

“ AU SORTIR DU QT2, LA FED DEVRA RESTER PRUDENTE. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ET LA STIGMATISATION ASSOCIÉE À SES GUICHETS DE PRÊTS L'Y ENCOURAGENT FORTEMENT. ”

1.08200

1.08560

FED

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

## QT2 : LA FED CHERCHE LE BON TEMPO

Céline Choulet

Jusqu'à présent, la Réserve fédérale américaine (Fed) a piloté son programme de réduction de bilan (QT2) sans accroc majeurs. Le principal risque auquel elle s'exposait était de créer une pénurie de réserves en banque centrale, au regard des exigences de liquidité imposées aux banques par Bâle 3. Les tensions observées sur les marchés monétaires au cours des derniers mois ont été relativement modestes au regard de la réduction du réservoir global de monnaie centrale et se sont vite dissipées.

Il est possible que la Fed suspende momentanément QT2 - le temps qu'un nouveau compromis sur le plafond de la dette fédérale soit trouvé - et qu'elle y mette un terme définitif avant la fin de l'année.

Au sortir du QT2, la Fed devra néanmoins rester prudente. Le cadre réglementaire et la stigmatisation associée à ses guichets de prêts l'y encouragent fortement. À cet effet, certains indicateurs pourraient enrichir sa palette d'outils de détection d'éventuelles pénuries de réserves et améliorer sa visibilité sur les conditions de redistribution de la liquidité.

---

# 4

UN BILAN RÉTRÉCI MAIS  
DES RÉSERVES PRÉSERVÉES

---

# 6

LA DIFFICILE ÉVALUATION  
DES BESOINS EN RÉSERVES  
DES BANQUES

---

# 6

UNE LISTE D'INDICATEURS  
AVANCÉS À COMPLÉTER

---

# 8

LES ÉCUEILS DU NOUVEL  
OUTIL D'INJECTION DE  
LIQUIDITÉS

---

# 9

L'IMPORTANCE DU  
MARCHÉ BILATÉRAL  
DES MISES EN PEN-  
SION DE TITRES

---

# 10

ENCADRÉS



# EXECUTIVE SUMMARY

3

## QT2 : LA FED CHERCHE LE BON TEMPO

Céline Choulet

- **Échaudée par la crise des marchés monétaires, qu'elle n'avait pas anticipée, lors de son premier resserrement quantitatif (*Quantitative Tightening*, QT1), la Réserve fédérale américaine (Fed) entend piloter le deuxième (QT2) avec grande prudence.**

Cela suppose de réduire son portefeuille de titres sans créer de pénurie de monnaie centrale, au regard des exigences de liquidité imposées aux banques soumises au dispositif Bâle 3. À défaut de pouvoir estimer le montant optimal de réserves en banque centrale nécessaire à la bonne transmission de sa politique monétaire, la Fed se donne pour objectif de ramener le stock de réserves à un niveau suffisamment « ample ».

Une interruption trop précoce du QT2 lui imposerait d'activer ses outils de drainage des liquidités pour limiter les pressions à la baisse exercées sur les taux courts de marché. En revanche, une interruption trop tardive du QT2 risquerait de rarifier les réserves, ce qui la forcerait à injecter en urgence de la monnaie centrale.

- **Pour l'heure, QT2 s'est déroulé sans accrocs majeurs. Comme l'ont révélé les Minutes de la réunion de janvier dernier du Comité de politique monétaire (FOMC), certains de ses membres recommandent toutefois de le mettre sur pause - le temps qu'un nouveau compromis sur le plafond de la dette fédérale soit trouvé.**

Privé temporairement d'un accès aux marchés de dette, le Trésor finance actuellement ses dépenses par le biais de tirages, sur son compte auprès de la Fed. Or, l'impact positif de ces dépenses sur les réserves va brusquement s'inverser lorsque le Trésor réalimentera son compte. La visibilité de la Fed sur les conditions monétaires sera alors momentanément réduite. D'après les paramètres que suit la Fed, QT2 s'achèverait avant la fin de l'année.

- **Au sortir du QT2, l'ambition de la Fed d'écarter tout risque de tensions sur les marchés monétaires pourrait néanmoins lui imposer d'améliorer son cadre opérationnel. Trois pistes mériteraient d'être envisagées.**

La première consisterait à enrichir sa palette d'outils de détection d'éventuelles pénuries de réserves. La Fed pourrait, notamment, y intégrer les dépôts des *Federal Home Loan Banks* auprès des banques et la rémunération offerte en contrepartie.

Une deuxième voie d'amélioration consisterait à gommer certains défauts du nouveau dispositif d'injection de liquidités. À défaut, il peinera à jouer un rôle d'indicateur avancé et à contenir les taux courts de marché, en cas de rareté des réserves.

Une troisième piste consisterait à approfondir la surveillance des conditions de financement du déficit public, en particulier sur les marchés de mises en pension de titres. Au cours des dernières années, la proportion de titres de dette du Trésor financés par le biais de ces marchés s'est élargie. Certes, en allégeant les contraintes bilancielle des teneurs de marché, l'essor du champ de la compensation centralisée des pensions livrées permet déjà d'atténuer les tensions perceptibles lors de la clôture des comptes, en fin de trimestre. Mais le gonflement global des marchés de mises en pension, qui accompagne le creusement du déficit public, pourrait déjà avoir accru les besoins en réserves des plus grands teneurs de marchés.



# QT2: LA FED CHERCHE LE BON TEMPO

4

Jusqu'à présent, la Réserve fédérale américaine (Fed) a piloté son programme de réduction de bilan (QT2) sans accrocs majeurs. Le principal risque auquel elle s'exposait était de créer une pénurie de réserves en banque centrale, au regard des exigences de liquidité imposées aux banques par Bâle 3. Les tensions observées sur les marchés monétaires au cours des derniers mois ont été relativement modestes au regard de la réduction du réservoir global de monnaie centrale et se sont vite dissipées. Il est possible que la Fed suspende momentanément QT2 - le temps qu'un nouveau compromis sur le plafond de la dette fédérale soit trouvé - et qu'elle y mette un terme définitif avant la fin de l'année. Au sortir du QT2, la Fed devra néanmoins rester prudente. Le cadre réglementaire et la stigmatisation associée à ses guichets de prêts l'y encouragent fortement. À cet effet, certains indicateurs pourraient enrichir sa palette d'outils de détection d'éventuelles pénuries de réserves et améliorer sa visibilité sur les conditions de redistribution de la liquidité.

## Un bilan rétréci mais des réserves préservées

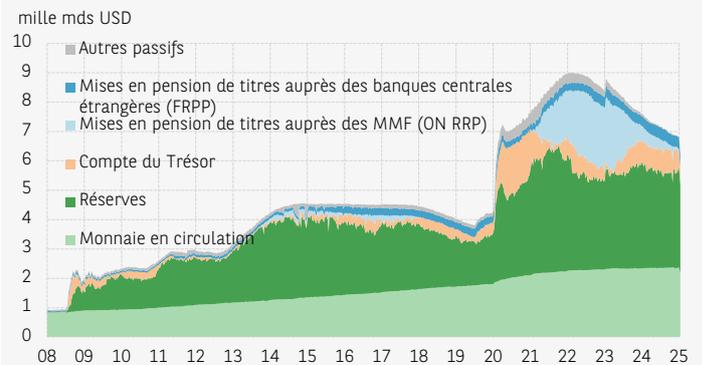
Jusqu'à présent, la Fed a piloté le dégonflement de son portefeuille de titres (Quantitative Tightening, QT) de manière ordonnée. Le principal risque auquel elle s'exposait était de perdre le contrôle des taux courts de marché en asséchant les marchés monétaires. La première expérience de resserrement quantitatif de la Fed (QT1) avait échoué, en 2019, pour cette raison<sup>1</sup>. À l'époque, la Fed avait largement sous-estimé l'effet des nouvelles règles de liquidité sur les besoins en réserves des banques. Elle avait épuisé le volant de monnaie centrale que les banques détenaient, au-delà de leurs besoins, les empêchant de répondre aux demandes de *cash* sur les marchés monétaires. Les taux courts de marché s'étaient envolés, ce qui avait contraint la Fed à réinjecter en urgence des liquidités<sup>2</sup>.

Les avoirs en banque centrale sont, en effet, indispensables à l'activité bancaire, et plus particulièrement depuis la grande crise financière de 2008 (encadré 1). Or, à mesure qu'une banque centrale réduit son bilan, elle détruit mécaniquement une partie des réserves que les banques détiennent auprès d'elle<sup>3</sup>. Depuis un an, la Fed a redoublé de prudence dans le pilotage de son bilan. Elle a, d'une part, ralenti le rythme de réduction de son bilan<sup>4</sup> et revu à la hausse son point d'atterrissage ; elle s'est, d'autre part, dotée de nouveaux outils de surveillance des risques de pénurie de réserves et d'injection de liquidités ; elle a, enfin, abaissé le taux de rémunération de ses facilités de prise en pension de titres.<sup>5</sup>

Certes, pour l'heure, QT2 n'a eu qu'une incidence négligeable sur le montant des réserves en banque centrale. Du 1<sup>er</sup> juin 2022 (début du QT2) au 5 mars 2025, le bilan de la Fed a dégonflé de USD 2 100 mds, tandis que les réserves demeuraient quasi-inchangées. La baisse (- USD 1 800 mds) des mises en pension de titres<sup>6</sup> de la Fed auprès des fonds monétaires (MMF), dans le cadre du dispositif ON RRP (*Overnight Reverse Repo* ; encadré 2 et graphique 1), a en effet presque intégralement compensé l'impact du QT2. À partir d'avril 2023, le raccourcissement de la maturité de la dette émise par le Trésor et le surcroît de

demandes de financements, exprimées sur les marchés de mises en pension (*repo*), ont progressivement réduit l'attractivité du dispositif ON RRP. Plutôt que de loger leurs avoirs au bilan de la Fed, les MMF ont été incités à les mobiliser pour souscrire aux émissions de *T-bills* (se substituant ainsi partiellement à la Fed) et pour prêter sur les marchés *repo* (graphique 2). Cela a permis d'amortir les effets du QT2 sur les réserves et, ainsi, de retarder le risque d'un manque de monnaie centrale (graphique 3). Compte tenu des encours résiduels des opérations ON RRP (USD 140 mds environ début mars), cet effet amortisseur sera dorénavant inopérant.

### DÉFORMATION DU PASSIF DU BILAN DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINNE



GRAPHIQUE 1

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

<sup>1</sup> Choulet C. (2018), *Les réserves en banque centrale, bientôt insuffisantes ?*, Conjoncture, BNP Paribas, décembre 2018 ; Choulet (2019), *Les tensions sur la liquidité centrale, hors des radars*, Ecoflash, BNP Paribas, avril 2019 ; Copeland A., Duffie D. et Yang Y. (2021), *Reserves were not so ample after all*, FRBNY Staff Report n°974, July 2021 ; Afonso G., Cipriani M., Copeland A., Kovner A., La Spada G. et Martin A. (2021), *The market events of mid-September 2019*, FRBNY, *Economic Policy Review*, Volume 27, Number 2, August 2021 ;

<sup>2</sup> Choulet (2019), *Le nouveau rôle de la Fed sous Bâle 3*, Ecoflash, BNP Paribas, octobre 2019.

<sup>3</sup> Choulet (2023), *Le programme QT2 de réduction du bilan de la Fed sera-t-il éphémère ?*, Conjoncture, BNP Paribas, janvier 2023

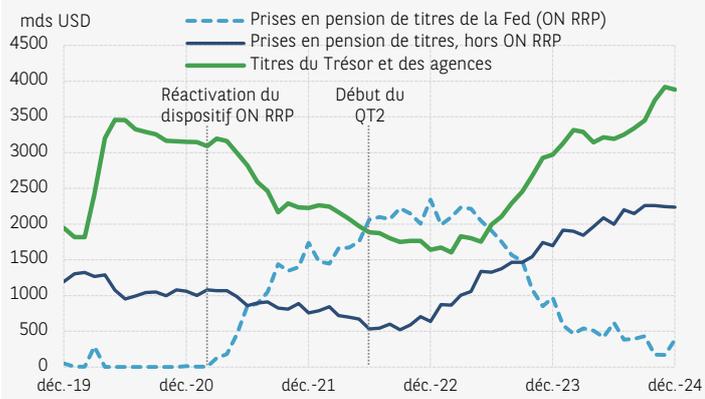
<sup>4</sup> Depuis juin 2024, la Fed prévoit de réduire de USD 25 mds par mois sa détention de titres du Trésor et de USD 35 mds son portefeuille de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). En raison de la faiblesse des remboursements anticipés de créances hypothécaires, la contraction mensuelle de son portefeuille de MBS ne s'élève qu'à USD 15 mds en moyenne.

<sup>5</sup> Le 18 décembre dernier, le FOMC a abaissé de 30 pb le taux de la facilité de mises en pension de titres de la Fed (ON RRP), le ramenant ainsi au bas de la fourchette de taux cible des fonds fédéraux, soit à 4,25%. Dans un contexte où la liquidité centrale se raréfie, maintenir un plancher pour les taux courts de marché (en assurant l'attractivité du dispositif ON RRP) perd, en effet, de son intérêt. Inciter les fonds monétaires à privilégier l'allocation de leurs avoirs sur les marchés privés de mise en pension et les *T-bills* peut, en revanche, limiter les pressions à la hausse sur les taux courts. Mécaniquement, le taux de la facilité de mises en pension de la Fed auprès des banques centrales étrangères (FRPP) a également été abaissé. À moins de rendements très attractifs et d'un prix de la couverture contre le risque de change modéré, il n'est toutefois pas certain que les banques centrales étrangères réajustent leur exposition aux *Treasuries* au détriment de leurs « dépôts », dans le cadre de la FRPP (encours proche d'un niveau record à USD 390 mds le 5 mars dernier).

<sup>6</sup> Une opération de pension livrée - forme de cession temporaire de titres - peut être assimilée, du point de vue économique, à un prêt garanti (cash contre titres, dont la valeur est affectée d'une décote) ; envisagée du point de vue de celui qui prête les liquidités, c'est une prise en pension (*reverse repo*) ; de celui qui les emprunte, une mise en pension (*repo*). La mise en pension d'un titre est assortie d'un engagement de rachat à terme à un prix convenu. Le taux d'intérêt, ou taux de pension, correspond à la différence entre le prix de vente et le prix de rachat. La Fed définit l'opération en fonction de son effet sur sa contrepartie. Ainsi, du point de vue de la Fed, un *repo* est similaire à un prêt garanti (prise en pension) et comptabilisé à son actif tandis qu'un *reverse repo* est un emprunt garanti (mise en pension) et enregistré à son passif.



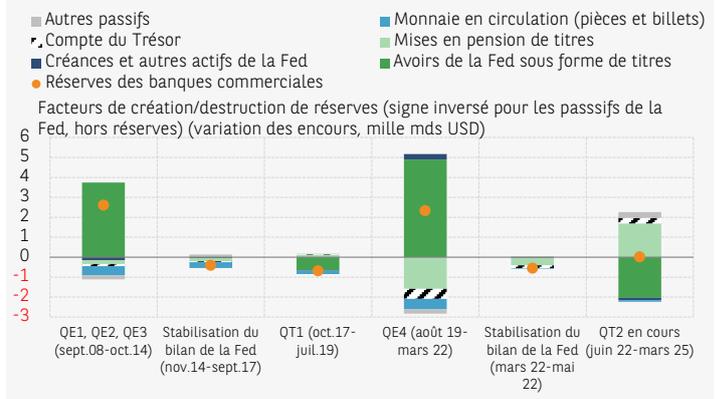
RÉÉQUILIBRAGE DES PORTEFEUILLES DES FONDS MONÉTAIRES AMÉRICAINS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, BNP PARIBAS

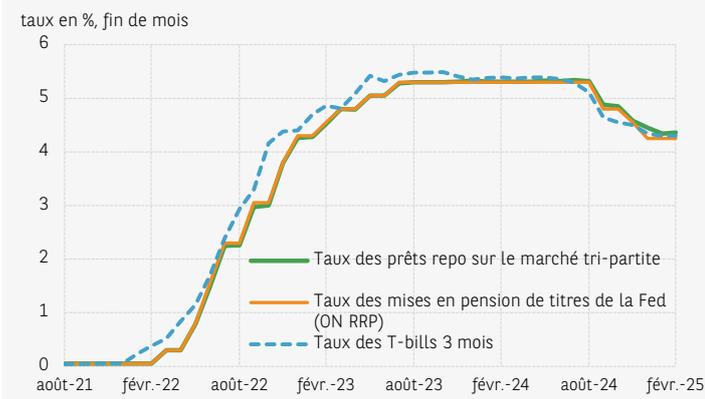
DEPUIS LE DÉBUT DU QT2, LA RÉDUCTION DES AVOIRS DE LA FED A ÉTÉ PRINCIPALEMENT COMPENSÉE PAR LA BAISSSE DES MISES EN PENSION



GRAPHIQUE 3

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

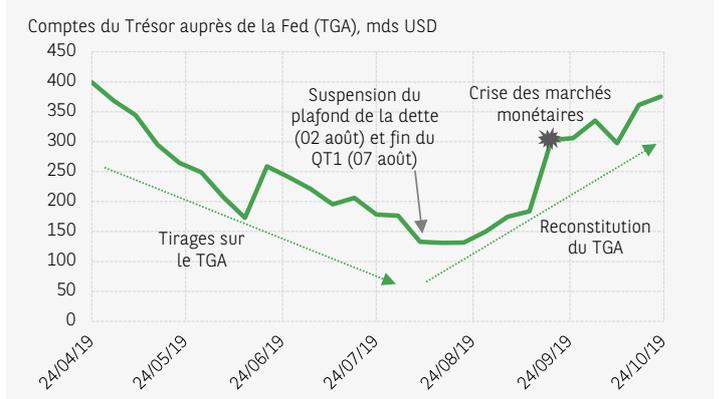
DEPUIS MI-2024, LE DISPOSITIF ON RRP A PERDU EN ATTRACTIVITÉ PAR RAPPORT AUX PENSIONS TRI-PARTITES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

EN 2019, LA CRISE DES MARCHÉS REPO ÉTAIT INTERVENUE UN MOIS APRÈS LA SUSPENSION DU PLAFOND DE LA DETTE FÉDÉRALE



GRAPHIQUE 5

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

La réintroduction du plafond de la dette fédérale va toutefois temporairement déformer la structure du passif du bilan de la Fed et, surtout, réduire sa visibilité sur les évolutions des marchés monétaires. Le 2 janvier dernier, la suspension du plafond de la dette fédérale a pris fin. Temporairement, à défaut d'être capable d'émettre des titres, le Trésor recourt à des mesures extraordinaires et puise dans ses avoirs auprès de la Fed (*Treasury General Account, TGA*) pour honorer le remboursement de ses tombées de dette et financer ses dépenses. Le 5 mars dernier, l'encours du compte du Trésor s'élevait à USD 520 mds environ.

Toutes choses égales par ailleurs, les dépenses publiques réalisées grâce aux tirages sur le TGA vont entraîner mécaniquement un gonflement des réserves des banques auprès de la Fed (*encadré 3*). Cet impact positif pourrait toutefois être partiellement, voire intégralement, contrarié par les arbitrages des fonds monétaires. Les émissions de *T-bills* se raréfiant, les fonds monétaires vont, en effet, probable-

ment élargir leurs « dépôts » auprès de la Fed via le dispositif ON RRP (ce qui détruira mécaniquement une partie des réserves des banques, *encadré 2*). Entre le 19 février et le 5 mars, le Trésor a retiré USD 216 mds de son compte. Or, les réserves des banques n'ont progressé que de USD 105 mds sur la même période, en raison, d'une part, de la poursuite du QT2 (baisse des actifs de la Fed de USD 26 mds) et, d'autre part, d'un rélargissement des « dépôts » des MMF (USD 70 mds), et d'une augmentation des autres postes de passif de la Fed (USD 15 mds). Si les prêts sur les marchés *repo* privés demeurent plus attractifs que la facilité ON RRP (comme c'est le cas actuellement, *graphique 4*), l'effet de la réduction du TGA sur les réserves sera très positif et amortira, pendant quelques mois, l'incidence du QT2. Dans le cas contraire, il sera faible, voire nul.

Dans tous les cas, le réservoir global de liquidités de banque centrale (réserves des banques et dépôts des MMF auprès de la Fed) augmentera pendant la phase de négociation sur le plafond de la dette.

Plus tard, un compromis politique permettra au Trésor de réalimenter son compte auprès de la Fed, par le biais d'émissions de titres. La faible attractivité du dispositif ON RRP incitera les MMF à en sortir et à investir en *T-bills*. Dans l'éventualité d'une reconstitution partielle des avoirs du Trésor, l'effet net sur les réserves de cet épisode (hors effet du QT) pourrait être positif. Il est néanmoins probable que le Trésor soit amené à les reconstituer intégralement (en particulier si la nouvelle administration estime ses besoins en *cash*, en cas de cyberattaque, au même niveau que l'administration précédente), et que l'effet net soit nul. **Quel que soit l'effet net, pendant quelques mois, les indicateurs surveillés par la Fed (cf. infra) risquent de perdre en pertinence.** En août 2019, QT1 était interrompu. À la même date, le plafond sur la dette fédérale était suspendu, autorisant le Trésor à reconstituer ses avoirs auprès de la Fed. La quantité de monnaie en banque centrale s'était révélée insuffisante un mois seulement après (*graphique 5*).

## La difficile évaluation des besoins en réserves des banques

À défaut de connaître précisément le montant optimal de réserves (ni insuffisant, ni trop abondant mais suffisamment « ample » pour écarter tout risque de stress qui lui imposerait d'injecter en urgence de la monnaie centrale), **la Fed se donne pour objectif, depuis le lancement du QT2, de maintenir son offre de réserves au-dessus d'un niveau plancher, proche de celui observé au moment de l'accident de 2019.** Elle a présenté en mai 2024 deux trajectoires possibles d'évolution de son bilan<sup>7</sup>. Elles supposent, toutes deux, la fin de la réduction du bilan en 2025 puis, au terme d'une année de pause<sup>8</sup>, une reprise des achats d'actifs afin de préserver le stock de réserves à hauteur de 8% (hypothèse basse) ou de 10% (hypothèse haute) du PIB. À l'appui de simulations de la fonction de demande de réserves, Afonso, Giannone, La Spada et Williams (2022)<sup>9</sup> ont, par ailleurs, estimé qu'un ratio des réserves/actifs bancaires inférieur à 11% suggérerait une rareté des réserves, un ratio supérieur à 11% mais inférieur à 12-13% indiquerait un stock de réserves suffisamment « ample », et au-delà de 13%, un stock « abondant ».

L'encours des réserves des banques auprès de la Fed s'établissait à environ USD 3 200 mds en moyenne au cours des deux premiers mois de 2025, soit 11,3% du PIB et 14% des actifs bancaires (contre USD 1 400 mds, soit 8% du PIB et autant des actifs bancaires, au moment de la crise des marchés repo de septembre 2019). **D'après les paramètres retenus par la Fed, elle disposerait donc encore de marges de manœuvre pour réduire la taille de son bilan.** À la mi-février, le stock de réserves excédant le seuil qui marque la frontière entre suffisance et insuffisance de réserves ne s'élevait toutefois plus qu'à USD 370 mds. Or, en supposant le maintien du rythme actuel du QT2, le portefeuille de titres de la Fed devrait encore diminuer de USD 400 mds d'ici la fin d'année. Toutes choses égales par ailleurs, et sur la base de nos prévisions de croissance du PIB, **QT2 pourrait s'achever d'ici l'été 2025.**

**Le risque est toutefois que ces planchers aient perdu en pertinence.** Pour diverses raisons, les besoins en réserves des banques évoluent (*encadré 1*). La difficulté est d'évaluer dans quelle ampleur.

**Or, aux États-Unis, le niveau minimum de réserves désiré par les grandes banques est d'autant plus important que leurs contraintes de liquidité sont particulièrement exigeantes (cf. infra), et que la stigmatisation associée aux guichets de prêts de la Fed les prive d'un accès à la monnaie centrale en cas de besoin.** Diverses solutions sont à l'étude pour corriger la perception très négative qu'en ont les superviseurs bancaires et les dirigeants de banques depuis 2008. La principale avancée en la matière, depuis la ruée bancaire de mars 2023, est la précision apportée par la Fed à l'occasion de la publication de « questions fréquemment posées » l'été dernier<sup>10</sup>. Elle y indique que, dans le cadre de leurs stress tests internes de liquidité (ILST), les banques peuvent envisager la reconstitution de leur stock de réserves, via la mobilisation de leurs actifs pré-positionnés auprès de la Fed (via la fenêtre d'escompte ou la facilité de prise en pension de titres de la Fed) ou auprès des Federal Home Loan Banks<sup>11</sup> (via les prêts garantis des FHLB), à condition toutefois de mobiliser des actifs « hautement liquides » (identiques aux titres éligibles aux actifs liquides de haute qualité au numérateur du LCR)<sup>12</sup>.

**Cet assouplissement vise à pallier l'effet stigmatisant - aux yeux des superviseurs et des dirigeants de banques - du recours aux facilités d'urgence de la Fed.** Il doit les convaincre de leur utilité, dans le cadre réglementaire, pour répondre aux besoins immédiats de liquidité des banques (et à inciter les banques à se préparer à en faire usage en pré-positionnant des actifs). En conférant aux titres du Trésor et aux titres adossés aux créances hypothécaires émis par les agences de garantie et de refinancement hypothécaire (MBS), le statut de quasi-substituts aux réserves en banque centrale, dans le cadre des ILST (qui constitue l'exigence de liquidité la plus contraignante aux États-Unis), cet assouplissement pourrait, en outre, réduire le niveau minimum souhaité de réserves. Il risque toutefois d'évincer la détention d'actifs peu ou non liquides (comme les créances à l'économie) au profit d'actifs liquides (*Treasuries*, MBS) et de détourner la fenêtre d'escompte de son utilité première (transformer des actifs illiquides en liquidités pour des banques solvables confrontées à un choc de liquidité)<sup>13</sup>. Sa capacité à amoindrir le caractère stigmatisant des facilités de prêts de la Fed n'est, en outre, pas encore démontrée.

## Une liste d'indicateurs avancés à compléter

**La Fed a enrichi sa palette d'outils de détection d'éventuelles pénuries de réserves.** Elle publie, notamment, depuis octobre 2024, une estimation « en temps réel » de l'élasticité du taux effectif des fonds fédéraux à une variation du stock agrégé de réserves (*Reserve Demand Elasticity, RDE*)<sup>14</sup>. D'après la Fed, cette estimation permettrait de distinguer les périodes où les réserves sont « abondantes » de celles où elles sont « amples », voire de celles où elles sont rares<sup>15</sup>. Au début du mois de

7. Choulet (2024), *La Fed tente d'écarter le risque d'un assèchement des marchés monétaires*, *Graphique de la semaine*, BNP Paribas, mai 2024.

8. Au terme du QT2, sa détention de *Treasuries* augmentera au détriment de son portefeuille de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS).

9. Afonso G., Giannone D., La Spada G. et Williams J. (2022), *Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve*, *Staff reports*, FRBNY Staff Report n°1019, May 2022, Revised April 2024.

10. Federal Reserve Board - *Frequently Asked Questions about Regulation YY*.

11. Les FHLB forment un réseau de 11 coopératives de crédit privées. Leur principale mission consiste à soutenir le financement du marché immobilier résidentiel par le biais de prêts sécurisés aux établissements membres de leur réseau.

12. Tout actif qui répond aux critères de liquidité et de qualité, présenté à l'avance, déposé, ou donné en garantie à une banque centrale ou à une Government-Sponsored Enterprise (GSE), mais qui n'a pas servi à mobiliser des liquidités continue d'être comptabilisé dans l'encours d'actifs liquides, dans le cadre des exigences réglementaires. Ce pré-positionnement n'aurait donc aucun effet sur les ratios réglementaires.

13. Les banques mobilisent principalement des prêts à la consommation ou des prêts aux sociétés comme collatéraux à la fenêtre d'escompte.

14. L'élasticité est calculée à partir de données confidentielles quotidiennes sur les dépôts agrégés des institutions de dépôts auprès de la Fed (normalisées par les actifs bancaires totaux). Pour tenir compte des changements de taux liés aux décisions de politique monétaire, le taux de rémunération des réserves est soustrait de la moyenne quotidienne pondérée du taux effectif des fonds fédéraux. *Reserve Demand Elasticity*, *Federal Reserve Bank of New York*.

15. Lorsque les réserves sont abondantes et les besoins en monnaie centrale des banques largement satisfaits, cette élasticité est supposée nulle (la courbe de demande de réserves est plate) ; lorsque le stock de réserves est suffisant pour répondre aux besoins des banques, cette élasticité est supposée négative mais faible (la courbe est en pente douce) ; lorsque les réserves deviennent rares, l'élasticité est supposée négative et forte (la courbe est fortement inclinée).



février, la RDE demeurait proche de zéro. D'autres indicateurs, comme la part des paiements interbancaires réglés en fin de journée (après 17h)<sup>16</sup>, l'ampleur des découverts intra-journaliers des banques auprès de la Fed<sup>17</sup>, le volume des emprunts des banques américaines sur le marché des fonds fédéraux<sup>18</sup> ou encore la proportion de mises en pension de titres facturées à un niveau supérieur ou égal au taux de rémunération des réserves<sup>19</sup> sont également surveillés<sup>20</sup>.

**Sur la base de ces indicateurs, la Fed considère, pour l'heure, que les réserves demeurent abondantes** (Logan, 2024 et Perli, 2024 et 2025)<sup>21</sup>. De fait, les pressions observées sur les taux des marchés *repo* au second semestre 2024 (*graphique 6*)<sup>22</sup> ont, pour une large part, été provoquées par des événements calendaires spécifiques (lors de la clôture des comptes financiers en fin de trimestre et fin d'année, les intermédiaires financiers sont incités à réduire leurs expositions bilancielle en ne renouvelant pas leurs prêts *repo* notamment ; aux dates de règlement des émissions de titres du Trésor ou de paiement de l'impôt, le stock de réserves s'érode mécaniquement). Dans un contexte de réduction de la masse globale de liquidités, ces tensions ne sont pas, selon la Fed, alarmantes, d'autant qu'elles ont été modestes et se sont rapidement dissipées (Gowen, Perli, Remache et Riordan, 2025)<sup>23</sup>.

**Les indicateurs surveillés par la Fed mériteraient néanmoins d'être complétés.** La Fed semble notamment sous-estimer les effets de l'essor du champ de la compensation centralisée des mises en pension de Treasuries, qui réduit les tensions de fin de trimestre mais accroît les besoins en réserves des banques (*cf. infra*). Par ailleurs, si la valeur moyenne des découverts intra-journaliers des banques auprès de la Fed demeure faible, signe de l'abondance des réserves au niveau agrégé, les pics des découverts intra-journaliers se sont nettement élargis au cours du second semestre 2024, renouant avec leur niveau de 2019<sup>24</sup>. Enfin, **l'attention portée par la Fed au marché des fonds fédéraux suscite quelques interrogations.** En effet, 1/ les encours de prêts quotidiens y sont très modestes (une centaine de milliards de dollars en moyenne prêtés chaque jour contre 4 000 mds, au moins<sup>25</sup>, sur les marchés de mises en pension de *Treasuries*), et 2/ le nombre de participants y est, en temps normal, limité pour des raisons réglementaires (les GSE y réalisent l'essentiel des prêts, les succursales américaines de banques étrangères la plus large part des emprunts<sup>26</sup>).

Certes, en 2018 et 2022, alors que les besoins de liquidité se faisaient plus pressants, les banques régionales américaines ont eu plus largement recours au marché des fonds fédéraux. **Les recommandations publiées en août 2024 par la Fed et la FDIC, relatives aux plans de résolution imposés aux banques de catégorie 2 et 3<sup>27</sup>, pourraient néanmoins réduire leur intérêt pour ce marché.** Les superviseurs ne préconisent pas un cadre aussi contraignant que celui appliqué aux banques systémiques mais recommandent une surveillance intra-journalière des

16 Tout au long de la journée, les banques utilisent leurs comptes auprès de la Fed pour effectuer des paiements vers d'autres banques, en transférant leurs réserves via le Fedwire Funds Service. Lorsque l'offre de réserves diminue, les banques ont tendance à reporter leurs paiements en fin de la journée afin de s'assurer qu'elles disposent des réserves suffisantes.

17 En raison des décalages entre les paiements entrants et sortants, le solde du compte d'une banque auprès de la Fed peut être négatif au cours d'une journée. À mesure que les réserves deviennent moins abondantes, le recours des banques au crédit intra-journalier de la Fed devrait s'accroître.

18 Tant que les réserves en banque centrale demeurent abondantes, les banques américaines ont peu d'intérêt à emprunter des fonds fédéraux (commission versée à la FDIC, exigence de levier, pénalité associée aux dettes interbancaires pour le calcul du LCR) contrairement aux succursales américaines de banques étrangères (accès à un refinancement en dollar, attrait de la rémunération offerte par la Fed sur les réserves, pas de commission à verser à la FDIC). Si la monnaie centrale se raréfiait, les banques américaines pourraient y recourir plus largement.

19 Le marché de mise en pension de titres et celui des fonds fédéraux sont des substituts proches pour certaines banques. Un assèchement de la monnaie centrale devrait contraindre la capacité des banques à intermédiaire le marché de mise en pension et se traduire par une pression à la hausse sur les taux *repo*.

20 A New Set of Indicators of Reserve Ampleness - Liberty Street Economics

21 [https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2024/lkl241021\\_Balance\\_Sheet\\_Normalization:\\_Monitoring\\_Reserve\\_Conditions\\_and\\_Understanding Repo\\_Market\\_Pressures\\_-\\_Federal\\_Reserve\\_Bank\\_of\\_New\\_York:\\_Current\\_Issues\\_in\\_Monetary\\_Policy\\_Implementatio](https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2024/lkl241021_Balance_Sheet_Normalization:_Monitoring_Reserve_Conditions_and_Understanding Repo_Market_Pressures_-_Federal_Reserve_Bank_of_New_York:_Current_Issues_in_Monetary_Policy_Implementatio), Federal Reserve Bank of New York.

22 À la fin du T3 2024, le taux de référence sur les transactions *repo* au jour le jour (SOFR) s'est écarté de 22 pb du taux effectif des fonds fédéraux (de 5 pb de la borne haute du corridor de taux de la Fed), de 20 pb le 26 décembre (de 3 pb respectivement) ; les spreads les plus élevés depuis mars 2020.

23 Gowen B., Perli R., Remache J. et Riordan W. (2025), *Monitoring money market dynamics around year-end*, FRBNY, January 2025

24 Federal Reserve Board - Data: Peak and Average Daylight Overdrafts and Related Fees

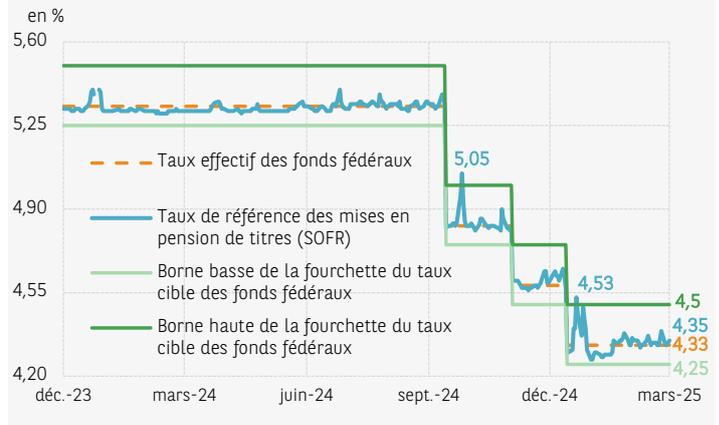
25 Ce volume ne tient pas compte des opérations bilatérales sans compensation centralisée, pour lesquelles la Fed ne dispose que d'informations parcellaires.

26 Cf note 18. Les FHLB sont, en revanche, incitées à prêter sur ce marché (leur compte auprès de la Fed n'est pas rémunéré, les prêts de fonds fédéraux constituent des actifs liquides nécessaires au respect de leurs contraintes réglementaires et à l'offre de prêts sécurisés aux banques).

27 Banques dont la taille de bilan excède USD 100 mds mais qui ne sont pas considérées d'importance systémique ; *Federal Reserve, Federal Deposit Insurance Corporation (2024), Guidance for resolution plan submissions of domestic triennial full filers, Federal Register, vol.89, n°158, August 2024*

28 Choulet (2024), Les dépôts des FHLB, indicateurs avancés de tension sur la liquidité, Graphiques de la semaine, BNP Paribas, octobre 2024 et *FHFA Announces Final Rule Ex-*

## LA RÉDUCTION DE LA MASSE GLOBALE DE MONNAIE CENTRALE COMMENCE À ÊTRE PERCEPTIBLE SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRES



GRAPHIQUE 6

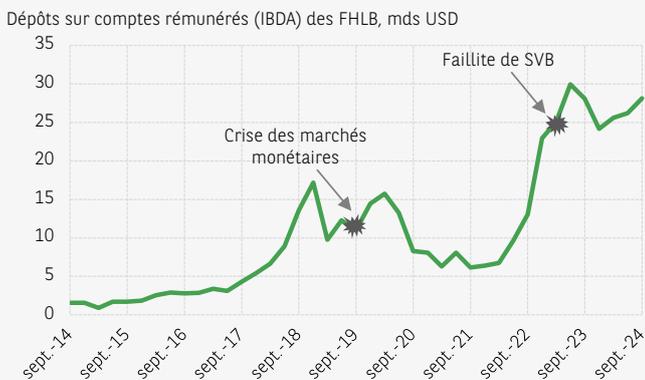
SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

risques de liquidité. Or, l'emprunt de fonds fédéraux n'est pas adapté pour répondre à ce type d'exigence. Sur le marché des fonds fédéraux, les prêts sont *overnight*. Les fonds empruntés sont généralement remboursés le matin (vers 5h30-6h00 du matin, heure de New York) et les emprunts reconduits à midi. La liquidité échappe ainsi pour quelques heures aux banques. L'emprunt de fonds fédéraux permet aux banques de se fournir en monnaie centrale pour régler une dette interbancaire, couvrir un décalage de paiements ou encore satisfaire la contrainte de liquidité bâloise LCR, mais il n'est pas adapté pour satisfaire aux exigences de liquidité spécifiques aux plans de résolution.

**Les dépôts des FHLB auprès des banques constituent, en revanche, des indicateurs avancés pertinents, qui complèteraient opportunément la liste de ceux déjà surveillés par la Fed.** La rapidité de leur gonflement, d'abord en 2018 puis courant 2022, à la veille de deux épisodes de tension extrême sur la liquidité (septembre 2019 et mars 2023), et la rémunération offerte en contrepartie (qui a pu excéder celle des réserves des banques auprès de la Fed) suggèrent, en effet, qu'ils améliorent, *a contrario* de l'emprunt de fonds fédéraux, les positions de liquidité intra-journalières et quotidiennes des grandes banques (*graphiques 7 et 8*). Leur surveillance paraît d'autant plus opportune que, depuis janvier dernier, les limites d'exposition par contrepartie, appliquées aux comptes de dépôts des FHLB, ont été relevées au même niveau que celles fixées pour leurs prêts de fonds fédéraux<sup>28</sup>.



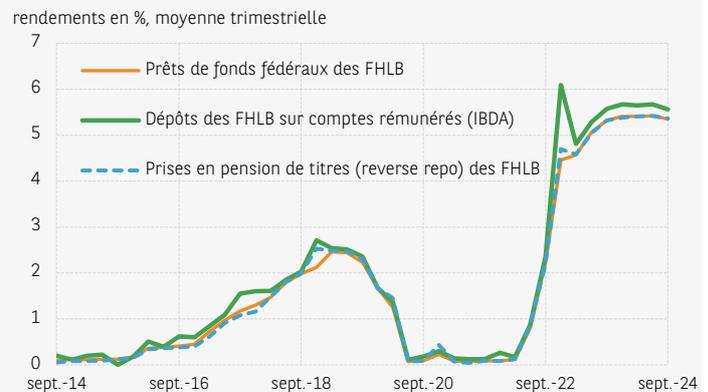
### LES DÉPÔTS DES FHLB, INDICATEURS AVANCÉS DE TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ



GRAPHIQUE 7

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

### DES DÉPÔTS MIEUX RÉMUNÉRÉS QUE LES PRÊTS DE FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 8

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

## Les écueils du nouvel outil d'injection de liquidités

Avec la mise en place de la facilité permanente de prises en pension de titres (Standing Repo Facility, SRF) en juillet 2021, la Fed s'est dotée à la fois d'un nouvel indicateur avancé de possibles tensions sur la liquidité et d'un outil d'injection de monnaie centrale<sup>29</sup>. La SRF devait permettre aux établissements bancaires de convertir temporairement en monnaie centrale des titres placés en pension auprès de la Fed, de reconstituer leur stock de réserves en banque centrale<sup>30</sup> et, ainsi, de répondre aux demandes de *cash* exprimées sur les marchés monétaires. Elle vise, en complément du dispositif ON RRP, à instaurer un corridor pour les taux d'emprunt sur les marchés *repo*.

La capacité du dispositif à atténuer les tensions monétaires, en cas d'insuffisance de monnaie centrale, est toutefois compromise. Un premier écueil est l'absence de compensation centralisée des emprunts *repo* souscrits auprès de la Fed. Les opérations de la banque centrale américaine sont réalisées sur la plateforme de *repo* tri-partite (sur laquelle Bank of New York Mellon, en qualité d'agent tiers, gère les mouvements de titres et de *cash* entre les deux contreparties), mais sans compensation centralisée des positions via la *Fixed Income Clearing Corporation* (FICC). Or, l'intérêt premier du service rendu par la FICC est de permettre une compensation multilatérale des positions. Pour chaque type de sous-jacent donné, elle calcule le solde net des positions (soumises à compensation) de chacun de ses membres envers l'ensemble de leurs contreparties. La compensation centralisée permet ainsi aux *primary dealers*, non seulement de réduire leur exposition aux risques (de contrepartie et opérationnel) et les flux de trésorerie à réaliser au moment du règlement des opérations, mais également d'alléger leurs bilans. Les liquidités offertes par la Fed par le biais du dispositif SRF étant réalisées sans l'intervention de la FICC, elles sont donc inaccessibles aux *primary dealers* ou aux institutions de dépôts les plus contraints par leurs exigences de levier, en particulier à l'approche des arrêts comptables. Cela est d'autant plus préjudiciable

que certains intervenants (courtiers sans statut de *primary dealers*, institutions de dépôts de taille modeste, *hedge funds*), n'ayant accès ni au dispositif SRF ni aux fonds monétaires, s'appuient largement sur les *primary dealers* et les plus grandes banques pour se fournir en liquidités.

Un deuxième facteur limitant est la plage horaire des opérations. Elles sont réglées sur une plage horaire relativement tardive (entre 13h30 et 13h45), au regard des plages privilégiées par les intervenants sur les marchés *repo* bilatéraux pour financer leurs livres ou s'approvisionner en liquidités. L'ouverture du guichet de la SRF du 30 décembre au 3 janvier entre 8h15 et 8h30, en complément des heures d'ouverture habituelles, visait précisément à corriger cet écueil, à rassurer les intervenants sur la disponibilité de liquidités aux heures propices et à écarter le risque de tensions sur les marchés monétaires, au moment de la clôture des comptes de fin d'année. Enfin, le risque de stigmatisation associé à son usage est un troisième facteur susceptible de décourager les banques à y recourir.

Par le passé, le faible recours au dispositif de prises en pension de titres de la Fed, lors d'épisodes de tensions intenses sur les marchés monétaires (en décembre 2019 puis mars 2020), avait déjà illustré la faible capacité du dispositif à contenir les taux sur les marchés de mise en pension. Au-delà des USD 256 milliards de liquidités « empruntés » auprès de la Fed, dans le cadre de ses opérations de prise en pension le 31 décembre 2019, les dealers avaient en partie refinancé leurs inventaires de titres par le biais d'emprunts *repo* auprès des MMF, compensés via la FICC à hauteur de USD 276 milliards. En mars 2020, face à la détérioration rapide des conditions financières, la Fed avait très largement augmenté le plafond de ses opérations de prise en pension. Pour autant, la demande des *primary dealers* était restée modeste, au regard de l'offre de liquidités de la Fed, et seule la promesse d'achats fermes « illimités » de titres, puis l'exclusion des réserves et des *Treasuries* du calcul du ratio de levier avaient permis de stabiliser les marchés.

[Standing Access to Liquidity for the Federal Home Loan Bank System | FHFA](#)

<sup>29</sup> Choulet (2021), La Fed, nouvelle contrepartie *repo* préférée en période de tensions, Ecoflash, BNP Paribas, décembre 2021

<sup>30</sup> Dans le cadre du dispositif SRF, certaines contreparties (*primary dealers* et institutions de dépôts, dont la taille de bilan excède USD 10 mds ou dont le portefeuille de titres éligibles excède USD 2 mds) peuvent mettre en pension auprès de la Fed jusqu'à USD 120 mds de *cash*. Les opérations sont facturées au taux de la facilité de prêt marginal (4,5% depuis le 18 décembre) et plafonnées au niveau agrégé à USD 500 mds. La Fed comptabilise le *repo* à son actif comme une créance et crédite le compte courant de la banque intermédiaire (réserves en banque centrale) à son passif. Actuellement, la liste des contreparties SRF de la Fed compte, en plus des 25 *primary dealers*, 37 institutions de dépôts.



Les deux derniers fins de trimestre (septembre et décembre 2024) n'ont, quant à elles, pas réellement permis de tester l'efficacité du dispositif. En effet, en septembre 2024, seules deux institutions y ont eu recours pour un montant total de USD 2,6 mds, et, en décembre 2024, USD 4 millions seulement ont été empruntés. Plusieurs facteurs ont pu jouer : 1/ Le volume agrégé de réserves, encore abondant ; 2/ les craintes de tensions en fin d'année, qui ont incité certains intervenants à contracter des emprunts à terme plus tôt dans le mois, afin de s'immuniser contre le risque de hausse des taux overnight, réduisant ainsi la demande de cash exprimée au tournant de l'année ; 3/ le niveau record des opérations de pensions livrées de *Treasuries*, avec compensation centralisée (USD 2 900 mds au 31 décembre dont 1 000 mds sous forme de *sponsored reverse repo*, graphique 9)<sup>31</sup>.

## L'importance du marché bilatéral des mises en pension de titres

Comme en témoignent les indicateurs qu'elle privilégie et l'introduction de sa facilité SRF en 2021, la Fed concentre son attention sur un segment restreint du marché des mises en pension de titres du Trésor, celui des opérations tri-partites sans compensation centralisée (USD 730 mds en moyenne en 2024, hors dispositifs ON RRP et SRF de la Fed). Le suivi du taux d'emprunt sur ce segment de marché (taux TGCR, *Tri-Party General Collateral Rate*) est préféré à celui du taux au jour le jour du marché des repo SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*). Ce dernier correspond au taux médian de l'ensemble des opérations de mise en pension de titres (pour lesquelles la Fed dispose de données<sup>32</sup>) réalisées de manière tri-partite, avec ou sans compensation centralisée (USD 750 mds), ou de manière bilatérale avec compensation centralisée (USD 1 250 mds). Le calcul du taux SOFR repose donc sur un montant total de transactions bien plus large (USD 2 000 mds en moyenne en 2024).

Or, le taux SOFR offre une meilleure visibilité sur les conditions d'accès à la liquidité en raison d'un champ plus large d'institutions financières, qu'il s'agisse de banques ou de non-banques (*dealers, hedge funds*). Sur les marchés *repo*, les *dealers* facilitent la circulation du cash et du collatéral. Ils empruntent généralement du cash sur le segment tri-partite, auprès d'institutions financières telles que les fonds monétaires ou les FHLB, et le prêtent sur le segment bilatéral aux institutions en demande de cash pour financer leurs portefeuilles de titres, telles que les *hedge funds*.

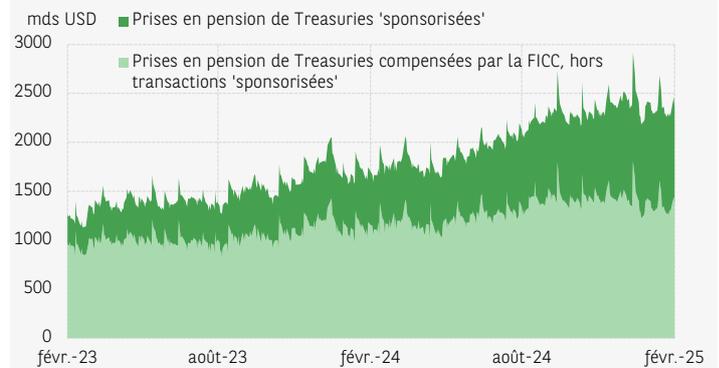
La Fed déplore que les coûts inhérents à l'activité d'intermédiation des *dealers*<sup>33</sup> perturbent l'évolution du taux SOFR et rendent son interprétation difficile. Selon nous, ce « bruit » peut, au contraire, servir à apprécier les conditions de redistribution de la liquidité (au moins partiellement puisque les données sur les mises en pension sans compensation centralisée sont très parcellaires). L'élargissement des inventaires des *primary dealers* en *Treasuries* et le poids grandissant des *hedge funds* parmi les détenteurs de *Treasuries* - deux types d'institutions financières qui se financent largement sur les marchés de mises en pension - ont accru la proportion de *Treasuries* financés par le biais de mises en pension (graphique 10), hors

<sup>31</sup> Le Sponsored service de la FICC permet aux *dealers* de parrainer l'adhésion indirecte de certaines de leurs contreparties (fonds monétaires, *hedge funds*) à la FICC et de soumettre à la compensation centralisée leurs opérations sur le marché *repo*.

<sup>32</sup> Certaines transactions "spéciales" sont exclues du calcul : [Statement on the Implementation of Modifications to the Secured Overnight Financing Rate \(SOFR\)](#), [Federal Reserve of New York](#).

<sup>33</sup> L'activité de tenue de marché suppose l'inscription au bilan des teneurs de marché d'un large inventaire de négociation et de nombreuses opérations de mises et prises en pension de titres. Or, Bâle 3 a durci les exigences de levier et ainsi accru le coût bilanciel associé à l'activité des *primary dealers* (pour la plupart filiales de grandes banques). Le décalage horaire entre le règlement des opérations tripartites et celui des opérations bilatérales occasionne, par ailleurs, des frais opérationnels.

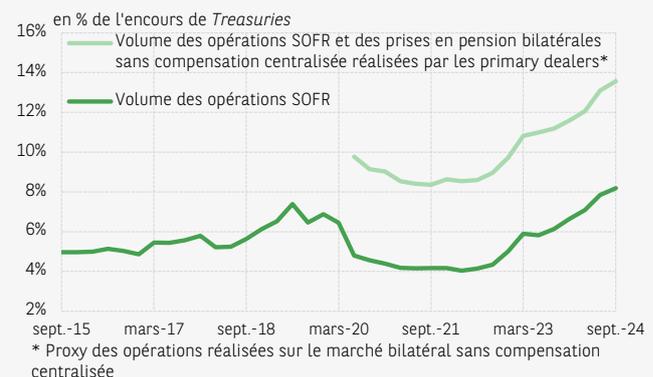
### L'ESSOR DU CHAMP DE LA COMPENSATION CENTRALISÉE



GRAPHIQUE 9

SOURCES : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, DTCC, BNP PARIBAS

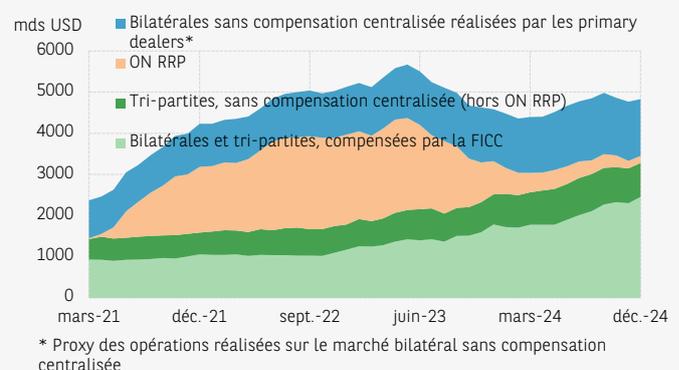
### LA PROPORTION DE TREASURIES FINANCÉS PAR LE BIAIS DE MISES EN PENSION PROGRESSE



GRAPHIQUE 10

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, FRBNY, BNP PARIBAS

### PANORAMA DES OPÉRATIONS DE MISES EN PENSION DE TREASURIES



GRAPHIQUE 11

SOURCES : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, FED, FRBNY, BNP PARIBAS



du segment tri-partite (*graphique 11*). L'essor du champ de la compensation centralisée des marchés *repo* a permis d'alléger les contraintes bilancielleres des *primary dealers* (et réduit le risque de tensions sur les taux monétaires en fin de trimestre). Néanmoins, **le gonflement des marchés *repo* a pu aussi accroître les besoins en réserves des grands dealers, pour remplir leur rôle de teneurs de marché, auprès des non-banques mais aussi des petits dealers ou petites banques, sans accès direct aux fonds monétaires ou à la facilité SRF de la Fed.**

*Achévé de rédiger le 11 mars 2025*

Céline Choulet

## OFFRE ET DEMANDE DE RÉSERVES EN BANQUE CENTRALE

**Le stock agrégé de réserves en banque centrale évolue avec la taille du bilan de la banque centrale et les comportements financiers des agents non bancaires. À taille de bilan donnée, l'élargissement de l'un des postes de passif du bilan de la banque centrale (encours des pièces et billets en circulation, compte de dépôts du Trésor, mises en pension de titres auprès des fonds monétaires ou des banques centrales étrangères) a pour effet de réduire le stock de réserves.**

Les besoins en monnaie centrale des banques sont dictés par diverses contraintes. Les banques en détiennent :

- 1) pour leurs opérations quotidiennes comme moyen de règlement sur le marché interbancaire;
- 2) pour couvrir les éventuels retards de paiement ou fuites de dépôts imprévues;
- 3) depuis les accords de Bâle 3, pour satisfaire les exigences réglementaires de liquidité.

**Ces règles leur imposent de détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité, tels que des réserves en banque centrale ou des titres du Trésor, pour couvrir les sorties nettes de trésorerie théoriques dans le contexte d'une crise de liquidité.** À 30 jours, dans le cadre de la norme bâloise de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR), et à des horizons variés (*overnight*, 30 jours, 90 jours, 1 an) dans le cadre des stress tests internes de liquidité (ILST, calibrés sur les hypothèses du LCR) ; sur une base non pas quotidienne mais intra-journalière, dans le cadre des plans de résolution. La liquidité fournie par les réserves est, toutefois, unique. C'est le seul actif qui n'a pas besoin d'être monétisé, disponible à tout moment de la journée et dont la valeur est constante. Le niveau minimum de réserves, désiré par les grandes banques, est d'autant plus important que leurs contraintes de liquidité sont particulièrement exigeantes, et que la stigmatisation associée aux guichets de prêts de la Fed les prive d'un accès à la monnaie centrale en cas de besoin.

**L'ampleur des besoins en monnaie centrale est, en revanche, difficile à quantifier.** Des facteurs structurels comme la gestion interne du risque de liquidité, les décalages entre encaissements et décaissements des grands dealers, et le manque de profondeur des marchés monétaires en fin de journée ont tendance à l'accroître (*Copeland, Duffie et Yang, 2021 ; Afonso, Duffie, Rigon et Shin, 2022*<sup>1</sup>). Au cours des dernières années, la déformation des bilans bancaires occasionnée par les programmes d'assouplissement quantitatif successifs (qui ont augmenté la masse des dépôts liquides sujets à des retraits), le niveau record des moins-values latentes sur les portefeuilles obligataires des banques (qui a réduit la liquidité des titres), la ruée bancaire de mars 2023 (qui a mis en évidence la rapidité avec laquelle les fuites de dépôts pouvaient intervenir à l'heure des outils numériques), ou encore le gonflement de la dette américaine (qui s'accompagne d'un surcroît de besoins de financement sur les marchés *repo*), ont certainement accru les besoins en réserves des banques.

**La confidentialité de certaines informations, comme la gestion du risque de liquidité, dans les plans de résolution remis au superviseur ou les résultats des ILST, n'autorise pas une analyse fine de la position de liquidité des banques.** Au regard de l'exigence bâloise LCR (peu décisive aux États-Unis mais la seule observable), la position de liquidité (immédiatement disponible) des huit plus grandes banques américaines demeurait satisfaisante au quatrième trimestre 2024 (ratio LCR moyen à 117,4%) au regard de l'exigence minimale (100%) mais proche des attentes de la Fed (115%).

<sup>1</sup> Copeland A., Duffie D. et Yang Y. (2021), *Reserves were not so ample after all*, FRBNY Staff Report n°974, July 2021; Afonso G., Duffie D., Rigon L. et Shin H.S. (2022), *How abundant are reserves? Evidence from the wholesale payment system*, Staff reports, FRBNY Staff Report n°1040, November 2022





Banque centrale				Banque commerciale				Trésor			
Actif		Passif		Actif		Passif		Actif		Passif	
Titres	-100	Réserves	-100	Réserves	+100	Dépôts	+100	TGA	+100	Titres	+100
			+100		-100		-100		-100		-100
			-100								
			+100								
		TGA	+100								
			-100								
		ON RRP	-100								
Taille de bilan : -100 (ON RRP -100)				Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée			

Fonds monétaire				Primary dealer				BONY			
Actif		Passif		Actif		Passif		Actif		Passif	
Dépôts	+100	Parts du fonds		Dépôts	-100	Repo		Réserves	-100	Dépôts	-100
	-100				+100				+100		+100
ON RRP	-100			Titres	+100						
Titres	+100				-100						
Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée			

De la même manière, la souscription d'un emprunt *repo* par un investisseur auprès d'un fonds monétaire, afin de financer l'achat de *Treasuries*, conduit le fonds monétaire (à taille de bilan donnée) à réduire sa participation au dispositif ON RRP (schéma 3). *In fine*, et toutes choses égales par ailleurs, la réduction du bilan de la Fed passe exclusivement par une réduction de ses emprunts *repo* auprès des fonds monétaires, sans destruction de réserves. Cette réduction permet, en quelque sorte, de libérer la monnaie centrale précédemment stérilisée (schéma 1).

SCHÉMA 3

**Incidence du QT et de la réallocation des avoirs d'un fonds monétaire hors du dispositif ON RRP vers les marchés repo**

Un hedge fund souscrit à la nouvelle émission du Trésor en empruntant auprès du fonds monétaire

Étape 1 : Le Trésor émet 100 unités de titres de dette

Étape 2 : 100 unités du portefeuille de titres de dette du Trésor détenus par la Fed arrivent à maturité

Étape 3 : le fonds monétaire fait un prêt *repo* à un hedge fund (et réduit son prêt *repo* à la Fed)

Étape 4 : le primary dealer place les titres émis auprès du hedge fund

Banque centrale				BONY				Trésor				Fonds monétaire			
Actif		Passif		Actif		Passif		Actif		Passif		Actif		Passif	
Titres	-100	Réserves	-100	Réserves	-100	Dépôts	-100	TGA	+100	Titres	+100	Dépôts	+100	Parts du fonds	
			+100		+100		+100		-100		-100		-100		
			-100												
			+100												
		TGA	+100									ON RRP	-100		
			-100									Repo	+100		
		ON RRP	-100												
Taille de bilan : -100 (ON RRP -100)				Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée			

Primary dealer				Banque commerciale				Hedge fund			
Actif		Passif		Actif		Passif		Actif		Passif	
Dépôts	-100	Repo		Réserves	+100	Dépôts	+100	Dépôts	+100	Repo	+100
	+100				-100		-100		-100		
Titres	+100							Titres	+100		
	-100										
Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée				Taille de bilan inchangée			



## LES EFFETS D'UN GONFLEMENT/DÉGONFLEMENT DU COMPTE DU TRÉSOR AUPRÈS DE LA FED (TGA)

Lorsque le produit des émissions nettes de titres publics, ou de la collecte de recettes fiscales, ne sert pas immédiatement à financer des dépenses supplémentaires, mais est partiellement thésaurisé sur le compte du Trésor auprès de la banque centrale, les réserves des banques sont réduites d'un montant équivalent. Le Trésor « stérilise » en quelque sorte (temporairement) de la monnaie en circulation et, puisque l'opération transite par les bilans des banques, détruit (temporairement) des réserves. Par exemple, lorsqu'un fonds monétaire souscrit à une émission de titres du Trésor, il voit son compte de dépôts auprès d'une banque commerciale réduit (*schéma 4*). Si le Trésor choisit d'alimenter son compte auprès de la Fed plutôt que de procéder à une dépense, se produit alors un transfert de cash du compte courant de la banque commerciale auprès de la Fed (réserves) vers le compte du Trésor (TGA). Considéré isolément, un gonflement du TGA n'a aucun effet sur la taille de bilan de la Fed mais modifie la composition de son passif (substitution d'avoirs du Trésor aux avoirs des banques auprès de la Fed).

SCHÉMA 4

### Incidence d'un gonflement du TGA

Le Trésor émet 100 unités de titres de dette et alimente son compte auprès de la Fed

Banque centrale		Banque commerciale		Trésor		Fonds monétaire	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Titres	Réserves -100 TGA +100	Réserves -100	Dépôts -100	TGA +100	Titres +100	Dépôts -100 Titres +100	Parts du fonds
Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée	

De manière symétrique, la réduction des avoirs du Trésor permet de réinjecter dans l'économie la monnaie précédemment « stérilisée » et d'élargir le stock de réserves. Par exemple, lorsque le Trésor honore une tombée de dette en puisant dans son compte auprès de la Fed, il se produit un transfert d'avoirs en banque centrale, du compte du Trésor vers celui de la banque commerciale.

SCHÉMA 5

### Incidence d'un dégonflement du TGA

Le Trésor puise dans son compte auprès de la Fed pour honorer une tombée de dette

Banque centrale		Banque commerciale		Trésor		Fonds monétaire	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Titres	Réserves +100 TGA -100	Réserves +100	Dépôts +100	TGA -100	Titres -100	Dépôts +100 Titres -100	Parts du fonds
Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée		Taille de bilan inchangée	

ENCADRÉ 3



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

<b>Isabelle Mateos y Lago</b> Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
<b>Hélène Baudchon</b> Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
<b>Stéphane Alby</b> Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
<b>Lucie Barette</b> Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
<b>Anis Bensaidani</b> États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
<b>Céline Choulet</b> Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
<b>Stéphane Colliac</b> Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
<b>Guillaume Derrien</b> Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
<b>Pascal Devaux</b> Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
<b>Hélène Drouot</b> Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
<b>François Faure</b> Responsable du Risque pays – Türkiye	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
<b>Salim Hammad</b> Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
<b>Thomas Humblot</b> Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
<b>Cynthia Kalasopatan Antoine</b> Europe centrale, Ukraine, Russie, Kazakhstan	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
<b>Johanna Melka</b> Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
<b>Marianne Mueller</b> Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
<b>Christine Peltier</b> Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
<b>Lucas Plé</b> Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
<b>Jean-Luc Proutat</b> Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
<b>Laurent Quignon</b> Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<b>Tarik Rharrab</b> Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
<b>Mickaëlle Fils Marie-Luce</b> Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économie développées et émergentes

## ECOFFLASH

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

## 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



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](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**



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](http://www.group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemierre  
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago  
Copyright image : Good dreams - Studio



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change