



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Document d'analyse du personnel/Staff Discussion Paper—2025-7

Dernière mise à jour : 8 mai 2025

Les fonds de couverture : un filet pour l'augmentation des émissions d'obligations du gouvernement?

par Adam Epp

Analyste-expert (SSF)
Banque du Canada
AdamEpp@banqueducanada.ca

par Jeffrey Gao

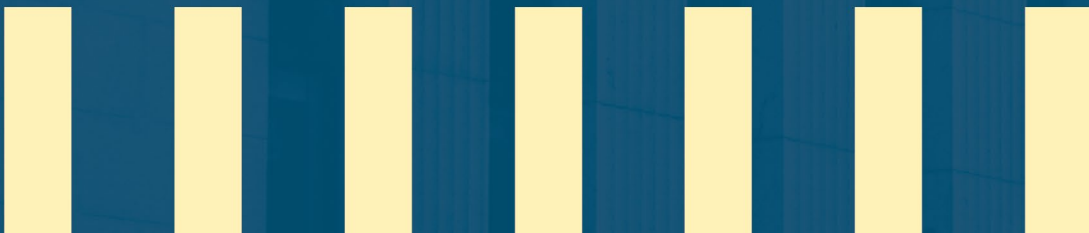
Analyste principal (SSF)
Banque du Canada
jgao@banqueducanada.ca

Département des Marchés financiers

Les documents d'analyse du personnel de la Banque du Canada présentent les résultats de recherches menées à terme par les employés sur un vaste éventail de questions touchant aux politiques de la banque centrale et sont rédigés en toute indépendance du Conseil de direction de la Banque. Ils peuvent étayer ou remettre en question les idées dominantes en matière de politiques, et ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de la Banque. Par conséquent, les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'auteur uniquement et n'engagent aucunement la Banque.

DOI: <https://doi.org/10.34989/sdp-2025-7> | ISSN 1914-0568

© 2025 Banque du Canada



Remerciements

Nous remercions Maxime Beaudet, Alexander Bonnyman, William Bradley, Bo Young Chang, David Cimon, Meredith Fraser-Ohman, Marie-Lou Lachance, Stéphane Lavoie, Sophie Lefebvre, Neil Maru, Olena Melin, Jeiel Onel Mézil, Stephen Murchison, Boran Plong, Jabir Sandhu, David Smith, Colette Stoeber, Matthieu Truno, Rishi Vala et Harri Vikstedt pour leurs commentaires utiles.

Résumé

La présente étude s'intéresse à l'augmentation rapide des émissions d'obligations du gouvernement du Canada depuis 2019 ainsi qu'à la participation accrue des fonds de couverture aux adjudications visant ces titres. Nous constatons qu'il existe une relation systématique entre l'encours des obligations du gouvernement du Canada et la proportion des soumissions venant des fonds de couverture aux adjudications. Nous attribuons ce phénomène aux modèles d'affaires de ces fonds, qui sont basés sur le volume et l'effet de levier. Nous utilisons également des données des soumissions aux adjudications et constatons que les fonds de couverture sont plus disposés que d'autres types d'investisseurs à acheter des obligations à des rendements plus faibles à l'adjudication (prix d'adjudication plus élevés). Ces deux constats : i) contribuent à expliquer pourquoi les résultats des adjudications du gouvernement du Canada sont restés stables malgré l'augmentation des émissions; et ii) confirment l'importance des fonds de couverture dans la distribution économique des titres de dette du Canada au cours des dernières années. De plus, nous effectuons une analyse contrefactuelle de la fin de la participation des fonds de couverture aux adjudications, qui vient encore confirmer l'importance de ces fonds dans le succès des adjudications du gouvernement du Canada. Toutefois, la concentration des fonds de couverture représente une vulnérabilité potentielle, car ceux-ci sont plus à risque de cesser leur participation aux adjudications que les autres investisseurs institutionnels nationaux et contribuent donc à rendre le bassin d'investisseurs potentiellement moins stable.

Sujets : Gestion de la dette; Institutions financières; Marchés financiers; Stabilité financière
Codes JEL : D44, G, G12, G2, G23, H63

Abstract

This paper studies the rapid increase since 2019 of Government of Canada (GoC) debt issuance alongside greater hedge fund participation at GoC bond auctions. We find a systematic relationship between GoC debt stock and hedge fund bidding shares at auction. We attribute this to hedge funds' business models, which are based on volume and leverage. We also use bid-level auction data and find that hedge funds are more willing than other investor types to buy bonds at lower auction yields (higher auction prices). These two results i) help explain why GoC auction performance has remained steady despite greater issuance and ii) affirm the importance of hedge funds in supporting Canada's cost-effective debt distribution in recent years. In addition, we conduct a counterfactual analysis of the exit of hedge funds from auction, which further affirms the importance of hedge funds to GoC auction performance. However, the concentration of hedge funds represents a potential vulnerability because hedge funds have a greater flight risk relative to domestic real money investors and thus contribute to a potentially less stable investor base.

Topics: Debt management; Financial markets; Financial institutions; Financial stability
JEL codes: D44, G, G12, G2, G23, H63

Introduction

Au cours des cinq dernières années, les émissions d'obligations à rendement nominal¹ du gouvernement du Canada par voie d'adjudication ont presque doublé, passant de 122 milliards de dollars à l'exercice 2019-2020 à 237 milliards de dollars à l'exercice 2024-2025 (Banque du Canada, 2025a). Ce faisant, l'encours total des obligations est passé de 597 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2019-2020 à 1 163 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2024-2025 (Banque du Canada, 2025b). Cette croissance s'est produite alors que le bassin de courtiers est resté pratiquement inchangé et que les coûts du capital ont augmenté, tant à l'échelle mondiale qu'à l'échelle nationale². Malgré cela, les adjudications d'obligations du gouvernement du Canada ont continué d'afficher de bons résultats selon les mesures standard de couverture et de rendement moyen.

Nous montrons que ces résultats peuvent s'expliquer par l'augmentation tout aussi importante de la participation des fonds de couverture aux adjudications à partir de 2020, au point qu'ils représentent désormais une catégorie d'investisseurs significative (la plus importante après les courtiers). Nous constatons que ces fonds ont réagi à l'augmentation du montant des émissions d'obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada. En utilisant les données des soumissions aux adjudications d'obligations à rendement nominal, nous montrons également que les fonds de couverture sont plus disposés que les autres types d'investisseurs à acheter des obligations à des rendements plus faibles à l'adjudication (prix d'adjudication plus élevés). Autrement dit, les soumissions des fonds de couverture lors des adjudications sont relativement inélastiques par rapport aux prix. L'ensemble de ces facteurs pourrait expliquer pourquoi la part attribuée aux fonds de couverture dans les adjudications a augmenté, et pourquoi les adjudications du gouvernement du Canada ont continué à donner de bons résultats malgré une augmentation marquée des émissions.

Enfin, en montrant de manière hypothétique qu'une sortie des fonds de couverture pourrait avoir une incidence considérable sur les résultats des adjudications, toutes choses étant égales par ailleurs, nous démontrons que les adjudications plus volumineuses d'obligations du gouvernement du Canada sont de plus en plus soutenues par les fonds de couverture. Nous expliquons comment ces fonds, en tant que type d'investisseur, pourraient avoir une plus grande propension à se retirer soudainement,

¹ Les obligations à rendement réel sont exclues de l'analyse parce que leur bassin d'investisseurs est fondamentalement différent, que leurs montants d'émission sont relativement minimes et qu'elles ne sont plus émises depuis 2022.

² Pour connaître le détail de ces tendances, voir Banque du Canada, [Résumé des commentaires – Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette menées à l'automne 2024](#) (16 décembre 2024).

et comment leur participation accrue peut être liée à des problèmes croissants de capacité dans les bilans des courtiers pour les opérations au comptant et de pension, qui pourraient exacerber les risques liés à l'augmentation de l'encours des obligations. Ainsi, si la participation accrue des fonds de couverture est une évolution positive qui favorise la distribution économique de la dette nationale du Canada, elle représente également une vulnérabilité qu'il est important de reconnaître.

Notre analyse se concentre sur les principales échéances obligataires : 2, 5, 10 et 30 ans. Elle utilise des données exclusives sur les adjudications d'obligations du gouvernement du Canada de 1999 à 2024. Le type d'entreprise des soumissionnaires (y compris les fonds de couverture) est déterminé à partir d'une liste interne de la Banque du Canada reposant sur des renseignements de marché au sujet des modèles d'affaires des soumissionnaires.

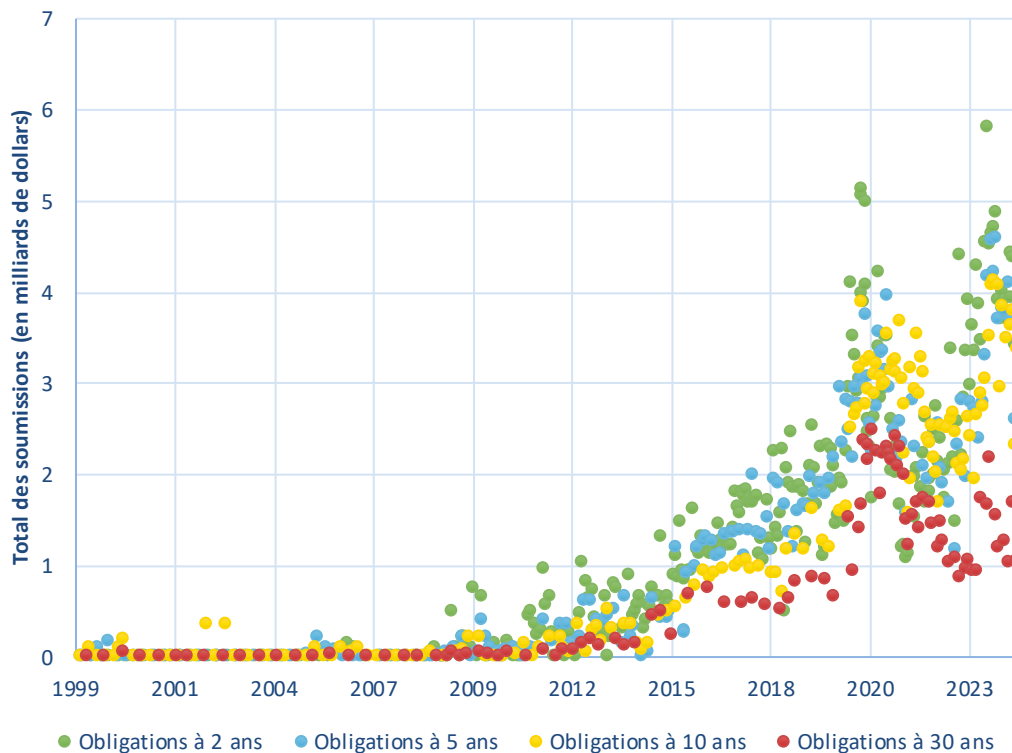
La participation des fonds de couverture augmente parallèlement aux émissions d'obligations du gouvernement du Canada

Depuis l'exercice 2019-2020, les émissions annuelles d'obligations du gouvernement du Canada ont considérablement augmenté pour toutes les échéances : de 53 à 94 milliards de dollars pour les obligations à 2 ans; de 33 à 63 milliards de dollars pour les obligations à 5 ans; de 13 à 63 milliards de dollars pour les obligations à 10 ans; et de 4 à 17 milliards de dollars pour les obligations à 30 ans (Banque du Canada, 2025a)³. Le

graphique 1 montre que le total des soumissions des fonds de couverture pour chaque échéance a également beaucoup augmenté.

³ Les obligations à 3 ans, émises pour la dernière fois en avril 2023, sont exclues puisqu'il ne s'agit pas d'une échéance standard.

Graphique 1 : Les volumes de soumission des fonds de couverture aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada ont augmenté depuis 2010 – et de façon substantielle depuis 2020



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : décembre 2024

Bien qu'elle ne soit pas aussi spectaculaire, la croissance des soumissions des fonds de couverture de 2010 à 2019 a coïncidé avec la hausse modérée des émissions d'obligations au cours de la même période.

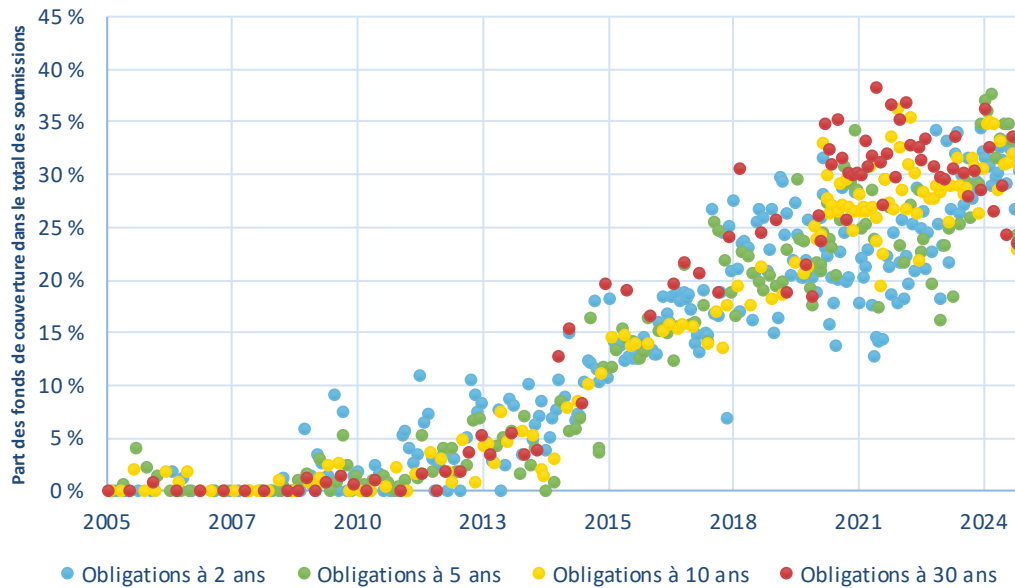
Cette croissance des soumissions des fonds de couverture, tant en volume qu'en proportion du total des soumissions, n'a pas été reproduite par les autres types d'investisseurs⁴, dont la part des soumissions aux adjudications est restée pratiquement inchangée ou a légèrement diminué. Par conséquent, la part des fonds de couverture dans le total des soumissions a aussi augmenté (**graphique 2**)⁵. Il convient de noter que

⁴ Dans ce contexte d'expansion de l'encours des obligations, il convient de faire une mise en garde importante lorsqu'on examine les tendances : l'activité aux adjudications des négociants principaux – la catégorie qui comprend généralement les plus grandes entités – est influencée par les exigences de soumission minimale, qui sont proportionnées aux montants des émissions.

⁵ La part des soumissions aux adjudications reflète l'importance d'un type d'investisseur par rapport aux autres. Le montant des soumissions par rapport à la taille de l'adjudication constitue une mesure différente, qui illustre plutôt la contribution d'un type d'investisseur aux adjudications. Plus loin dans la présente étude, nous examinons cette idée de plus près en analysant la mesure du ratio de couverture.

l'augmentation des soumissions des fonds de couverture peut avoir influencé l'environnement des adjudications et, par conséquent, le comportement des autres investisseurs.

Graphique 2 : La part des fonds de couverture dans le total des soumissions aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada a également augmenté



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

Les fonds de couverture ont réagi à l'augmentation des émissions d'obligations du gouvernement du Canada

L'augmentation des soumissions des fonds de couverture, mais pas des autres investisseurs, dans un contexte d'augmentation des émissions d'obligations peut s'expliquer par le modèle d'affaires inhérent à ces fonds. Leur approche consiste à : i) repérer un titre qu'ils perçoivent comme étant mal évalué sur le marché; et ii) prendre une position importante sur ce titre – comme en témoigne leur recours important à l'effet de levier par le biais d'opérations de pension.

Les fonds de couverture utilisent souvent des stratégies de valeur relative, en négociant sur la base d'une mauvaise évaluation perçue entre les obligations du gouvernement du Canada et les contrats à terme (opérations d'arbitrage comptant-terme), les titres en

dollars canadiens autres que des titres d'État ou d'autres obligations souveraines (opérations d'arbitrage intermarchés), ou les swaps (swap d'actifs) d'une échéance similaire. Les stratégies basées sur des perspectives macroéconomiques (p. ex., position sur le niveau ou la forme de la courbe de rendement) ou sur le prix des obligations au moment des adjudications sont également courantes.

Sur le marché relativement liquide et efficient des obligations du gouvernement du Canada, de petits écarts d'évaluation peuvent signifier que les fonds de couverture doivent prendre des positions plus importantes pour atteindre la rentabilité souhaitée. Dans le cadre des opérations d'arbitrage comptant-terme – de plus en plus courantes – faisant intervenir une position acheteur sur des obligations du gouvernement du Canada et une position vendeur sur des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, les fonds de couverture doivent utiliser l'effet de levier pour augmenter leurs profits en raison du faible écart (Uthemann et Vala, 2024).

Un encours d'obligations du gouvernement du Canada plus important résultant d'un volume d'émissions plus élevé renforce la capacité des fonds de couverture à prendre de grosses positions acheteur. En effet, cela augmente la quantité d'obligations disponibles à détenir pour ces positions et donne aux fonds de couverture une plus grande base d'actifs à mettre en pension pour financer leurs positions. De plus, l'existence d'une offre future plus importante (adjudication à venir)⁶ d'obligations du gouvernement du Canada peut faciliter la prise de positions vendeur plus importantes. Effectivement, l'augmentation de l'offre permet aux fonds de couverture de se procurer plus facilement les obligations requises sur le marché des pensions. En outre, l'augmentation de la liquidité des obligations du gouvernement du Canada réduit les coûts de transaction liés à la prise et à la clôture des positions.

Par conséquent, la hausse récente des émissions d'obligations du Canada a coïncidé avec une augmentation des emprunts contre ces obligations sur le marché des pensions par les fonds de couverture pour financer leurs stratégies de valeur relative (Banque du Canada, 2024). Ajoutons qu'en 2024, les positions acheteur à fort effet de levier des fonds de couverture ont été mises en évidence par la hausse persistante du taux CORRA, le taux des opérations de pension à un jour sur le marché canadien, qui s'est chiffré plusieurs points de base au-dessus du taux cible du financement à un jour. Pourtant, en 2023, on avait observé l'inverse avec les positions vendeur (Plong et Maru, 2024a). De même, aux États-Unis, les fonds de couverture s'appuient de plus en plus sur l'effet de

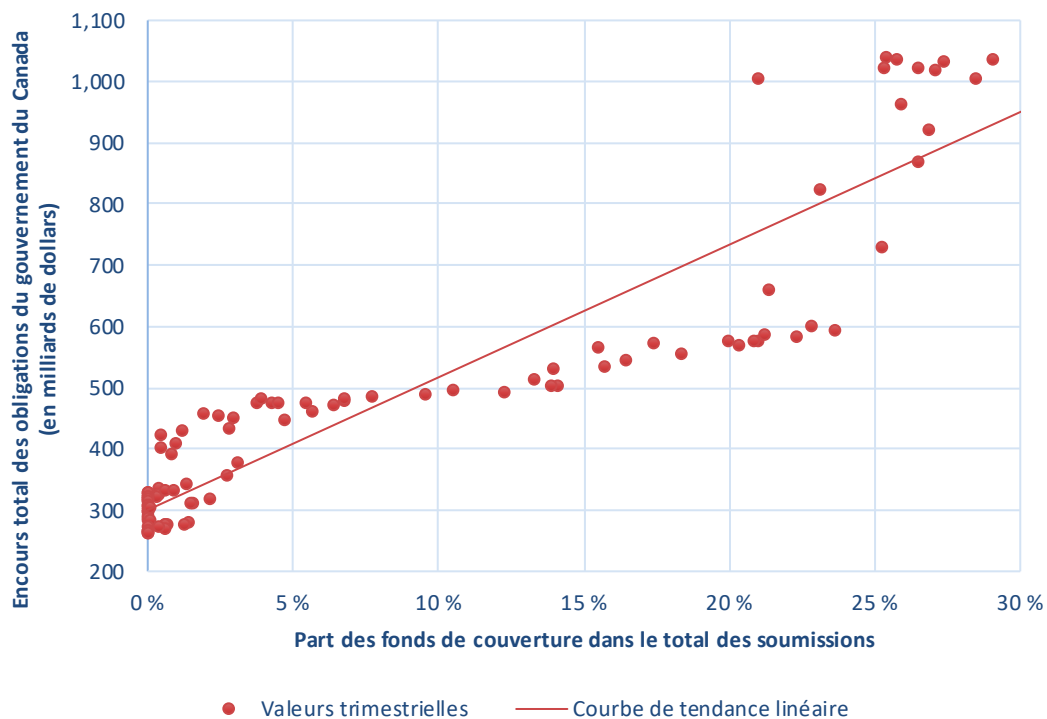
⁶ Les calendriers des émissions d'obligations du gouvernement du Canada, comme c'est le cas dans la plupart des économies développées, sont très prévisibles. Les dates exactes des adjudications d'obligations du gouvernement du Canada sont annoncées avant le début de chaque trimestre, et le nombre approximatif d'adjudications pour chaque échéance ainsi que leur taille sont rendus publics dans la stratégie annuelle de gestion de la dette du gouvernement du Canada, qui fait partie du budget fédéral annuel.

levier pour mettre en œuvre des stratégies d'arbitrage rentables sur un marché des bons du Trésor américain en croissance (Hammack, 2025).

Indépendamment de la stratégie spécifique d'un fonds de couverture, le marché primaire tend à être un moyen économique d'obtenir un volume important de positions sur les obligations du gouvernement du Canada. L'achat aux adjudications permet d'éviter l'incidence sur les prix qui résulte de l'achat ou de la vente d'un grand volume d'obligations d'un seul coup sur le marché secondaire. De plus, il y a souvent un petit écart avantageux entre les rendements à l'adjudication et ceux en vigueur sur le marché secondaire. Par ailleurs, certaines stratégies (comme celles basées sur les adjudications) reposent directement sur une participation importante sur le marché primaire.

Le **graphique 3** montre la forte relation positive entre les soumissions des fonds de couverture (en proportion du total) et l'encours total des obligations du gouvernement du Canada depuis 1999.

Graphique 3 : À mesure que l'encours des obligations augmente, la participation des fonds de couverture aux adjudications augmente également



Sources : ministère des Finances du Canada, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

Il convient de noter que cet encours plus élevé n'incite probablement pas autant d'autres types d'investisseurs à participer, principalement parce qu'ils ont moins de flexibilité et plus de difficulté à recourir à l'effet de levier (Sandhu et Vala, 2023). Bien que les fonds de pension aient de plus en plus recours aux opérations de pension, les autres investisseurs institutionnels sont dans l'ensemble plus limités par leurs liquidités et ont tendance à utiliser moins l'effet de levier que les fonds de couverture⁷. Parmi les gestionnaires d'actifs, ce sont les fonds de couverture qui détiennent les positions les plus importantes dans les opérations de pension, suivis par les fonds de pension (Aldridge, Sandhu et Tchamova, 2024). Et si les courtiers ont facilement accès aux opérations de pension et peuvent se positionner pour prendre des vues directionnelles sur les taux et les courbes, ils sont limités par les contraintes de bilan liées aux limites de risque internes et à la réglementation bancaire.

Aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada, la demande des fonds de couverture a été plus inélastique par rapport aux prix que celle des autres types d'investisseurs

Au cours de la période qui a suivi 2010, et surtout après 2019, les fonds de couverture ont non seulement augmenté le montant de leurs soumissions, mais ont également eu tendance à soumissionner à des niveaux relativement compétitifs. Résultat : ils récoltent une part substantielle des montants adjugés⁸.

Chang (2023) présente une nouvelle méthode pour estimer la pente de la fonction de demande globale propre à chaque adjudication d'obligations du gouvernement du Canada en agrégeant la fonction de demande estimative de chaque soumissionnaire qui

⁷ Les investisseurs institutionnels autres que les fonds de couverture ont également indiqué qu'ils ne voyaient plus d'occasions liées aux prix lors des adjudications. Au lieu de cela, la plupart d'entre eux achètent des obligations du gouvernement du Canada sur le marché secondaire (souvent l'après-midi après l'adjudication). Par exemple, les banques centrales étrangères possèdent 12 à 21 % du flottant des obligations du gouvernement du Canada (Aldridge, Sandhu et Tchamova, 2024), malgré leur participation minimale aux adjudications.

⁸ Les titres du gouvernement du Canada font l'objet d'adjudications à prix multiples, où les soumissions sont acceptées en partant du taux de rendement le plus bas (soit le plus compétitif), lequel correspond au prix le plus élevé, jusqu'à ce que le montant total offert soit atteint, tous les soumissionnaires payant les titres au taux de leur soumission.

y participe. Nous utilisons une version modifiée de cette méthode afin de déterminer la pente de la fonction de demande de différents types d'investisseurs.

Notre ensemble de données porte sur les soumissions – sous forme de paires quantité-rendement – de chaque soumissionnaire à chaque adjudication. Dès que nous avons des paires multiples pour un même soumissionnaire, nous pouvons construire sa fonction de demande et effectuer une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires pour obtenir un coefficient de pente représentatif⁹. Ensuite, en pondérant la pente de chaque fonction de demande individuelle selon le montant de la soumission maximale du soumissionnaire correspondant, nous pouvons estimer la fonction de demande globale de chaque type d'investisseur. Cette séparation par type d'investisseur a des implications significatives; en effet, Fang, Hardy et Lewis (2022), ainsi que Eren, Schrimpf et Xia (2023), constatent que la demande de titres d'État diffère d'un type d'investisseur à l'autre.

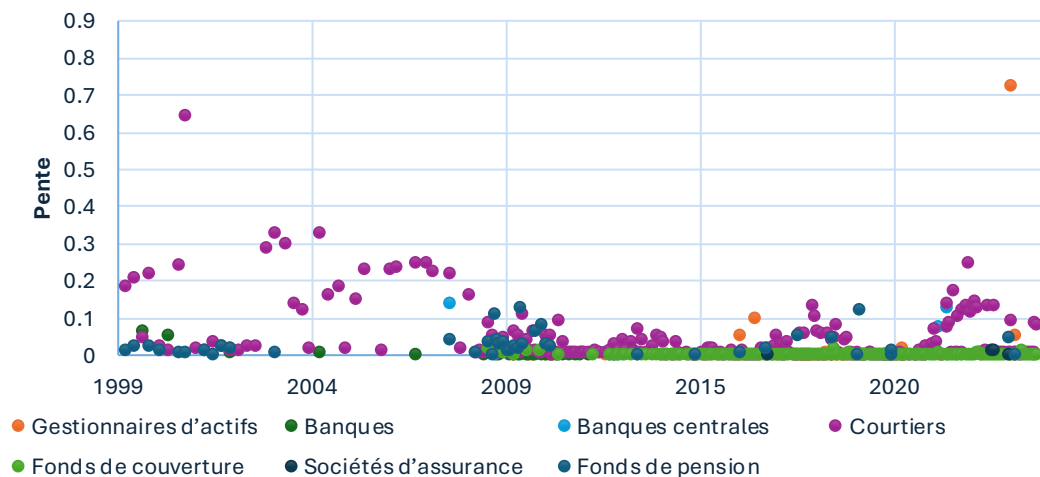
Le **graphique 4** montre que les fonds de couverture ont invariablement été le type d'investisseur ayant le plus faible coefficient de pente. Cela indique que, depuis 2010, moment où ils ont commencé à participer activement aux adjudications, leur demande de titres à ces occasions est demeurée peu sensible aux prix.

⁹ Un même soumissionnaire peut présenter jusqu'à sept soumissions par adjudication.

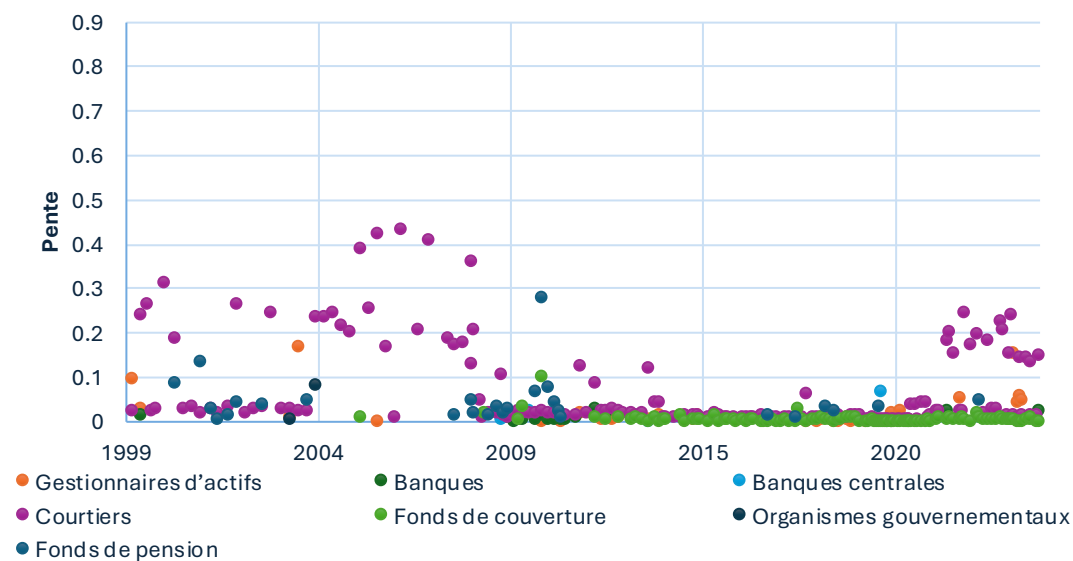
Graphique 4 : La sensibilité par rapport aux prix lors des adjudications est invariablement plus faible pour les fonds de couverture que pour les autres types d'investisseurs

Pente de la fonction de demande par type d'investisseur

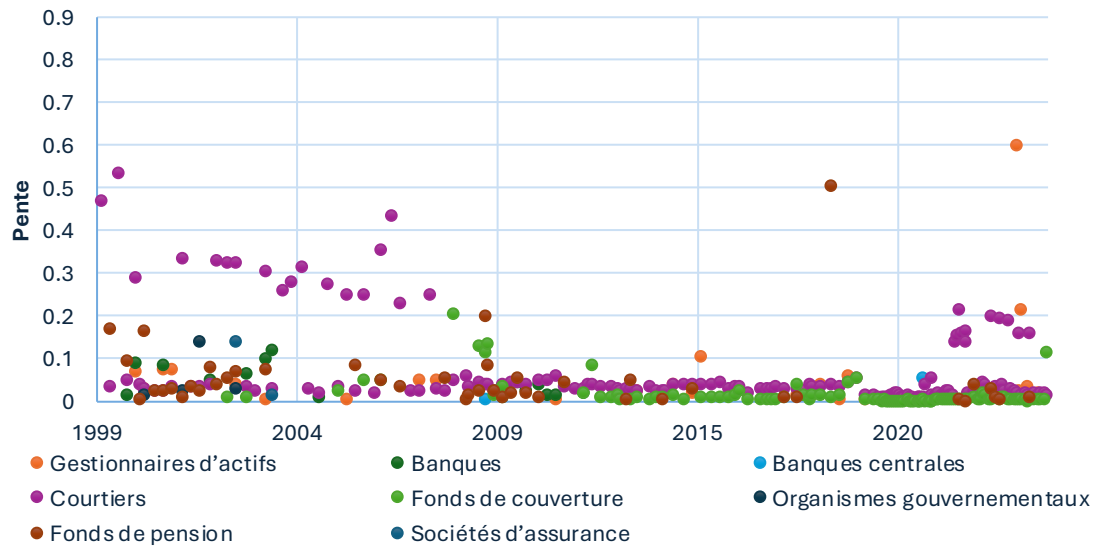
a. Obligations à 2 ans



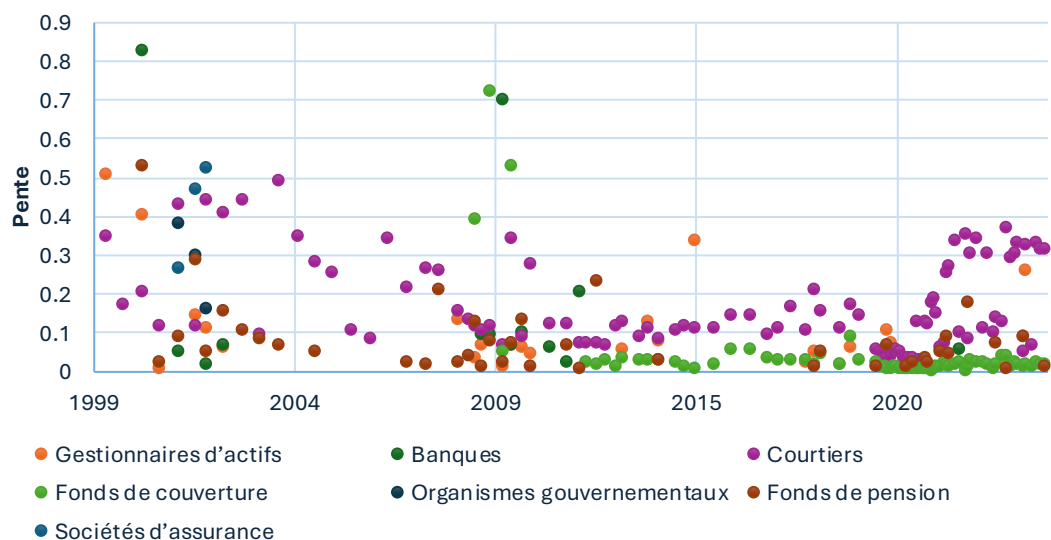
b. Obligations à 5 ans



c. Obligations à 10 ans



d. Obligations à 30 ans



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

Cette faible élasticité-prix détonne particulièrement lorsqu'on regarde celle relativement plus forte de la demande des courtiers, pour qui un coût du capital plus élevé pourrait se traduire par un rétrécissement des marges bénéficiaires. Le fait que le modèle d'affaires des fonds de couverture est basé sur le volume est un facteur important pouvant expliquer la faible élasticité-prix de leur demande. La stratégie de ces fonds consiste principalement à prendre des positions sur de gros volumes de titres dans

l'optique de tirer un maximum de profits sur ceux qui seraient perçus comme étant mal évalués, plutôt que de se battre pour quelques points de base sur une opération particulière. Allen et autres (2024) montrent que lors des adjudications de titres du gouvernement du Canada, les clients, dont la plupart sont des fonds de couverture, sont prêts à payer plus cher pour des obligations que les courtiers. En effet, ces fonds peuvent exécuter des stratégies plus rentables puisqu'ils sont moins réglementés.

On observe le même principe sur le marché des pensions : les fonds de couverture ont tendance à financer leurs positions à des taux plus élevés que les autres investisseurs, soit dans le haut de la fourchette des taux des opérations de pension (Plong et Maru, 2024a). C'est parce qu'ils sont prêts à payer plus cher pour garantir leur accès à du financement au moyen d'opérations de pension sur des titres inscrits au bilan des courtiers. Les commentaires recueillis auprès de fonds de couverture confirment que beaucoup hésitent à négocier de manière trop agressive pour obtenir de meilleurs taux sur ce type d'opérations. En effet, les fonds de couverture veulent préserver la possibilité d'augmenter considérablement la part des titres au bilan des courtiers pouvant leur être cédés en pension (pour des positions importantes) au besoin.

Cette relation positive entre l'offre de titres et les soumissions des fonds de couverture, de même que la pente plus faible de leur fonction de demande, peut contribuer à expliquer la conclusion d'une hypothèse importante posée par Chang (2023). Selon cette hypothèse, il y aurait une relation positive entre la pente de la fonction de demande globale et la taille des émissions du fait que les courtiers font face à des coûts bilanciaux lorsqu'ils augmentent leurs emprunts. Cependant, Chang constate plutôt que cette relation n'existe pas (voire qu'elle pourrait être négative) et suggère que, puisque le Canada est un émetteur très bien noté, une augmentation des émissions accroîtrait la liquidité et, par conséquent, le nombre d'investisseurs.

Dans la présente étude, nous montrons qu'en 2020-2024, l'augmentation des émissions a accru la participation d'un type particulier d'investisseurs – les fonds de couverture – et que la demande de ce groupe aux adjudications était relativement inélastique par rapport aux prix. Ainsi, le poids plus important de ces investisseurs ayant une pente plus faible dans l'estimation de la fonction de demande globale viendrait, au minimum, compenser toute légère augmentation de la pente de la fonction de demande d'autres types d'investisseurs ou de l'ensemble des investisseurs (par exemple, si des courtiers répercutaient la hausse de leurs coûts bilanciaux sur leurs taux de soumission)¹⁰.

Il convient de noter qu'ici, l'inélasticité de la demande des fonds de couverture par rapport aux prix est établie sur la base d'adjudications individuelles (à des moments

¹⁰ Seul le coefficient de pente des gestionnaires d'actifs a augmenté de façon importante durant cette période; celui des fonds de couverture est essentiellement resté inchangé.

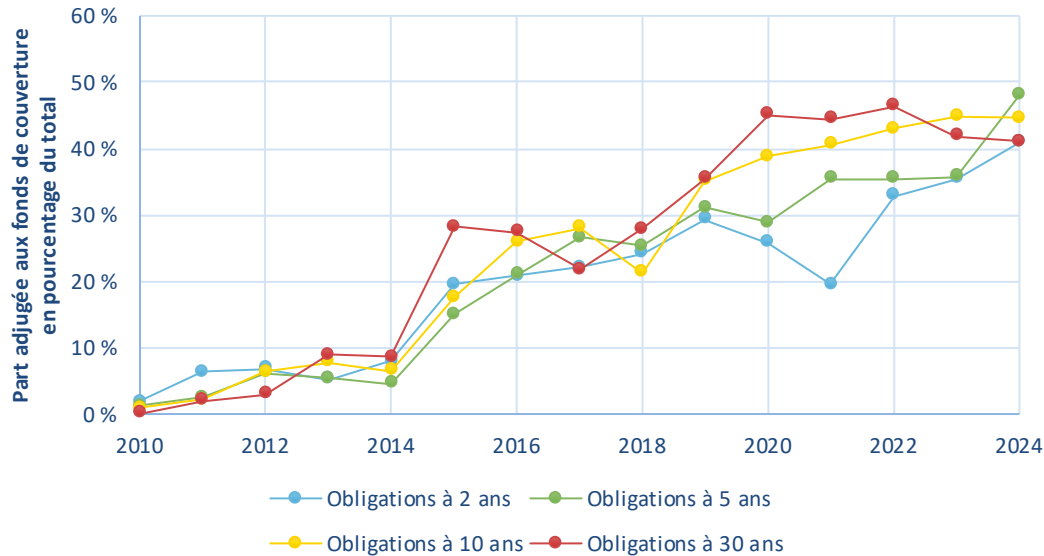
précis), et non au fil du temps, comme il est également possible de le faire. Si l'on procède de cette autre manière, l'élasticité de la demande des fonds de couverture est plus ambiguë. Les commentaires de grands fonds de couverture institutionnels indiquent que ceux-ci utilisent principalement des opérations sur écart (p. ex., arbitrages comptant-terme, swaps d'actifs, opérations d'arbitrage intermarchés, stratégies liées aux courbes de swap d'actifs ou aux adjudications) qui sont agnostiques au niveau absolu des taux, mais fondées sur un écart revenant à sa moyenne. Cependant, Fang, Hardy et Lewis (2022) constatent que les titres d'État détenus par des investisseurs non bancaires¹¹ dans les économies avancées augmentent parallèlement à l'augmentation de l'encours total des titres et à la baisse des prix.

Pour réconcilier ces deux façons de mesurer l'élasticité-prix, nous expliquons que même si les fonds de couverture sont prêts à payer plus cher aux adjudications pour acquérir de gros volumes de titres dans un environnement où il y a davantage de dette en circulation, cette volonté est moins évidente lorsque l'encours des titres est plus bas (et donc que les prix tendent à être plus élevés).

Ensemble, la participation accrue des fonds de couverture aux adjudications et l'inélasticité relative de leur demande par rapport aux prix a fait grandir la part des obligations du gouvernement du Canada qui leur est adjudgée (**graphique 5**). Compte tenu de cette inélasticité, la part des montants alloués aux fonds de couverture lors des adjudications dépasse généralement la part des soumissions présentées par ces derniers.

¹¹ Étant donné que les investisseurs non bancaires pour les obligations du gouvernement du Canada sont principalement des fonds de couverture, nous considérons que cette catégorie est représentative des fonds de couverture, à laquelle s'ajoutent les gestionnaires d'actifs, dont l'élasticité de la demande aux adjudications est beaucoup plus grande.

Graphique 5 : La part adjugée aux fonds de couverture est passée de 0 % à plus de 40 % au cours des 15 dernières années



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

La contribution des fonds de couverture au succès des adjudications est importante, mais s'accompagne de risques

La participation accrue des fonds de couverture aux adjudications en 2020-2024 a prévenu une dégradation potentielle des résultats des adjudications pendant cette période où le gouvernement du Canada a accru ses émissions d'obligations. Il est important de préserver le succès des adjudications, car le gouvernement dépend de la présence prévisible d'acheteurs presque chaque semaine¹² pour atteindre ses objectifs de lever des fonds à faible coût pour répondre à ses besoins financiers et de préserver le bon fonctionnement du marché des titres d'État.

Pour évaluer la contribution des fonds de couverture au succès des adjudications, nous estimons des mesures clés sur les adjudications dans un scénario contrefactuel où les fonds de couverture cessent leur participation et où le comportement des autres investisseurs ne change pas. Ces mesures contrefactuelles ne peuvent pas rendre compte de toutes les répercussions qu'aurait un retrait des fonds de couverture. En

¹² En tout, 49 adjudications d'obligations ont eu lieu durant l'exercice financier 2024-2025.

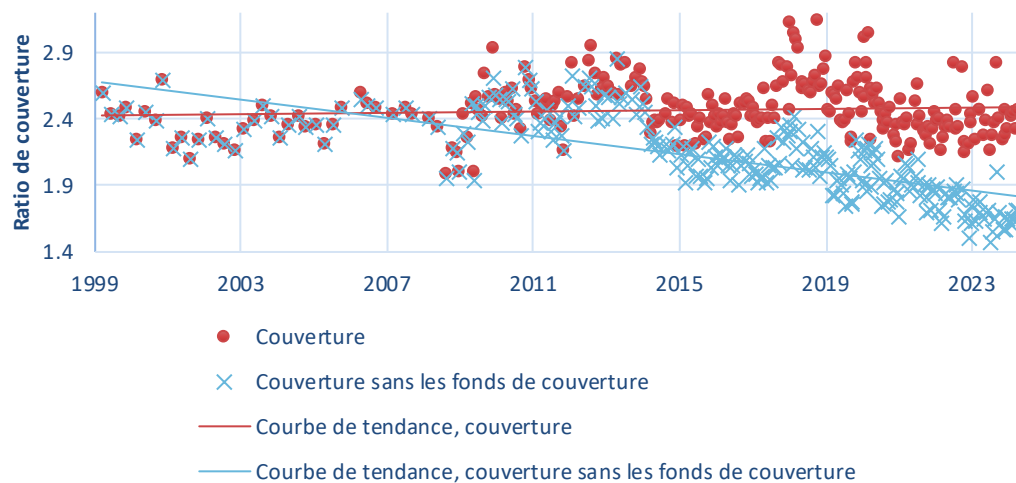
effet, les changements qui s'ensuivraient dans l'environnement des adjudications pourraient altérer la structure d'incitation et, par conséquent, les pratiques de soumission des autres investisseurs. De plus, le processus de prise d'ordres lors des adjudications est dynamique et implique un ensemble complexe d'interactions entre les fonds de couverture, les courtiers et d'autres participants au marché. Le retrait des fonds de couverture de ce processus influencerait certainement les soumissions des autres au fil du temps. Il est donc difficile, voire impossible, de discerner la véritable contribution des fonds de couverture au succès des adjudications. Quoi qu'il en soit, ces mesures contrefactuelles procurent un moyen simple et rapide d'illustrer la façon dont cette contribution a généralement changé au fil du temps.

L'un des indicateurs clés du succès des adjudications est le ratio de couverture des adjudications, qui correspond au montant total des soumissions (en dollars) par rapport au montant total offert à l'adjudication, déduction faite des achats de la Banque du Canada¹³. Pour toutes les échéances figurant au **graphique 6**, ce ratio est demeuré relativement stable au fil du temps, soit bien au-dessus de 2,0. Mais dans notre scénario contrefactuel, où nous excluons les soumissions des fonds de couverture et où le comportement des autres soumissionnaires ne change pas, le ratio de couverture des adjudications diminue sans interruption à partir de 2010 (quand les fonds de couverture sont devenus actifs aux adjudications), puis baisse de façon marquée à partir de 2020, le ratio aux échéances plus longues tombant en dessous de 1,5.

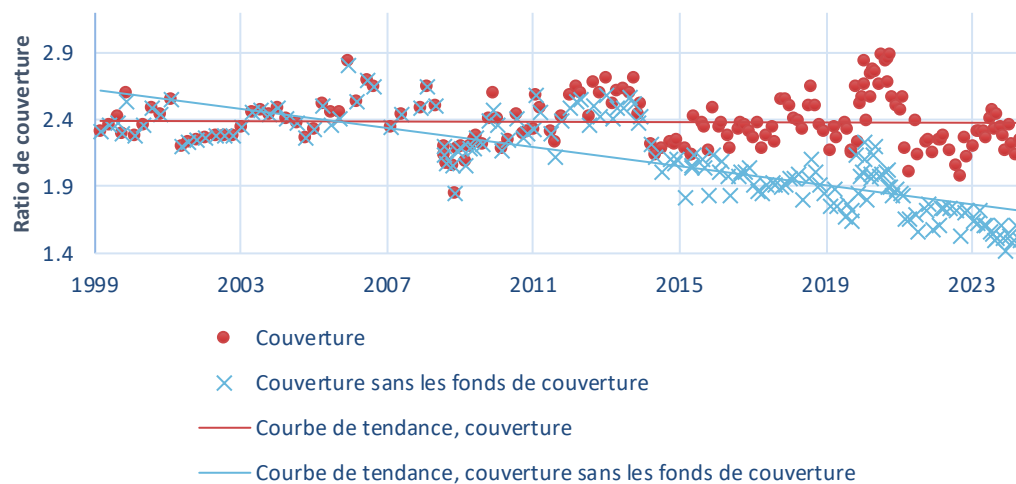
¹³ Ce ratio cadre avec les statistiques officielles de la Banque du Canada concernant la couverture des adjudications d'obligations du gouvernement du Canada.

Graphique 6 : Dans un scénario contrefactuel qui exclut les fonds de couverture aux adjudications, la couverture diminue substantiellement – surtout après 2020

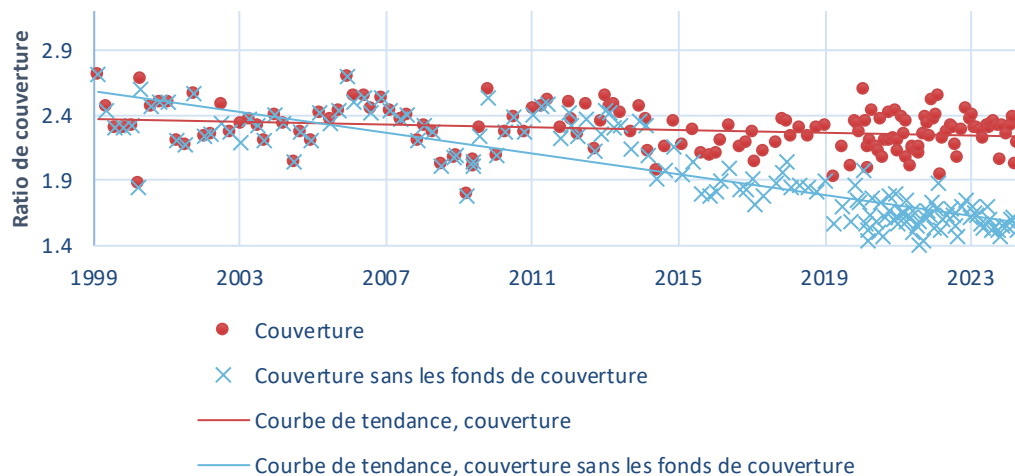
a. Obligations à 2 ans



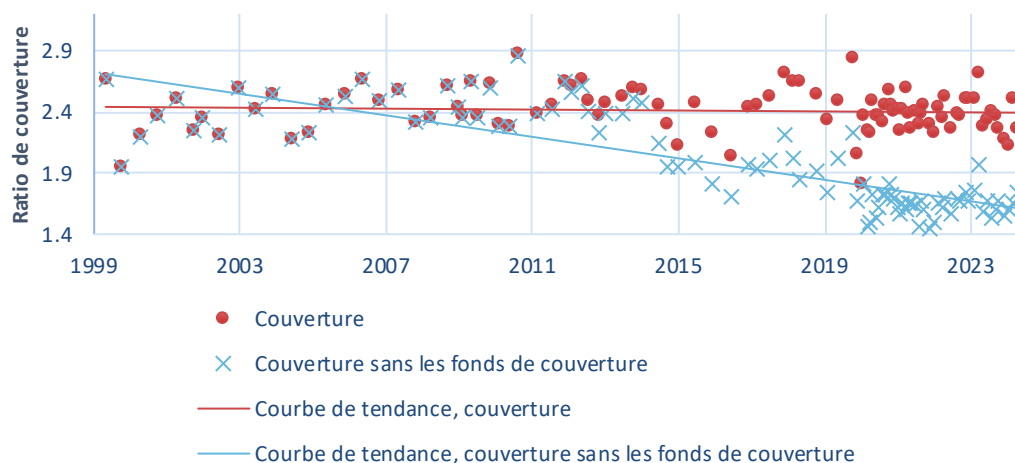
b. Obligations à 5 ans



c. Obligations à 10 ans



d. Obligations à 30 ans



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

Bien qu'une adjudication pour laquelle il resterait un solde non adjugé semble une possibilité lointaine, même dans notre scénario contrefactuel, il est important de noter que le Canada impose des exigences de soumission minimales aux négociants principaux, soit la catégorie qui comprend généralement les plus grandes entités. Par la force des choses, cela rend une telle adjudication presque impossible¹⁴. Une *faible* ratio de couverture est donc une possibilité à laquelle il est plus pertinent de s'intéresser, car

¹⁴ Voir Banque du Canada et ministère des Finances du Canada, *Règlement relatif aux adjudications de titres du gouvernement du Canada* (avril 2024).

il pourrait refléter une réduction de la capacité globale du marché à absorber la hausse des émissions d'obligations du gouvernement du Canada. Plusieurs facteurs pourraient y contribuer, notamment :

- une croissance de la dette négociable plus forte que celle du produit intérieur brut;
- la restriction des activités d'intermédiation des courtiers en raison du coût croissant du capital causé par les réformes réglementaires qui ont suivi la crise financière mondiale de 2008-2009;
- des inefficiences dans la compensation et le règlement des opérations au pays;
- le développement des marchés de substituts à rendement plus élevé en dollars canadiens, comme les obligations provinciales et d'autres obligations du secteur public, les Obligations hypothécaires du Canada et les obligations de sociétés de qualité.

Des études montrent que ce phénomène n'est pas propre au Canada. Aquilina et autres (2024) constatent que la pression croissante pour absorber les émissions de titres d'État a été un facteur dans les écarts de swap négatifs aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro. De plus, ces écarts négatifs ne peuvent pas être neutralisés par voie d'opérations d'arbitrage parce qu'ils servent à couvrir les coûts que les courtiers engagent dans l'utilisation de leur bilan à des fins d'intermédiation. Une telle situation pourrait inciter les fonds de couverture moins réglementés à jouer le rôle de fournisseurs de liquidités en augmentant la taille de leur bilan au moyen de pensions. Brolley et Cimon (2025) étudient les façons par lesquelles les fonds de couverture qui prennent la place de courtiers affiliés à une banque comme teneurs de marchés pourraient rendre la liquidité du marché incertaine en période de tensions. Fleming, Nguyen et Rosenberg (2024) montrent comment cette tendance pourrait réduire davantage les profits des courtiers sur le marché des bons du Trésor américain. Branger, Muck et Pütz (2024) font état d'un phénomène où, en Allemagne, des fonds de couverture ont acquis d'importantes positions par voie d'adjudications, possiblement en réponse au resserrement de la réglementation bancaire qui a suivi la crise financière mondiale, faisant d'eux des quasi-teneurs de marchés depuis 2015.

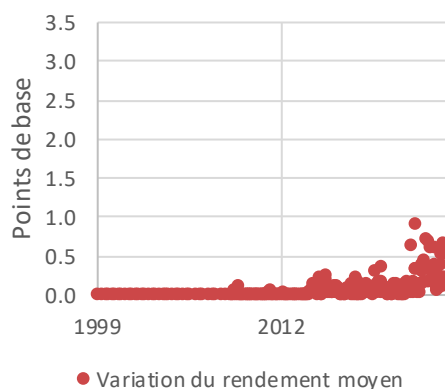
Un autre indicateur du succès des adjudications est le rendement moyen des titres adjugés, qui mesure combien une adjudication coûtera au gouvernement, un rendement plus élevé correspondant à un prix de vente plus bas. Le taux limite et l'écart entre le rendement moyen et le taux limite de l'adjudication sont d'autres indicateurs possibles¹⁵.

¹⁵ Le taux limite est le taux le plus élevé (le prix le plus bas) offert à l'adjudication.

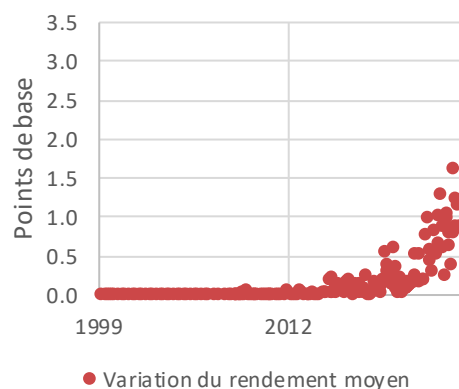
Pour toutes les échéances présentées dans le **graphique 7**, nous constatons que la variation du rendement moyen après une sortie hypothétique des fonds de couverture augmenterait de façon constante après 2010 et de façon plus marquée en 2020-2024, et ce, particulièrement dans le cas des obligations à plus long terme. Cela cadre avec l'augmentation de l'activité des fonds de couverture visant ces échéances, qu'il s'agisse d'opérations d'arbitrage comptant-terme à 10 ans ou d'opérations intermarchés (pour les échéances à 10 ans et à 30 ans) visant, d'une part, des obligations du gouvernement du Canada et d'autre part, des obligations d'autres États souverains. Cet effet théorique sur les coûts du gouvernement du Canada est amplifié par l'augmentation générale des émissions durant cette période.

Graphique 7 : Dans un scénario contrefactuel qui exclut les fonds de couverture, le rendement moyen aux adjudications augmente considérablement

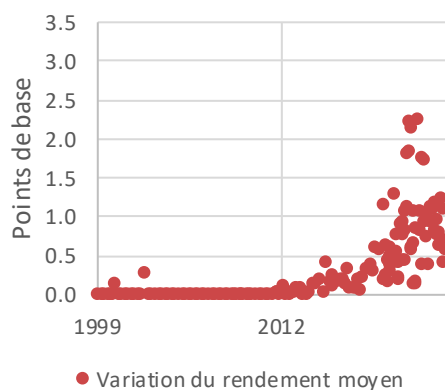
a. Obligations à 2 ans



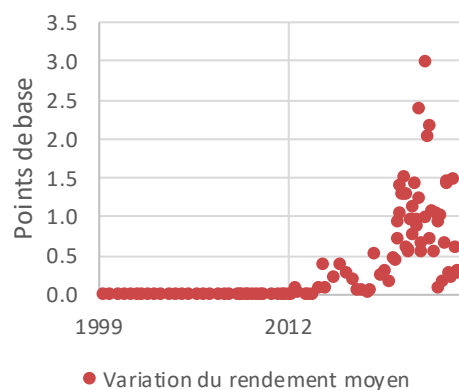
b. Obligations à 5 ans



c. Obligations à 10 ans



d. Obligations à 30 ans



Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2024

La pertinence de ces mesures contrefactuelles est confortée par la conclusion d'Arslanalp et Tsuda (2012) selon laquelle les investisseurs non bancaires étrangers – surtout des fonds de couverture dans le cas des obligations du gouvernement du Canada – présentent un risque de sortie du marché plus élevé que les autres types d'investisseurs. C'est pourquoi leur concentration croissante sur les marchés de dette souveraine à l'échelle mondiale renforce le risque associé au profil des investisseurs, lequel s'ajoute aux risques liés à l'augmentation de la dette des administrations publiques. La vigueur fondamentale de l'économie et des institutions du Canada tranche nettement avec celle des pays qui ont connu des problèmes d'endettement par le passé (en particulier pendant la crise de 2008-2009 et jusqu'aux alentours de 2012) et empêche donc une comparaison directe des niveaux absolus de risque d'endettement. Toutefois, le risque de sortie du marché plus élevé des investisseurs non bancaires étrangers donne à penser que la forte concentration de fonds de couverture sur le marché canadien représente tout de même une vulnérabilité pour le Canada.

Sandhu et Vala (2023) constatent que même si les opérations des fonds de couverture peuvent favoriser des marchés bifaces pour les obligations du gouvernement du Canada en temps normal, elles ont amplifié les ventes unilatérales de ces obligations pendant la période de tensions de la pandémie de COVID-19, ce qui a contribué à l'illiquidité des marchés. Un autre exemple de cet effet dans un pays à fort endettement a été la liquidation de bons du Trésor américain en mars 2020. Selon Banegas, Monin et Petrasek (2021), les fonds de couverture qui ont dénoué leurs opérations d'arbitrage et réduit leurs positions sur produits dérivés ont grandement contribué à cette liquidation. Barth et Kahn (2021) notent également que celle-ci était une conséquence de la volatilité des marchés et que l'intervention de la Réserve fédérale a empêché que le marché soit davantage perturbé.

Pour le marché des obligations du gouvernement du Canada, ce risque de sortie du marché est manifeste de plusieurs façons. Les fonds de couverture ont un taux d'attrition élevé dans le monde (voir, par exemple, Garbaravicius et Dierick, 2005). Ils sont également exposés à des risques de refinancement liés au levier financier et aux appels de marge. Enfin, la plupart sont internationaux : sans attachement naturel au marché canadien, ils pourraient être plus susceptibles de s'en retirer lors d'un épisode de tensions ne touchant que le Canada. Andrews et Gadgil (2024) constatent qu'aux États-Unis, la structure d'incitation des gestionnaires de fonds de couverture tend à entraîner des comportements qui amplifient la volatilité en période de tensions.

La participation grandissante des fonds de couverture aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada et leur entrée dans la sphère de la tenue de marché – bien qu'elles apportent une contribution nette positive à la distribution des titres et à la liquidité du marché – pourraient également exercer une pression supplémentaire sur

l'ensemble de l'infrastructure des titres à revenu fixe du gouvernement du Canada. Plus précisément, les positions – tant acheteur que vendeur – des fonds de couverture sur le marché obligataire sont ultimement financées sur le marché des pensions. Le bilan agrégé des portefeuilles de titres admissibles aux pensions des courtiers est limité et déterminé par plusieurs facteurs (p. ex., le nombre de courtiers, la réglementation, l'infrastructure de compensation centrale). Ces points de pression se reflètent dans les niveaux élevés du taux CORRA (Plong et Maru, 2024b). Par conséquent, cette augmentation tendancielle de la participation des fonds de couverture soulève des questions quant à la capacité du marché des pensions. Les tensions sur ce marché – comme celles qu'ont connues les États-Unis en septembre 2019 en raison d'une flambée du taux SOFR, l'équivalent américain du taux CORRA – peuvent entraîner d'importantes périodes de volatilité et d'illiquidité sur le marché au comptant. Si la capacité du marché des pensions était mise à l'épreuve, il y aurait là aussi un risque que les fonds de couverture prennent la porte de sortie.

Ce que les décideurs publics doivent retenir, c'est que même si la participation accrue et les soumissions concurrentielles des fonds de couverture aux adjudications d'obligations du gouvernement du Canada sont les bienvenues et ont favorisé le maintien d'un bon ratio de couverture en dépit de la hausse des émissions, cette tendance s'accompagne de risques :

- Elle a en partie masqué la tendance quelque peu inquiétante selon laquelle la capacité des courtiers et des investisseurs institutionnels autres que les fonds de couverture ne suit pas le rythme d'augmentation des émissions.
- Elle a créé une vulnérabilité en ajoutant des pressions sur le marché des pensions, ce qui en a réduit la capacité. Et si cette capacité était encore réduite de façon majeure, cela pourrait compromettre les objectifs fondamentaux du Canada en matière de gestion de la dette, à savoir obtenir un financement stable et à faible coût pour répondre à ses besoins financiers et maintenir le bon fonctionnement du marché des titres d'État.

Conclusion

La capacité d'un État souverain à émettre de nouvelles obligations de manière fiable et économique est essentielle à la saine gestion de son budget, ainsi qu'à la stabilité de son système financier et de son économie. Bien que la taille de l'encours des obligations du gouvernement du Canada soit un facteur important qui influe sur l'efficacité de la distribution de ces titres, la composition du bassin d'investisseurs n'est pas à négliger. Au Canada, les fonds de couverture ont joué un rôle grandissant dans l'absorption des nouvelles émissions d'obligations du gouvernement du Canada en raison de leur réactivité aux émissions plus volumineuses et de l'inélasticité de leur demande par

rapport aux prix lors des adjudications. Cette situation a été avantageuse pour le gouvernement du Canada, car elle a permis aux adjudications de titres d'État de constamment afficher des résultats solides selon les indicateurs traditionnels dans un contexte d'émissions accrues.

Cependant, cet effet masque les risques croissants auxquels le gouvernement est confronté en ce qui concerne une sortie du marché potentiellement importante des investisseurs, qui, selon nous, est plus probable du fait que les fonds de couverture n'ont pas d'attachement naturel au marché des obligations du gouvernement du Canada et qu'ils ont accru leur dépendance au marché des pensions. Nous espérons que la présente étude fera mieux connaître ces risques et nous suggérons qu'une plus grande attention soit accordée à l'évaluation du bassin d'investisseurs pour la dette souveraine et à la différenciation des types d'investisseurs.

Références

- Aldridge, P., J. Sandhu et S. Tchamova. 2024. « [Le rôle des banques centrales étrangères sur la liquidité du marché des obligations du gouvernement du Canada](#) ». Note analytique du personnel 2024-26 de la Banque du Canada.
- Allen, J., A. Hortaçsu, E. Richert et M. Wittwer. 2024. « [Entry and Exit in Treasury Auctions](#) ». Document de travail du personnel 2024-29 de la Banque du Canada.
- Andrews, S. et S. Gadgil. 2024. « [The Who and How of Hedge Fund Risk Shifting](#) ». Document de travail n° 24-07 de l'Office of Financial Research.
- Aquilina, M., A. Schrimpf, V. Sushko et D. Xia. 2024. « [Negative Interest Rate Swap Spreads Signal Pressure in Government Debt Absorption](#) ». *BIS Quarterly Review*. Banque des Règlements Internationaux, 10 décembre.
- Arslanalp S. et T. Tsuda. 2012. « [Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt](#) ». Document de travail n° 2021/284 du Fonds monétaire international.
- Banegas, A., P. J. Monin et L. Petrsek. 2021. « [Sizing Hedge Funds' Treasury Market Activities and Holdings](#) ». *FEDS Notes*. Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, 6 octobre.
- Barth, D. et R. J. Kahn. 2021. « [Hedge Funds and the Treasury Cash-Futures Disconnect](#) ». Document de travail n° 21-01 de l'Office of Financial Research.
- Banque du Canada. 2024. [Rapport sur la stabilité financière – 2024](#).
- Banque du Canada. 2025a. [Obligations nominales](#). Interface Valet (téléchargement de données), page consultée le 21 avril 2025.
- Banque du Canada. 2025b. [Encours des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada](#). Page consultée le 21 avril 2025.
- Branger, N., M. Muck et A. Pütz. 2024. « [Unmasking Global Investors: An Examination of the Shifting Dynamics in Sovereign Bond Trading](#) ». SSRN 5057388.
- Brolley, M. et D. Cimon. 2024. « [Non-Bank Dealing and Liquidity Bifurcation in Fixed-Income Markets](#) ». Document de travail du personnel 2025-2 de la Banque du Canada.
- Chang, B. Y. 2023. « [Estimating the Slope of the Demand Function at Auctions for Government of Canada Bonds](#) ». Document d'analyse du personnel 2023-12 de la Banque du Canada.

- Eren, E., A. Schrimpf et D. Xia. 2023. « [The Demand for Government Debt](#) ». Document de travail n° 1105 de la Banque des Règlements Internationaux.
- Fang, X., B. Hardy et K. K. Lewis. 2022. « [Who Holds Sovereign Debt and Why It Matters](#) ». Document de travail n° w30087 du National Bureau of Economic Research.
- Fleming, M., G. Nguyen et J. Rosenberg. 2024. « [How Do Treasury Dealers Manage Their Positions?](#) ». *Journal of Financial Economics* 158.
- Garbaravicius, T. et F. Dierick. 2005. « [Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability](#) ». *Occasional Paper Series* n° 34, Banque centrale européenne.
- Hammack, B. 2025. « [Trading Places: My New View from Inside the Federal Reserve](#) ». Discours prononcé lors de la 9^e conférence annuelle sur la recherche en réglementation bancaire de la School of International and Public Affairs de l'Université Columbia et du Bank Policy Institute, New York (New York), 27 février.
- Plong, B. et N. Maru. 2024a. « [CORRA: Explaining the Rise in Volumes and Resulting Upward Pressure](#) ». Note analytique du personnel 2024-21 de la Banque du Canada.
- Plong, B. et N. Maru. 2024b. « [Les facteurs derrière les pressions à la hausse sur le taux CORRA](#) ». Note analytique du personnel 2024-4 de la Banque du Canada.
- Sandhu, J. et R. Vala. 2023. « [Les fonds de couverture soutiennent-ils la liquidité du marché des obligations du gouvernement du Canada?](#) ». Note analytique du personnel 2023-11 de la Banque du Canada.
- Uthemann A. et R. Vala. 2024. « [Quelle est la part de l'arbitrage comptant-terme sur le marché canadien des obligations d'État?](#) ». Note analytique du personnel 2024-16 de la Banque du Canada.