

## The overnight market in Canada

- *The overnight market is an active forum for trading short-term funds that provides flexibility in cash management for both lenders and borrowers of funds.*
- *The market has evolved significantly from its roots in the 1950s, when day loans were provided by chartered banks to investment dealers, to the current environment, in which a broad range of participants use a variety of instruments.*
- *The Bank of Canada heavily influences the level of the overnight rate. In 1994, the Bank introduced its operating band for the overnight rate in order to provide more transparency to monetary policy actions. As a result, overnight rates have been much more stable than before, since most transactions are conducted within the limits of the band.*
- *The market will continue to evolve, with the impact of the new Large-Value Transfer System (LVTS) still to be felt.*

(Editors' note: This article presents many technical terms with which some readers may not be familiar. Definitions of these terms can be found in the glossary at the end of the article.)

## Le marché du financement à un jour au Canada

- *Le marché du financement à un jour est le marché où se négocient activement les fonds à court terme qui procurent aux prêteurs et aux emprunteurs une certaine souplesse dans la gestion de leur trésorerie.*
- *Ce marché a considérablement évolué depuis ses débuts dans les années 50, alors qu'il était essentiellement constitué de prêts à un jour accordés par les banques à charte aux courtiers en valeurs mobilières. Il accueille aujourd'hui un large éventail de participants qui échangent toute une gamme d'instruments.*
- *La Banque du Canada exerce une forte influence sur le taux du financement à un jour. En 1994, elle instaurait une fourchette opérationnelle cible pour ce taux en vue de rendre plus transparentes ses opérations de politique monétaire. Depuis, les taux à un jour ont beaucoup gagné en stabilité, car la grande majorité des opérations sont conduites à l'intérieur des limites de cette fourchette.*
- *Le marché continuera d'évoluer avec l'avènement du nouveau système de transfert des paiements de grande valeur (STPGV), dont les effets ne sont pas encore connus.*

NDLR : Le présent article renferme de nombreux termes techniques que certains lecteurs pourraient ne pas bien connaître. Ces termes sont définis dans le glossaire que l'on trouvera à la fin de l'article.

## Introduction to the market

The shortest term to maturity in the money market is the overnight market—a market in which participants with a temporary surplus or shortage of funds are able to lend or borrow until the next business day. In Canada, this market is very liquid, with an estimated \$40 to \$50 billion traded per day by a broad range of participants, including banks, investment dealers, corporations, investment funds, insurance companies, pension funds, trust companies, finance companies, and government agencies. The largest (and still increasing) proportion of transactions is conducted using overnight repos.<sup>1</sup> Foreign exchange swaps, bank deposits, and interbank deposits are also significant components of the overnight market. The importance of call loans, once the primary source of financing for investment dealers' inventories of securities, is declining rapidly.

## How the market developed

The evolution of the overnight market is summarized in Table 1. The roots of this market can be traced back to the Bank of Canada's initiatives in the early 1950s to foster the development of a money market in Canada and begin conducting monetary policy through financial markets.<sup>2</sup> In 1953, the Bank encouraged the major investment dealers (jobbers) to carry inventories of, and make markets for, Government of Canada treasury bills by providing them with access to central bank financing in the form of purchase and resale agreements (PRAs). The following year, the chartered banks, acting on a request from the Bank of Canada, agreed to provide day loans (day-to-day or

1. Further information on the repo market can be found in Morrow (1995) and Gregory (1996).

2. For more details on the history of the money market in Canada, see Watt (1976).

## Introduction au marché du financement à un jour

L'échéance la plus courte sur le marché monétaire est celle du marché du financement à un jour, qui permet aux opérateurs disposant d'un surplus temporaire de liquidités de prêter des capitaux jusqu'au jour ouvrable suivant et à ceux qui accusent un manque temporaire de fonds d'en emprunter. Au Canada, ce marché est très liquide, et on estime son volume de transactions quotidien entre 40 et 50 milliards de dollars. Ses participants sont nombreux : ce sont notamment les banques, les courtiers en valeurs mobilières, les sociétés, les sociétés de fonds de placement, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les sociétés de fiducie ou de financement et les organismes publics. La plus grande part des opérations consiste en des opérations de pension à un jour et ce segment du marché est toujours en croissance<sup>1</sup>. Les swaps de taux de change, les dépôts bancaires et les dépôts interbancaires constituent également une part importante du marché du financement à un jour. Les prêts à vue, qui constituaient auparavant la première source de financement des stocks de titres des courtiers en valeurs mobilières, sont de moins en moins utilisés.

## Historique du marché

L'évolution du marché du financement à un jour est résumée au Tableau 1. Les débuts de ce marché remontent aux années 50 : cherchant à promouvoir l'éclosion d'un marché monétaire au Canada, la Banque du Canada s'était mise alors à recourir aux marchés financiers dans la conduite de sa politique monétaire<sup>2</sup>. En 1953, la Banque a, en effet, offert un financement sous forme de prises en pension aux principaux courtiers en valeurs mobilières (agents agréés du marché monétaire) afin de les inciter à conserver des bons du Trésor du gouvernement du Canada dans leurs portefeuilles et à maintenir le marché de ces titres. L'année suivante, les banques à

1. Pour plus de renseignements sur le marché des opérations de pension, voir Morrow (1995) et Gregory (1996).

2. Pour plus de détails sur l'histoire du marché monétaire au Canada, voir Watt (1976).

Table 1 Chronological development of the overnight market  
**Tableau 1 Historique chronologique du marché du financement à un jour**

Year	Overnight funding vehicles	Instruments du marché du financement à un jour	Année
1953	Introduction of purchase and resale agreements (PRAs)	Lancement des opérations de pension	1953
1954	Day loans introduced by chartered banks	Lancement des prêts à un jour par les banques à charte	1954
1967	Introduction of "special" call loans by chartered banks	Lancement des prêts à vue « spéciaux » par les banques à charte	1967
1973	Interbank deposit market commences operation	Début des opérations du marché des dépôts interbancaires	1973
early 1970s	Emergence of overnight foreign exchange swaps	Apparition des swaps de taux de change	Début des années 70
1985	Special purchase and resale agreements (SPRAs)	Prises en pension spéciales	1985
1986	Sale and repurchase agreements (SRAs)	Cessions en pension	1986
1986	Receiver General term deposit auctions introduced	Début des adjudications des dépôts à terme du Receveur général	1986
late 1980s to early 1990s	Emergence of a repo market	Émergence du marché des pensions	Fin des années 80 - début des années 90
mid-1994	Adoption of operating band for the overnight rate by the Bank of Canada	Adoption par la Banque du Canada d'une fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour	Mi-1994

overnight financing) to jobbers within the established PRA limits. Day loans were effectively the first form of overnight financing for investment dealer inventories of Government of Canada securities. The chartered banks' willingness to engage in this activity was supported by the fact that these loans could be used to meet their secondary reserve requirements; the loans also provided the banks with an effective vehicle for adjusting their cash reserves.

As the Canadian money market expanded to include securities other than those issued by the Government of Canada, such as commercial and finance company paper and short-term securities issued by provincial entities, so did the need for more flexible financing vehicles. In 1967, the chartered banks introduced "special" call loans, which were similar to day loans but were backed by a broader range of collateral.<sup>3</sup> This new vehicle enhanced the ability of banks to manage their cash reserve positions effectively following the introduction of a reserve-averaging period in January 1969.

Interbank deposits emerged in 1973, allowing banks to transact directly with each other on a same-day basis to adjust imbalances in the distribution of reserves.<sup>4</sup> However, the growth in this segment of the overnight market was relatively slow until foreign bank subsidiaries became active participants following the introduction of the 1980 Bank Act. These institutions, most of which lacked a strong deposit base in the domestic market, relied more heavily on interbank transactions than the major domestic banks.

Through the 1970s and 1980s, more sophisticated cash-management techniques were adopted by corporations and governments as well as by the financial industry. This led to an expansion in the list of traditional counterparties. For example, investment dealers began seeking financing for their inventories from large non-bank financial institutions and major industrial corporations as well as governmental agencies. These were seeking more competitive investment instruments in order to enhance the returns on their temporary cash surpluses.<sup>5</sup> In addition, an overnight foreign exchange swap market emerged whereby Canadian dollar

3. In addition to Government of Canada treasury bills and short-term bonds, the range of collateral included commercial and finance company paper, provincial notes and treasury bills, and some other short-term securities, with the list varying from bank to bank. For additional information on the "special" call loan market, refer to Bank of Canada (1983).

4. For further information on the interbank market, see Hossfeld (1986).

5. For example, the federal government made changes to the way in which its cash balances were invested. In 1986, it took steps to reduce the net cost of holding cash balances by investing those balances determined to be in excess of its daily operating requirements in "term" deposits (typically with maturities ranging from overnight to 7 days) through an auction process. Previously, all of its cash balances had been held in demand accounts. Additional information on the management of the federal government's cash balances can be found in O'Connor et al. (1991) and Merrett et al. (1995).

charte, à la demande de la Banque du Canada, ont accepté d'accorder des prêts à vue (au jour le jour ou à un jour) aux agents agréés du marché monétaire, dans les limites établies pour les prises en pension. Ces prêts à un jour ont, en fait, été le premier instrument à un jour ayant servi à financer les stocks de titres du gouvernement du Canada détenus par les courtiers en valeurs mobilières. Les banques étaient d'autant plus encouragées à contracter ce type d'avance que celles-ci pouvaient entrer dans le calcul du montant des réserves secondaires qu'elles devaient détenir; les prêts à un jour constituaient aussi pour elles un moyen efficace d'ajustement de leurs réserves-encaisse.

Afin de permettre aux opérateurs de disposer d'instruments de financement plus souples, le marché monétaire canadien s'est ensuite étendu à des titres autres que ceux émis par le gouvernement fédéral, comme le papier commercial et le papier des sociétés de financement, ainsi que les titres à court terme émis par les provinces et leurs organismes. En 1967, les banques à charte ont créé les prêts à vue « spéciaux », lesquels étaient similaires aux prêts à un jour mais adossés à une plus vaste gamme de garanties<sup>3</sup>. Ce nouvel instrument leur a permis de mieux gérer leurs réserves-encaisse après l'introduction de la période de réserve en janvier 1969.

Les dépôts interbancaires ont fait leur apparition en 1973. Les banques pouvaient dorénavant effectuer des opérations intrajournalières directement entre elles afin d'ajuster les déséquilibres dans la répartition des réserves<sup>4</sup>. Toutefois, la croissance de ce segment du marché a été relativement lente jusqu'à l'arrivée des filiales de banques étrangères, autorisées à y participer après la révision de 1980 de la *Loi sur les banques*. Ces établissements, dont la plupart ne disposaient pas d'une base solide de dépôts sur le marché monétaire intérieur, ont eu par conséquent plus fortement recours au marché interbancaire que les grandes banques nationales.

Dans les années 70 et 80, les sociétés et les gouvernements, ainsi que le secteur financier, ont adopté des techniques de gestion de trésorerie beaucoup plus perfectionnées, de sorte que de nouveaux établissements se sont ajoutés à la liste des contreparties traditionnelles. Notamment, les courtiers en valeurs mobilières ont commencé à chercher à financer leurs stocks auprès des grandes institutions financières non bancaires, des principales sociétés industrielles et des organismes gouvernementaux. Ces derniers recherchaient des instruments de placement plus concurrentiels afin d'améliorer le rendement de leurs surplus de trésorerie temporaires<sup>5</sup>. En outre, un marché de swaps de taux de change à un jour a fait son

3. Outre les bons du Trésor et les obligations à court terme du gouvernement du Canada, on comptait parmi la nouvelle gamme de garanties le papier commercial et le papier des sociétés de financement, les billets et bons du Trésor provinciaux et certains autres titres à court terme dont la liste variait d'une banque à l'autre. Pour plus de renseignements sur les prêts à vue spéciaux, voir Banque du Canada (1983).

4. Pour plus de renseignements sur le marché interbancaire, voir Hossfeld (1986).

5. Le gouvernement fédéral, notamment, a modifié le mode de placement de ses soldes de trésorerie. En 1986, il a réduit le coût de détention net de ses soldes de trésorerie en investissant tout excédent sur ses besoins d'exploitation quotidiens dans des dépôts à « terme » (habituellement assortis d'échéances de un à sept jours) par voie d'adjudication. Auparavant, tous les soldes de trésorerie étaient détenus dans des comptes à vue. Pour plus de renseignements sur la gestion des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral, voir O'Connor et coll. (1991) et Merrett et coll. (1995).

balances could be invested (or borrowed) in foreign currency assets without incurring foreign exchange risk.

Until the late 1980s, financing in the overnight market tended to be structured using the traditional call loan format. Purchase and resale agreements were used by others in addition to the Bank of Canada, but not to a significant degree. As the 1990s dawned, however, the popularity of the repo vehicle began to increase rapidly. The main factors behind this were the commencement of operations in Canada by U.S. dealers in 1987 (repos have traditionally been the most popular instrument in the U.S. overnight market), the emergence of a broker market for repos, growing use of repos by hedge funds and other participants, the movement of Government of Canada securities into the Canadian Depository for Securities (CDS) book-entry system (bonds in 1989 and treasury bills in 1995), and a number of regulatory changes that facilitated repo transactions. Repo growth has been exponential in the 1990s; in the overnight market, the ratio of repos relative to call loans ballooned from roughly 1:1 in 1993 to 80:1 in 1996.<sup>6</sup>

### How the overnight market operates today

Most of the activity in the overnight market is concentrated in the morning, during which transactions with clients account for roughly 50 to 75 per cent of activity. Afternoon activity is usually light and dominated by transactions between the major deposit-taking institutions; these institutions typically rely on afternoon trading to make final adjustments to their settlement-balance positions before the market closes between 5 and 6 p.m. (E.T.).<sup>7</sup>

### *The activities of the major deposit-taking institutions*

Like other fixed-income markets in Canada, the most active participants in the overnight market are the major deposit-taking institutions (and their investment dealer affiliates) which act as market makers. As such, their activities are focussed on managing their own

6. In recognition of this shift, the calculation of the “overnight money market financing rate” as published by the Bank of Canada was broadened in 1996 to reflect the overnight repo arrangements of all jobbers. Previously, the measure included only non-bank jobber funding through call loans, swaps, and PRAs with the Bank of Canada.

7. Settlement balances consist of deposits held by the direct clearers at the Bank of Canada. These deposits are used to settle the daily clearing of payment items. Additional information can be found in Clinton (1991).

apparition, marché sur lequel les opérateurs pouvaient placer (ou emprunter) des fonds en dollars canadiens sous forme d’avoirs libellés en devises sans s’exposer à des risques de change.

Jusque vers la fin des années 80, le marché du financement à un jour était essentiellement fondé sur les prêts à vue traditionnels. Les prises en pension étaient utilisées par la Banque du Canada et par d’autres opérateurs, mais dans une mesure relativement faible. Toutefois, elles ont rapidement gagné en popularité au début des années 90, par suite, notamment, de l’arrivée des courtiers en valeurs mobilières américains sur le marché canadien en 1987 (les opérations de pension ont toujours été l’instrument privilégié du marché à un jour des États-Unis), de l’émergence d’un marché de courtiers pour les opérations de pension, de l’utilisation croissante de celles-ci par les fonds de couverture et d’autres participants, de l’entrée des titres du gouvernement du Canada (soit les obligations en 1989 et les bons du Trésor en 1995) dans le système d’inscription en compte de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS) et de certains changements de réglementation qui ont facilité les opérations de pension. La croissance du marché des pensions a été exponentielle dans les années 90; le ratio de ces opérations aux prêts à vue sur le marché du financement à un jour est passé de 1 contre 1 environ en 1993, à 80 contre 1 en 1996<sup>6</sup>.

### Fonctionnement actuel du marché du financement à un jour

Le marché du financement à un jour est particulièrement actif le matin, où les transactions entre les institutions de dépôt et leurs clients représentent en gros de 50 à 75 % de l’activité. En après-midi, l’activité est généralement faible et consiste en des opérations entre les grandes institutions de dépôt, qui apportent ainsi les derniers ajustements à leurs soldes de règlement avant la fermeture des marchés entre 17 h et 18 h (heure de l’Est)<sup>7</sup>.

### *Activités des principales institutions de dépôt*

Comme sur les autres marchés de titres à revenu fixe au Canada, les participants les plus actifs au marché du financement à un jour sont les principales institutions de dépôt (et leurs filiales de courtage en valeurs mobilières), qui font office de teneurs de marché. Leurs activités visent à assurer la gestion de leurs propres besoins en

6. Par suite de ce changement, le calcul du taux du financement à un jour publié par la Banque du Canada a été élargi en 1996 afin de tenir compte des opérations de pension à un jour de tous les agents agréés du marché monétaire. Auparavant, cette mesure ne concernait que les financements effectués par des agents agréés non bancaires au moyen de prêts à vue, de swaps et prises en pension avec la Banque du Canada.

7. Les soldes de règlement consistent en des dépôts tenus à la Banque du Canada par les adhérents au système interbancaire de compensation. Ces dépôts sont utilisés pour la compensation quotidienne des effets de paiement. Pour plus de renseignements, voir Clinton (1991).

short-term liquidity requirements and responding to the liquidity needs of their clients.<sup>8</sup> These institutions are usually willing to quote both buying and selling rates to their clients on a regular basis.

Given the complexity of their daily liquidity flows, these institutions usually have dedicated cash-management groups that oversee their activities in the overnight market. These groups begin operating each day before 7 a.m., evaluating expected liquidity requirements, in part by assessing projected inflows and outflows of funds from clients. The direct clearers, who are the most important members of this category of participants, must also evaluate the impact on their daily liquidity positions of the previous day's settlement of payments.<sup>9</sup>

The direct clearers, in addition to determining their own liquidity needs, forecast the expected trading range for the overnight rate each day. Various factors, including, *inter alia*, the prospect of adjustments to the operating band and the settlement of new issues of securities, are evaluated and their impact on the expected trading range for the overnight rate is determined. Also considered are early morning indications of trading activity, such as the rates quoted for overnight foreign exchange swaps and rates quoted in overseas trading for Canadian dollar overnight repos.

Once the cash-management group has evaluated its institution's liquidity requirements and has formed a view on the expected trading range for the overnight rate, the major deposit-taking institutions begin quoting bid and offer rates for overnight funds to their clients; quotations are adjusted slightly depending upon whether the institution would prefer to be a net lender or borrower of funds. For example, if an institution expects to be short of funds and/or prefers to be a net borrower, the rates that it quotes would be higher than if it expected to be in surplus and preferred to be a net lender. The cash-management group updates its institution's liquidity position on a continuous basis throughout the day as new cash-flow information becomes available. Changes to this position, in addition to changes in the prevailing market level of interest rates, are likely to cause the institution to revise the rates quoted to clients. As mentioned earlier, the bulk of trading is completed in the morning. Afternoon trade focusses on fine-tuning liquidity

liquidités à court terme et à répondre aux besoins en liquidités de leurs clients<sup>8</sup>. Ces institutions sont généralement disposées à indiquer à leurs clients des taux acheteur et vendeur sur une base régulière.

Étant donné la complexité de leurs flux de trésorerie quotidiens, ces institutions confient généralement à des groupes de gestion de trésorerie spécialisés la supervision de leurs opérations sur le marché du financement à un jour. Ces groupes commencent leurs activités chaque jour avant 7 h, essayant de prévoir les besoins en liquidités de l'institution, notamment en évaluant les entrées et sorties de fonds projetées dans les comptes des clients. Les adhérents au système de compensation, qui sont les plus importants participants dans cette catégorie, doivent également évaluer l'impact du règlement des effets de paiement de la veille sur leur position quotidienne en liquidités<sup>9</sup>.

En plus de déterminer leurs propres besoins en liquidités, les adhérents font chaque jour des prévisions sur les limites de la fourchette de négociation du taux du financement à un jour en fonction de divers facteurs; ces facteurs comprennent, entre autres, les ajustements éventuels de la fourchette opérationnelle et le règlement des nouvelles émissions de titres. Les adhérents au système de compensation tiennent compte également de la tendance qui se dessine tôt le matin sur le marché. Les indicateurs de cette tendance sont notamment les taux des swaps de taux de change à un jour et ceux des opérations de pension à un jour sur le dollar canadien conclues à l'étranger.

Après que chaque groupe de gestion de trésorerie a évalué les besoins en liquidités de son institution et s'est forgé une opinion sur la fourchette de négociation du taux du financement à un jour, les principales institutions de dépôt commencent à indiquer les taux acheteur et vendeur à leurs clients. Ces taux sont légèrement rajustés selon que l'institution préfère être prêteur ou emprunteur net. Par exemple, si celle-ci s'attend à accuser un manque de liquidités ou qu'elle préfère adopter une position d'emprunteur net, les taux qu'elle indiquera seront supérieurs à ceux qu'elle annoncerait si elle s'attendait à enregistrer un surplus et préférerait être prêteur net. Le groupe de gestion de trésorerie met à jour la position en liquidités de son institution de façon continue pendant la journée, à mesure qu'il obtient de l'information sur les flux de trésorerie. Les modifications de cette position ainsi que les fluctuations des taux d'intérêt sur le marché peuvent inciter l'institution à revoir les taux qu'elle indique à ses clients. Comme nous l'avons mentionné plus haut, la majeure partie des opérations a lieu le matin. Les opérations de l'après-midi servent à ajuster les

8. Further information on the role of major deposit-taking institutions in the overnight market can be found in Johnston (1996).

9. A report is received from the Automated Clearing and Settlement System (ACSS) each day prior to 8:30 a.m. (E.T.) that provides direct clearers with the results of the previous day's settlement of payment items. It is only after this information is released that a direct clearer knows with certainty its starting level of settlement balances for the current day.

8. Pour plus de renseignements sur le rôle des principales institutions de dépôt sur le marché du financement à un jour, voir Johnston (1996).

9. Un rapport provenant du Système automatisé de compensation et de règlement (SACR) parvient chaque jour à 8 h 30 (heure de l'Est) aux adhérents et leur indique les résultats du règlement des effets de paiement du jour précédent. Ce n'est qu'après la diffusion de cette information que l'adhérent sait exactement le niveau de départ de ses soldes de règlement pour la journée.

positions and correcting unanticipated late-day changes in funding requirements. Since the market is thin late in the day, the rates quoted are more volatile than in the morning, but are typically bounded by the limits of the Bank's operating band, as explained later on in the section that discusses the influence of the Bank of Canada.

The major deposit-taking institutions have a sophisticated understanding of the variety of products available in the overnight market and prefer to transact in the instrument where yield, depth, and diversification opportunities are most attractive. In addition, they prefer to rely on their corporate clients to obtain funding, since this helps reinforce their relationships with clients. Of note, they typically offer higher rates to their clients when borrowing from them on an unsecured basis or against less-liquid collateral. On the other hand, when seeking to invest excess liquidity, they prefer to lend funds against very liquid collateral, particularly Government of Canada treasury bills and bonds that settle on the book-based CDS system. This latter development has helped to promote the growth of the repo market involving Government of Canada securities.

The major deposit-taking institutions monitor the activities of the Bank of Canada very closely. This involves following its open market operations, including foreign exchange intervention, and ensuring that they understand the Bank's settlement-balance operations. As well, they scrutinize public statements and reports from the Bank of Canada to assess possible implications for future movements in the operating band for the overnight rate.

### *Other participants*

Other participants in the overnight market include a broad spectrum of corporations and managers of investment pools. At one extreme are those that can be characterized as *term-sensitive* because they use the overnight market mainly to invest funds to cover unanticipated demands for cash on a day-to-day basis. An example of this type of participant would be a corporation that generates excess cash from its regular business activities and invests it to match expected payment flows over its cash inflow/outflow cycle. This type of participant typically does not take a view on the future level of the overnight rate. Hence, most term-sensitive participants do not follow the Bank of Canada's daily activities in the overnight market.

At the other extreme are *interest-rate-sensitive* participants that monitor financial market developments regularly and are prepared to take positions that reflect their views on expected movements in interest rates. For example, they would use the overnight market as a temporary

positions en liquidités et à réagir aux changements imprévus des besoins de financement qui surviennent en fin de journée. Étant donné que le marché du financement à un jour est étroit en fin de journée, les taux affichés par les institutions peuvent être plus volatils qu'en matinée, mais ils restent généralement dans les limites de la fourchette opérationnelle fixées par la Banque du Canada, comme on le verra plus loin dans la section consacrée à l'influence qu'exerce cette dernière.

Les grandes institutions de dépôt ont une connaissance approfondie des produits offerts sur le marché du financement à un jour et préfèrent effectuer des opérations sur les instruments pour lesquels les possibilités de rendement et de diversification ainsi que la profondeur du marché sont les meilleures. Elles préfèrent par ailleurs recourir aux sociétés clientes pour obtenir du financement, puisque cela permet de renforcer leurs relations avec elles. Il convient de souligner qu'elles offrent généralement des taux plus élevés à leurs clients lorsqu'elles contractent auprès d'eux des emprunts sans garantie ou contre des garanties moins liquides. En revanche, lorsqu'elles cherchent à investir des liquidités excédentaires, elles préfèrent accorder des prêts nantis par des avoirs très liquides, particulièrement des bons du Trésor ou des obligations du gouvernement du Canada dont le règlement passe par le système d'inscription en compte de la CDS. Cette préférence a favorisé la croissance du marché des opérations de pension portant sur des titres du gouvernement du Canada.

Les grandes institutions de dépôt suivent de très près les activités de la Banque du Canada. Elles s'assurent notamment de bien comprendre les interventions sur les soldes de règlement qu'effectue cette dernière et de suivre ses opérations d'open market, y compris sur le marché des changes. Elles examinent par ailleurs tous les rapports et tous les énoncés publics de la Banque du Canada afin d'en évaluer les implications possibles sur l'évolution future de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour.

### *Autres participants*

Les autres participants au marché du financement à un jour comprennent un large éventail de sociétés et de gestionnaires de portefeuilles. À un extrême de cet éventail se trouvent les participants que l'on peut qualifier de *sensibles aux échéances*, car ils utilisent le marché du financement à un jour essentiellement pour investir des fonds au jour le jour en cas de besoins imprévus de liquidités. Ce sont, par exemple, des sociétés qui dégagent des excédents de liquidités de leurs opérations régulières et qui les investissent en prévision des paiements attendus excédant les mouvements de trésorerie. Les participants sensibles aux échéances ne se préoccupent généralement pas du niveau futur des taux à un jour et n'ont donc pas tendance à suivre de près les activités quotidiennes de la Banque du Canada sur le marché du financement à jour.

À l'autre extrême de l'éventail se trouvent les participants *sensibles aux taux d'intérêt*, qui suivent régulièrement la situation des marchés des capitaux et prennent des positions reflétant leurs attentes en matière d'évolution des taux d'intérêt. Ces participants ont, par exemple, recours au marché du financement à un jour pour placer

safe-haven for a portion of their investment portfolios until market conditions are considered to be more conducive to investments in the equity or bond market. Examples of this type of participant could include: mutual funds, pension funds, government agencies, and insurance companies.

Most fall somewhere in between these two extremes. Thus, while they might typically be term-sensitive, they are willing, in various degrees, to consider adjusting the terms of their investments when they believe there is an especially attractive opportunity to profit from expected movements in interest rates. For example, if a move in Canadian interest rates is anticipated to be imminent, management of overnight balances can become more interest-rate-sensitive. At this point, some participants will closely monitor the overnight market and either augment their position in that market or switch funds from the overnight market into longer-term investments, depending upon which action is consistent with their market view.

These participants do not typically have employees that are solely dedicated to the investment of funds in the overnight market. Instead, an employee with other treasury responsibilities might have the residual task of managing excess cash balances. As a result, these participants tend to prefer investment instruments, such as repos, that are standardized and hence require minimal processing time. As at the major deposit-taking institutions, these participants' activities in the overnight market begin early in the morning when their staff determine their net daily cash position. Based on this information and their projected cash requirements over the next several days, a decision is taken regarding the appropriate terms to maturity for their investments of excess cash balances or their borrowing needs. Around 9 a.m., the major deposit-taking institutions begin canvassing other participants, indicating the interest rates and terms at which they are willing to borrow and lend funds. After receiving this information from one or more institutions, a participant will decide where to invest or borrow based on its approved investment list.<sup>10</sup> Overnight repos are growing in popularity, overshadowing call loans on most participants' lists of investments. Their transactions are largely completed before 11 a.m. when the market is most liquid.

Participants who are more interest-rate-sensitive may monitor monetary policy developments and are likely to position their activity in the overnight market to take advantage of changes they expect in the

temporairement une partie de leur portefeuille jusqu'à ce que les conditions des marchés financiers soient plus favorables à des placements en actions ou en obligations. Ce sont généralement des sociétés de fonds mutuels, des caisses de retraite, des organismes gouvernementaux et des compagnies d'assurances.

La plupart des autres participants se situent entre ces deux extrêmes. Ainsi, bien qu'ils soient habituellement sensibles aux échéances, ils sont disposés, à des degrés divers, à envisager un ajustement des échéances de leurs placements lorsqu'ils pensent pouvoir tirer parti d'une évolution favorable des taux d'intérêt. Par exemple, si un mouvement des taux d'intérêt canadiens paraît imminent, la gestion quotidienne des soldes peut devenir un peu plus sensible aux taux d'intérêt. Certains opérateurs commenceront alors à suivre de près le marché du financement à un jour afin soit d'augmenter leur position sur ce marché, soit de réorienter leurs capitaux vers des placements à plus long terme, selon leur point de vue sur l'évolution du marché.

Les autres participants au marché du financement à un jour n'ont généralement pas d'employés qui se consacrent uniquement aux placements sur ce marché. Il incombe donc à des personnes ayant d'autres responsabilités de gestion de trésorerie de gérer les soldes de liquidités excédentaires. C'est pourquoi ces participants préfèrent généralement les instruments de placement comme les opérations de pension, qui sont standardisées et requièrent par conséquent un temps de traitement minime. Comme dans les principales institutions de dépôt, les activités de ces participants sur le marché du financement à un jour commencent tôt le matin, lorsque le personnel détermine la position nette en liquidités. L'échéance appropriée pour le placement des soldes excédentaires ou les emprunts nécessaires est déterminée en fonction de cette information et des besoins en trésorerie projetés pour les jours à venir. Vers 9 h, les principales institutions de dépôt commencent à solliciter les autres participants en indiquant les taux d'intérêt et les échéances auxquels elles sont prêtes à emprunter ou à prêter des capitaux. Après avoir reçu cette information d'une ou de plusieurs institutions, le participant décide où il veut investir ou emprunter selon sa liste de placements autorisés<sup>10</sup>. Les opérations de pension à un jour gagnent en popularité, dépassant les prêts à vue sur les listes de placements de la plupart des participants. Ces derniers concluent la majeure partie de leurs opérations avant 11 h, période où le marché est le plus liquide.

Les participants plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt auront tendance à suivre la politique monétaire et à prendre des positions qui leur permettront de tirer parti de la variation escomptée de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour établie par la Banque du Canada. Quoi qu'il en soit, l'introduction de cette fourchette opérationnelle a rendu les taux à un jour plus stables quotidiennement, réduisant ainsi l'incertitude quant au niveau de ces taux à une date donnée.

10. Most firms have lists of acceptable investments, based on internal or external constraints. For example, *National Policy No. 39* [Canadian Securities Law Reports: Section 2.05 Investment Practices (8)] places restrictions on the ability of mutual funds to enter into repo agreements.

10. La plupart des sociétés ont une liste de placements autorisés établie à partir de contraintes internes et externes. Mentionnons, entre autres, l'*Instruction générale n° 39* [Organismes de placement collectif, article 2.05, Pratiques de placement (8)] qui impose aux sociétés de fonds mutuels des restrictions quant à leur participation aux opérations de pension.

Bank's operating band for the overnight rate. However, the introduction of the operating band has resulted in more stable overnight rates on a day-to-day basis, which has reduced uncertainty regarding the level of the overnight rate on any given day.

## The influence of the Bank of Canada

The determination of the level of interest rates in the overnight market has always been closely linked to the Bank of Canada's monetary policy operations, but never so clearly and distinctly as in recent years (Table 2).

The management of settlement balances (cash setting)—i.e., increasing or decreasing the amount of balances supplied to the direct clearers relative to the amount demanded—is currently the primary tool used to implement monetary policy in Canada.<sup>11</sup> Prior to 1994, this was supplemented by open market operations to affect interest rates further out the yield curve, primarily the 3-month treasury bill rate because of its link to the Bank Rate.<sup>12</sup>

11. More information on the management of settlement balances can be found in Clinton (1991).

12. In March 1980, the Bank Rate, the minimum rate at which the Bank extended advances to direct clearers and at which PRA lines were extended to dealers, was floated at 25 basis points above the weekly 3-month treasury bill tender average. The impact of funds advanced at Bank Rate on the overnight rate was less important than changes in the level of settlement balances, since the supply of funds provided by the Bank to the market through these channels was marginal; direct clearers were discouraged from borrowing from the Bank of Canada, and dealers' financing needs far exceeded their PRA limits at the Bank.

## Influence de la Banque du Canada

Le niveau du taux du financement à un jour a toujours été étroitement lié aux mesures de politique monétaire de la Banque du Canada, mais jamais aussi clairement qu'au cours des dernières années (Tableau 2).

La gestion des soldes de règlement (régulation des encaisses) — c'est-à-dire l'accroissement ou la diminution du montant des fonds mis à la disposition des adhérents au système interbancaire de compensation par rapport aux montants demandés constitue, à l'heure actuelle, l'outil principal de mise en œuvre de la politique monétaire au Canada<sup>11</sup>. Avant 1994, cette méthode était complétée par des opérations d'open market visant à influencer sur les taux d'intérêt d'instruments dont l'échéance est un peu plus longue, essentiellement les bons du Trésor à trois mois, du fait de leur lien avec le taux d'escompte<sup>12</sup>.

Au milieu des années 80, la Banque s'est dotée de nouveaux outils dans le but de mieux gérer les soldes de règlement pour obtenir l'effet désiré sur le taux du financement à un jour et de composer avec des facteurs techniques tels que les fins de mois, les fins d'exercice ou les mercredis « soumis aux réserves », qui occasionnaient souvent des pressions temporaires indésirables, à la hausse ou à la baisse, sur le taux

11. Pour plus de renseignements sur la gestion des soldes de règlement, voir Clinton (1991).

12. En mars 1980, le taux d'escompte, taux minimum auquel la Banque accordait des avances aux adhérents et auquel les prises en pension étaient accordées aux courtiers, a été fixé à 25 points de base au-dessus du taux moyen obtenu à l'adjudication hebdomadaire des bons du Trésor à trois mois. L'incidence des fonds prêtés au taux d'escompte sur le taux du financement à un jour était alors moindre que celle des variations des soldes de règlement, car la Banque injectait peu de fonds sur le marché de cette façon. Les adhérents étaient dissuadés d'emprunter auprès de la Banque du Canada, et les besoins de financement des courtiers en valeurs excédaient de loin le montant limite des prises en pension qu'ils pouvaient conclure avec la Banque.

Table 2 Evolution of Bank of Canada operating procedures  
Tableau 2 Évolution des méthodes opérationnelles de la Banque du Canada

Date	Changes in policy implementation	Méthode d'établissement du taux d'escompte	Date
Pre-November 1956 and June 1962 to March 1980	Bank Rate set at discretion of the Bank of Canada	Taux d'escompte établi à la discrétion de la Banque du Canada	Avant novembre 1956 et de juin 1962 à mars 1980
November 1956 to June 1962 and March 1980 to February 1996	Bank Rate set at 3-month treasury bill rate + 25 basis points	Taux d'escompte égal au taux des bons du Trésor à 3 mois plus 25 points de base	De novembre 1956 à juin 1962 et de mars 1980 à février 1996
November 1991 to June 1992	Operating procedures change in anticipation of the removal of statutory reserve requirements	Changement des méthodes d'intervention en prévision de l'élimination des réserves obligatoires	De novembre 1991 à juin 1992
June 1992 to June 1994	Phase-out of statutory reserves	Élimination graduelle des réserves obligatoires	De juin 1992 à juin 1994
Middle of 1994	Introduction of a 50-basis-point operating band for the overnight rate	Introduction d'une fourchette d'une amplitude de 50 points de base pour le taux du financement à un jour	Mi-1994
February 1996	Bank Rate set at the upper limit of the operating band	Le taux d'escompte est fixé au niveau de la limite supérieure de la fourchette opérationnelle	Février 1996
1998	Planned introduction of the Large-Value Transfer System (LVTS)	Introduction prévue du Système de transfert des paiements de grande valeur	1998

The Bank introduced additional tools in the mid-1980s in order to support the management of settlement balances in achieving the desired impact on the overnight rate and to deal with technical factors, such as month-ends or fiscal year-ends or “reservable” Wednesdays, which often led to undesired transitory tightness or ease in the overnight rate.<sup>13</sup> In 1985, the Bank introduced Special Purchase and Resale Agreements (SPRAs) as a tool to relieve undesired upward pressure on overnight financing rates. On occasion, they were also used to indicate a desired ceiling on overnight rates. Similarly, Sale and Repurchase Agreements (SRAs) were introduced in 1986 to alleviate undesired downward pressure on overnight rates and, on occasion, to indicate a preferred floor. The interest rate at which the Bank intervened with these tools was set at the discretion of the Bank (unlike regular purchase and resale agreements); any change in the offering level was taken as a strong indication to the market of whether or not the Bank was satisfied with the direction or speed of movement in the overnight rate and the 3-month treasury bill rate. Since the overnight rate was used in this period to influence the 3-month treasury bill rate, it was often quite volatile.

In 1991, the Bank introduced a new framework for implementing monetary policy, one that would apply through the phase-out, and eventual elimination, of statutory reserve requirements.<sup>14</sup> A significant change in this framework was the removal of the implicit discouragement against borrowing by a direct clearer from the Bank of Canada and the introduction of cost incentives to encourage more timely response to changes in the level of settlement balances. These cost incentives removed the asymmetry that had previously existed, whereby the opportunity cost for a direct clearer of carrying positive balances in its account with the Bank of Canada was more than the cost of obtaining an advance to cover unexpected clearing losses. The new framework was effective, since the introduction of symmetric cost incentives encouraged a more immediate response to the Bank’s cash setting.<sup>15</sup>

Because the overnight rate is the interest rate over which the Bank of Canada has the most influence, and because the Bank wanted to provide

du financement à un jour<sup>13</sup>. En 1985, la Banque a lancé les prises en pension spéciales afin de réduire les pressions à la hausse indues sur les taux à un jour. Ces prises en pension spéciales étaient également utilisées à l’occasion pour signaler le plafond désiré pour ces mêmes taux. De même, les cessions en pension ont été lancées en 1986 pour atténuer les pressions à la baisse non souhaitées et pour indiquer, à certaines occasions, le plancher désiré. Le taux d’intérêt auquel la Banque intervenait à l’aide de ces outils était établi à sa discrétion (contrairement aux opérations de prises en pension normales). Toute variation des taux offerts était considérée comme une indication de la satisfaction ou de l’insatisfaction de la Banque à l’égard de l’orientation ou du rythme de la variation des taux du financement à un jour et de ceux des bons du Trésor à trois mois. Comme à cette époque le taux à un jour était utilisé pour influencer le taux des bons du Trésor à trois mois, il était souvent très volatil.

En 1991, la Banque a adopté un nouveau cadre de mise en œuvre de sa politique monétaire, lequel allait entrer en vigueur pendant l’élimination graduelle des réserves obligatoires<sup>14</sup>. L’un des principaux changements a été la levée des modalités qui, implicitement, dissuadaient les adhérents d’emprunter auprès de la Banque du Canada et l’introduction d’un incitatif financier visant à susciter une réaction plus rapide aux variations du niveau des soldes de règlement. Un tel incitatif a fait disparaître le déséquilibre attribuable au fait que, pour les adhérents, le coût d’opportunité associé à la détention de soldes positifs dans leur compte à la Banque était supérieur au coût d’une avance pour couvrir les pertes imprévues lors de la compensation. Le nouveau cadre s’est avéré efficace, les incitatifs symétriques ayant encouragé une réaction plus immédiate aux opérations de gestion des soldes de règlement de la Banque<sup>15</sup>.

Étant donné que le taux du financement à un jour est celui sur lequel la Banque du Canada a le plus d’influence, et comme cette dernière souhaitait rendre ses mesures de politique monétaire plus transparentes, elle s’est dotée au milieu de 1994 d’une fourchette opérationnelle d’une amplitude de 50 points de base, son but étant de maintenir le taux du financement à un jour à l’intérieur d’une fourchette compatible avec les conditions monétaires globales recherchées. La Banque offre donc des prises en pension spéciales et des cessions en pension pour déterminer les limites de cette fourchette ou pour en annoncer la modification. En concentrant son attention sur les taux à un jour au lieu du taux des bons du Trésor à trois mois, la Banque a pu intervenir moins fréquemment sur le marché des bons du Trésor (la dernière

13. The impact of the Bank’s management of settlement balances and the effect of technical factors on the overnight rate is discussed in more detail in Farahmand (1996).

14. See Bank of Canada (1991).

15. Although direct clearers with surplus amounts of settlement balances tend to put downward pressure on the overnight rate (and vice-versa), the cash setting enables the Bank to control the overall supply of settlement balances available to direct clearers and, hence, to heavily influence the level of the overnight rate.

13. L’effet de la gestion des soldes de règlement et celui des facteurs techniques sur le taux du financement à un jour sont traités de façon plus approfondie dans Farahmand (1996).

14. Voir Banque du Canada (1991).

15. Bien que les adhérents détenant des soldes de règlement excédentaires aient tendance à faire pression à la baisse sur le taux du financement à un jour (ou l’inverse s’ils accusent un manque), la régulation des encaisses permet à la Banque de contrôler le niveau global des soldes de règlement dont disposent les adhérents et d’exercer ainsi une forte influence sur le taux du financement à un jour.

more transparency to monetary policy actions, the Bank introduced a 50-basis-point operating band for the overnight rate in mid-1994. The Bank's objective is to keep the overnight rate at a level within an operating band that is consistent with its objective for overall monetary conditions. The Bank offers SPRAs or SRAs to set the limits to the band and to announce changes in the band. With the shift in the focus from the 3-month treasury bill rate to the overnight rate, the Bank intervenes less frequently in the treasury bill market (the last intervention occurred in July 1995) and these rates now fluctuate mainly in response to market conditions. In February 1996, the Bank announced in a press release that henceforth the Bank Rate would be set at the upper end of the operating band in order to provide more clarity with respect to its monetary policy intentions. Despite these changes, the management of settlement balances continues to play a role, albeit a reduced role, in the implementation of monetary policy, by ensuring that the overnight rate normally fluctuates around the midpoint of the operating band.

As can be seen in Charts 1 through 3, the clearer focus of monetary policy actions on the overnight rate has translated into a much more stable overnight rate, both on an intraday basis and over extended periods of time.

## Looking ahead

The Canadian overnight market has evolved significantly from its roots in the 1950s when the financing of dealer inventories and bank reserve adjustments through day and call loans accounted for the whole market. Dealer inventory financing now accounts for only 10 to 15 per cent of the overnight market, and repos have become the main trading vehicle. The evolutionary process is expected to continue, and in fact, the globalization of financial markets brings new participants from around the world, such as hedge funds, to the Canadian overnight market on an ongoing basis.

One significant change on the horizon is the scheduled implementation of the LVTS in 1998. In this new environment, the Bank of Canada will make additional changes to its operations in the overnight market.<sup>16</sup> The overnight rate will continue to be constrained by a 50-basis-point-wide operating band; however, the limits will be enforced by standing deposit and overdraft facilities at the Bank of Canada for the direct participants (financial institutions whose LVTS

intervention date de juillet 1995), qui évolue maintenant principalement en fonction de la conjoncture. Enfin, en février 1996, la Banque a annoncé par voie de communiqué de presse que le taux d'escompte correspondrait dorénavant à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle, et ce, afin de signaler plus clairement ses intentions concernant l'orientation de la politique monétaire. Malgré ces changements, la gestion des soldes de règlement continue de jouer un rôle, même s'il a moins d'importance, dans l'application de la politique monétaire puisqu'elle permet d'assurer que le taux du financement à un jour fluctue habituellement autour du point médian de cette fourchette opérationnelle.

Comme on peut le voir dans les Graphiques 1 à 3, le rôle plus décisif du taux du financement à un jour dans la mise en oeuvre de la politique monétaire a entraîné une stabilisation de ce taux, tant au cours d'une même journée qu'en longue période.

## L'avenir

Le marché canadien du financement à un jour a considérablement évolué depuis ses origines dans les années 50, les opérations qui s'y déroulaient alors se limitant au financement des portefeuilles des courtiers en valeurs mobilières et aux ajustements des réserves bancaires à l'aide de prêts à vue et de prêts à un jour. Le financement des portefeuilles des courtiers en valeurs mobilières ne constitue plus aujourd'hui qu'entre 10 et 15 % du marché, et les opérations de pension sont devenues le principal instrument négocié. L'évolution devrait se poursuivre et, de fait, la mondialisation des marchés de capitaux amène continuellement, sur le marché canadien du financement à un jour, de nouveaux participants venus de partout dans le monde, tels que les fonds de couverture.

L'avènement du système de transfert des paiements de grande valeur (STPGV), en 1998, marquera un tournant et entraînera de nouvelles modifications à la façon dont la Banque du Canada mène ses opérations sur le marché du financement à un jour<sup>16</sup>. Le taux du financement continuera d'être maintenu à l'intérieur de la fourchette opérationnelle de 50 points de base, mais les limites de cette fourchette dépendront des taux des facilités permanentes de la Banque du Canada applicables aux dépôts et aux découverts des participants directs (soit les institutions financières dont le solde résultant des transferts traités par le STPGV est réglé directement dans leur compte auprès de la Banque) plutôt que des taux des prises en pension spéciales et des cessions en pension. En outre, la Banque entend déterminer un taux cible à l'intérieur de la fourchette, lequel sera annoncé explicitement par des opérations de vente à réméré. La gestion des soldes de règlement ne servira plus qu'à neutraliser l'effet des flux des paiements du secteur public dans le système financier. La fourchette opérationnelle s'appliquant aux soldes de compensation des effets ne transitant pas

16. Further information on the implementation of monetary policy in an LVTS environment can be found in Bank of Canada (1996).

16. Pour plus de renseignements sur la mise en oeuvre de la politique monétaire dans le cadre du système de transfert des paiements de grande valeur, voir Banque du Canada (1996).

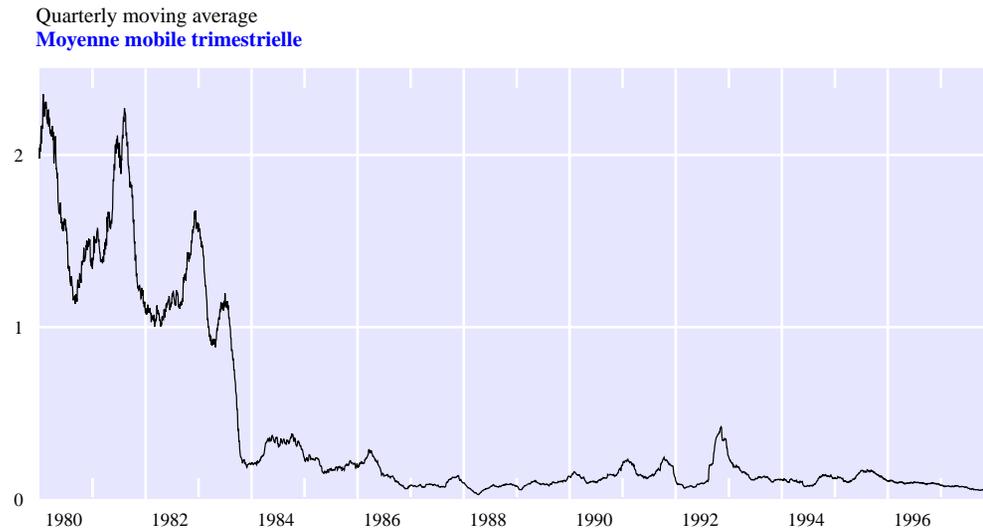
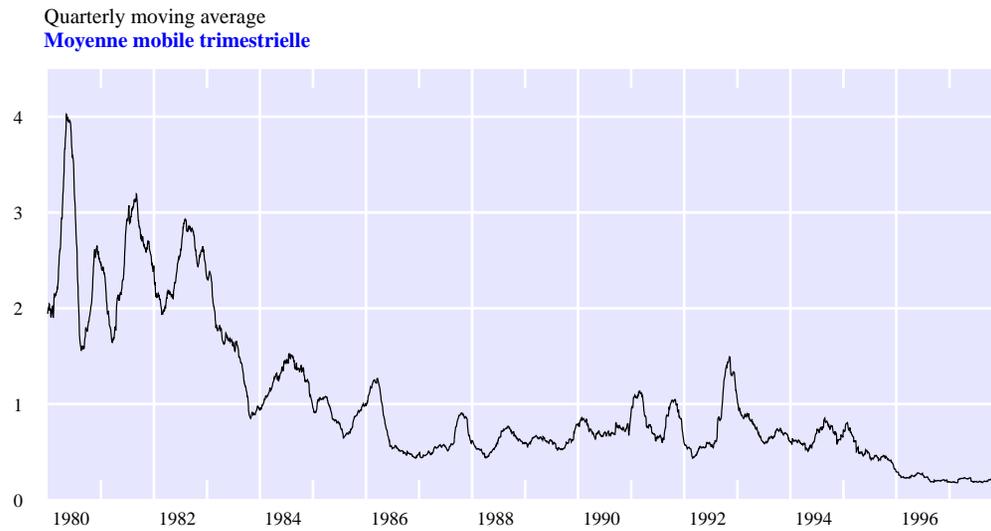
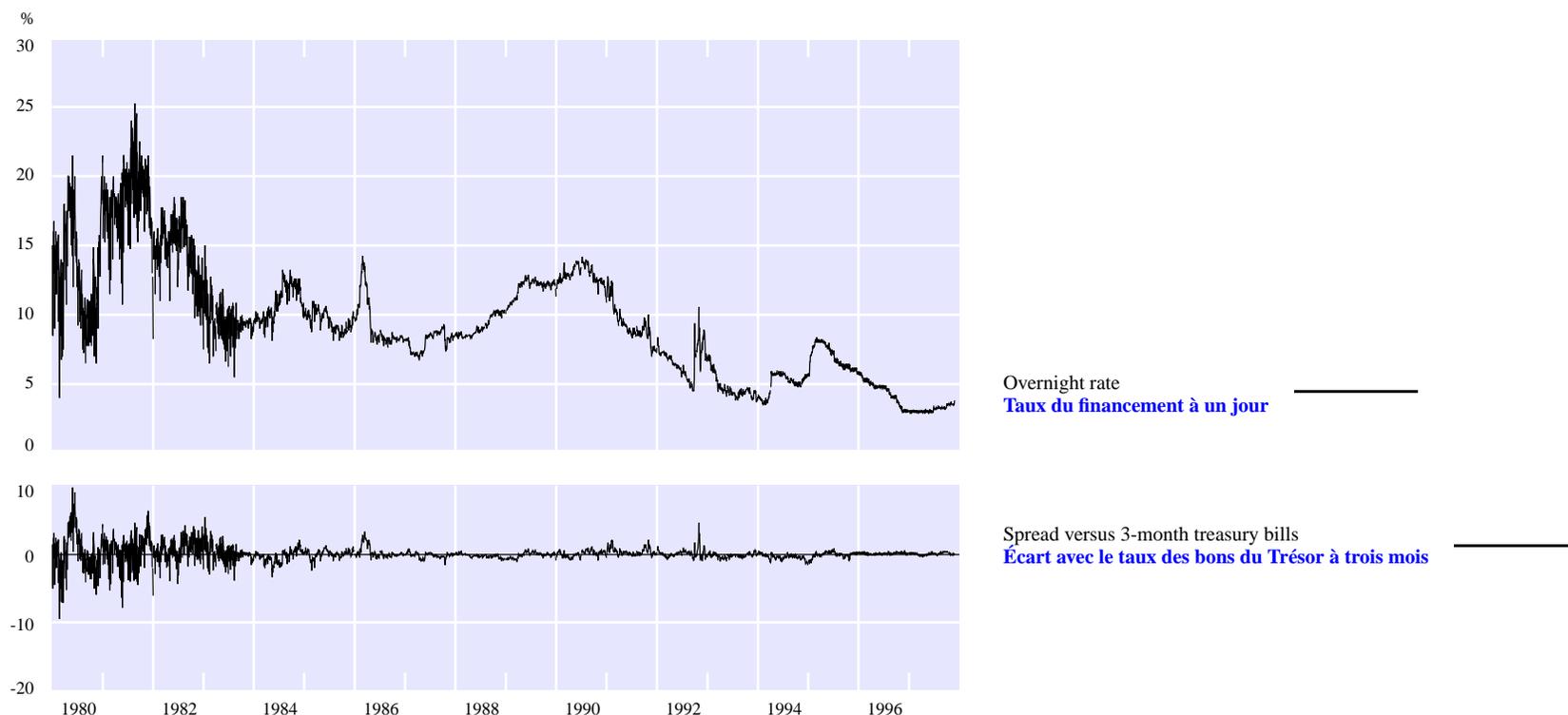


Chart 2 Intraday spread between the high and low overnight rate  
**Graphique 2 Écart quotidien entre le niveau le plus haut et le plus bas du taux du financement à un jour**





balances settle directly through their accounts at the Bank) rather than through SPRA and SRA operations. In addition, the Bank plans to announce a target rate within the band explicitly through buyback operations. The cash setting itself will be used only to neutralize the effects of public sector flows on the financial system. Those balances that result from non-LVTS (paper) clearings will be subject to a wider band (Bank Rate plus 250 basis points for overdrafts and Bank Rate less 300 basis points for deposits), although the midpoint of the band will be the same.

The way in which overnight trading will develop in response to the LVTS is not totally clear. One thing is certain, however, the trading day will be extended. Payments involving clients will occur until 6 p.m. (E.T.) and those between direct participants until 6:30 p.m. (to give them an opportunity to minimize their LVTS deficits and surpluses before accessing the Bank of Canada's standing facilities). In addition, the wider band on paper clearings could mean that rates on overnight transactions involving paper items would vary over a wider range than those that settle through the LVTS.

par le STPGV, comme les effets de papier, sera plus large (le taux des prêts pour découvert correspondra au taux d'escompte majoré de 250 points de base et celui des dépôts au taux d'escompte moins 300 points de base), mais le point médian de la fourchette sera identique.

L'incidence du système de transfert des paiements de grande valeur sur l'évolution des opérations de financement à un jour n'est pas encore claire. Une chose est sûre cependant : la journée de négociation sera prolongée. Les opérations avec les clients se tiendront jusqu'à 18 h (heure de l'Est) et celles entre participants directs dureront jusqu'à 18 h 30 (afin de permettre à ces derniers de réduire leurs déficits et excédents dans le système avant de recourir aux facilités permanentes de la Banque du Canada). Par ailleurs, à cause de la plus grande amplitude de la fourchette applicable aux soldes résultant de la compensation des effets de papier, les fluctuations des taux des opérations à un jour concernant les effets de papier pourraient être plus fortes que celles des taux des instruments réglés par l'entremise du STPGV.

## GLOSSARY

### Bank Rate

The minimum rate at which the Bank of Canada extends short-term advances to members of the Canadian Payments Association (CPA). Effective 22 February 1996, the Bank Rate is set at the upper limit of the Bank's operating band for the overnight rate.

### Canadian Payments Association (CPA)

The agency that is responsible for the clearing and settlement of cheques, other paper payment items, and electronic transfers between member institutions; these institutions include the Bank of Canada and member deposit-taking financial institutions. This agency is also responsible for developing the LVTS.

### Day loans

Short-term loans granted by the chartered banks to investment dealer jobbers that were collateralized by the latter's holdings of Government of Canada treasury bills and short-term Government of Canada bonds.

### Direct clearers

Members of the CPA that participate directly in the clearing and settlement system and maintain settlement accounts at the Bank of Canada. The direct clearers operate on their own behalf, as well as for other members of the CPA (indirect clearers). (See list on page S105 of the *Bank of Canada Review*.)

### Foreign exchange swaps

The sale (purchase) of foreign currency on a given date with a matching purchase (sale) arranged for a future date, for the same amount, with the same counterparty. Fully hedged borrowing (lending), called northbound (southbound), involves borrowing (lending) U.S. dollars and entering into foreign exchange swaps in which Canadian dollars are purchased (sold) for settlement today with an agreement to sell (buy) them for settlement at the end of the borrowing period.

### Jobbers

The subset of primary distributors that the Bank of Canada deals with when it conducts open market operations. They have the principal responsibility for making markets for Government of Canada securities. (See list on page S106 of the *Bank of Canada Review*.)

## GLOSSAIRE

### Adhérent au système interbancaire de compensation

Membre de l'ACP qui participe directement au système de règlement et de compensation et possède un compte de règlement à la Banque du Canada. Les adhérents agissent en leur nom propre ainsi que pour le compte d'autres membres de l'ACP (les sous-adhérents). (Voir liste à la page S105 du présent numéro de la *Revue de la Banque du Canada*.)

### Agents agréés du marché monétaire

Premiers distributeurs avec lesquels la Banque du Canada fait affaire lorsqu'elle effectue des opérations d'open market. Ils ont comme principale responsabilité de maintenir le marché des titres du gouvernement du Canada. (Voir liste à la page S106 du présent numéro de la *Revue de la Banque du Canada*.)

### Association canadienne des paiements (ACP)

Organisme chargé de la compensation et du règlement des chèques, des autres effets de paiement en papier et des transferts électroniques entre les institutions membres; ces institutions sont la Banque du Canada et les institutions financières de dépôt. Cet organisme est aussi responsable de l'élaboration du STPGV.

### Cession en pension

Opération inverse de la prise en pension par laquelle la Banque du Canada offre de vendre des titres à court terme du gouvernement du Canada aux grandes banques à charte et s'engage à les racheter le jour ouvrable suivant. La Banque recourt actuellement à ce type d'opération pour empêcher le taux du financement à un jour de tomber en deçà de la limite inférieure de la fourchette opérationnelle ou pour signaler une modification de cette fourchette.

### Fourchette opérationnelle

Fourchette d'une amplitude de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour le taux du financement à un jour.

### Gestion des soldes de règlement (régulation des encaisses)

La Banque du Canada accroît ou diminue le volume des encaisses de règlement qu'elle met quotidiennement à la disposition des adhérents au système de compensation, relativement aux montants demandés, afin d'influer sur le niveau du taux du financement à un jour. Le contrôle qu'elle exerce sur l'offre d'encaisses de règlement vient du fait que le règlement final de tous les effets de paiement entre les adhérents au système de compensation passe par leur compte à la Banque du Canada.

**Large-Value Transfer System (LVTS)**

An electronic system for the transfer of large-value payments, which will be introduced by the CPA in 1998. This system will provide same-day settlement and will permit participating financial institutions to track their large-value payment items throughout the day.

**Operating band**

The Bank of Canada's 50-basis-point range for the overnight rate.

**Overnight repos**

Contracts involving a simultaneous purchase and agreement of future resale of securities, primarily Government of Canada bonds or treasury bills, with the difference in proceeds reflecting the financing rate.

**Purchase and resale agreements (PRAs)**

The Bank of Canada's purchase of securities from jobbers with an agreement to resell them the next business day. The difference in proceeds reflects the financing rate (Bank Rate). These transactions are initiated by the jobbers.

**Sale and repurchase agreements (SRAs)**

Reverse-repo-type operations in which the Bank of Canada offers to sell short-term Government of Canada securities to major chartered banks with an agreement to repurchase them the next business day. They are currently used by the Bank to prevent the overnight rate from moving below the lower limit of the operating band or to signal a change in the band.

**Settlement balance management (cash setting)**

The Bank of Canada increases or decreases the supply of settlement balances supplied to the direct clearers relative to the amount demanded to influence the level of the overnight rate on a day-to-day basis. The Bank's ability to control the supply of settlement balances is primarily based on the fact that final settlement of all payments among direct clearers takes place through their accounts at the Bank of Canada.

**“Special” call loans**

Short-term loans granted by the chartered banks to investment dealers that are collateralized by the latter's holdings of money market securities.

**Opération de pension à un jour**

Contrat consistant en un achat de titres et en un accord simultané de revente à une date future. Ces titres sont essentiellement des obligations du gouvernement du Canada ou des bons du Trésor, le taux de financement correspondant à la différence entre les produits des opérations.

**Prêt à un jour**

Prêt à court terme accordé par une banque à charte à un agent agréé du marché monétaire et garanti par des avoirs de cet agent en bons du Trésor et en obligations à court terme du gouvernement du Canada.

**Prêt à vue spécial**

Prêt à court terme accordé par une banque à charte à un courtier en valeurs mobilières et garanti par des avoirs de ce dernier en titres du marché monétaire.

**Prise en pension**

Opération par laquelle la Banque du Canada achète des titres auprès d'un agent agréé et s'engage à les revendre le jour ouvrable suivant. Le taux de financement (taux d'escompte) correspond à la différence entre les produits des deux opérations. Ces opérations sont effectuées à l'initiative des agents agréés.

**Prise en pension spéciale**

Prise en pension par laquelle la Banque du Canada offre d'acheter des titres à court terme du gouvernement du Canada auprès des agents agréés du marché monétaire, et s'engage à les revendre le jour ouvrable suivant. Ces opérations sont effectuées à l'initiative de la Banque pour empêcher le taux du financement à un jour de dépasser la limite supérieure de la fourchette opérationnelle ou pour signaler une modification de cette fourchette.

**Swap de taux de change**

Vente (achat) d'une monnaie étrangère à une date donnée et conclusion d'un contrat d'achat (de vente) correspondant, pour le même montant et avec la même contrepartie, dont le règlement aura lieu à une date ultérieure. Les emprunts (prêts) entièrement couverts consistent en des emprunts (prêts) en dollars É.-U. et en des swaps de taux de change par lesquels on achète (vend) des dollars canadiens avec règlement le jour même et l'on conclut un contrat correspondant de vente (d'achat) dont le règlement sera effectué au terme de la période d'emprunt.

### Special purchase and resale agreements (SPRAs)

Repo-type operations in which the Bank of Canada offers to purchase short-term Government of Canada securities from jobbers with an agreement to sell them back the next business day. They are initiated by the Bank to prevent the overnight rate from moving above the upper limit of the operating band or to signal a change in the band.

### Literature cited

- Bank of Canada. 1983. "Overnight financing in Canada: Special call loans." *Bank of Canada Review* (May): 3-14.
- \_\_\_\_\_. 1991. *The implementation of monetary policy in a system with zero reserve requirements*. Discussion Paper 3 (revised), September.
- \_\_\_\_\_. 1996. *A proposed framework for the implementation of monetary policy in the Large-Value Transfer System environment*. Discussion Paper 2, March.
- Clinton, K. 1991. "Bank of Canada cash management: The main technique for implementing monetary policy." *Bank of Canada Review* (January): 3-25.
- Farahmand, P. 1996. "Bank of Canada operations and their influence on the overnight rate." In *Money Markets and Central Bank Operations*. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, November 1995. Ottawa: Bank of Canada.
- Gregory, M. 1996. "Prospects for the Canadian repo market." In *Money Markets and Central Bank Operations*. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, November 1995. Ottawa: Bank of Canada.
- Hossfeld, T. 1986. "The interbank deposit market in Canada." *Bank of Canada Review* (February): 3-12.

### Système de transfert des paiements de grande valeur

Système électronique facilitant le transfert des gros paiements qui sera lancé par l'ACP en 1998. Ce système effectuera le règlement de ces paiements le jour même et permettra aux institutions financières participantes de suivre leurs paiements de grande valeur tout au long de la journée.

### Taux d'escompte

Taux minimum auquel la Banque du Canada accorde des avances à court terme aux membres de l'Association canadienne des paiements (ACP). Depuis le 22 février 1996, le taux d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour.

### Bibliographie

- Banque du Canada (1983). « Le financement à un jour au Canada : Les prêts à vue spéciaux », *Revue de la Banque du Canada*, p. 3-14, mai.
- \_\_\_\_\_. (1991). *La mise en œuvre de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires*, Troisième document de travail (révisé), septembre.
- \_\_\_\_\_. (1996). *Cadre proposé pour la mise en œuvre de la politique monétaire après l'entrée en fonction du système de transfert de paiements de grande valeur*, Deuxième document de travail, mars.
- Clinton, K. (1991). « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, p. 3-25, janvier.
- Farahmand, P. (1996). « Les opérations de la Banque du Canada et leur influence sur le taux à un jour », *Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale*, Ottawa, Banque du Canada.
- Gregory, M. (1996). « Les perspectives du marché canadien des pensions », *Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale*, Ottawa, Banque du Canada.
- Hossfeld, T. (1986). « Le marché canadien des dépôts interbancaires », *Revue de la Banque du Canada*, p. 3-12, février.
- Johnston, J. (1996). « La gestion de trésorerie et le marché des fonds à un jour dans un système libre de réserves obligatoires », *Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale*, Ottawa, Banque du Canada.

- Johnston, J. 1996. "Cash management and the overnight market under zero reserves." In *Money Markets and Central Bank Operations*. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada, November 1995. Ottawa: Bank of Canada.
- Merrett, D., S. Boisvert, and P. Côté. 1995. "Managing the federal government's cash balances: A technical note." *Bank of Canada Review* (Spring): 55-69.
- Morrow, R. 1995. "Repo, reverse repo and securities lending markets in Canada." *Bank of Canada Review* (Winter 1994-95): 61-70.
- Nowlan, G. 1992. "Exchange Fund Account cash management swaps: A technical note." *Bank of Canada Review* (May): 3-10.
- O'Connor, S., D. Watt, and C. Banham. 1991. "Receiver General deposit auctions: A technical note." *Bank of Canada Review* (August): 21-34.
- Watt, G. 1976. "The Bank of Canada in 1953 and 1954: A further stage in the evolution of central banking in Canada." *Bank of Canada Review* (January): 3-14.
- Merrett, D., S. Boisvert et P. Côté (1995). « Note technique : La gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral », *Revue de la Banque du Canada*, p. 55-69, printemps.
- Morrow, R. (1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, p. 61-70, hiver 1994-1995.
- Nowlan, G. (1992). « Note technique : Les swaps du Fonds des changes dans la gestion de trésorerie », *Revue de la Banque du Canada*, p. 3-10, mai.
- O'Connor, S., D. Watt et C. Banham (1991). « Note technique : L'adjudication des dépôts du Receveur général », *Revue de la Banque du Canada*, p. 21-34, août.
- Watt, G. (1976). « L'évolution de la Banque du Canada en 1953-1954 : une nouvelle étape de l'histoire de la banque centrale », *Revue de la Banque du Canada*, p. 3-14, janvier.