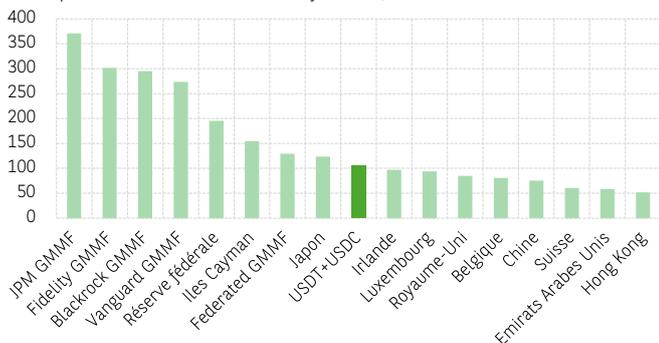


ÉTATS-UNIS : LE GENIUS ACT AURA-T-IL LES EFFETS ESCOMPTÉS SUR LA DEMANDE DE T-BILLS ?

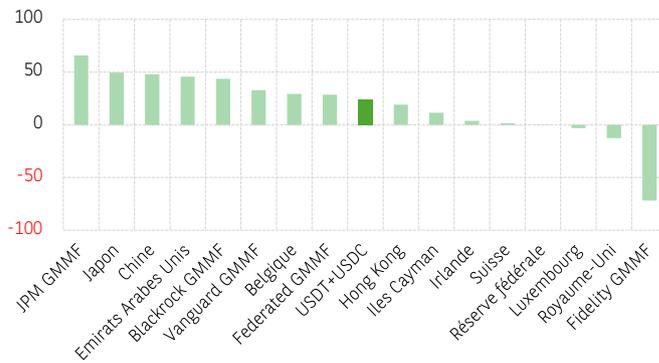
Céline Choulet et Laurent Quignon

L'ESSOR DES STABLECOINS POURRAIT HISSER LEURS ÉMETTEURS À LA PREMIÈRE PLACE PARMIS LES DÉTENTEURS ET ACHETEURS NETS DE T-BILLS

Principaux détenteurs de T-bills au 30 juin 2025, Mds USD



Achats nets de T-bills entre les 30 juin 2024 et 2025, Mds USD



GMMF : fonds monétaires investis en dette publique (government money market funds), USDT (USDC) : stablecoin en dollar émis par Tether (Circle)

SOURCE : OFR, TIC, TETHER (USDT), CIRCLE (USDC), FED, BNP PARIBAS

L'espoir de Scott Bessent, secrétaire au Trésor américain, de voir le *Genius Act*¹ stimuler la demande de papier fédéral quasiment à hauteur des émissions de *stablecoins*² pourrait être en partie déçu.

Un texte de loi pour doper la demande de T-bills des émetteurs de *stablecoins*

En encourageant l'accroissement des encours de *stablecoins*, le *Genius Act*, promulgué le 18 juillet par le Président Donald Trump, pourrait, à terme, avoir des effets importants sur la portée des politiques monétaires, l'intermédiation bancaire et la stabilité financière. Nous nous concentrons ici sur l'efficacité potentielle de ce texte de loi à l'aune de son objectif de soutien à la demande de titres courts du Trésor (*T-bills*), alors que ce dernier réduit la maturité moyenne de ses émissions.

Cet objectif transparaît dans une disposition spécifique. Le *Genius Act* impose en effet aux émetteurs d'adosser intégralement leurs émissions à des réserves d'actifs liquides (pièces et billets, dépôts bancaires, *T-bills*, mises ou prises en pension de *T-bills*, parts de fonds monétaires investis en *T-bills* ou dépôts auprès de la Fed). S. Bessent estime que ce texte pourrait porter l'encours des *stablecoins* à USD 2 000 mds en 2028 (contre USD 250 mds actuellement) et stimuler la demande de *T-Bills* d'autant³. Un tel engouement hisserait les émetteurs de *stablecoins* à la première place des détenteurs (graphique de gauche) et acheteurs nets (graphique de droite) de *T-Bills*.

La hausse nette de la demande de T-bills pourrait être inférieure à celle des encours de *stablecoins* en dollar

L'incidence sur la demande nette de *T-bills* dépendra toutefois de plusieurs facteurs : la structure des réserves des émetteurs de *stablecoins*, l'origine des fonds mobilisés par les souscripteurs et la manière dont la Banque centrale et les banques commerciales ajusteront leurs portefeuilles de titres. Même dans l'éventualité extrême où les émetteurs de *stablecoins* adosseraient l'intégralité de leurs émissions à des *T-bills* ou à des parts de fonds monétaires investis en *T-bills*, l'effet net sur la demande de papier du Trésor pourrait ne pas être aussi élevé qu'attendu. La souscription de *stablecoins* par les particuliers pourrait se faire au détriment de leur détention de titres du Trésor⁴. Une autre possibilité serait que l'arbitrage en faveur des *stablecoins* se fasse au détriment des dépôts et des espèces (y compris celles circulant hors des États-Unis dont la Fed estime l'encours à environ USD 1000 mds). Dans le premier cas, les cessions de *T-bills* par les ménages neutraliseraient les achats des émetteurs de *stablecoins*. Dans le second cas, les ressources monétaires du secteur émetteur de monnaie (la Banque centrale et les banques commerciales) seraient mécaniquement réduites. Les banques ont, d'ailleurs, récemment manifesté leurs craintes d'une fuite de dépôts. Privées d'une partie de leurs ressources, les plus stables et les moins coûteuses, la Banque centrale et les banques commerciales pourraient décider de détenir moins de titres publics.

Il est de surcroît vraisemblable que les émetteurs renforceront la poche de liquidité détenue sous forme de dépôts bancaires afin de faire face aux éventuels rachats. Or, les réserves détenues sous cette forme résulteront d'un simple transfert de dépôts bancaires des ménages souscripteurs vers les émetteurs de *stablecoins* et n'auront pas d'effet sur la demande nette de *T-bills*.

Au terme de la réallocation des avoirs induite par le *Genius Act*, la hausse nette de la demande de *T-Bills* risque donc d'être inférieure à celle des encours de *stablecoins* en dollar et l'allègement du coût du financement du déficit public américain plus modeste qu'escompté.

1 *Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act*

2 Les *stablecoins* sont des actifs numériques circulant sur une *blockchain* dont les émetteurs cherchent à stabiliser la valeur par rapport à un actif de référence par des mécanismes d'adossement ou algorithmiques. L'actif de référence peut être par exemple un indice boursier, une matière première, ou une monnaie officielle contre laquelle le *stablecoin* peut être échangé à tout moment (la parité n'est toutefois pas assurée).

3 « *Bessent says stablecoin bill will boost demand for Treasuries, dollar assets* », Reuters, 11 juin 2025

4 Les ménages détiennent de manière directe 10% de la dette fédérale (toutes maturités confondues) et 24% des *T-bills* via les fonds monétaires.

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants dans l'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page linkedin des études économiques

OU TWITTER
voir la page twitter des études économiques

Bulletin publié par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemerier
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de déterminer une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ÉCONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change