by increasing issues of other private sector instruments.

titres détenue par elle a même légèrement augmenté, passant de 10% à 12% entre décembre 1993 et décembre 1997.

## Conclusion

La diminution de l'offre des bons du Trésor ces dernières années s'est traduite par d'importants changements dans tous les secteurs du marché monétaire. Tout en demeurant l'instrument privilégié du marché monétaire, les bons du Trésor ont perdu leur exclusivité dans certaines opérations et affrontent maintenant la concurrence des titres à court terme du secteur privé, des contrats à terme sur acceptations bancaires et des accords de taux futurs. On peut d'ailleurs s'attendre à ce que des réductions de l'encours des bons du Trésor soient compensées à l'avenir par la hausse des émissions d'autres titres du secteur privé.

## Mutual funds

Over the last several years, mutual funds have come to occupy an important place in the Canadian money market. Treasury bills and other forms of short-term paper held by mutual funds almost doubled between 1993 and 1997, rising to more than \$41 billion. This rise reflects the growth of both money market mutual fund holdings and short-term assets held by other mutual funds.

Since 1995, holdings of money market mutual funds have risen from some \$15 billion (book value) to over \$30 billion, reaching a record of \$34 billion in April 1997. Because their rates of return follow market interest rates with a lag, these funds become particularly attractive at times of falling interest rates.<sup>1</sup> The 1995-96 drop in short-term rates produced a marked increase in money market fund holdings. The decline of holdings recorded in recent months, on the other hand, reflects a period of slightly rising short-term rates.

Mutual funds other than money market funds also hold a portion of their assets in cash or money market instruments, so that they can cover unit redemptions without having to dispose of longer-term assets. These funds may also increase their money market holdings temporarily for a variety of reasons: they may be seeking protection against financial market instability; they may expect higher yields; they may use them as a temporary investment vehicle; or they may be experiencing large cash inflows.

To qualify as a money market fund, a publicly traded mutual fund must meet certain specific standards.<sup>2</sup> The weighted average term to maturity of the portfolio must not exceed 180 days; the portfolio must consist exclusively of cash equivalents or debt instruments of at most 13 months (except for government securities, which may extend to 25 months). At least 95 per cent of the portfolio must be in securities with a minimum credit rating of A-1 on the Canadian Bond Rating Service scale, or R-1 low on the Dominion Bond Rating Service scale. Finally, at least 95 per cent of the portfolio must consist of assets in the stated currency of the fund.

We may expect to see changes in the restrictions on money market mutual funds over the next few years. Under proposals presented in 1992, the average term to maturity of the portfolio would be limited to

1. For a detailed description of the growth of mutual funds to 1993, see E. Fine and M. Zelmer (1992-1993).

2. These rules are set out in National Policy Statement Number 39, Bulletin 49, 1992, CCH Canadian Limited.

## Les fonds communs de placement

Les fonds communs de placement occupent depuis quelques années une place importante sur le marché monétaire canadien. Les bons du Trésor et les autres formes de papier à court terme détenus par ces fonds ont presque doublé entre 1993 et 1997 pour passer à plus de 41 milliards de dollars de 1993 à 1997. Cet accroissement provient de la croissance des avoirs des fonds communs de placement du marché monétaire et des actifs à court terme détenus par les autres fonds communs.

Depuis 1995, les avoirs des fonds communs du marché monétaire sont passés d'environ 15 milliards de dollars (valeur comptable) à plus de 30 milliards de dollars, et ils ont atteint un sommet de 34 milliards de dollars en avril 1997. Parce que leurs taux de rendement mettent un certain temps à s'ajuster aux taux d'intérêt pratiqués sur les marchés, ces fonds deviennent particulièrement attrayants en période de baisse de taux d'intérêt<sup>1</sup>. Le repli des taux de court terme observé en 1995-1996 a donné lieu à une progression marquée de l'encours des fonds du marché monétaire. La réduction enregistrée ces derniers mois correspond pour sa part à une période de faible augmentation des taux à court terme.

Les fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire détiennent aussi une partie de leurs avoirs sous forme d'encaisse ou de titres du marché monétaire afin, entre autres, de pouvoir faire face aux rachats de parts sans devoir se départir d'actifs de plus long terme. Ces fonds peuvent également accroître temporairement leur portefeuille d'instruments du marché monétaire pour diverses raisons : précaution en période d'instabilité des marchés financiers, anticipation d'un rendement plus élevé que celui d'autres actifs, réallocation des actifs du portefeuille (comme véhicule de placement temporaire) ou période intense de souscription de parts.

Pour être reconnu comme un fonds du marché monétaire, un fonds commun de placement offert au public doit respecter certaines normes spécifiques.<sup>2</sup> L'échéance moyenne pondérée du portefeuille ne doit pas excéder 180 jours; le portefeuille doit être constitué exclusivement de quasi-espèces ou de titres de dette à 13 mois au plus (sauf pour les titres d'État pour lesquels cette limite est de 25 mois). Au moins 95% du portefeuille doit être en titres de dette ayant au moins la cote de crédit A-1 sur l'échelle du Canadian Bond Rating Service ou la cote R-1 faible sur celle du Dominion Bond Rating Service. Enfin, le portefeuille doit comporter au moins 95% d'actifs libellés dans la devise du pays du fonds concerné.

Les restrictions applicables aux fonds communs de placement du marché

1. Pour une description détaillée de l'évolution des fonds communs de placement jusqu'en 1993, consulter l'article d'Ed Fine et de Mark Zelmer.

2. Ces normes sont définies dans l'Instruction générale n°39, au paragraphe 2.05 relatif aux pratiques en matière de placement, Commission des valeurs mobilières du Québec.

90 days, and the portfolio would have to consist exclusively of cash equivalents or securities of up to 365 days (this rule would also apply to government securities). Some changes could have the effect of mitigating the important differences that now exist between the assets held by the various money market funds. These changes could also encourage the emergence of a new type of short-term mutual fund that, in terms of risk and yield, would fall somewhere between money market funds and bond funds.

monétaire pourraient être modifiées au cours des prochaines années. Selon des propositions présentées en 1992, l'échéance moyenne du portefeuille ne pourrait pas excéder à l'avenir 90 jours, et le portefeuille devrait être constitué exclusivement de quasi-espèces ou de titres de dette de 365 jours ou moins (cette règle s'appliquerait aussi aux titres du gouvernement). Certains changements auraient pour effet d'atténuer les différences importantes qui existent actuellement entre les actifs détenus par les divers fonds du marché monétaire. Ces modifications pourraient aussi favoriser l'émergence d'un nouveau type de fonds communs de placement à court terme se situant, en termes de risque et de rendement, entre les fonds du marché monétaire et les fonds d'obligations.

## Literature cited

- Armstrong, J. 1997. "The changing business activities of banks in Canada." *Bank of Canada Review* (Spring): 11-38.
- Bank of Canada. 1987. "The market for Government of Canada treasury bills." *Bank of Canada Review* (December): 3-14.
- Department of Finance. 1997. "Government of Canada announces measures to enhance liquidity in the treasury bill market." News release, 5 August.
- \_\_\_\_\_. 1998. "Debt Management Strategy 1998-99." Ottawa, March.
- Dominion Bond Rating Service Ltd. 1998. *The Commercial Paper Market in Canada – 1997*.
- Fettig, K. 1994. "The Government of Canada treasury bill market and its role in monetary policy." *Bank of Canada Review* (Spring): 35-53.
- Findlay, P. 1984. *Consolidated Ontario Securities Act and Regulation 1997*. 26th ed. Scarborough: Carswell.
- Fine, E. and M. Zelmer. 1992-1993. "The mutual fund market in Canada." *Bank of Canada Review* (Winter): 57-69.

## Documents cités

- Armstrong, J. (1997). « L'évolution de l'activité bancaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 11-38.
- Banque du Canada (1998). « Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada*, décembre, p. 3-14.
- Commission des valeurs mobilières du Québec (1992). *Bulletin n°49*.
- Dominion Bond Rating Service Ltd. (1998). « The Commercial Paper Market in Canada - 1997 », février.
- Fettig, K. (1994). « Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien et son rôle dans la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 35-53.
- Fine, E. et M. Zelmer (1992-1993). « Le marché canadien des fonds mutuels », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 57-69.
- Freedman, C. (1987). « Quelques aspects de la titrisation », *Revue de la Banque du Canada*, janvier, p. 5-16.
- Harvey, N. (1996). « Le marché des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 19-36.

- Freedman, C. 1987. "Aspects of securitization." *Bank of Canada Review* (January): 5-16.
- Harvey, N. 1996. "The market for futures contracts on Canadian bankers' acceptances." *Bank of Canada Review* (Autumn): 19-36.
- Lundrigan, E. and S. Toll. 1997-1998. "The overnight market in Canada." *Bank of Canada Review* (Winter): 27-42.
- Morrow, R. 1994-1995. "Repo, reverse repo, and securities lending markets in Canada." *Bank of Canada Review* (Winter): 61-70.
- Paquette, J.-Y. and D. Stréliski. 1998. "The use of forward rate agreements in Canada." *Bank of Canada Review* (Spring): 57-71.
- Pugh, D. G. 1992. "The when-issued market for Government of Canada treasury bills: A technical note." *Bank of Canada Review* (November): 3-22.
- Lundrigan, E. et S. Toll (1997-1998). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 27-42.
- Ministère des finances (1997). « Le gouvernement canadien annonce des mesures pour améliorer la liquidité du marché des bons du Trésor », août.
- \_\_\_\_\_ (1998). « Stratégie de gestion de la dette 1998-99 », mars.
- Morrow, R. (1994-1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 61-70.
- Paquette, J.-Y. et D. Stréliski (1998). « L'utilisation des accords de taux futur (FRA) au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 57-71.
- Pugh, D. G. (1992). « Note technique : Le marché des bons du Trésor avant l'émission », *Revue de la Banque du Canada*, novembre, p. 3-22.

