

Ce qui se passe une fois que le Conseil de direction a établi la cible du taux directeur

Tour d'horizon du cadre de conduite de la politique monétaire

Kaetlynd McRae

Département des Marchés et des Opérations bancaires

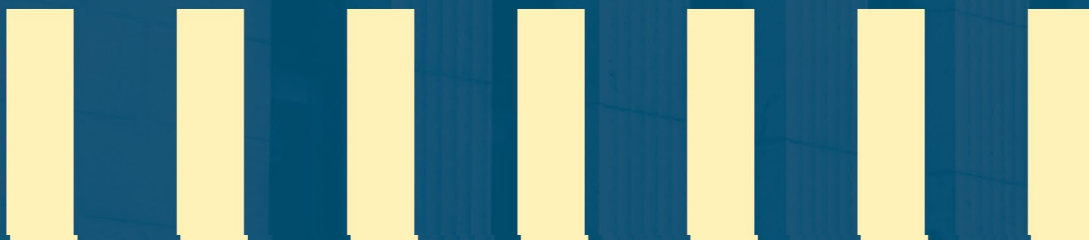
Banque du Canada

kmcrae@banqueducanada.ca

Les travaux de recherche du personnel de la Banque du Canada sont produits en toute indépendance du Conseil de direction de l'institution et peuvent étayer ou remettre en question des idées établies. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'autrice uniquement; elles ne reflètent pas nécessairement la position officielle de la Banque et n'engagent aucunement cette dernière.

DOI : <https://doi.org/10.34989/sap-2026-45> | ISSN 3110-9195

© Banque du Canada, 2026



Remerciements

Je tiens à remercier Toni Gravelle, Grahame Johnson, Stéphane Lavoie, Philippe Muller, Scott Kinnear, Mark De Guzman et Jonathan Witmer pour leurs précieux commentaires et conseils, et pour les échanges que nous avons eus tout au long de la rédaction du présent document. Je remercie aussi Jordan Press pour son aide à la rédaction, ainsi que Frédéric Bouchard, Guylaine Létourneau et Julie Porlier pour la traduction.

Résumé

Que se passe-t-il une fois que le Conseil de direction de la Banque du Canada a établi la cible du taux directeur? L'établissement de ce taux d'intérêt cible est l'aspect le plus visible de la politique monétaire, mais ce n'est que la première étape de la transmission de la décision de taux à l'économie canadienne. Le présent document explique comment la Banque utilise son cadre de conduite de la politique monétaire pour veiller à ce que la décision relative au taux directeur se reflète sur les marchés financiers par un maintien des taux d'intérêt à court terme près de la cible.

Le contrôle des taux d'intérêt est tributaire de la structure du marché canadien du financement à un jour. Pour évaluer l'efficacité du contrôle des taux d'intérêt, la Banque se fonde principalement sur le taux des opérations de pension à un jour (taux CORRA), qui est basé sur des opérations garanties. Par conséquent, la conduite de la politique monétaire dépend non seulement de l'offre de réserves (ou soldes de règlement) de la banque centrale, mais aussi des conditions du marché des pensions sur lequel le taux CORRA est déterminé. Des déséquilibres sur le marché des pensions peuvent faire diverger le taux CORRA du taux directeur cible, même quand le niveau global des réserves se situe dans la fourchette estimée de la demande en régime permanent. C'est pourquoi la Banque utilise des outils ciblés pour intervenir lorsque des pressions menacent l'efficacité du contrôle des taux, tout en permettant certains écarts par rapport à la cible de manière à préserver les signaux utiles du marché et à inciter les participants au marché à gérer leurs propres liquidités et à négocier entre eux.

La conception et l'utilisation de ces outils reflètent les principaux éléments que le cadre de politique monétaire doit mettre en balance : le contrôle des taux d'intérêt, la préservation des incitations pour le marché et le maintien par la Banque d'un bilan qui n'est pas plus élevé que nécessaire. Les outils et les mécanismes permanents de la Banque lui permettent d'avoir des réserves justes suffisantes – assez de liquidités pour assurer l'efficacité du règlement des paiements, du fonctionnement des marchés et de la conduite de la politique monétaire – sans qu'elle ait à en fournir plus que nécessaire. Lorsque les pressions du marché justifient une intervention, la Banque réalise des opérations ciblées et discrétionnaires plutôt que d'accroître l'offre de réserves.

La Banque a perfectionné ses outils en fonction de l'évolution des conditions du marché ces dernières années. Elle a par exemple instauré des opérations de prise en pension à deux semaines et accru leur utilisation, et a ajusté le taux de rémunération des dépôts en janvier 2025. Ces changements montrent comment elle peut adapter ses outils pour maintenir un contrôle efficace des taux d'intérêt tout en préservant les incitations pour le marché.

De la décision de politique monétaire à la réalité du marché : comment la Banque du Canada conduit la politique monétaire

Quand la Banque du Canada modifie la cible du [taux directeur](#), la population en voit les effets par l'intermédiaire des changements des taux hypothécaires, des coûts d'emprunt, du rendement des placements et, au fil du temps, de l'activité économique et de l'inflation. Pourtant, établir cette cible n'est qu'un des aspects de la politique monétaire. La Banque doit aussi veiller à ce que les marchés financiers fonctionnent de manière à permettre aux décisions de politique monétaire d'influer sur les conditions d'emprunt et de prêt dans l'ensemble de l'économie.

C'est le rôle du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque, un élément clé du [cadre général régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités](#). Le cadre de politique monétaire est l'ensemble des outils, des mécanismes et des opérations dont la Banque se sert quotidiennement pour aider à maintenir les taux d'intérêt du marché à court terme suffisamment près du taux directeur.

Comme toutes les banques centrales, la Banque du Canada doit faire des choix importants dans la conception de son cadre de politique monétaire :

- Devrait-elle chercher à garder les taux du marché à court terme très près de la cible ou tolérer plus de variation pour préserver les signaux de prix du marché et les incitations à négocier?
- Devrait-elle maintenir des réserves plus grandes ou recourir davantage à des opérations ciblées lorsque des pressions sur la liquidité apparaissent¹?
- Le coût d'opportunité de la détention de réserves devrait-il rester bas ou augmenter de manière à encourager les institutions à redistribuer des liquidités par l'entremise des marchés?

La réponse à chacune de ces questions dépend de la façon dont les décideurs choisissent de mettre en balance les objectifs divergents.

Les banques centrales ont adopté des approches différentes en fonction de la structure de leur système financier et de leurs marchés monétaires, et du poids que les décideurs accordent aux objectifs divergents et aux arbitrages. Le présent document explique comment le cadre de politique monétaire de la Banque contribue à

¹ Les réserves de banque centrale sont les dépôts de banques commerciales détenus auprès de la banque centrale. Ils constituent le moyen ultime de règlement des transactions dans l'économie. Les termes *liquidités*, *trésorerie*, *soldes de règlement* et *réserves* sont utilisés de manière interchangeable dans le présent document.

maintenir les taux du marché à court terme près du taux directeur cible tout en gardant un équilibre entre l'offre de réserves, les incitations pour le marché et la taille du bilan.

Comment les cadres de politique monétaire permettent d'assurer le contrôle des taux d'intérêt à court terme

Les banques centrales influent sur l'activité économique principalement par le biais des changements des taux d'intérêt à court terme. La Banque du Canada établit une cible pour le taux du financement à un jour dans le but ultime d'atteindre la [cible de maîtrise de l'inflation](#). Quand elle annonce une décision de taux directeur, l'ajustement des taux du marché à court terme est normalement immédiat. Mais cette annonce n'est que la première étape. La Banque a aussi besoin d'un cadre de conduite de la politique monétaire. Il s'agit d'un ensemble d'outils, d'opérations et de facteurs incitatifs qui contribuent à faire en sorte que les taux du marché à court terme aillent dans le même sens que la décision de politique monétaire, même lorsque des pressions sur le financement ou des déséquilibres sur le marché font diverger ces taux du taux directeur.

Bien que toutes les banques centrales cherchent à contrôler les taux d'intérêt à court terme, les approches qu'elles utilisent pour y parvenir diffèrent. En effet, elles peuvent mettre en place divers cadres de politique monétaire pour orienter les taux à court terme, y compris des systèmes de valeurs plancher (réserves abondantes), des systèmes de fourchette de taux d'intérêt (réserves rares) et des systèmes de réserves à deux paliers. Cette catégorisation est utile, mais elle ne reflète pas tous les choix conceptuels qui déterminent la façon dont la politique monétaire est mise en œuvre dans la pratique.

Les systèmes de valeurs plancher en sont un bon exemple. Le Canada met en œuvre sa politique monétaire au moyen d'un système de valeurs plancher, ce qui signifie qu'il y a des réserves abondantes dans le système financier². Mais ce type de système peut être conçu de différentes manières. Une des grandes différences est la façon dont une banque centrale fournit et gère les réserves. Certains cadres de politique monétaire sont davantage axés sur la détermination de la **quantité** de réserves dans le système, alors

² Avant la pandémie de COVID-19, l'approche du Canada était un système de fourchette de taux d'intérêt, avec une fourchette opérationnelle symétrique de 50 points de base et des réserves rares. La Banque est passée à un système de valeurs plancher lorsque ses achats massifs d'actifs ont fait augmenter les réserves. Pour une analyse de cette transition et de ses implications pour la conduite de la politique monétaire, voir T. Gravelle, R. Morrow et J. Witmer, « [Reviewing Canada's Monetary Policy Implementation System: Does the Evolving Environment Support Maintaining a Floor System?](#) », document d'analyse du personnel 2023-10 de la Banque du Canada (mai 2023).

que d'autres mettent plutôt l'accent sur l'établissement du **prix** des réserves et laissent les institutions financières décider de la quantité de réserves qu'elles détiennent.

Cette distinction devrait être vue comme un spectre plutôt que comme un choix strict. À une extrémité, il y a les **systèmes de valeurs plancher fondés sur l'offre**, dans lesquels une banque centrale détermine en grande partie la quantité de réserves et fournit habituellement des réserves bien au-delà de la demande des marchés pour maintenir le taux du financement à un jour près du taux directeur. Une telle approche peut aider les institutions financières à absorber les chocs de liquidité et favoriser le contrôle des taux d'intérêt, mais exige que la banque centrale ait un bilan plus élevé. À l'autre extrémité, il y a les **systèmes de valeurs plancher fondés sur la demande**, dans lesquels la banque centrale établit le prix des réserves, souvent au moyen d'opérations courantes de prise en pension, et laisse l'offre de réserves s'ajuster à la demande des institutions. Cette approche peut donner lieu à une quantité inférieure de réserves, comparativement à un système fondé sur l'offre, mais nécessite en général des opérations plus importantes et plus fréquentes pour que le taux du financement à un jour reste aligné sur le taux directeur.

En pratique, la plupart des banques centrales qui ont adopté un système de réserves abondantes se situent quelque part entre ces deux approches. Un cadre fondé sur l'offre peut inclure des outils permanents ou de plafonnement qui permettent à la banque centrale d'ajouter rapidement des liquidités à un taux fixe au-dessus de son taux directeur. De même, un cadre fondé sur la demande peut prévoir un niveau structurel ou de base des réserves au moyen d'outils comme des opérations de pension à taille fixe et à terme fixe³. La position du cadre sur le spectre dépend de la structure du système financier, des marchés monétaires et du système de paiement d'un pays, ainsi que du poids que les décideurs accordent aux objectifs divergents.

Ce que le cadre de politique monétaire doit faire : maintenir les taux du marché près du taux directeur cible

Une fois que le Conseil de direction a établi la cible du taux directeur, le cadre de politique monétaire contribue à mettre cette décision en application. Le principal objectif opérationnel de la Banque est le **contrôle des taux d'intérêt**, c'est-à-dire le

³ Pour en savoir plus sur les cadres fondés sur l'offre et la demande, voir P. Cavallino, M. Drehmann, R. Finlay et J. Remache, « [Monetary policy operational frameworks – a new taxonomy](#) », *BIS Quarterly Review*, Banque des Règlements Internationaux (septembre 2025).

maintien des taux d'intérêt du marché à court terme assez près du taux directeur cible pour qu'ils reflètent l'orientation désirée de la politique monétaire.

La capacité de maintenir les taux à court terme près de la cible dépend à la fois du cadre de politique monétaire et des conditions du marché visé par cette politique. Parmi les facteurs à considérer, notons la taille et la composition du bilan de la Banque, la mesure dans laquelle les participants admissibles ont accès à ce bilan, la conception et le coût des outils et mécanismes de la Banque, les conditions générales du marché des pensions, et la demande de réserves par les participants pour assurer l'efficacité des paiements et le maintien de liquidités à des fins de précaution⁴. Combinés, ces facteurs influent sur les taux de financement à court terme et le fonctionnement général du système financier.

Le contrôle des taux d'intérêt exige un jugement plutôt qu'une réaction mécanique à chaque mouvement des taux à court terme. Une certaine variation autour du taux directeur cible peut fournir des signaux utiles sur les conditions du marché, et encourager les institutions à négocier et à redistribuer les liquidités. La Banque doit donc déterminer si les pressions sur les taux sont temporaires et informatives, ou si elles sont importantes ou persistantes. Dans ce dernier cas, elle peut recourir à des outils ciblés pour maintenir les taux à court terme près de la cible. Dans l'application de son cadre, la Banque s'efforce d'utiliser des outils simples et clairs que les participants au marché peuvent comprendre et sur lesquels ils peuvent compter dans diverses conditions opérationnelles.

Pour favoriser un contrôle efficace des taux d'intérêt, la Banque cherche également à :

- encourager les institutions financières à gérer leurs liquidités de manière active et prudente, notamment en redistribuant leurs réserves pour soutenir la solidité des marchés monétaires et des pensions
- communiquer et négocier avec les participants aux marchés financiers de manière équitable et transparente

⁴ Voir T. Gravelle, R. Morrow et J. Witmer, « [Reviewing Canada's Monetary Policy Implementation System: Does the Evolving Environment Support Maintaining a Floor System?](#) », document d'analyse du personnel 2023-10 de la Banque du Canada (mai 2023), pour une analyse de la façon dont, au Canada, l'évolution du système de paiement, de la structure du marché, du cadre réglementaire et du bilan de la banque centrale influe sur la conception du cadre de politique monétaire de la Banque.

Trouver le juste équilibre : principaux compromis du cadre de politique monétaire

Pour contrôler les taux d'intérêt, les banques centrales doivent faire trois choix connexes, chacun impliquant des arbitrages :

- l'écart acceptable entre les taux du marché à court terme et le taux cible
- la quantité de réserves à fournir
- l'influence du cadre de politique monétaire sur la demande de réserves des institutions

Ces choix nécessitent d'exercer un jugement parce qu'un contrôle plus serré des taux d'intérêt, un bilan réduit et la discipline de marché ne peuvent pas être optimisés simultanément.

L'équilibre entre ces arbitrages dépend des priorités de chaque banque centrale, ainsi que de la structure du système financier, des marchés monétaires et des systèmes de paiement qui sont de son ressort. Ensemble, ces choix façonnent le rôle d'une banque centrale sur les marchés monétaires. Ils déterminent également où se situe un cadre de politique monétaire sur le spectre – entre une mise en œuvre fondée sur l'offre et une mise en œuvre fondée sur la demande – dans un système de réserves abondantes.

Quel est l'écart acceptable par rapport au taux directeur cible?

Les banques centrales doivent déterminer l'ampleur acceptable de l'écart et de la volatilité des taux du marché à court terme. Une certaine variation de ces taux autour du taux directeur cible peut encourager les institutions financières à négocier entre elles plutôt que de dépendre de la banque centrale. Cependant, si les taux du marché s'éloignent trop du taux directeur de façon persistante ou deviennent trop volatils, la transmission de la politique monétaire peut s'affaiblir parce que les conditions d'emprunt et de prêt pourraient ne plus refléter l'orientation voulue.

Les banques centrales peuvent définir à l'avance leur tolérance aux écarts et à la volatilité ou prendre des mesures lorsque des pressions apparaissent. Définir la tolérance à l'avance signifie l'intégrer dans le cadre en déterminant un plafond ou un mécanisme permanent. Un écart fixe entre les taux des prêts et des dépôts indique jusqu'où les taux du marché peuvent aller avant qu'il devienne intéressant d'emprunter auprès de la banque centrale. Prendre des mesures lorsque des pressions apparaissent implique de réaliser des opérations discrétionnaires, et cela permet à la banque centrale d'évaluer la source et la persistance des pressions avant d'intervenir. Cette approche

peut favoriser la discipline de marché, mais elle nécessite d'exercer un jugement quant au degré de volatilité compatible avec un contrôle efficace des taux d'intérêt.

Combien de réserves faut-il fournir?

Déterminer la quantité de réserves à fournir implique des arbitrages. Premièrement, la demande de réserves estimée des institutions financières sert de point de départ pour évaluer le montant minimal des réserves qui doivent être fournies. Un niveau structurel ou de base plus élevé par rapport à la demande globale de réserves peut favoriser le contrôle des taux d'intérêt en aidant les institutions financières à absorber les flux de paiement et les chocs de liquidité sans que cela ait des effets immédiats sur les marchés. Comme les réserves peuvent être utilisées à leur valeur nominale sans risque de règlement, de contrepartie ou de marché, elles soutiennent aussi le bon fonctionnement du système de paiement et la stabilité financière, et répondent aux besoins des institutions financières en actifs liquides de haute qualité. En fournissant plus de réserves, le cadre se rapproche de l'extrémité du spectre axée sur l'offre.

Mais fournir une réserve plus grande que nécessaire comporte aussi des inconvénients⁵. Cela peut faire diminuer les opérations interbancaires et sur le marché monétaire, affaiblir l'intérêt pour les institutions de gérer activement leurs liquidités et encourager un plus grand recours aux réserves détenues à la banque centrale en guise d'actifs liquides de haute qualité. Au fil du temps, la capacité de négociation peut s'atrophier. Les institutions qui négocient et redistribuent moins souvent des liquidités risquent de perdre certaines des relations et de l'expérience pratique nécessaires pour gérer la liquidité par l'intermédiaire des marchés⁶. Par conséquent, la banque centrale pourrait devoir intervenir de façon plus énergique en période de tensions pour rétablir la liquidité et soutenir le fonctionnement des marchés. Un important surplus de réserves peut aussi réduire le recours aux mécanismes courants, qu'il s'agisse de mécanismes permanents ou de mécanismes de plafonnement fondés sur le marché. Lorsqu'un mécanisme est rarement utilisé, les institutions peuvent être plus réticentes à y avoir recours en cas de besoin.

Offrir moins de réserves peut aider à préserver la discipline de marché et à limiter la taille du bilan de la banque centrale. Cela peut aussi favoriser l'approfondissement des marchés interbancaires et monétaires en encourageant les institutions à gérer plus activement leurs liquidités. Mais une banque centrale ayant moins de réserves peut

⁵ Pour une analyse des cadres opérationnels des banques centrales et des implications des systèmes de valeurs plancher, voir C. Borio, « [Getting up from the floor](#) », discours prononcé lors de l'atelier « Beyond unconventional policy: Implications for central banks' operational frameworks », Amsterdam, Pays-Bas, 10 mars 2023.

⁶ Voir Comité des marchés de la Banque des Règlements Internationaux, « [Large central bank balance sheets and market functioning](#) » (octobre 2019), pour une analyse des effets des bilans élevés des banques centrales sur le fonctionnement des marchés.

devoir compter davantage sur des mécanismes de prise en pension ou de plafonnement pour contrôler les taux d'intérêt quand des pressions surgissent. Cette dépendance est caractéristique d'un cadre davantage fondé sur la demande. Cependant, des réserves moindres peuvent accroître l'empreinte de la banque centrale sur les marchés monétaires et faire de celle-ci une contrepartie fréquente, voire privilégiée. Si l'accès à ces mécanismes est coûteux ou stigmatisé, ou si leur utilisation est restreinte par la structure du marché, les taux du financement à un jour peuvent devenir plus volatils ou s'écarter du taux directeur cible au-delà de ce que la banque centrale est prête à accepter.

Comment le cadre devrait-il influencer sur la demande de réserves?

Les incitations liées aux coûts influent aussi sur la demande de réserves des institutions. Les banques centrales peuvent accroître le coût d'opportunité associé à la détention de réserves, par exemple en établissant le taux de rémunération des dépôts sous le taux directeur cible. Cela peut inciter les institutions à détenir moins de réserves de précaution, à redistribuer plus activement les liquidités, et à recourir davantage au marché des pensions et à d'autres marchés monétaires. Une demande plus faible de réserves peut permettre à une banque centrale d'avoir un bilan plus petit. Toutefois, si le coût d'opportunité devenait trop élevé, les institutions pourraient trop réduire les réserves qu'elles détiennent. Les marchés de financement à court terme pourraient ainsi être davantage exposés aux déséquilibres du marché des pensions et à la volatilité des taux.

La conception et le coût d'un mécanisme peuvent également influencer sur la quantité de réserves que les institutions choisissent de détenir. Si les participants savent qu'ils peuvent accéder, au besoin, aux liquidités de leur banque centrale au moyen de mécanismes permanents courants, ils pourraient être à l'aise de détenir moins de réserves en temps normal. L'arbitrage est que l'accès automatique ou garanti à ces liquidités pourrait réduire les incitations pour les institutions à gérer prudemment le risque de liquidité par l'intermédiaire des marchés, selon la façon dont le mécanisme est conçu.

De la décision à la transmission : comment le Canada conduit la politique monétaire

La conception d'un cadre de conduite de la politique monétaire dépend de la structure du système financier, du système de paiement et des marchés monétaires de chaque pays. Au Canada, la Banque conduit la politique monétaire en ciblant un taux de

financement à un jour garanti. Ce contexte est particulièrement important parce que, pour évaluer le contrôle des taux d'intérêt, la Banque se fonde avant tout sur le [taux des opérations de pension à un jour](#) (taux CORRA). Ce dernier mesure le coût du financement à un jour en dollars canadiens pour les opérations garanties au moyen de titres du gouvernement du Canada. Le taux CORRA est aussi le principal taux de référence à un jour sans risque du Canada. Pour comprendre le cadre du Canada, il faut d'abord examiner les caractéristiques du marché du financement à un jour qui déterminent la façon dont la Banque conduit sa politique monétaire.

Comment le marché des pensions façonne le cadre de politique monétaire du Canada

Comme la plupart de ses homologues, la Banque cible un seul taux de financement à un jour. Ce qui rend le Canada différent, c'est le type de taux que la Banque utilise pour évaluer si la politique monétaire est transmise comme prévu. Le cadre canadien se focalise sur le taux des opérations de pension à un jour garanties, tel qu'il est mesuré par le taux CORRA⁷. D'autres organisations évaluent la transmission différemment.

- Par exemple, la Réserve fédérale américaine et la Banque de réserve d'Australie s'intéressent surtout aux taux des prêts interbancaires non garantis.
- La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre se fondent sur un taux administré, comme le taux de rémunération des réserves de banque centrale.

Même lorsqu'une banque centrale se concentre sur d'autres taux, les conditions du marché des pensions restent une considération importante. Par exemple, les pressions persistantes sur le marché des pensions aux États-Unis peuvent, à terme, influencer les décisions de la Fed concernant le taux cible des prêts non garantis, le taux des fonds fédéraux et le niveau des réserves fournies.

L'accent que la Banque met sur le taux CORRA en tant que principal taux de référence pour évaluer le contrôle des taux d'intérêt reflète la structure du marché canadien du financement à un jour. Au Canada, le marché des pensions, dont les opérations sont garanties, a toujours été plus grand et plus important que le marché interbancaire non garanti parce qu'il offre plus de transparence et un risque de contrepartie moindre⁸. Par conséquent, le cadre de la Banque doit accorder une attention particulière aux déséquilibres entre prêteurs et emprunteurs de liquidités sur le marché des pensions,

⁷ Pour en savoir plus sur les opérations de pension, voir C. Garriott et K. Gray, « [Canadian Repo Market Ecology](#) », document d'analyse du personnel de la Banque du Canada 2016-8 (mars 2016).

⁸ Pour en savoir plus, voir C. Reid, « [Le marché canadien du financement à un jour : évolution récente et changements structurels](#) », *Revue de la Banque du Canada*, printemps 2007 : 15-31.

plutôt que de se concentrer uniquement sur le niveau des réserves à fournir⁹. En effet, ces déséquilibres peuvent éloigner le taux CORRA de la cible, soit le taux directeur¹⁰.

Les déséquilibres sur le marché des pensions peuvent survenir lorsque les bilans des courtiers sont soumis à des contraintes, c'est-à-dire quand ces derniers ont peu de marge pour accroître leur volume d'opérations de pension ou sont peu enclins à le faire. Cela peut se produire vers la fin d'un trimestre ou d'autres dates de déclaration des banques, ou encore lorsque l'émission de titres du gouvernement du Canada, la demande des investisseurs ou les flux importants des administrations publiques déplacent les liquidités et les garanties dans le système. Les pressions peuvent persister parce que les institutions qui détiennent des liquidités ne sont pas toujours les mêmes que celles qui sont actives sur le marché des pensions. De ce fait, les liquidités risquent de ne pas circuler facilement là où elles sont nécessaires, ce qui pourrait exercer une pression à la hausse sur le taux CORRA.

Cette structure de marché met en évidence une caractéristique importante du cadre canadien. Au Canada, les réserves sont détenues par les participants au système [Lynx](#), le [système de paiement de grande valeur](#) du pays. Les participants utilisent les réserves de banque centrale, aussi appelées soldes de règlement, pour régler de gros paiements et gérer les liquidités¹¹. Ils peuvent aussi détenir des réserves à des fins de précaution, pour répondre à des exigences réglementaires ou pour d'autres besoins de gestion des liquidités. Comme tous les participants à Lynx ne sont pas actifs sur le marché des pensions, et que tous les participants actifs sur ce marché ne participent pas à Lynx, un volume plus important de réserves ne se traduit pas nécessairement par une intermédiation accrue sur ce marché. À l'inverse, les pressions sur le marché des pensions qui influent sur le taux CORRA peuvent n'avoir que peu à voir avec les réserves disponibles.

Le marché des pensions comprend un éventail plus large de participants que Lynx, y compris des maisons de courtage et des acteurs du côté acheteur comme les fonds de pension et les fonds de couverture. L'ajout de réserves peut soutenir le fonctionnement

⁹ Pour en savoir plus sur les déséquilibres qui peuvent survenir sur le marché des pensions et les sources de financement utilisées pour les compenser, 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).

¹⁰ Voir J.-S. Fontaine, N. Maru et S. Tchamova, « [A buoy on funding tides: How client repo demand and dealer constraints lifted CORRA](#) », document analytique du personnel 2026-15 (mai 2026), pour obtenir des précisions sur le déséquilibre croissant entre prêteurs et emprunteurs sur le marché des pensions au Canada.

¹¹ Au Canada, les réserves sont communément appelées « soldes de règlement » parce qu'elles étaient fournies en quantités limitées et servaient principalement à régler des paiements selon le système de fourchette de taux d'intérêt en usage avant la pandémie de COVID-19. Depuis 2020, leur utilisation s'est élargie au-delà du règlement des paiements, y compris à des fins de gestion des liquidités.

du système de paiement, mais cette mesure peut ne pas atténuer directement les pressions sur le marché des pensions, à moins que ces liquidités ne se déplacent vers ce marché. C'est pourquoi la Banque a besoin d'outils pour les deux volets du système :

- Les mécanismes permanents favorisent l'efficacité des paiements et contrebalancent les chocs de liquidité du système.
- Les opérations de pension visent à corriger des déséquilibres plus généralisés concernant les liquidités et les garanties sur le marché des pensions ou le marché monétaire.

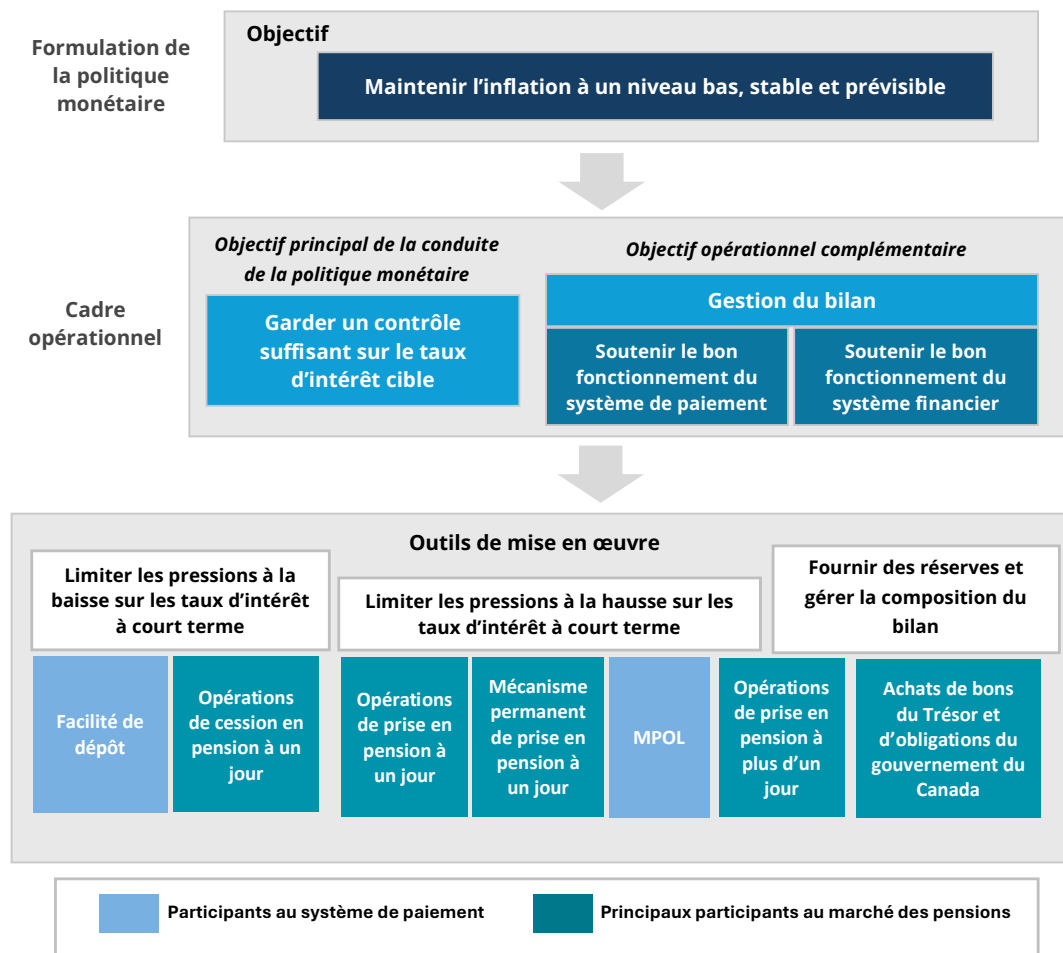
Comment la Banque maintient les taux à court terme assez près du taux directeur cible

La Banque se sert de plusieurs outils qui fonctionnent dans diverses parties du système financier pour maintenir les taux à court terme assez près de la cible.

- Les opérations de pension permettent d'atténuer les pressions sur le marché du financement à un jour garanti, où le taux CORRA est déterminé.
- Les mécanismes permanents soutiennent les participants au système Lynx et renforcent la fourchette opérationnelle.

La **figure 1** montre comment les opérations de pension et les mécanismes permanents fonctionnent ensemble pour atténuer les pressions du marché et renforcer la fourchette opérationnelle. Les outils de bilan jouent un rôle connexe en fournissant des réserves et en gérant la composition de l'actif de la Banque. Ensemble, ces outils forment le [cadre opérationnel](#) élargi qui soutient la transmission de la politique monétaire et le fonctionnement des systèmes de paiement et financiers.

Figure 1 : Vue d'ensemble du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque du Canada



Nota : Le MPOL est le mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Les *participants au système de paiement* désignent les institutions financières qui participent directement au système Lynx, le système de paiement de grande valeur du Canada. Les *principaux participants au marché des pensions* sont des acteurs du marché comme les négociants principaux de titres du gouvernement du Canada.

Utiliser les opérations de pension pour gérer les pressions sur le taux du financement à un jour

Les opérations de pension sont l'outil le plus direct de la Banque pour atténuer les pressions sur le marché du financement à un jour garanti. La Banque a recours aux [opérations de prise en pension à un jour](#) au besoin pour fournir des liquidités lorsque des pressions temporaires à la hausse apparaissent sur le marché des pensions, et aux [opérations de cession en pension à un jour](#) pour absorber des liquidités excédentaires lorsque des pressions à la baisse apparaissent. L'ajustement de la taille des opérations hebdomadaires de prise en pension à deux semaines permet aussi de faire face à des pressions plus persistantes ou prévisibles. Grâce à ces outils, la Banque peut agir

directement sur le marché des pensions sans s'appuyer uniquement sur le niveau global des réserves.

Les séances du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général peuvent aussi influencer sur les conditions du marché des pensions. Bien que la Banque, en sa qualité d'agent financier du gouvernement, mène l'adjudication, ces opérations se situent en dehors de son cadre de politique monétaire et ne servent pas directement à atténuer les pressions sur le marché du financement à un jour garanti. Néanmoins, ces séances modifient les conditions de liquidité sur le marché des pensions en plaçant les liquidités excédentaires du gouvernement auprès des participants au marché par le biais d'opérations de pension. **L'encadré 1** fournit des explications plus détaillées sur ce mode de transmission.

Prises en pension à un jour : fournir des liquidités lorsque les taux garantis subissent des pressions à la hausse

Les prises en pension à un jour sont le principal outil dont dispose la Banque au jour le jour pour réagir aux pressions temporaires à la hausse sur les taux du financement à un jour garanti, dont le taux CORRA constitue la mesure de référence. Ces opérations fournissent des liquidités à un jour aux contreparties admissibles contre des titres du gouvernement du Canada, ce qui aide à atténuer les pressions sur le financement par opérations de pension lorsque des pressions à la hausse menacent d'éloigner le taux CORRA du taux directeur cible.

Les prises en pension sont des opérations discrétionnaires et non un mécanisme permanent. De plus, elles ne se déclenchent pas automatiquement lorsque le taux CORRA s'écarte du taux directeur. La Banque tolère plutôt certains écarts afin de préserver les signaux de prix du marché et que les participants au marché restent portés à négocier entre eux. Plusieurs facteurs entrent en ligne de compte pour décider du moment où la Banque doit intervenir et de la quantité de liquidités qu'elle doit fournir, notamment :

- l'activité et les positions du marché des pensions
- les valeurs récentes du taux CORRA
- les conditions de financement générales

Lorsque la Banque intervient, elle offre des liquidités dans le cadre d'adjudications concurrentielles à prix uniforme, le taux de soumission minimal étant fixé au taux directeur¹². La Banque détermine la taille de chaque opération en fonction des conditions du marché et de la demande observée. Des limites s'appliquent également à

¹² Pour d'autres précisions, voir [Opérations de prise en pension à un jour : Modalités d'application](#) dans le site Web de la Banque.

chaque participant. Cela signifie que les prises en pension à un jour ne sont pas une source illimitée de liquidités et ne créent pas un plafond ferme pour les taux des opérations de pension. Par conséquent, le prix déterminé par l'adjudication peut dépasser le taux directeur, et le taux CORRA peut quand même se situer au-dessus de la cible lorsque les pressions sont fortes ou persistantes.

Il s'agit d'une approche délibérée qui reflète les arbitrages évoqués plus tôt. En ne fournissant pas de liquidités illimitées à un prix fixe ou en n'intervenant pas mécaniquement chaque fois que le taux CORRA s'écarte du taux directeur cible, la Banque préserve les signaux de prix du marché et les incitations pour les institutions financières à gérer leurs liquidités par l'entremise des marchés privés.

Encadré 1

Séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du receveur général : créer des ponts entre la gestion de trésorerie du gouvernement et le marché des pensions

Le gouvernement du Canada détient ses soldes de trésorerie dans le compte du receveur général à la Banque du Canada. Ces soldes peuvent varier considérablement d'un jour à l'autre, car les paiements du gouvernement, les recettes fiscales, les émissions de titres et les échéances des obligations transitent par ce compte. Toutes choses égales par ailleurs, lorsque ces soldes augmentent, la Banque conserve plus de liquidités et moins de réserves sont à la disposition des institutions financières. C'est l'inverse qui se produit lorsqu'ils diminuent.

Les [adjudications du matin des soldes de trésorerie du receveur général](#) sont généralement tenues chaque jour et contribuent à remettre sur le marché les soldes de trésorerie excédentaires du gouvernement au moyen d'opérations de pension avec des participants admissibles. Cela permet d'ajouter des liquidités sur le marché des pensions – habituellement pour une durée pouvant aller jusqu'à cinq jours ouvrables – et soutient le fonctionnement des marchés, la distribution des liquidités et la capacité du gouvernement à obtenir un rendement concurrentiel sur ses liquidités excédentaires. Sur le plan du bilan, l'opération convertit un élément de passif de la Banque en un autre en transformant les dépôts du gouvernement en réserves détenues en fin de compte par les participants au système Lynx. Cette façon de faire soutient la liquidité du système sans faire augmenter la taille totale du bilan de la Banque.

La Banque mène les adjudications du matin pour le compte du gouvernement fédéral. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une opération de politique monétaire, le processus peut tout de même se répercuter sur les conditions du marché des pensions, qui influent sur le taux des opérations de pension à un jour (taux CORRA). Les adjudications de plus grande taille peuvent aider à atténuer les pressions sur le marché des pensions en ajoutant des liquidités au marché, tandis qu'une activité limitée peut laisser moins de liquidités disponibles, en particulier en prévision d'importantes sorties de capitaux du gouvernement telles que les échéances d'obligations du gouvernement du Canada. L'ampleur attendue de l'adjudication du matin du receveur général est donc l'un des facteurs que la Banque prend en compte pour décider s'il y a lieu d'ajuster la taille des opérations de prise en pension à deux semaines ou de recourir à des opérations de pension à un jour.

Cessions en pension à un jour : absorber des liquidités lorsque les taux garantis subissent des pressions à la baisse

Les cessions en pension à un jour constituent la contrepartie des prises en pension à un jour. Elles sont utilisées lorsqu'il y a des pressions à la baisse sur les taux du financement à un jour garanti et que la Banque veut absorber, plutôt que fournir, des liquidités sur le marché des pensions. Ces pressions pourraient découler d'un excédent de réserves ou de déséquilibres sur le marché des pensions, comme une demande accrue de ventes à découvert et d'emprunts de titres du gouvernement du Canada, ce qui entraînerait une hausse de l'activité de prêt de liquidités sur ce marché. Les opérations de cession peuvent aussi devenir plus pertinentes dans différents contextes de taux d'intérêt ou de bilan, comme une courbe de rendement à pente négative ou une augmentation des réserves provenant de l'achat d'actifs.

Tout comme les prises en pension à un jour, les cessions en pension à un jour sont des opérations discrétionnaires dont la taille est prédéterminée. Ce ne sont pas des facilités automatiques ou illimitées. Donc, elles ne créent pas un plancher ferme pour les taux des opérations de pension. Le prix déterminé par l'adjudication peut être inférieur au taux directeur, et le taux CORRA peut quand même se situer au-dessous de la cible lorsque les pressions à la baisse sont fortes ou persistantes.

En pratique, la Banque a eu recours aux cessions en pension à un jour beaucoup moins souvent qu'aux prises en pension à un jour, ce qui reflète une caractéristique de longue date du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada. Historiquement, les tensions haussières sur le taux CORRA ont été plus fréquentes que les pressions à la baisse, tant dans le système de fourchette de taux d'intérêt (régime de réserves rares) en usage avant la pandémie de COVID-19 que dans le système de valeurs plancher actuel. Ce fonctionnement cadre avec une approche fondée sur des réserves *juste suffisantes*, celles-ci étant déterminées selon les besoins sous-jacents du système. Ainsi, les pressions sur le marché des pensions sont plus susceptibles d'exiger des liquidités supplémentaires au moyen de prises en pension à un jour plutôt que de nécessiter d'absorber des liquidités au moyen de cessions en pension.

Prises en pension à deux semaines : un complément flexible aux opérations de pension à un jour

Depuis 2015, la Banque a recours à des [opérations de prise en pension à plus d'un jour](#) à des durées d'un mois et de trois mois pour acquérir des actifs à court terme afin de gérer son bilan¹³. En octobre 2025, elle a réagi à la baisse de la demande d'opérations à

¹³ En mars 2020, la Banque a élargi ses opérations de prise en pension à plus d'un jour par l'entremise du mécanisme élargi de prise en pension à plus d'un jour (MEPPJ), afin de soutenir le fonctionnement des

long terme en introduisant une échéance de deux semaines, ce qui lui a permis d'acquérir des actifs plus efficacement et de mieux gérer la volatilité des réserves provenant des entrées et sorties de son bilan.

Au départ un outil de gestion du bilan, les prises en pension à deux semaines sont devenues un important complément aux prises en pension à un jour pour la conduite de la politique monétaire. Les prises en pension à un jour demeurent le principal outil de la Banque pour contrecarrer les pressions à la hausse temporaires sur le marché des pensions, tandis que l'échéance à deux semaines donne à la Banque un moyen d'injecter régulièrement des liquidités sur un horizon un peu plus long.

Sur le plan opérationnel, les prises en pension à deux semaines sont offertes selon un horaire hebdomadaire régulier, normalement le mercredi. Le calendrier est semblable à celui des opérations hebdomadaires de pension utilisées dans les cadres fondés sur la demande, comme les opérations de pension à une semaine proposées par la [Banque d'Angleterre](#) et la [BCE](#). Mais contrairement aux mécanismes de ces deux institutions, les prises en pension à deux semaines de la Banque ont une taille prédéterminée. La Banque fixe la taille maximale chaque semaine en fonction des conditions de liquidité du marché du financement à un jour garanti et de ses besoins en actifs à court terme. Les liquidités sont allouées dans le cadre d'adjudications concurrentielles, dont le taux de soumission minimal est fondé sur les taux en vigueur des swaps indexés sur le taux à un jour pour l'échéance de deux semaines.

Cette combinaison – un calendrier régulier et un horizon à plus long terme – rend l'échéance à deux semaines utile à la fois de manière préventive et en réponse aux pressions émergentes. La Banque peut ajuster la taille des prises en pension à deux semaines selon l'évolution des conditions du marché ou en prévision de périodes de pression connues, par exemple :

- les fins de trimestre et d'exercice des institutions financières
- d'importants flux de trésorerie du gouvernement ou des arrivées à échéance importantes d'obligations d'État
- quand les soldes bas du receveur général réduisent la somme des liquidités disponibles lors des adjudications du matin

marchés durant la pandémie de COVID-19. Elle a notamment augmenté la fréquence, la taille et la durée maximale des opérations, ainsi qu'élargi la liste des garanties admissibles. Le MEPPJ a été suspendu en mai 2021 une fois que les conditions du marché se sont normalisées. Pour plus de précisions, voir G. Johnson, « [Revue des opérations sur les marchés liées à la COVID-19 menées par la Banque du Canada](#) », document d'analyse du personnel 2023-6 de la Banque du Canada (mars 2023). La Banque a cessé ses achats d'actifs lorsqu'elle a amorcé son programme de resserrement quantitatif, en [avril 2022](#). Elle a repris ses opérations de prise en pension à un et à trois mois lorsque le resserrement quantitatif a pris fin en [mars 2025](#), et a repris ses achats de bons du Trésor du gouvernement du Canada en [décembre 2025](#).

Utilisées de cette façon, les prises en pension à deux semaines contribuent à diminuer le risque que les taux du financement à un jour garanti dépassent la cible du taux directeur dans une mesure préoccupante. Si des pressions apparaissent, l'opération à deux semaines offre un moyen souple d'accroître le financement par opérations de pension tout en réduisant potentiellement la nécessité ou la taille des prises en pension à un jour.

Par rapport aux prises en pension à un jour, celles à deux semaines sont programmées régulièrement, fournissent des liquidités plus longtemps et acceptent un éventail un peu plus large de garanties. Les deux types de prises en pension sont offerts aux mêmes contreparties admissibles. La différence est que les prises en pension à un jour fournissent des liquidités à un jour contre des titres du gouvernement du Canada, tandis que celles à deux semaines procurent des liquidités contre un éventail un peu plus large de garanties de grande qualité, y compris des titres fédéraux et provinciaux admissibles.

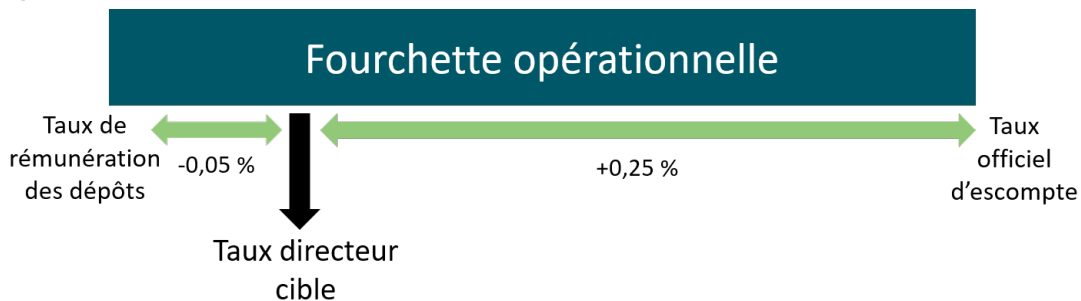
Lorsque la Banque n'utilise pas les prises en pension à deux semaines pour renforcer activement le contrôle des taux d'intérêt, le montant offert dans le cadre de ces opérations aide à gérer les fluctuations du bilan. Ces opérations offrent à la Banque un moyen souple d'acquérir des actifs à taux variable à court terme, de lisser les fluctuations à court terme des réserves causées par d'importants flux de trésorerie du receveur général ou d'autres dépôts de clients (c.-à-d. d'autres éléments de passif de la Banque), et de fournir des réserves supplémentaires au besoin.

Utiliser les mécanismes permanents pour renforcer la fourchette opérationnelle

Tandis que les prises en pension atténuent les pressions sur l'ensemble du marché des pensions où le taux CORRA est déterminé, les mécanismes permanents exercent leurs effets par une autre voie. Ils s'appliquent aux participants à Lynx et renforcent la fourchette opérationnelle autour du taux directeur.

La fourchette opérationnelle encadre l'évolution des taux du financement à un jour (**figure 2**). Le taux officiel d'escompte fixe la limite supérieure au moyen du [mécanisme permanent d'octroi de liquidités](#) (MPOL), qui permet aux participants à Lynx d'obtenir des avances de fonds intrajournalières et à un jour à ce taux, en échange de garanties. Le taux de rémunération des dépôts, quant à lui, établit la limite inférieure en déterminant le rendement des réserves déposées à la Banque par les participants à Lynx. Ensemble, ces taux créent des conditions qui incitent les institutions à emprunter ou à détenir des fonds à la Banque, ou encore à négocier sur les marchés.

Figure 2 : Fourchette opérationnelle de la Banque du Canada



Mécanisme permanent d'octroi de liquidités : soutenir le fonctionnement du système de paiement

Le MPOL est le mécanisme de plafonnement de la Banque pour les participants à Lynx et fait partie intégrante du système de paiement de grande valeur. Il permet de consentir des avances de fonds intrajournalières et à un jour entièrement couvertes par un large éventail de garanties de grande qualité. Il aide ainsi les institutions à régler leurs paiements durant la journée et à gérer leurs positions de fin de journée, tout en renforçant la limite supérieure de la fourchette opérationnelle.

L'utilisation intrajournalière du MPOL est normale et inhérente à la conception de Lynx. Pendant la journée, les participants peuvent emprunter des fonds contre des garanties admissibles quand leurs flux de paiements entrants et sortants ne concordent pas parfaitement. Si un participant se retrouve à court de liquidités à la fin de la journée, cet emprunt intrajournalier est automatiquement converti en avance à un jour au taux officiel d'escompte¹⁴. Comme l'ont réitéré la Banque et le Bureau du surintendant des institutions financières dans leur [déclaration commune du 29 septembre 2026](#), le recours au MPOL par les participants à Lynx fait partie des activités courantes de gestion des liquidités dans ce système et ne doit pas être interprété comme un signe de crise de liquidité. Cette utilisation normale est importante dans un cadre conçu pour fournir des réserves *juste suffisantes*. L'octroi d'avances de fonds intrajournalières et à un jour permet de soutenir la liquidité du système de paiement, réduisant ainsi la nécessité de maintenir un niveau plus élevé de réserves.

Les autres banques centrales disposent de mécanismes permanents de prêt comparables. Par exemple, l'*Operational Standing Facility* de la Banque d'Angleterre et la facilité de prêt marginal de la BCE fournissent des liquidités à court terme à un taux supérieur au taux directeur, ce qui renforce la limite supérieure des taux du financement à un jour et favorise la transmission de la politique monétaire.

¹⁴ Pour en savoir plus sur le MPOL, voir K. McRae et J. Chen, « [Everything You Wanted to Know About the Bank's Standing Liquidity Facility... But were too afraid to ask!](#) », document analytique du personnel 2026-26 (juin 2026).

Facilité de dépôt : renforcer la limite inférieure de la fourchette et favoriser une utilisation et une redistribution plus efficaces des réserves

La facilité de dépôt renforce la limite inférieure de la fourchette opérationnelle par le versement d'intérêts sur les réserves détenues à la Banque. Les institutions qui s'en prévalent ont donc peu d'intérêt à prêter des fonds sur le marché des pensions à des taux inférieurs à celui offert par la Banque.

Le taux de rémunération des dépôts influe également sur le coût d'opportunité de la détention de réserves. Une baisse du taux accroît ce coût d'opportunité en rendant la détention de réserves moins attrayante, tandis qu'une hausse du taux produit l'effet inverse en la rendant plus attrayante.

Au moment de la rédaction du présent document, le taux de rémunération des dépôts s'établit à 5 points de base sous le taux directeur, à la suite d'un ajustement ayant pris effet le [30 janvier 2025](#). Ce changement a accru le coût d'opportunité de la détention de réserves de précaution, ce qui encourage les institutions financières à garder moins de réserves et à redistribuer des liquidités sur le marché monétaire, où elles peuvent obtenir un rendement supérieur. Le taux CORRA s'est donc rapproché du taux directeur, après s'être longtemps maintenu à environ 4 ou 5 points de base au-dessus de la cible. Le besoin d'intervenir activement au moyen de prises en pension à un jour a par ailleurs nettement diminué.

Mais le taux de rémunération des dépôts est un outil de portée générale. Il s'applique à tous les participants qui détiennent un compte de règlement à la Banque, même s'ils ne sont pas tous actifs sur le marché des pensions, du moins pas dans la même mesure. Par conséquent, les ajustements de ce taux ont une incidence directe sur les participants au système de paiement et n'ont qu'un effet indirect sur les conditions du marché des pensions, en modifiant les facteurs qui incitent les institutions à détenir des réserves, à les conserver ou à les redistribuer sur les marchés monétaires.

C'est pourquoi la Banque n'utilise pas le taux de rémunération des dépôts pour intervenir de manière ciblée face à des pressions temporaires sur le marché des pensions. Elle peut toutefois l'ajuster lorsque les pressions semblent persistantes ou structurelles et qu'elle ne souhaite pas accroître le niveau global des réserves, notamment dans les cas suivants :

- une hausse soutenue de la demande sur le marché des pensions
- un changement durable dans la distribution des réserves entre les institutions
- une variation plus généralisée ou durable de la demande de réserves que des opérations temporaires ne pourraient pas corriger efficacement

Dans ces circonstances, un ajustement du taux de rémunération des dépôts pourrait contribuer à modifier l'ensemble des conditions qui incitent les institutions à demander et détenir des réserves, et à redistribuer les liquidités. Un tel ajustement serait habituellement annoncé en même temps qu'une décision relative au taux directeur, comme ce fut le cas le 30 janvier 2025.

Le **tableau 1** présente les outils qui aident la Banque à atteindre son objectif de contrôle des taux d'intérêt, dont les prises en pension utilisées pour atténuer les pressions sur le marché du financement à un jour garanti et les mécanismes qui renforcent la fourchette opérationnelle.

Tableau 1 : Outils utilisés pour maintenir les taux à court terme près du taux directeur cible

Catégorie d'outil	Outil	Rôle principal	Contexte d'utilisation
Opérations de pension*	Prises en pension à un jour / cessions en pension à un jour	- opérations à un jour servant à injecter ou à absorber des liquidités au moyen d'adjudications à prix uniforme - prises en pension = injection de liquidités; cessions en pension = absorption de liquidités - taux de soumission minimal (ou maximal) correspondant au taux directeur cible	Ces outils sont utilisés à la discrétion de la Banque selon son appréciation des conditions du marché des pensions. Elle n'y recourt pas au moindre écart des taux à court terme par rapport à la cible, ce qui permet de préserver les signaux du marché et les incitations à négocier.
	Prises en pension à deux semaines	- octroi de financement à deux semaines - taille ajustable en fonction des pressions sur le marché des pensions ou des points de pression anticipés - outil favorisant la gestion du bilan par l'acquisition d'actifs à court terme	Une adjudication est tenue chaque semaine selon un calendrier préétabli.
Mécanismes liés au système de paiement	Mécanisme permanent d'octroi de liquidités	- mécanisme courant intégré à Lynx - octroi d'avances de fonds intrajournalières et à un jour contre des garanties - outil renforçant la limite supérieure de la fourchette opérationnelle	Ce mécanisme est accessible aux participants à Lynx durant la journée et la nuit dans le cadre de la gestion courante des liquidités, afin d'assurer l'efficacité du règlement des paiements.
	Facilité de dépôt	versement d'intérêts sur	Les intérêts sur les

		les réserves • outil renforçant la limite inférieure de la fourchette opérationnelle • incidence sur le coût d'opportunité de la détention et de la redistribution de réserves	réserves sont versés quotidiennement, tandis que le taux n'est ajusté qu'à l'occasion. Cette facilité peut être utilisée en cas de changements persistants ou structurels dans la demande ou la distribution des réserves ou des opérations de pension.
--	--	---	---

* Le [mécanisme permanent de prise en pension à un jour](#) de la Banque est aussi une source de financement de dernier recours au taux officiel d'escompte (taux directeur cible majoré de 25 points de base) pour les contreparties admissibles qui n'ont pas nécessairement accès au mécanisme permanent d'octroi de liquidités.

Déterminer la bonne quantité de réserves

Les outils décrits ci-dessus aident la Banque à garder les taux à court terme près du taux directeur cible. Mais leur conception et leur utilisation reposent sur la recherche d'un juste équilibre entre la quantité de réserves que devrait fournir la Banque pour soutenir le contrôle des taux d'intérêt, et le maintien des conditions qui incitent les institutions à négocier et à redistribuer des liquidités.

- Une offre de réserves nettement supérieure à la demande estimée peut favoriser le contrôle des taux d'intérêt, l'efficacité du règlement des paiements et la stabilité financière. Elle peut toutefois aussi faire augmenter la taille du bilan de la Banque et compromettre les incitations des institutions à négocier et à redistribuer des liquidités par l'entremise des marchés.
- Une offre de réserves plus près ou en dessous de la demande estimée peut favoriser la discipline de marché et limiter le degré d'intervention de la Banque. Le contrôle des taux d'intérêt pourrait toutefois être plus tributaire d'opérations ciblées en cas de pressions.

L'approche de la Banque consiste à fournir une quantité *juste suffisante* de réserves. Son but n'est pas d'en fournir le moins possible ni de les maintenir à un niveau fixe. Il s'agit d'en fournir assez pour assurer l'efficacité du règlement des paiements, du fonctionnement des marchés financiers et de la conduite de la politique monétaire, tout en préservant les incitations pour le marché et en évitant un bilan plus élevé que nécessaire. Ce qui est jugé comme une quantité *juste suffisante* de réserves dépend notamment des facteurs suivants :

- des déséquilibres entre la demande et l'offre sur le marché des pensions
- le niveau souhaité d'efficacité du système de paiement

- des variations de la demande de réserves de précaution
- des changements dans la taille et la composition du bilan de la Banque

Une fourchette de référence, et non une cible stricte

Puisque la demande de réserves et les conditions du marché évoluent au fil du temps, la quantité de réserves jugée suffisante correspond davantage à une fourchette de référence qu'à un montant fixe. La fourchette estimée par la Banque de la demande en régime permanent – entre 50 et 70 milliards de dollars au moment de la rédaction du présent document – représente les réserves nécessaires pour assurer l'efficacité du règlement des paiements et répondre à la demande de précaution des institutions financières en cas de besoins imprévus de liquidités ou de chocs de financement¹⁵. Il s'agit d'une fourchette de référence, et non d'une cible opérationnelle stricte.

En pratique, les réserves peuvent fluctuer au-delà et en deçà de cette fourchette selon l'évolution de la demande de réserves des institutions, des pressions sur le marché des pensions et d'autres flux de bilan¹⁶. Cela tient principalement au fait que le niveau des réserves ne détermine pas, à lui seul, si les taux à court terme resteront près du taux directeur cible. Des pressions peuvent apparaître sur le marché des pensions même quand le niveau total des réserves est dans la fourchette estimée de la demande en régime permanent. Comme le taux CORRA est le principal indicateur utilisé par la Banque pour évaluer les conditions du marché du financement à un jour garanti, les déséquilibres sur le marché des pensions peuvent influencer sur les taux à court terme indépendamment du niveau global des réserves. La Banque doit donc déterminer si ces déséquilibres sont suffisamment importants, généralisés ou persistants pour faire diverger le taux CORRA du taux directeur cible et nuire au contrôle des taux d'intérêt.

Cela ne signifie pas que tout écart du taux CORRA par rapport au taux directeur nécessite une intervention de la Banque. Une certaine variation fournit des signaux utiles sur les conditions du marché, et encourage les institutions à négocier et à redistribuer des liquidités. Mais quand les pressions deviennent importantes ou persistantes, des outils ciblés comme les prises en pension à un jour ou l'ajustement de la taille des prises en pension à deux semaines peuvent répondre temporairement aux besoins de liquidités et renforcer le contrôle des taux d'intérêt. Puisque ces outils ajoutent des liquidités dans le système, ils font temporairement augmenter le niveau

¹⁵ Voir T. Gravelle, « [La fin du resserrement quantitatif et les prochaines étapes](#) » (discours prononcé devant VersaFI, Toronto, 16 janvier 2025) pour en savoir plus sur l'estimation de la fourchette actuelle des soldes de règlement. On trouve une analyse de l'estimation initiale de 20 à 60 milliards de dollars dans N. Bulusu, M. McNeely, K. McRae et J. Witmer, « [Estimating the Appropriate Quantity of Settlement Balances in a Floor System](#) », document d'analyse du personnel 2023-26 (octobre 2023).

¹⁶ Il est difficile de mesurer le niveau de la demande liée aux paiements et celui de la demande de précaution. Pour étayer cette estimation, la Banque sonde et consulte régulièrement les gestionnaires de trésorerie et de liquidités des banques et des autres participants à Lynx afin d'avoir une meilleure idée de la demande effective de réserves et de son évolution au fil du temps.

global des réserves, parfois au-delà de la fourchette estimée de la demande, toutes choses étant égales par ailleurs.

D'autres facteurs peuvent faire sortir le niveau de réserves de la fourchette estimée en régime permanent. Les fluctuations des passifs de la Banque, comme les dépôts des clients et les soldes de trésorerie du receveur général, influent également sur l'offre de réserves. Lorsque ces passifs augmentent, les réserves diminuent, toutes choses étant égales par ailleurs. En même temps, la demande de précaution des participants à Lynx peut fluctuer selon la quantité de liquidités qu'ils souhaitent conserver pour faire face à des chocs de financement imprévus. Les variations temporaires de l'offre ou de la demande de réserves ne nécessitent pas forcément une intervention. Toutefois, la Banque peut tenir compte des changements plus persistants dans son évaluation globale de la quantité requise de réserves.

La composition du bilan de la Banque joue également un rôle dans l'offre de réserves. La Banque détient des actifs pour couvrir ses passifs et cherche généralement à faire correspondre les caractéristiques de taux d'intérêt des deux côtés du bilan¹⁷. Bien que le niveau des réserves se situe actuellement à l'intérieur ou près de la fourchette estimée de la demande en régime permanent, l'actif du bilan n'est pas encore revenu à sa composition de régime permanent. La Banque détient encore un encours relativement important d'obligations du gouvernement du Canada achetées durant la pandémie. Au cours de la période de transition, les obligations du gouvernement du Canada arrivant à échéance devraient être remplacées par des actifs à taux variable et à plus court terme, comme des prises en pension à plus d'un jour et des bons du Trésor du gouvernement du Canada. Le portefeuille de prises en pension à plus d'un jour pourra ainsi continuer de croître, ce qui favorisera le bon fonctionnement du marché des pensions et le contrôle des taux d'intérêt sans nécessiter un niveau plus élevé de réserves.

Ensemble, ces facteurs peuvent parfois amener la Banque à maintenir les réserves près, voire temporairement au-dessus, de la limite supérieure de sa fourchette estimée de la demande en régime permanent quand des pressions avérées ou attendues sur le marché des pensions justifient une intervention. À d'autres moments, elle peut les maintenir plus près ou temporairement en dessous de la limite inférieure si les besoins de liquidité sont moindres, si les conditions du marché sont stables ou si les réserves sont utilisées plus efficacement. Ces deux cas de figure sont compatibles avec l'approche de réserves *juste suffisantes* : la Banque calibre l'offre de réserves en fonction de la demande et des conditions du marché. Elle peut ainsi fournir assez de liquidités pour

¹⁷ En général, les passifs à taux variable, comme les réserves et les dépôts des clients, gagnent à être appariés à des actifs à taux variable (comme les prises en pension à terme et les achats de bons du Trésor du gouvernement du Canada). De même, les passifs à plus long terme, à savoir les billets de banque en circulation, gagnent à être appariés à des actifs à taux fixe, comme les obligations du gouvernement du Canada. Cette approche contribue à limiter l'exposition de la Banque au risque de taux d'intérêt.

favoriser le contrôle des taux d'intérêt et le fonctionnement des marchés, tout en maintenant un bilan qui n'est pas plus élevé que nécessaire.

Conclusion : ce qui se passe après la décision de taux d'intérêt

L'établissement de la cible du taux directeur est l'aspect le plus visible de la politique monétaire, mais elle marque le début – et non l'aboutissement – de sa mise en œuvre. Après l'annonce de la décision du Conseil de direction de la Banque, le cadre de conduite de la politique monétaire contribue à sa transmission sur les marchés financiers en maintenant les taux d'intérêt à court terme près du taux directeur cible. Au Canada, le principal indicateur utilisé pour évaluer cette transmission est le taux CORRA, soit le taux des opérations de pension à un jour. En plus de l'offre de réserves, la Banque doit donc surveiller de près les opérations et les conditions sur le marché des pensions où le taux CORRA est déterminé.

L'un des messages à retenir du présent document est que la mise en œuvre des décisions de politique monétaire du Conseil de direction ne se limite pas à déterminer une quantité fixe de réserves pour atteindre le taux directeur souhaité. Des déséquilibres sur le marché des pensions peuvent faire diverger le taux CORRA du taux directeur cible, même quand le niveau global des réserves se situe dans la fourchette estimée de la demande en régime permanent. Par ailleurs, les apports de réserves ont un coût : ils peuvent réduire les incitations pour les institutions à négocier entre elles, et à gérer et redistribuer activement leur risque de liquidité par l'entremise des marchés. La Banque doit donc trouver un juste équilibre entre son objectif de contrôle des taux d'intérêt, la discipline de marché et la taille de son bilan.

Les outils opérationnels de la Banque contribuent au maintien de cet équilibre. Par exemple, les prises en pension à un jour et l'ajustement de la taille des prises en pension à deux semaines lui permettent d'agir face aux pressions sur le marché du financement à un jour garanti. Parallèlement, les mécanismes permanents soutiennent la liquidité du système pour les participants à Lynx et renforcent la fourchette opérationnelle autour du taux directeur cible. Ensemble, ces outils visent à favoriser le contrôle des taux d'intérêt sans éliminer toutes les fluctuations du marché. Une certaine variation des taux à court terme fournit des signaux utiles et peut encourager les institutions à redistribuer les liquidités par l'entremise des marchés.

C'est pourquoi l'approche de mise en œuvre de la Banque consiste à fournir une quantité *juste suffisante* de réserves. Le but n'est pas d'en fournir en abondance ni de les réduire à tout prix. Il s'agit d'en fournir assez pour favoriser l'efficacité du règlement des paiements, du fonctionnement des marchés et de la conduite de la politique monétaire,

tout en préservant les conditions qui incitent les institutions à gérer activement leurs liquidités et en gardant le bilan de la Banque à un niveau qui n'est pas plus élevé que nécessaire. En ce sens, le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada se situe entre l'extrémité du spectre axée sur l'offre et celle axée sur la demande. Il permet à la Banque de fournir un niveau structurel de réserves pour soutenir le système financier, tout en procédant à des opérations ciblées et discrétionnaires quand les pressions du marché justifient une intervention.

Les récentes améliorations illustrent la capacité de la Banque à adapter ses outils selon l'évolution des conditions du marché, de la demande de réserves et de son bilan. Parmi ces améliorations figurent l'instauration des prises en pension à deux semaines, leur utilisation plus active ainsi que l'ajustement du taux de rémunération des dépôts effectué en janvier 2025. L'objectif demeure toutefois le même : assurer un contrôle efficace des taux d'intérêt en maintenant les taux du marché à court terme près du taux directeur.