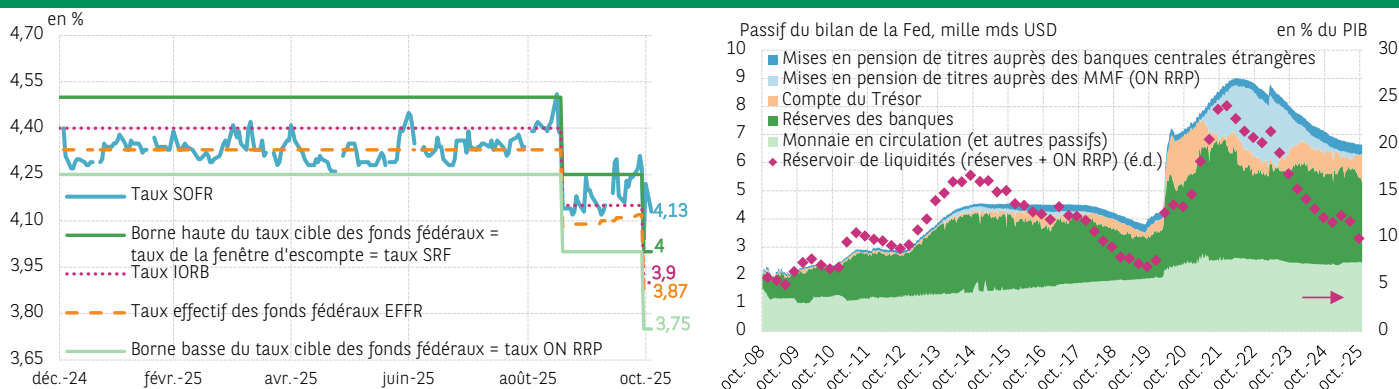


États-Unis : Au sortir du QT, la Fed sera-t-elle suffisamment prudente ?

Céline Choulet

Indépendamment de l'orientation de leur politique monétaire, les grandes banques centrales se sont engagées dans des programmes de réduction de leur bilan (*Quantitative tightening*, QT). Le principal risque de ces programmes est d'assécher les marchés monétaires en privant les banques commerciales du volant de monnaie centrale nécessaire pour satisfaire aux exigences de liquidité imposées par Bâle 3. La première expérience de QT de la Réserve fédérale américaine avait échoué, en 2019, pour cette raison. Dans sa volonté d'agir avec prudence, et à défaut de connaître le montant optimal de réserves (ni rare, ni abondant), la Fed s'était donné pour objectif d'interrompre son deuxième QT dès les premiers signes tangibles de tensions sur les marchés monétaires. En vertu de ce plan, elle a annoncé, le 29 octobre dernier, l'arrêt de son QT2 au 1^{er} décembre prochain.

ÉTATS-UNIS : LA RÉDUCTION DE LA MASSE GLOBALE DE MONNAIE CENTRALE EST PERCEPTIBLE SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRES DEPUIS PLUSIEURS SEMAINES



SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.4.1), MACROBOND, BNP PARIBAS

Les raisons de l'arrêt du QT de la Fed

L'évolution des taux courts de marché suggère, en effet, que le réservoir global de monnaie centrale (constitué des réserves des banques auprès de la Fed et des dépôts des fonds monétaires dans le cadre du dispositif ON RRP¹) ne peut plus être considéré comme abondant (*graphique de gauche*). Le coût d'accès à la liquidité s'est renchéri au cours des dernières semaines : le taux médian des opérations de mises en pension de titres (SOFR)² passe désormais régulièrement au-dessus du taux de rémunération des réserves (IORB) et est proche, voire supérieur, au taux de la fenêtre d'escompte de la Fed. Les tirages de liquidité auprès de la Fed (dans le cadre de la *Standing Repo Facility*, SRF³) deviennent plus fréquents.

Et après ?

Conformément à son cadre opérationnel⁴, la Fed stabilisera pendant quelque temps (semaines ou mois) la taille de son bilan⁵. Par la suite, afin de maintenir son offre de réserves à un niveau qu'elle juge suffisamment « ample » (probablement proche de 9%-10% du PIB, *graphique de droite*), elle réélargira son bilan. En 2026, ses achats de *T-bills* pourraient s'élever à USD 25-30 mds chaque mois (en plus des USD 15-20 mds de réinvestissement des tombées de dette sur MBS) de sorte de stabiliser le poids de son bilan à hauteur de 20% du PIB.

Mais la prudence de la Fed ne devrait pas s'arrêter là. La capacité des grandes banques à accéder à la liquidité centrale reste limitée. Seul l'un des écueils de son outil d'injection de liquidités a été corrigé : depuis la fin juin, le guichet de la SRF est ouvert sur une plage horaire plus adaptée aux besoins des intervenants. En revanche, les deux autres écueils - l'absence de compensation centralisée des emprunts et le risque de stigmatisation associé à son usage - perdurent (*voir : « QT2 : la Fed cherche le bon tempo »*).

Les évolutions récentes auront, par ailleurs, permis d'illustrer le manque de pertinence du taux effectif des fonds fédéraux (EFFR)⁶ pour apprécier les conditions d'emprunt sur les marchés monétaires et s'assurer de la bonne transmission de la politique monétaire. Au début du mois d'octobre, sur la base de sa très faible élasticité à l'évolution du stock agrégé de réserves, la Fed considérait que les réserves demeuraient abondantes⁷. En outre, si, à ce jour, des tensions sont perceptibles sur les marchés de mises en pension, les volumes d'emprunts sur le marché des fonds fédéraux demeurent modestes et à un taux médian, certes en hausse (*graphique de gauche*), mais encore avantageux (inférieur à l'IORB). Comme l'a suggéré Lorie Logan⁸, présidente de la Fed de Dallas, il est probablement temps de changer de thermomètre.

1 Dans le cadre de la facilité ON RRP, la Fed place des titres en pension auprès de contreparties (fonds monétaires le plus souvent). Une opération de mise en pension de titres s'apparente à un prêt garanti (*cash* contre titres). Elle est assortie d'un engagement de rachat des titres au terme du contrat.

2 Le taux SOFR correspond au taux médian, au jour le jour, des opérations de mise en pension de titres réalisées sur le marché (prêts garantis entre institutions financières) et pour lesquelles la Fed dispose de données.

3 Dans le cadre de la facilité SRF, certaines contreparties (*primary dealers* et institutions de dépôts) mettent en pension des titres auprès de la Fed en échange de *cash*.

4 [Annual Report on Open Market Operations - Federal Reserve Bank of New York](#)

5 Elle réinvestira intégralement les tombées de dette sur son portefeuille de titres : les *Treasuries* arrivant à maturité seront remplacés par des titres du Trésor nouvellement émis (la structure par échéances des achats sera similaire à celle des émissions) tandis que les tombées de dette sur les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) seront réinvesties en titres courts du Trésor (*T-bills*).

6 Le marché des fonds fédéraux est un marché « en blanc » (sans garantie) où se rencontrent principalement des succursales américaines de banques étrangères et les agences fédérales de garantie hypothécaire (*voir : « QT2 : la Fed cherche le bon tempo »*).

7 [Reserve Demand Elasticity - Federal Reserve Bank of New York](#)

8 [The case for modernizing the FOMC's operating target rate - Dallasfed.org](#)

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 événement 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'événement du mois ?

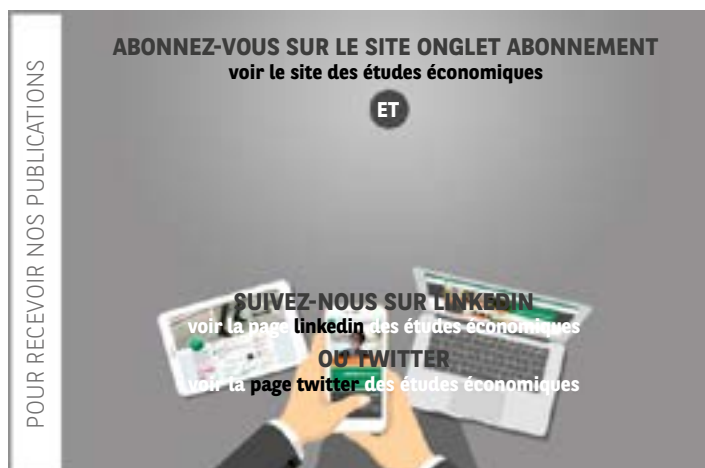
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

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



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 Lemierre
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 détenir 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