

**Modifications proposées aux règles régissant l'adjudication des
dépôts à terme du Receveur général**

Document de travail

18 juillet 2000

Introduction

Le présent document de travail contient des modifications proposées au cadre de gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral. Les principaux objectifs de la fonction de gestion de la trésorerie consistent, d'une part, à veiller à ce que le gouvernement dispose de suffisamment de liquidités pour satisfaire ses besoins de financement quotidiens et, d'autre part, à placer les encaisses excédentaires de façon prudente et efficiente. Le présent document de travail porte essentiellement sur le cadre actuel et contient certaines modifications, qui portent principalement sur l'accès au crédit et la gestion des risques de crédit.

Le gouvernement fédéral poursuit le même objectif que tout autre investisseur lorsqu'il doit placer ses soldes de trésorerie -- c'est-à-dire obtenir le meilleur rendement possible sans risque excessif. Les propositions formulées dans le présent document sont destinées à renforcer la concurrence et à améliorer la gestion des risques, tout particulièrement des risques de crédit associés aux placements des soldes de trésorerie. Elles s'inscrivent dans le cadre des efforts continus que déploie le gouvernement pour faire en sorte que ses opérations de placement respectent les normes élevées en matière de pratiques optimales convenant à un État souverain. Les propositions avancées sont inspirées par le désir d'améliorer le modèle de gestion de ces opérations et non pas par des préoccupations particulières au sujet des risques présentés par les contreparties avec lesquelles le gouvernement traite à l'heure actuelle.

Le cadre régissant le placement des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral présente aussi un intérêt pour les participants au marché, compte tenu du rôle que jouent ces soldes dans les marchés des fonds à un jour et des fonds à court terme, ainsi que dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Les participants au marché devraient tous avoir pour objectif que le marché des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral soit transparent, actif et concurrentiel, et qu'il contribue au fonctionnement efficient du système financier national.

Le gouvernement invite donc les parties intéressées à fournir leurs commentaires sur les propositions exposées dans le présent document.

Cadre régissant le placement des soldes de trésorerie

Le placement des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral est une opération financière d'envergure. Le montant moyen des soldes de trésorerie placés en 1999 s'élevait à environ 7,9 milliards de dollars (le maximum se situant à 15,7 milliards, et le minimum, à 400 millions de dollars). En dépit de la volatilité inhérente à la nature de ces soldes, leur niveau moyen devrait être un peu moins élevé au cours des prochaines années qu'il ne l'a été en 1999. La taille de ces soldes découle de deux facteurs principaux. Premièrement, le gouvernement fédéral a, pour son fonctionnement, des besoins de liquidités substantiels qui peuvent être volatils et parfois difficiles à prévoir. C'est pourquoi des réserves considérables sont nécessaires. Deuxièmement, il importe de mener des opérations de financement de manière régulière et prévisible, car cela influence le rythme auquel la position de trésorerie peut être ajustée. Par exemple, il arrive que le gouvernement doive augmenter graduellement ses soldes pendant un bon nombre de semaines

précédant d'importantes sorties de fonds attendues, telles que le remboursement d'obligations de référence et ce, pour éviter de perturber les marchés. Certains grands changements qui ont été apportés au cadre de gestion de la trésorerie sont résumés dans l'encadré ci-dessous.

L'évolution du cadre de gestion de la trésorerie

L'évolution du cadre de gestion des soldes de trésorerie a évolué au fil des ans, sous l'influence des changements qui se sont opérés au sein du secteur financier et des modifications apportées au cadre de mise en œuvre de la politique monétaire.

Avant avril 1986, presque tous les soldes de trésorerie du gouvernement fédéral étaient placés dans des comptes de dépôt à vue tenus auprès des adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP). En avril 1986, une double approche a été adoptée : les soldes requis au quotidien allaient être placés dans des comptes de dépôts au taux préférentiel des prêts diminué d'un pourcentage spécifié, alors que les fonds que l'on ne prévoyait pas utiliser pendant de courtes périodes allaient être mis aux enchères auprès des adhérents sous forme de dépôts à terme. En septembre 1989, le gouvernement a commencé à vendre aux enchères des tranches de dépôts à vue du Receveur général. Auparavant, la part des tirages et des dépôts de chaque adhérent était allouée conformément au ratio fixé pour l'adhérent par l'ACP. Le but poursuivi était de faire en sorte qu'une proportion des soldes de trésorerie soient rémunérés à des taux d'intérêt plus élevés. Depuis sa mise en place en 1986, le processus d'adjudication des dépôts à terme a évolué. Pour connaître les premiers changements qui y ont été apportés, consulter l'article de S. O'Connor publié dans la livraison d'août 1991 de la *Revue de la Banque du Canada*.

En février 1999, le processus d'adjudication a fait l'objet d'un certain nombre de modifications dues à l'entrée en fonction du système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) et à l'application d'un nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. En particulier, les participants au STPGV qui ne sont pas des adhérents ont été ajoutés à la liste des institutions admises à prendre part aux adjudications, et une deuxième adjudication quotidienne a été instituée. Toutes les liquidités sont désormais prêtées à terme aux participants au STPGV par l'entremise des adjudications quotidiennes. Dans ce nouvel environnement, la Banque du Canada continue de neutraliser l'effet net des mouvements de fonds du secteur public au moyen du transfert des dépôts du gouvernement. Toutefois, le transfert s'effectue maintenant par l'entremise de deux adjudications quotidiennes des soldes de trésorerie du gouvernement au STPGV, plutôt que par le mécanisme des tirages et des dépôts¹.

1. Le nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire est exposé dans l'article de D. Howard intitulé « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : Notions de base », publié dans la *Revue de la Banque du Canada*, automne 1998.

Les soldes de trésorerie sont placés par voie d'adjudications au cours desquelles les participants présentent des offres concurrentielles. Deux adjudications ont lieu chaque jour ouvrable, soit à 9 h 15 et 16 h 15, mais il arrive qu'il n'y ait aucun solde à placer. De par leur nature, les placements de soldes de trésorerie portent sur de courts termes, habituellement moins de 10 jours, mais à l'occasion l'échéance peut être de 30 jours ou plus. Les fonds sont mis aux enchères en une tranche unique ou en tranches multiples (chacune assortie d'une échéance distincte) selon la taille de l'adjudication et les besoins en liquidités prévus du gouvernement. À l'heure actuelle, seuls les participants au STPGV, soit un groupe d'institutions de dépôt, peuvent prendre part aux adjudications, et les soldes sont placés sous forme de prêts non garantis, sensiblement comme les dépôts de gros.

Le montant des soumissions que peut présenter chaque contrepartie est assujéti à une limite fixée selon les ratios de l'Association canadienne des paiements (ACP) -- qui déterminent essentiellement la part du marché des dépôts en dollars canadiens qui peut être attribuée à chaque institution. Dans le système actuel, le calcul du montant maximum des soumissions qui peuvent être présentées par chaque participant par tranche de dépôt mise en adjudication dépend des ratios fixés par l'ACP et de la taille de la tranche¹. Ces limites de souscription font en sorte que (selon la taille de l'adjudication) le montant mis aux enchères soit toujours attribué à plus d'un participant. Il n'y a pour les institutions participantes aucune obligation formelle de présenter une soumission aux adjudications.

Motifs des changements

Le cadre régissant le placement des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral fonctionne bien et permet de satisfaire les besoins du gouvernement. Par exemple, le placement de ces soldes par voie d'adjudication garantit au gouvernement des rendements concurrentiels dictés par le marché. Le cadre étant souple, la Banque du Canada peut modifier facilement et rapidement la taille et l'échéance des placements selon les besoins du gouvernement. Enfin, ce système est raisonnablement efficace : la demande est généralement bonne et le marché est suffisamment profond pour être en mesure d'absorber une grande quantité de fonds sans perturbation.

Accès restreint

Comme il a été mentionné précédemment, l'accès aux soldes de trésorerie du gouvernement fédéral est actuellement limité aux participants au STPGV. Bien que ce groupe comprenne un bon nombre des principaux participants au marché des fonds à un jour et des fonds à court terme, beaucoup de participants à ce marché ne peuvent prendre part aux adjudications. Dans la mesure où il existe une demande de la part de ces participants, le fait de leur refuser l'accès aux adjudications peut avoir une incidence négative sur le rendement des placements du gouvernement. Ainsi, on pourrait s'attendre à ce qu'un élargissement de la participation aux

1. En termes plus précis, la limite des soumissions pour chaque tranche offerte correspond à 2,5 fois 2 milliards de dollars pour chaque tranche de 2 milliards ou moins. Au delà de ces montants, la limite des soumissions est égale à 2,5 fois le produit du ratio de l'ACP par le montant de la tranche. Les participants à qui n'a pas été assigné un ratio de l'ACP ont une limite fixe de 50 millions de dollars par tranche.

adjudications stimule la concurrence aux adjudications, ce qui pourrait avoir un effet positif sur le rendement des dépôts à terme et créer un plus vaste éventail de contreparties pour le gouvernement fédéral. En outre, si ces dépôts à terme constituent une source attrayante de financement pour un grand nombre de participants au marché, l'élargissement de l'accès pourrait accroître l'efficacité du marché des fonds à un jour.

Mécanisme de gestion du risque de crédit

Un autre élément du régime actuel qui mérite d'être modifié est le cadre de gestion du risque de crédit, car les principaux mécanismes de contrôle du risque de crédit sont indirects. Par exemple, en réservant l'accès aux adjudications aux participants au STPGV, on se trouve à limiter la participation à un groupe relativement petit de contreparties généralement très solvables. De plus, les limites de soumissions en vigueur permettent de diversifier jusqu'à un certain point le risque de crédit auquel est exposé le gouvernement.

Néanmoins, le cadre actuel présente quelques lacunes importantes relativement aux pratiques optimales en matière de gestion du risque de crédit. Par exemple, il n'existe aucune norme minimale explicite en matière de crédit régissant l'obtention ou le maintien de l'accès des participants aux soldes de trésorerie du gouvernement fédéral. En outre, il n'existe pas non plus de solde global limitant le degré d'exposition du gouvernement face à chaque institution, degré qui peut parfois s'avérer très grand. Durant la dernière année notamment, le gouvernement a assumé des positions envers des institutions financières avoisinant les 6 milliards de dollars pendant de courtes périodes. De plus, étant donné la prépondérance des grandes banques sur le marché du financement à un jour, l'exposition du gouvernement aux risques de crédit peut être fortement concentrée. L'absence de seuil va à l'encontre des pratiques optimales en matière de gestion du risque de crédit. Dans ses lignes directrices sur la gestion du risque de crédit, la Banque des règlements internationaux (BRI) affirme que l'établissement d'un seuil d'exposition pour des contreparties uniques et des groupes de contrepartie constitue un aspect important de la gestion du risque de crédit¹.

Les considérations qui précèdent sont plus importantes quand on tient compte des tendances sur le plan des pratiques optimales qui sont en train d'émerger au sein des marchés financiers. Sur les marchés intérieurs et internationaux des dépôts de gros, par exemple, la tendance est à la limitation accrue des risques (par le recours accru à la titrisation), y compris de l'exposition aux risques entre contreparties très solvables. Les modalités de placement des soldes de trésorerie en dollars canadiens du gouvernement fédéral vont également à l'encontre de l'approche que suit ce dernier depuis longtemps dans le placement des dépôts à terme en monnaies étrangères tenus par le Fonds de changes, lesquels sont soumis aux critères régissant l'accès et l'exposition. Enfin, les pratiques actuelles tranchent également avec celles mises en œuvre par les autres États souverains membres du G7, qui assument généralement un risque de crédit minime, sinon nul, en ce qui a trait au placement de leurs soldes de trésorerie (voir encadré ci-après).

1. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Principles for the Management of Credit Risk*, juillet 1999.

Principales caractéristiques des pratiques en matière de gestion de la trésorerie en vigueur au Canada et dans les autres pays du G7

Les pratiques en matière de gestion de la trésorerie varient d'un pays à l'autre sous l'influence, notamment, des divers mécanismes institutionnels nationaux et de la nature des systèmes financiers des divers pays. Voici quelques-unes des caractéristiques clés qui distinguent le cadre de placement des soldes de trésorerie du Canada de celui des autres pays du G7.

Placement effectué directement sur le marché : Bien que tous les encaissements et décaissements du gouvernement fédéral soient effectués par l'entremise des comptes que celui-ci détient à la Banque du Canada, ces comptes sont gérés de façon à ce que les soldes soient essentiellement minimales. Par conséquent, dans les faits, le gouvernement fédéral place tous ses soldes de trésorerie sur le marché. Cette pratique n'a pas cours dans la plupart des autres pays du G7, où des soldes substantiels sont généralement maintenus dans les banques centrales nationales. Au Japon et en Italie, par exemple, les soldes de l'État sont tous déposés à la banque centrale. La France et les États-Unis conservent un important fonds de roulement auprès de leur banque centrale respective et, dès que le niveau des encaisses dépasse le montant visé, l'État investit l'excédent sur le marché. Le Royaume-Uni a récemment apporté des modifications à son cadre de gestion de la trésorerie pour autoriser notamment le *Debt Management Office* à placer tous les fonds disponibles sur le marché. Pour sa part, l'Allemagne place rarement sur le marché ses surplus de trésorerie.

Adjudication effectuée directement par l'État : Le Canada est actuellement le seul pays du G7 où le gouvernement central met ses dépôts aux enchères auprès des participants au marché. Les pays qui tiennent leurs soldes de trésorerie à la banque centrale laissent évidemment le soin à cette dernière de placer ces fonds. Les États-Unis répartissent leurs soldes de trésorerie au prorata parmi les participants au marché à un taux de référence fixe (qui est actuellement inférieur de 25 points de base au taux des fonds fédéraux), tandis que la France et le Royaume-Uni traitent directement avec les participants au marché.

Gestion du risque de crédit : La plupart des autres pays du G7 assument peu de risques de crédit, sinon aucun, dans le cadre du placement des dépôts de l'État. Il va de soi que les fonds qui sont placés auprès des banques centrales nationales n'entraînent aucun risque de crédit. Les États-Unis exigent que tous leurs placements sur le marché soient entièrement garantis, tandis que la France et le Royaume-Uni effectuent la plupart de leurs placements par le truchement des opérations de pension. Enfin, l'Allemagne place de temps à autre son excédent de liquidités auprès des banques.

Modifications proposées

Le gouvernement propose d'apporter au cadre actuel de gestion de sa trésorerie des modifications visant à : i) élargir la participation aux adjudications en vue de stimuler la concurrence pour les soldes; et ii) de renforcer le cadre de gestion du risque de crédit afin de pouvoir gérer prudemment ses risques de crédit.

Le gouvernement invite les entités menant d'importantes opérations sur le marché monétaire intérieur et qui aimeraient participer aux adjudications de soldes de trésorerie à titre de contreparties à manifester leur intérêt. Les institutions intéressées devront jouir d'une cote de crédit à long terme de BBB (ou l'équivalent). Le ministre des Finances se réserve néanmoins le droit de sélectionner à son entière discrétion les participants potentiels.

Le gouvernement propose de mettre en place un cadre qui reposerait sur des cotes de crédit, des limites de crédit et des garanties. Les participants qui sont des institutions de dépôt établies et réglementées au Canada (c.-à-d. les banques des Annexes I et II, les sociétés de fiducie et de prêt, les centrales de *credit unions* et les succursales canadiennes de banques étrangères agréées) n'auraient pas à fournir de garanties pour couvrir leurs emprunts jusqu'à concurrence de certaines limites qui dépendraient de leur cote de crédit. Ils pourraient également déposer des soumissions pour un montant qui dépasse leur limite de crédit, à condition toutefois de garantir intégralement le montant excédentaire des dépôts qui leur seraient adjugés. Il est proposé que la cote de crédit à long terme minimale qui doit être détenue pour pouvoir accéder aux adjudications de soldes sans devoir fournir de garanties soit A faible (ou l'équivalent). Les participants qui ne sont pas des institutions de dépôt réglementées ou les institutions de dépôt qui n'ont pas la cote de crédit A faible (ou l'équivalent), ne seraient admissibles qu'aux opérations garanties. Tel que mentionné plus haut, la cote de crédit à long terme minimum nécessaire pour participer aux adjudications est BBB (ou l'équivalent).

Un certain nombre de raisons expliquent la proposition du gouvernement de maintenir l'accès des institutions de dépôt réglementées (détenant une cote de crédit acceptable) aux adjudications, sans qu'ils aient à garantir tous leurs emprunts. Celui-ci désire tout d'abord trouver un juste milieu entre le risque et le rendement. Or, il va de soi que l'introduction de garanties pourrait se répercuter sur les taux de rendement que les participants sont disposés à offrir pour les soldes de trésorerie. Par conséquent, le maintien de l'accès à un montant acceptable de soldes non garantis pourrait contribuer à relever les rendements obtenus et à fournir un cadre prudent de gestion du risque, car les limites des opérations non garanties seraient maintenues à un niveau modéré. Par ailleurs, en augmentant le nombre de participants, l'État sera appelé à composer avec des contreparties qui présentent des types de risques différents, ce qui amène à considérer une pratique généralisée sur les marchés consistant, pour les investisseurs, à établir des distinctions parmi les contreparties selon le type d'institutions auxquelles elles appartiennent. Par exemple, les institutions de dépôt bénéficient généralement d'un accès plus facile et plus avantageux financièrement aux marchés interbancaires et aux marchés du papier à court terme. Le gouvernement reconnaît également que les institutions de dépôt ont, dans le passé, toujours eu accès à ces soldes sans devoir fournir de garanties et que l'adoption d'un système reposant

exclusivement sur des garanties pourrait exiger, même s'il était conforme aux pratiques en vigueur dans la plupart des autres pays souverains du G7, un ajustement plus grand pour le marché.

Pour les opérations non garanties, les limites de crédit seraient établies de telle sorte que les participants n'aient pas à fournir de garanties pour une proportion significative des soldes de trésorerie qui leur seraient attribués. Toutefois, étant donné le volume global des soldes à adjuger, on s'attend à ce que le nantissement soit régulièrement utilisé dans ces opérations. Le gouvernement propose que la ligne de crédit accordée à une institution de dépôt réglementée dont la cote de crédit à long terme équivaut à AA faible ou plus ne dépasse pas 500 millions de dollars pour l'ensemble des avoirs, tandis que celle dont bénéficierait une institution de dépôt dont la cote se situe entre A faible et A + (ou l'équivalent) ne devrait pas dépasser 250 millions de dollars pour l'ensemble des avoirs.

Pour évaluer la solvabilité des intervenants, le gouvernement s'appuiera principalement sur les évaluations de crédit effectuées par des tiers (cotes de crédit à long terme), soit les cotes attribuées par les agences de notation reconnues. Bien qu'elles ne constituent pas de parfaits indicateurs de la solvabilité réelle, les cotes de crédit établies par des tiers ont l'avantage d'être transparentes, de provenir -- par définition -- de sociétés indépendantes et d'être largement acceptées et utilisées par les marchés financiers. Le gouvernement exigera des cotes de crédit établies par deux agences distinctes.

Le gouvernement est en principe disposé à accepter un large éventail de garanties pour ses opérations, à condition que soient appliquées des normes appropriées en matière de risques et de liquidités. L'acceptation d'un plus large éventail de garanties admissibles pourrait faciliter une gestion plus efficace des stocks par les participants, réduire les coûts et atténuer les incidences potentielles sur les marchés des garanties. Il reste toutefois à examiner quelques importantes questions opérationnelles liées aux garanties, lesquelles sont abordées en annexe.

Les limites actuelles de soumissions fondées sur les ratios de l'ACP décrits ci-dessus seront également examinées.

Résumé des propositions

1. L'accès au système d'adjudication des soldes de trésorerie du gouvernement fédéral serait élargi. Le gouvernement invite les entités menant d'importantes opérations de financement en dollars canadiens qui désireraient participer aux adjudications à manifester leur intérêt.
2. Les parts de dépôts adjugées aux participants autres que les institutions de dépôt devraient être intégralement garanties. Ces dernières devraient avoir une cote de crédit minimale acceptable (soit une cote de crédit à long terme correspondant à BBB ou à son équivalent).
3. Il serait permis aux institutions de dépôt établies et réglementées au Canada qui ont une

cote de crédit minimale acceptable (soit une cote de crédit à long terme correspondant à A faible ou à son équivalent) de présenter des offres jusqu'à concurrence de leur limite de crédit autorisée sans avoir à fournir de garanties. Elles devraient fournir des garanties pour les parts de dépôts qui dépasseraient leur limite de crédit autorisée.

4. L'évaluation de la solvabilité des participants reposerait sur les cotes de crédit à long terme fournies par des agences de notation indépendantes. Le gouvernement exigerait deux cotes de crédit.
5. Le gouvernement examinera les limites de soumission qui s'appliqueront dans le nouveau cadre.

Procédure de consultation

Le gouvernement invite les parties intéressées à lui faire part de leurs commentaires sur n'importe quel aspect des propositions exposées dans le présent document et compte consulter les participants au marché tant sur les propositions de changement que sur les questions liées à leur mise en œuvre. Les commentaires concernant les modifications proposées aux règles qui régissent l'adjudication des dépôts à terme du Receveur général doivent nous parvenir d'ici le 31 août 2000. Ils seront publiés dans le site Internet de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>) à la mi-septembre.

Veillez adresser vos commentaires à l'adresse suivante :

Thomas Hossfeld
 Département des marchés financiers
 Banque du Canada
 234, rue Wellington
 4^e étage, tour Est
 Ottawa (Ontario) K1A 0G9
 (613) 782-7819
 thossfeld@bank-banque-canada.ca

Télécopieur :

Courriel :

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec :

Michael Keenan
 Chef, Division des marchés financiers
 Ministère des Finances
 (613) 992-4013 ou keenan.michaele@fin.gc.ca

ou bien avec :

Thomas Hossfeld
 Département des marchés financiers
 Banque du Canada
 (613) 782-7529 ou thossfeld@bank-banque-canada.ca

Le gouvernement envisage de finaliser les changements proposés d'ici l'automne 2000 et de les mettre en œuvre au début de l'année prochaine.

Annexe

Considérations d'ordre opérationnel

Le gouvernement examine présentement les questions d'ordre opérationnel que pose la mise en oeuvre des propositions. Les questions clés portent sur les garanties et le règlement.

En ce qui a trait aux garanties acceptables, les principales exigences sont les suivantes : les divers types de garanties doivent présenter des caractéristiques acceptables sur le plan du risque, et les incidences sur les ressources doivent être raisonnables. En particulier, les garanties doivent être hautement liquides, avoir une qualité acceptable en matière de crédit et leur évaluation doit se faire sur un marché transparent. Certains types de garanties peuvent être plus faciles à gérer sur une même journée (c.-à-d. qu'elles sont acceptées le jour même où les fonds sont livrés) selon le degré de facilité avec lequel les titres peuvent être évalués. Par exemple, le marché des pensions tend à être dominé par les transactions sur titres du gouvernement canadien, à cause de la prédominance et de la liquidité de ses titres. Par contre, pour certains types de garanties, il peut être nécessaire d'envisager un mécanisme en vertu duquel les participants remettraient des garanties au gouvernement sur une base permanente. Étant donné qu'il peut être difficile de procéder à une évaluation dans le courant d'une même journée, ces participants pourraient obtenir des fonds jusqu'à concurrence du montant donné en garantie.

En ce qui concerne le règlement, on s'attend à ce qu'il continue de se faire, dans le cas des dépôts adjudgés sans garantie, par l'entremise du STPGV, conformément au mécanisme actuel. À propos des opérations assorties de garanties, il y aurait lieu de procéder au règlement de manière différente, selon que les adjudications se tiennent le matin ou l'après-midi. Quand l'adjudication se fait le matin, les transactions garanties à conclure dans la journée devraient être réglées par l'entremise de la Caisse canadienne de dépôts de valeur (CDS) selon la formule du paiement à la livraison, qui est la norme sur le marché des pensions. Cet arrangement ne serait pas possible lorsque l'adjudication a lieu l'après-midi, car le règlement s'effectue tard dans la journée, soit après 16 h, à la fin du cycle du système automatisé de compensation et de règlement (SACR). Dans ce cas, la solution la plus appropriée semblerait être celle d'un processus de règlement à deux volets, dont l'un consisterait à livrer les titres par l'entremise de la CDS et les fonds versés, par l'entremise du STPGV. Ce processus de règlement à deux volets pourrait également convenir à tout arrangement en vertu duquel les participants au marché remettraient des garanties au gouvernement sur une base permanente.

Il est également essentiel qu'il ne se produise pas de défaillance d'exploitation, en particulier durant l'adjudication de l'après-midi, ce qui pourrait entraîner un écart entre le solde de règlement effectif du STPGV et celui désiré par la Banque du Canada aux fins de sa politique monétaire. Par exemple, si un participant au marché gagne des fonds à l'adjudication de l'après-midi, mais n'est

pas en mesure de les recevoir à cause d'un problème d'ordre opérationnel pour pouvoir remettre les garanties appropriées dans les délais requis, le STPGV ne pourra pas atteindre le solde de règlement désiré, ce qui pourrait avoir certaines conséquences sur les participants au STPGV.

Le gouvernement invite les parties intéressées à formuler des commentaires sur ces considérations d'ordre opérationnel et il consultera de nouveau les participants au marché sur ces questions. Il désire particulièrement savoir si les participants au marché estiment qu'un mécanisme permettant de constituer des garanties sur une base permanente serait avantageux sur le plan opérationnel. Le gouvernement étudiera également la question de savoir s'il serait plus avantageux et efficient de confier à un tiers la gestion des aspects du règlement des adjudications dans un système fonctionnant avec des garanties.