

Allocution prononcée par

Toni Gravelle

Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Bloomberg Canadian Finance Conference
29 septembre 2026
New York (New York)

Les marchés des pensions et la mise en œuvre de la politique monétaire

Présentation

Bonjour. Quel plaisir d'être ici à New York parmi tant de visages familiers de la communauté financière.

Je suis impatient de discuter avec vous. Mais avant de passer à la conversation, j'aimerais prendre quelques minutes pour faire le point sur deux aspects du travail de la Banque du Canada qui vous intéresseront particulièrement.

Tout d'abord, je vais parler de ce que nous faisons pour soutenir la résilience et l'efficacité des marchés des pensions, en particulier en améliorant leur infrastructure.

J'expliquerai ensuite l'évolution de notre cadre de mise en œuvre de la politique monétaire depuis la fin du resserrement quantitatif l'an dernier. Afin de bien maîtriser notre taux directeur, nous avons fait quelques ajustements mineurs à notre cadre pour mieux refléter la dynamique changeante des marchés des pensions.

Renforcement de l'infrastructure des marchés des pensions

Comme vous le savez bien, les marchés des pensions sont un élément essentiel du

Je tiens à remercier Philippe Muller et Kaetlynd McRae pour leur aide dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 29 septembre 2026
à 13 h 20, heure de l'Est

système financier. Ils soutiennent la liquidité des marchés des obligations d'État en permettant aux participants d'emprunter ou de prêter des fonds ou des titres. Ils jouent aussi un rôle vital dans la transmission de la politique monétaire.

Compte tenu de ce rôle central occupé par les marchés des pensions dans le système financier, les tensions qu'ils subissent peuvent se propager rapidement.

Partout dans le monde, les gouvernements émettent actuellement beaucoup de titres de dette souveraine, y compris pour financer les dépenses en infrastructure et en défense. Et certains des plus gros acheteurs de ces titres sont des fonds de couverture et d'autres investisseurs qui utilisent l'effet de levier (notamment des emprunts sur les marchés des pensions) pour financer leurs achats¹.

Le rôle croissant des investisseurs recourant à l'effet de levier sur les marchés des pensions et des obligations d'État a amélioré la liquidité de ces marchés. Mais en périodes de tensions, leur dépendance à l'effet de levier peut devenir une vulnérabilité². Si le financement par opérations de pension devenait soudainement limité, ces investisseurs pourraient être contraints de vendre leurs obligations, ce qui, dans des conditions extrêmes, pourrait entraîner une spirale de liquidité.

C'est pourquoi les gouvernements, les banques centrales et les participants au marché s'efforcent d'accroître la résilience des marchés des pensions.

Cela passe en grande partie par le renforcement de l'infrastructure de ces marchés. Et, depuis des années, la Banque travaille en étroite collaboration avec le secteur et d'autres parties prenantes en vue d'atteindre cet objectif.

En mars, nous avons [annoncé](#) notre intention de nous joindre à une plateforme tripartite opérée par TMX, soit le Service canadien de gestion des garanties (SCGG). Aujourd'hui, je peux confirmer que la Banque commencera à utiliser cette infrastructure pour ses opérations de pension à compter du premier trimestre de 2027.

Essentiellement, les participants au SCGG externalisent la gestion en aval des transactions de leurs opérations de pension. Ils bénéficient aussi de beaucoup plus de flexibilité dans la gestion des garanties, ce qui soutient la liquidité. La plateforme tripartite contribuera à développer davantage le marché des opérations de pension à plus d'un jour et à attirer de nouveaux participants visant à investir des liquidités, comme les services de trésorerie de grandes entreprises.

Pour la Banque, l'utilisation du SCGG améliorera l'efficacité du règlement de ses

¹ Au Canada, ces institutions achètent jusqu'à la moitié des obligations du gouvernement du Canada vendues aux adjudications. Elles représentent également [environ le tiers des opérations conclues entre les courtiers en obligations canadiens et leurs clients non-courtiers](#).

² Voir T. Macklem, « [Nouveaux acteurs, mêmes risques : la stabilité financière dans un contexte en mutation](#) » (discours prononcé devant l'Institut du risque mondial, Toronto, Ontario, 4 mars 2026), et la section sur les [intermédiaires financiers non bancaires](#) dans le *Rapport sur la stabilité financière – 2026* de la Banque.

opérations, ce qui lui permettra d'en accroître plus facilement le volume au besoin. La Banque et le secteur s'emploient aussi à moderniser et à améliorer l'infrastructure de compensation des opérations de pension au Canada. L'objectif est que la majorité des opérations de pension impliquant d'importants gestionnaires d'actifs et négociants au Canada fassent l'objet d'une compensation centrale, conformément à la tendance dans les autres grands marchés³.

Au Canada, la modernisation de l'infrastructure et des services de compensation centrale est en cours et devrait être en grande partie terminée en 2028. Une fois que tout sera prêt, nous prévoyons soumettre à la compensation centrale nos propres opérations de pension par l'intermédiaire de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés⁴.

De façon générale, la compensation centrale peut réduire le risque de crédit de contrepartie en garantissant le règlement des opérations. Dans le cas des opérations de pension, elle libère également la capacité de bilan des courtiers en permettant de compenser les opérations en sens inverse. Les courtiers disposent ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour absorber les chocs de liquidité et poursuivre l'octroi de financement par opérations de pension lorsque les marchés sont sous tension.

Une fois que nous serons passés à la compensation centrale, ces avantages réduiront les coûts bilanciaux associés à nos opérations de pension pour nos contreparties, surtout en fin de trimestre ou d'exercice. Cela devrait rendre nos opérations plus attrayantes pour les participants au marché, et donc en faire des outils encore plus efficaces pour la mise en œuvre de la politique monétaire.

Ensemble, ces améliorations devraient rendre les marchés des pensions plus résilients, tout en permettant la mise en œuvre adéquate de la politique monétaire.

Mise à jour du cadre de mise en œuvre de la Banque

Permettez-moi maintenant de vous parler de l'évolution du cadre de mise en œuvre de la Banque.

³ Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission exige que la plupart des opérations de pension garanties par des bons du Trésor américain soient compensées de manière centralisée d'ici juin 2027. Par ailleurs, l'Union européenne encourage un recours accru à la compensation centrale pour les opérations de pension et, cette année, la Banque centrale européenne a commencé à soumettre à la compensation centrale certaines de ses propres activités liées aux pensions.

⁴ La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) est une contrepartie centrale pour les opérations de pension et celles sur produits dérivés. Elle a commencé à compenser les opérations de pension après la crise financière mondiale de 2008-2009 pour renforcer le fonctionnement des marchés essentiels des pensions pendant les périodes de tensions financières.

Il faut d'abord savoir que notre taux directeur cible est un taux *garanti*, soit le taux des opérations de pension à un jour. Lorsque nous fixons notre taux directeur, nous déterminons en réalité le taux cible auquel nous souhaitons que les banques s'accordent des prêts à un jour.

C'est ce qui nous différencie de beaucoup d'autres banques centrales, dont le taux cible est *non garanti*⁵. Cela veut également dire que les marchés des pensions jouent un rôle important dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Les pressions de financement sur ces marchés, ainsi que la façon dont nous y répondons, peuvent avoir un effet sur la transmission de notre taux directeur dans l'économie. Nous prêtons donc une attention particulière aux déséquilibres entre l'offre et la demande sur ces marchés, et pas seulement au niveau de nos réserves, que nous appelons « soldes de règlement » au Canada⁶.

Pour surveiller les conditions sur les marchés des pensions, nous utilisons notamment le taux des opérations de pension à un jour, ou taux CORRA⁷. Lorsque des pressions de financement font dévier le taux CORRA du taux directeur, nous disposons d'outils pour limiter ces écarts et le ramener vers la cible.

Depuis la fin du resserrement quantitatif, le taux CORRA a souvent été légèrement au-dessus de la cible, ce qui pousse les participants au marché à se demander comment nous décidons quand utiliser ces outils. Je vous explique.

Les **opérations de pension à un jour** sont notre principal outil pour atténuer les pressions à la hausse sur le taux CORRA. Elles fournissent des liquidités de façon ponctuelle.

Comme c'est nous qui décidons quand offrir des opérations de pension à un jour, nous tolérons un certain écart du taux CORRA par rapport au taux directeur. C'est voulu : nous pouvons ainsi inciter les participants au marché à négocier et à gérer leurs besoins quotidiens de liquidité. Nous ne voulons pas non plus réagir au moindre écart, car de légères fluctuations peuvent fournir des signaux utiles aux marchés.

Cela dit, nous ne tolérons qu'un certain degré de pression à la hausse sur le taux

⁵ Au Canada, le marché des pensions avec garanties a toujours été plus grand et plus important que le marché interbancaire non garanti parce qu'il offre une plus grande transparence et un risque de contrepartie moindre. Par conséquent, le marché interbancaire non garanti n'est pas représentatif des conditions de financement au Canada. Voir C. Reid, « [Le marché canadien du financement à un jour : évolution récente et changements structurels](#) », *Revue de la Banque du Canada*, printemps 2007, p. 15-31.

⁶ Pour en savoir plus, voir E. Dudley, J.-S. Fontaine, D. Hadjistavropoulos, N. Maru, S. Tchamova, A. Uthemann et J. Yang, « [Balancing the Canadian Repo Market through QT: The Diminishing Role of Settlement Balances](#) », document analytique du personnel 2026-40 de la Banque du Canada, septembre 2026.

⁷ Le [taux des opérations de pension à un jour](#), ou taux CORRA, sert à mesurer le coût du financement à un jour en dollars canadiens sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement du Canada. En alignant le taux CORRA sur notre taux directeur, nous nous assurons que les conditions d'emprunt et de prêt dans l'économie reflètent l'orientation de notre politique monétaire.

CORRA. Un écart marqué pourrait perturber la transmission de notre politique monétaire. Les opérations de pension à un jour nous permettent de faire en sorte que le taux CORRA ne s'écarte pas trop de la cible.

Toutefois, avant d'utiliser ces opérations pour injecter des fonds sur le marché des pensions à un jour – et, donc, de laisser entendre que nous constatons une pression excessive sur le taux CORRA –, nous évaluons soigneusement l'ampleur, l'étendue, la persistance et la source des pressions, ainsi que les conditions générales du marché.

En octobre 2025, nous avons fait un ajout important à notre boîte à outils : les **opérations de pension à deux semaines**.

Ces opérations hebdomadaires sont devenues un complément efficace à nos opérations de pension à un jour. Nous avons adapté la manière dont nous y recourons pour qu'elles ne servent plus seulement à réagir aux pressions. Nous augmentons désormais de façon régulière notre offre d'opérations de pension à deux semaines, et ce, en anticipation des pressions attendues ou saisonnières au moment des déclarations de fin de trimestre des banques canadiennes ou de l'arrivée à échéance de volumes importants d'obligations d'État. Cette offre de liquidités à plus d'un jour sur le marché des pensions contribue à réduire les risques de pressions à la hausse sur le taux CORRA⁸.

Recourir plus activement aux opérations de pension à deux semaines peut toutefois avoir une incidence sur nos **réserves**. En effet, elles pourraient parfois dépasser notre meilleure estimation de la demande normale de réserves, qui demeure entre 50 et 70 milliards de dollars.

Mais maintenir l'approvisionnement en réserves dans la fourchette n'est pas un objectif en soi. L'essentiel, c'est de faire le nécessaire pour contrôler notre taux directeur lorsque des variations des déséquilibres sur le marché des pensions exercent des pressions à la hausse ou à la baisse sur les taux des opérations de pension, et ce, même si les réserves dépassent temporairement la limite supérieure de la fourchette visée.

On nous pose aussi beaucoup de questions sur notre **taux de rémunération des**

⁸ Les opérations de pension à deux semaines sont également un outil souple qui permet d'accroître l'offre de financement par opérations de pension en réponse à des pressions inattendues. De plus, comme les opérations de pension à 1 mois et à 3 mois et les bons du Trésor du gouvernement du Canada, elles nous permettent de normaliser la composition des actifs figurant au bilan de la Banque. Nous travaillons à acheter des actifs à plus court terme à mesure que les obligations du gouvernement du Canada achetées pendant la pandémie continuent à sortir de notre bilan. Ce processus pourrait s'étendre jusqu'en 2030. Lorsque la composition du bilan sera revenue à son niveau de régime permanent, nous nous efforcerons de faire correspondre le montant de nos actifs à taux variable, soit essentiellement des prises en pension à plus d'un jour et des bons du Trésor du gouvernement du Canada, avec celui de nos passifs à taux variable, dont les réserves. Et nous travaillerons à équilibrer plus ou moins la taille de notre portefeuille d'obligations avec la monnaie en circulation, celle-ci étant considérée comme un passif permanent. Pour en savoir plus, voir T. Gravelle, « [La fin du resserrement quantitatif et les prochaines étapes](#) », (discours prononcé devant VersaFi, Toronto, Ontario, 16 janvier 2025).

dépôts, qui renforce la limite inférieure de la fourchette opérationnelle en déterminant les intérêts versés sur les réserves détenues à la Banque. Il est actuellement fixé à 5 points de base sous notre taux directeur. Nous avons fait ce changement [en janvier 2025](#) pour encourager les institutions à redistribuer les réserves plutôt que de les conserver.

Nous ajustons seulement le taux de rémunération des dépôts lorsque des pressions structurelles ou tenaces justifient une intervention, par exemple des variations persistantes des déséquilibres sur le marché des pensions, ou encore des changements structurels à la demande de réserves des différentes banques.

Enfin, permettez-moi de vous parler un peu de notre **mécanisme permanent d'octroi de liquidités** (MPOL), qui joue un rôle de soutien en établissant un plafond pour le taux du financement à un jour⁹.

Nous savons que les institutions financières hésitent à utiliser le MPOL pour obtenir des prêts à un jour parce qu'elles craignent d'envoyer un mauvais signal en l'utilisant. Or, elles ne devraient pas s'en inquiéter puisqu'il s'agit d'un mécanisme courant. Tous les membres de Lynx, le système de paiement de grande valeur du Canada, devraient utiliser sans hésiter le MPOL pour combler des pénuries inattendues de liquidités en fin de journée, plutôt que de conserver des réserves supplémentaires pour éviter les avances effectuées au titre du mécanisme.

Nous avons publié aujourd'hui une [déclaration commune](#) avec le Bureau du surintendant des institutions financières afin d'indiquer clairement que l'utilisation du MPOL à des fins de financement à un jour s'inscrit dans la gestion courante des liquidités, et ne constitue ni une mesure exceptionnelle ni un signe de tensions.

Pour en savoir plus, je vous invite à lire notre nouveau document d'information sur la mise en œuvre de la politique monétaire¹⁰. Notre priorité est de veiller à ce que notre cadre demeure efficace malgré l'évolution des conditions du marché et de communiquer en toute transparence les ajustements que nous y apportons.

Merci de votre attention. Je me ferai un plaisir de répondre à vos questions.

⁹ Le [mécanisme permanent d'octroi de liquidités](#) de la Banque permet de consentir, en échange de garanties, des avances de fonds intrajournalières et à un jour aux institutions qui participent directement au système Lynx afin de favoriser un règlement ordonné dans le système de paiement.

¹⁰ Voir K. McRae, « [Ce qui se passe une fois que le Conseil de direction a établi la cible du taux directeur](#) », document analytique du personnel 2026-45 de la Banque du Canada, septembre 2026.