

Étude générale

Excédents et déficits budgétaires Tout est calme sur le front monétaire

Publication n° 2010-24-F
Le 14 juin 2010

Mathieu Frigon

Division de l'industrie, de l'infrastructure et des ressources
Service d'information et de recherche parlementaires

**Excédents et déficits budgétaires –
Tout est calme sur le front monétaire
(Étude générale)**

La présente publication est aussi affichée en versions HTML et PDF sur Intraparl (l'intranet parlementaire) et sur le site Web du Parlement du Canada.

Dans la version électronique, les notes de fin de document contiennent des hyperliens intégrés vers certaines des sources mentionnées.

This publication is also available in English.

Les **études générales** de la Bibliothèque du Parlement présentent et analysent de façon objective et impartiale diverses questions d'actualité sous différents rapports. Elles sont préparées par le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque, qui effectue des recherches et fournit des informations et des analyses aux parlementaires ainsi qu'aux comités du Sénat et de la Chambre des communes et aux associations parlementaires.

TABLE DES MATIÈRES

1	INTRODUCTION.....	1
2	LE RÔLE DE LA BANQUE DU CANADA À TITRE D'ADMINISTRATEUR EN CHEF DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE AU CANADA	1
2.1	L'outil de l'« agent financier » : La Banque du Canada comme gestionnaire de la trésorerie du gouvernement fédéral	2
2.2	L'outil « classique » : Les opérations d' <i>open market</i> de la Banque du Canada.....	3
2.3	L'outil « de dernier ressort » : Le rôle de la Banque du Canada comme prêteur ou institution de dépôt de dernier ressort des institutions financières privées.....	3
3	LES IMPLICATIONS D'UN EXCÉDENT OU D'UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE POUR LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA.....	4
3.1	Déséquilibre des liquidités créé par un excédent budgétaire	5
3.2	Déséquilibre des liquidités créé par un déficit budgétaire	5
4	CONCLUSION	6
5	BIBLIOGRAPHIE	7
	ANNEXE – Excédent budgétaire du Canada : Où est passé l'argent?	

EXCÉDENTS ET DÉFICITS BUDGÉTAIRES – TOUT EST CALME SUR LE FRONT MONÉTAIRE

1 INTRODUCTION

La crise financière mondiale de 2008-2009 a attiré l'attention sur la relation souvent oubliée entre les opérations budgétaires et monétaires dans plusieurs pays. Au Canada, comme ailleurs, une série de mesures budgétaires et monétaires ont été prises pour atténuer l'impact de la crise financière et de la récession économique qui a suivi. Les implications d'un excédent ou d'un déficit budgétaire pour les opérations monétaires d'une banque centrale sont cependant rarement analysées. Il en est ainsi parce que, du point de vue des institutions gouvernementales, les politiques monétaire et budgétaire sont menées de manière très indépendante dans la plupart des pays développés.

Au Canada, les opérations de politique monétaire sont effectuées par la Banque du Canada (« la Banque »), société d'État qui dispose d'une indépendance considérable par rapport au gouvernement fédéral, mais qui doit néanmoins rendre compte au Parlement¹. La politique monétaire est donc établie à la Banque du Canada par des dirigeants non élus. Les décisions relatives au niveau visé de recettes et de dépenses publiques – aspect de la politique budgétaire – sont quant à elles prises par le gouvernement du Canada avec l'approbation du Parlement du Canada. En raison de cette séparation stricte des institutions, la politique monétaire et la politique budgétaire sont menées indépendamment l'une de l'autre.

Le présent document a pour objectif d'expliquer, en des termes non techniques, les implications d'un excédent ou d'un déficit budgétaire pour les opérations quotidiennes de la Banque du Canada. Nous présentons d'abord un aperçu de la façon dont la Banque mène les opérations de politique monétaire. Nous montrons ensuite comment ses interventions permettent de garantir que le calme règne sur le front monétaire, malgré les chocs de liquidités provoqués par un excédent ou un déficit budgétaire fédéral.

2 LE RÔLE DE LA BANQUE DU CANADA À TITRE D'ADMINISTRATEUR EN CHEF DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE AU CANADA

La Banque du Canada met en œuvre la politique monétaire en influant sur les taux d'intérêt à court terme. Pour ce faire, elle relève ou abaisse le taux cible du financement à un jour². Ce taux cible est le taux d'intérêt moyen que la Banque du Canada souhaite voir appliquer sur le marché pour les prêts interbancaires à un jour (au jour le jour) (ci-après le « marché interbancaire »). Les fluctuations de ce taux se répercutent sur d'autres taux d'intérêt variables tels que ceux appliqués aux prêts à la consommation et aux prêts hypothécaires³. La Banque ne décide pas du montant

d'argent en circulation dans l'économie⁴, mais plutôt du *prix à court terme de l'argent en circulation* (autrement dit, des taux d'intérêt à court terme). Afin que le taux du financement à un jour ne s'écarte pas trop de la cible qu'elle a fixée, la Banque ajoute quotidiennement des liquidités dans l'économie privée ou en retire. Elle le fait au moyen du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui est le système d'échange de liquidités du marché interbancaire⁵.

La Banque du Canada dispose principalement de trois outils pour injecter des liquidités dans l'économie privée ou en retirer.

2.1 L'OUTIL DE L'« AGENT FINANCIER » : LA BANQUE DU CANADA COMME GESTIONNAIRE DE LA TRÉSORERIE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL

Sur une base quotidienne, les encaissements et les décaissements du gouvernement fédéral en dollars canadiens, y compris les flux de trésorerie se rapportant à l'émission de titres de créance, au service de la dette, aux échéances et à d'autres transactions, sont réglés par le Trésor (le compte du Receveur général du Canada). Le Trésor est le compte de dépôt du gouvernement fédéral à la Banque du Canada⁶. La gestion courante des soldes du compte du Receveur général est confiée à la Banque⁷. *La Banque du Canada est donc l'agent financier du gouvernement ainsi que son institution de dépôt.*

Dans ce double rôle, la Banque du Canada est en quelque sorte une banque qui offre à ses déposants des services de gestion de trésorerie. Elle veille au maintien, jour après jour, d'un solde donné sur le compte du déposant. Les jours où le compte n'affiche pas le solde minimum, l'institution financière emprunte des fonds au nom du déposant pour être certaine d'arriver au solde minimum visé. Inversement, les jours où le solde minimum est dépassé, elle prête les liquidités excédentaires.

D'après un sondage sur la gestion de trésorerie dans 22 pays de l'OCDE, l'accord institutionnel canadien en vertu duquel la banque centrale joue un rôle actif dans la gestion de trésorerie semble unique⁸. C'est cependant le ministre des Finances qui décide en dernier ressort de la politique de gestion de la trésorerie⁹.

Les analyses du rôle d'agent financier de la Banque du Canada peuvent être très techniques. Ce qu'il faut souligner, c'est qu'en qualité d'agent financier du gouvernement du Canada, la Banque peut injecter, tous les jours, des liquidités dans l'économie privée (p. ex. en prêtant les soldes de trésorerie du Receveur général) ou en retirer (p. ex. en émettant des bons du Trésor). Comme l'explique la section précédente, c'est par ce jeu d'équilibrage des liquidités que la Banque s'assure que le taux du financement à un jour ne s'écarte pas trop du taux cible. À cet égard, le rôle d'agent financier de la Banque peut très bien être considéré comme faisant partie intégrante de l'application de la politique monétaire¹⁰.

2.2 L'OUTIL « CLASSIQUE » : LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET DE LA BANQUE DU CANADA

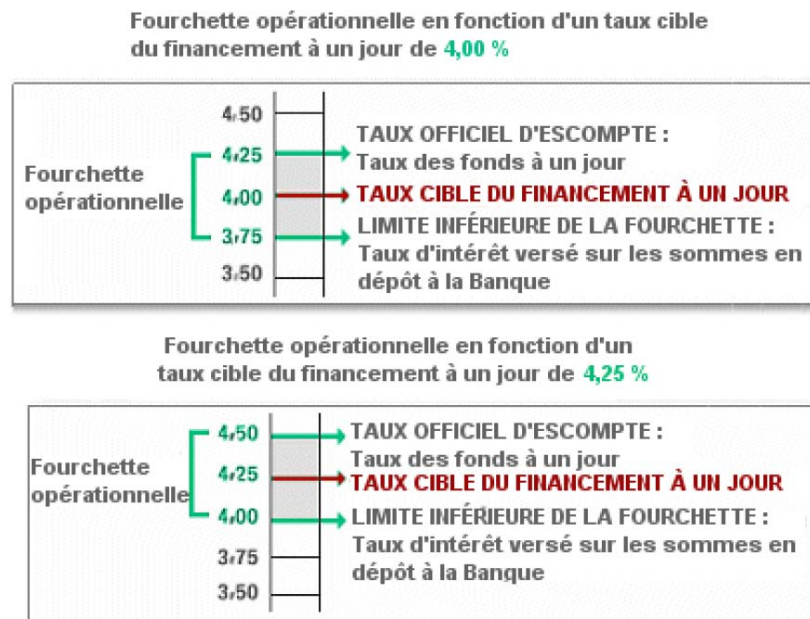
Les opérations d'*open market* consistent à retirer des liquidités de l'économie en vendant aux institutions financières des titres d'État, ou à y injecter des liquidités en leur rachetant de tels titres. Le taux du financement à un jour visé détermine à quel taux d'intérêt la Banque achète ou vend ces titres. Si le taux du financement à un jour dépasse la cible – signe qu'il n'y a pas assez de liquidités à prêter sur le marché interbancaire –, la Banque intervient en ajoutant des liquidités dans l'économie privée par l'achat de titres d'État. Inversement, si le taux du financement à un jour est inférieur à la cible – signe qu'il y a trop de liquidités à prêter sur le marché interbancaire –, la Banque intervient en retirant des liquidités de l'économie privée par la vente de titres d'État ¹¹.

Les opérations d'*open market* constituent l'outil classique qu'utilise une banque centrale pour ajouter des liquidités dans l'économie privée ou en retirer. Au Canada, cependant, cet outil a été largement supplanté par l'outil d'agent financier de la Banque du Canada comme moyen de neutraliser le déséquilibre des liquidités.

2.3 L'OUTIL « DE DERNIER RESSORT » : LE RÔLE DE LA BANQUE DU CANADA COMME PRÊTEUR OU INSTITUTION DE DÉPÔT DE DERNIER RESSORT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES PRIVÉES

Afin que le taux du financement à un jour sur le marché interbancaire ne s'écarte pas trop de la cible qu'elle a fixée, la Banque du Canada a également à sa disposition ce que l'on pourrait qualifier d'outil de « dernier ressort ». Tous les jours, la Banque est prête à retirer des liquidités du marché interbancaire en acceptant des dépôts au taux cible moins 0,25 % ¹². Tous les jours, elle est également prête à injecter des liquidités sur le marché interbancaire en prêtant à court terme aux institutions financières au taux cible majoré de 0,25 %. C'est ce que l'on appelle, en termes techniques, la fourchette opérationnelle et c'est ce que montre le graphique 1. Par conséquent, lorsque les institutions financières prêtent ou empruntent entre elles sur une base quotidienne, elles n'ont aucun intérêt à s'éloigner *beaucoup* du taux cible du financement à un jour. La banque qui a besoin de liquidités et qui veut emprunter auprès d'autres institutions financières sait qu'elle pourrait toujours obtenir les liquidités nécessaires en empruntant directement à la Banque du Canada au taux cible majoré de 0,25 %, à condition de pouvoir fournir les garanties admissibles. Inversement, l'institution qui a des liquidités excédentaires à prêter à d'autres institutions financières sait qu'elle pourrait toujours déposer ces fonds à la Banque au taux cible moins 0,25 % ¹³.

Graphique 1 – Exemple de fourchette opérationnelle du taux cible du financement à un jour



Source : Banque du Canada, [Foire aux questions](#).

3 LES IMPLICATIONS D'UN EXCÉDENT OU D'UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE POUR LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

Sachant que la Banque du Canada dispose principalement de trois outils pour injecter des liquidités dans l'économie privée, ou en retirer, afin d'atteindre son taux cible du financement à un jour, une question logique vient ensuite à l'esprit : « Qu'est-ce qui pourrait provoquer un déséquilibre des liquidités dans l'économie privée et faire que le taux du financement à un jour s'écarte de son taux cible? »

Sur un marché canadien du crédit interbancaire fluide et efficient, il ne semblerait guère nécessaire que la Banque du Canada intervienne pour injecter ou retirer des liquidités. Après tout, l'argent ne disparaît normalement pas du marché interbancaire¹⁴. Par exemple, un prêt accordé à la personne A pour acheter une auto auprès de la personne B créera un dépôt d'un montant correspondant sur le compte bancaire de la personne B, une fois la transaction terminée. Sur un marché interbancaire fluide et efficient, la banque privée de la personne A devrait pouvoir emprunter les fonds auprès de la banque de la personne B à la fin de la journée. Le système s'équilibrera sans que la Banque du Canada ait à intervenir. Il peut toutefois se produire des événements où l'injection de liquidités dans l'économie, ou leur retrait, déséquilibre le marché interbancaire, obligeant la Banque à intervenir pour s'assurer que le taux cible est atteint. Les excédents comme les déficits budgétaires sont une source de déséquilibre importante et quotidienne.

On pourrait définir la politique budgétaire comme étant le processus par lequel un gouvernement vise à parvenir à un certain niveau de recettes (impôt sur le revenu des particuliers, taxe de vente, impôt sur les sociétés, etc.) et de dépenses

(paiements de transfert, dépenses d'infrastructure, dépenses militaires, etc.). Les recettes et les dépenses publiques réelles aboutissent à un excédent budgétaire si les recettes de l'État sont supérieures à ses dépenses, ou un déficit budgétaire si elles sont inférieures à ses dépenses. Rappelons que, contrairement à la politique monétaire, la politique budgétaire est décidée par le gouvernement du Canada et approuvée par le Parlement.

3.1 DÉSÉQUILIBRE DES LIQUIDITÉS CRÉÉ PAR UN EXCÉDENT BUDGÉTAIRE

Un excédent du gouvernement fédéral entraîne un retrait de liquidités de l'économie, étant donné que le gouvernement perçoit plus d'argent sous forme d'impôts qu'il n'en injecte en dépenses¹⁵. Un excédent budgétaire constitue une « taxe nette » sur l'économie privée. Cet argent est absent de l'économie, puisqu'il reste sur le compte du Receveur général à la Banque du Canada. Si la banque centrale n'intervient pas et que le gouvernement fédéral décide de ne pas utiliser ces fonds supplémentaires pour rembourser sa propre dette¹⁶, cet argent disparaît de l'économie privée. Les banques ne peuvent pas s'en servir pour se prêter entre elles. Cet « argent qui disparaît » créera évidemment un déséquilibre sur le marché interbancaire *qui fera dépasser la cible du taux du financement à un jour*.

En pareille situation, la banque centrale interviendra pour neutraliser l'effet de l'excédent budgétaire en injectant des liquidités dans l'économie privée. Parmi les trois principaux outils dont elle dispose pour cela, son rôle d'agent financier est peut-être le plus pratique et le plus souple¹⁷. En prêtant aux institutions financières un montant égal à l'augmentation du solde de trésorerie du Receveur général, la Banque remet en circulation l'excédent budgétaire, ce qui corrige le déséquilibre des liquidités créé par la politique budgétaire du gouvernement¹⁸.

Ce dont il faut se souvenir ici, c'est que la banque centrale doit s'assurer que les retraits nets de liquidités de l'économie provoqués par l'excédent budgétaire de l'État n'influent pas sur le taux du financement à un jour. Une fois fixée la cible du taux du financement à un jour, la banque centrale doit neutraliser le retrait de liquidités que crée cet excédent budgétaire par une injection correspondante de liquidités.

L'excédent du gouvernement du Canada à la fin des années 1990 et au début des années 2000 offre une étude de cas intéressante à cet égard. L'annexe montre comment la Banque du Canada a neutralisé le retrait de liquidités résultant de l'excédent budgétaire ces années-là.

3.2 DÉSÉQUILIBRE DES LIQUIDITÉS CRÉÉ PAR UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Contrairement à un excédent budgétaire, un déficit budgétaire entraîne une injection de liquidités dans l'économie privée¹⁹, étant donné que le gouvernement injecte plus d'argent par ses dépenses qu'il n'en perçoit sous forme de taxes et d'impôts. En l'absence de toute intervention de la Banque du Canada ou du gouvernement du Canada, ces liquidités supplémentaires créeront un déséquilibre sous forme de liquidités excédentaires dans l'économie privée *qui feront baisser le taux du*

financement à un jour. C'est le rôle de la Banque de neutraliser quotidiennement cette injection de liquidités en retirant de l'économie privée une somme correspondante. Elle utilise pour cela un des trois outils décrits dans la partie 1 du présent document. L'outil de l'agent financier est un instrument de neutralisation pratique. Par l'émission de titres gouvernementaux, la réduction de la taille de ses adjudications quotidiennes de dépôts du gouvernement fédéral ou en laissant expirer des prêts aux institutions financières sur le solde de trésorerie excédentaire du Receveur général, la Banque peut s'assurer que ces liquidités sont retirées²⁰.

Par exemple, si un jour donné, il y a un déficit budgétaire supplémentaire imprévu, la Banque devra neutraliser cette injection imprévue de liquidités dans l'économie privée en effectuant un retrait de liquidités correspondant. Pour ce faire, elle pourra réduire la taille de son adjudication prévue de dépôts du gouvernement ou laissera expirer des prêts accordés auparavant à des institutions financières. Une autre façon de retirer ces liquidités excédentaires et d'atteindre le taux cible consiste à effectuer une opération d'*open market* dans laquelle la banque centrale conclut des ententes de cession et de rachat²¹.

Ce qu'il faut se rappeler, c'est que la banque centrale doit s'assurer que tout choc influant sur l'équilibre des liquidités dans l'économie privée qui découle du déficit budgétaire de l'État n'influe pas sur le taux du financement à un jour. Une fois qu'elle a fixé le taux du financement à un jour, la Banque doit neutraliser par un retrait de liquidités correspondant l'injection de liquidités créée par un déficit budgétaire.

4 CONCLUSION

Tous les jours, la Banque du Canada neutralise le déséquilibre des liquidités que crée dans l'économie privée un excédent ou un déficit budgétaire. Cette opération vise à rétablir l'équilibre des liquidités et à atteindre la cible du taux du financement à un jour. La Banque s'assure par là même que le calme règne chaque jour sur le front de la politique monétaire, malgré les chocs de liquidités parfois importants générés par la politique budgétaire du gouvernement.

En cas de déficit, une question pourrait se poser : qu'arriverait-il si la Banque du Canada décidait de ne pas agir en sa qualité d'agent financier ou encore de recourir à l'outil plus classique des opérations d'*open market* pour retirer des liquidités de l'économie? Paradoxalement, la réponse est, en bref... pas grand-chose!

En tant qu'institution de dépôt de dernier ressort, la Banque verse des intérêts sur les dépôts des banques privées auprès de la banque centrale au taux cible du financement à un jour moins 0,25 %. Les liquidités excédentaires qui résultent du déficit feront augmenter les dépôts des institutions financières privées auprès de la Banque. Le taux cible du financement à un jour ne pourra jamais baisser de plus de 0,25 %. La même logique s'appliquera dans le cas d'un excédent budgétaire, sauf que la Banque devra prêter aux institutions financières au taux cible majoré de 0,25 %. Cette mesure neutralisera le retrait de liquidités de l'économie provoqué par l'excédent budgétaire du gouvernement. Par conséquent, le taux du financement à un jour ne peut jamais augmenter de plus de 0,25 %. Évidemment, la Banque peut décider,

pour éliminer ces fluctuations de plus ou moins 0,25 % du taux du financement à un jour, de rémunérer les dépôts des institutions financières ou de prêter aux institutions financières à un taux qui correspond au taux du financement à un jour, éliminant ainsi la fourchette opérationnelle. Il convient de souligner que l'absence de vente de titres gouvernementaux en situation de déficit budgétaire prolongé mettrait à découvert le compte du Receveur général. La banque centrale pourrait s'opposer à l'utilisation de cette approche sous prétexte qu'elle risque de donner au public l'impression que le gouvernement fédéral finance ses dépenses sur une « marge de crédit ». Cette approche est néanmoins sensée d'un point de vue opérationnel.

La présente analyse fournit un survol de l'interaction entre les opérations fiscales et monétaires au Canada. Il est opportun de mentionner que le principe d'équilibrage des liquidités dans l'économie privée afin d'atteindre un taux d'intérêt cible serait le même pour tout pays ayant sa propre monnaie à taux de change flottant qui est non convertible en produits de base.

5 BIBLIOGRAPHIE

Association des comptables généraux accrédités du Canada. [*L'excédent budgétaire fédéral : Accident ou stratégie?*](#), 2008.

Banque du Canada. Rapports annuels, diverses années.

Banque du Canada. [*Cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire une fois le taux cible du financement à un jour fixé à sa valeur plancher*](#), 21 avril 2009.

Borio, Claudio, et Piti Disyatat. [*Unconventional monetary policies: an appraisal*](#), BIS Working Papers n° 292, Banque des règlements internationaux, Bâle (Suisse), novembre 2009.

Comptes publics du Canada. Diverses années.

Engert, Walter, Toni Gravelle et Donna Howard. [*The Implementation of Monetary Policy in Canada*](#), document d'analyse 2008-2009, Ottawa, Banque du Canada, 2008.

Fullwiler, Scott T. « Interest Rates and Fiscal Sustainability », *Journal of Economic Issues*, vol. XLI, décembre 2007, p. 1003 à 1040.

Keister, Todd, et James McAndrews. [*Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?*](#), Staff Report n° 380, Federal Reserve Bank of New York, juillet 2009.

KPMG LLP. [*Rapport d'évaluation du Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général*](#), 14 juin 2006.

Ministère des Finances. [*Rapport sur la gestion de la dette 2008-2009*](#), décembre 2009.

Ministère des Finances, Banque du Canada, [*Gestion de la trésorerie – Cadre de gouvernance*](#), octobre 2007.

Pigeon, Marc-André. [Bilans et excédents budgétaires : Analyse des exercices 1997-1998 à 2003-2004](#), publication n° 05-38-F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 16 septembre 2005.

Ragan, Christopher. [L'importance de la politique monétaire : Une perspective canadienne](#), Département des études économiques, Université McGill, 2005.

NOTES

1. Christopher Ragan, [L'importance de la politique monétaire : Une perspective canadienne](#), Département des études économiques, Université McGill, 2005.
2. On trouvera des renseignements sur le taux cible du financement à un jour dans Banque du Canada, « [Le taux cible du financement à un jour](#) », *Politique monétaire*. La modification du taux du financement à un jour a pour objectif stratégique de faire en sorte que l'inflation reste faible et stable au Canada. Cependant, le présent document porte uniquement sur l'aspect opérationnel de la politique monétaire, pas sur l'objectif de la politique proprement dit.
3. Banque du Canada, « [Foire aux questions](#) », *Au sujet de la Banque*.
4. Le terme « argent » est utilisé ici, même si la Banque du Canada parle habituellement de « liquidités ». D'un point de vue comptable, le terme « trésorerie » est peut-être plus précis, car il renvoie directement à un poste du bilan du côté de l'actif (qu'il s'agisse du bilan du gouvernement ou du secteur privé). Le terme « argent » devrait être interprété ici comme étant le montant déposé dans une institution financière, et non le papier-monnaie en circulation. Les termes argent, trésorerie ou liquidités sont utilisés comme synonymes dans cette publication.
5. Banque du Canada, « [Systèmes de paiement et autres systèmes de compensation et de règlement](#) » et « [La Banque en bref](#) ». Le STPGV est assujéti à la surveillance de la Banque du Canada et 14 institutions financières privées y participent directement. Pour y participer, il faut entre autres avoir un compte de règlement à la Banque du Canada. Tout au long de la journée, les participants au STPGV s'adressent des paiements les uns aux autres. Lorsque le solde de leurs transactions est calculé en fin de journée, il se peut que certaines institutions financières doivent de l'argent, tandis que d'autres auront des fonds excédentaires. Pour concilier ces écarts quotidiens, les participants au STPGV s'empruntent et se prêtent des fonds à un jour. Le taux d'intérêt sur ces prêts et sur les autres prêts à un jour est appelé « taux du financement à un jour ».
6. KPMG LLP, [Rapport d'évaluation du Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général](#), 14 juin 2006, p. 7.
7. *Ibid.*, p. 6.
8. *Ibid.*, p. 8.
9. Ministère des Finances, Banque du Canada, [Gestion de la trésorerie – Cadre de gouvernance](#), octobre 2007.
10. Ministère des Finances, [Rapport sur la gestion de la dette 2008-2009](#), décembre 2009. Dans ce rapport, le gouvernement du Canada décrit la gestion de la trésorerie du Receveur général (nous soulignons) :

Les soldes de trésorerie du receveur général, soit les soldes de trésorerie en dollars canadiens du gouvernement du Canada, sont investis de manière prudente et rentable au moyen d'adjudications auxquelles participent les institutions financières du secteur privé. Depuis que le

Système de transfert de paiements de grande valeur – le système de transfert électronique des fonds du Canada – a été mis sur pied en février 1999, les soldes de trésorerie du receveur général sont alloués aux participants deux fois par jour dans le cadre d'adjudications qu'administre la Banque du Canada. Ces adjudications visent deux fins importantes. Premièrement, à titre d'outil de gestion de la trésorerie, elles permettent au gouvernement d'investir ses soldes de trésorerie à court terme en dollars canadiens. *Deuxièmement, la Banque du Canada y a recours lorsqu'elle met en application sa politique monétaire afin de neutraliser l'impact des flux du secteur public sur le système financier.*

11. Les titres que la Banque du Canada peut acheter ou vendre sont décrits dans la *Loi sur la Banque du Canada*.
12. Dans le contexte de la crise financière, la Banque du Canada a modifié temporairement cette politique et fixé au taux cible le taux auquel elle est disposée à accepter des dépôts d'institutions.
13. Todd Keister et James McAndrews, [*Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?*](#), Staff Report n° 380, Federal Reserve Bank of New York, juillet 2009. Cette étude explique l'effet, aux États-Unis, de la rémunération des dépôts des institutions financières auprès de la banque centrale au taux cible du financement à un jour (aux États-Unis, les dépôts sont appelés « réserves ») : « Lorsque les banques perçoivent des intérêts sur leurs réserves, elles ne sont nullement incitées à prêter à un taux inférieur à celui versé par la banque centrale. Celle-ci peut donc ajuster le taux d'intérêt qu'elle verse sur les réserves de manière à orienter le taux d'intérêt du marché vers la cible. » [TRADUCTION]
14. L'argent récupéré en espèces et non déposé sur un compte dans une banque privée est un exemple de liquidités qui « disparaissent » du marché interbancaire.
15. On désigne ici par « excédent budgétaire » les encaissements nets de l'économie privée au gouvernement, à l'exclusion des opérations de financement du gouvernement telles que l'émission et le rachat de titres. Même s'il existe un lien entre la notion d'encaissements nets et la définition comptable des excédents budgétaires, il ne s'agit pas de la même chose. L'excédent comptable inclut les éléments sans effet sur la trésorerie, tandis que les encaissements nets ne reflètent que les mouvements de trésorerie. Malgré cette différence, le terme « excédent budgétaire » est employé ici pour simplifier la terminologie.
16. Si le gouvernement décide d'utiliser l'augmentation de son solde de trésorerie pour racheter des obligations d'État détenues par le secteur privé, cela neutralise son retrait de liquidités (le rachat d'obligations d'État constitue une injection d'argent dans l'économie qui compense le retrait de liquidités découlant de l'excédent budgétaire). Bien que cette neutralisation puisse se produire sur un certain temps, le gouvernement du Canada ne gère pas ses rachats de dette pour qu'ils correspondent exactement chaque jour à l'excédent public. Cela signifie automatiquement que le gouvernement du Canada, par son excédent budgétaire, est une source constante de déséquilibre des liquidités sur le marché des prêts interbancaires.
17. L'utilisation simultanée des trois outils de la politique monétaire est de pratique courante. Cela dit, l'instrument de l'agent financier est de loin celui qui domine. Utiliser souvent l'outil de prêteur de dernier ressort ferait probablement monter le taux du financement à un jour de 0,25 % (limite supérieure de la fourchette opérationnelle). Utiliser l'outil classique (c.-à-d. les opérations d'*open market*) comme principal instrument, surtout si l'excédent budgétaire est élevé, pourrait entraîner un rachat massif en un jour par la banque centrale de titres du gouvernement du Canada.

18. Comme nous l'avons expliqué, la Banque du Canada pourrait également corriger ce déséquilibre des liquidités en injectant des liquidités dans l'économie privée par des opérations classiques d'*open market*. Comme l'indique KPMG dans son rapport de 2006 intitulé [*Rapport d'évaluation du Programme de gestion de la trésorerie du Receveur général*](#), ces deux approches sont très étroitement liées (p. 6) :

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

19. Le terme « déficit budgétaire » est employé ici pour désigner les décaissements nets du gouvernement dans l'économie privée, à l'exclusion des opérations de financement du gouvernement telles que l'émission et le rachat de titres.
20. En pratique, si la Banque du Canada en tant qu'agent financier du gouvernement fédéral prévoit un accroissement du déficit budgétaire, elle émet habituellement des titres gouvernementaux avant qu'il y ait accroissement du déficit, afin d'accroître le solde de trésorerie du gouvernement. Il s'agit alors d'un retrait préventif de liquidités de l'économie privée que la Banque devra neutraliser par une injection correspondante de liquidités le jour même par l'octroi de prêts à court terme aux institutions financières privées. Lorsque l'augmentation du déficit se produit effectivement, la Banque n'a donc qu'à laisser ces prêts expirer pour retirer l'injection de liquidités générée par le déficit budgétaire.
21. Dans ses publications, la Banque du Canada présente généralement les opérations d'*open market* comme des mesures visant à atteindre le taux cible, et ses opérations à titre d'agent financier du gouvernement du Canada comme des opérations visant à atteindre un solde de règlement donné dans le STPGV. Il faut expliquer qu'en principe, rajuster le niveau des soldes de règlement a des conséquences directes sur le taux du financement à un jour. Les opérations d'*open market* et les opérations à titre d'agent financier visent donc à corriger les déséquilibres de liquidités dans l'économie privée afin d'atteindre le taux cible. La Banque du Canada le reconnaît dans son *Cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire une fois le taux cible du financement à un jour fixé à sa valeur plancher*, publié en avril 2009 où elle explique clairement les conséquences pour le taux du financement à un jour d'un relèvement des soldes de règlement dans le STPGV :

En outre, la Banque fournira aux participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) des soldes de règlement excédentaires pour amener le taux à un jour à s'établir à la limite inférieure de la fourchette opérationnelle, c'est-à-dire au taux cible. En leur procurant ainsi des soldes bien supérieurs à ceux qu'ils nécessitent, la Banque s'attend à ce que les fonds à un jour se négocient à ¼ %, le taux auquel elle rémunère les dépôts.

ANNEXE – EXCÉDENT BUDGÉTAIRE AU CANADA : OÙ EST ALLÉ L'ARGENT?

Pendant 11 années consécutives, à partir de l'exercice 1997-1998, le gouvernement du Canada a dégagé un excédent budgétaire. Une question se pose naturellement : comment le gouvernement du Canada ou la Banque du Canada ont-ils neutralisé le retrait de liquidités de l'économie qui découlait de l'excédent budgétaire? Dans une analyse du bilan du gouvernement du Canada de 1997-1998 à 2003-2004, Marc-André Pigeon ¹ montre qu'une part importante de l'excédent budgétaire a servi à augmenter l'encaisse du gouvernement, plutôt qu'à rembourser la dette. Les actifs imputés aux « trésorerie et équivalent de trésorerie » dans le bilan du gouvernement du Canada sont passés de 10,2 milliards de dollars en 1996-1997 à 22,7 milliards de dollars en 2006-2007. Si tout cet argent supplémentaire était resté dans le compte du Receveur général sans que la Banque du Canada intervienne en injectant des liquidités sur le marché interbancaire, il y aurait eu pénurie de liquidités dans l'économie privée, ce qui aurait fait monter le taux du financement à un jour. Évidemment, la Banque du Canada n'est pas restée les bras croisés.

La méthode choisie par la Banque pour neutraliser les retraits de liquidités provoqués par l'excédent budgétaire – plus précisément, la partie de l'excédent budgétaire qui n'a pas servi à rembourser la dette publique – a consisté à réinjecter les soldes excédentaires du Trésor dans l'économie privée au moyen d'une adjudication aux institutions financières dans le STPGV. La Banque explique cette approche dans sa publication intitulée *The Implementation of Monetary Policy in Canada* ² :

Contrairement à de nombreux autres pays qui utilisent principalement les prises en pension pour ajouter (ou retirer) des liquidités dans le (du) système, la Banque du Canada utilise le transfert de dépôts du gouvernement pour modifier les soldes de règlement [...]

Cette neutralisation (et toute modification du niveau des soldes de règlement) est effectuée par le transfert de dépôts du gouvernement du compte de ce dernier à la Banque du Canada vers les participants au STPGV et à d'autres membres du marché choisis pour participer au STPGV et inversement [...]

Par exemple, si le gouvernement reçoit un montant net de 100 millions de dollars en impôts sur son compte à la Banque du Canada, en l'absence de neutralisation, les soldes de règlement dans le système bancaire diminueront d'un montant correspondant. Pour maintenir le niveau des soldes de règlement dans le système, la Banque devra faire en sorte que le montant net des dépôts du gouvernement à adjudiquer augmente de 100 millions de dollars. [TRADUCTION]

La portion de l'excédent budgétaire du gouvernement fédéral qui se retrouve dans les soldes de trésorerie excédentaires du compte du Receveur général est utilisée pour accorder aux institutions financières des prêts à court terme, par l'intermédiaire

d'un processus d'adjudication. En fait, à la fin de l'exercice 2006-2007, le poste « équivalent de trésorerie » du bilan du gouvernement du Canada dans les Comptes publics comprenait principalement des dépôts à terme découlant de ce processus d'adjudication.

NOTES

1. Marc-André Pigeon, *Bilans et excédents budgétaires : Analyse des exercices 1997-1998 à 2003-2004*, publication n° 05-38-F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 16 septembre 2005.
2. Walter Engert, Toni Gravelle et Donna Howard. *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, Document d'analyse 2008-2009, Banque du Canada, Ottawa, 2008, p. 89.