

LA FED, NOUVELLE CONTREPARTIE REPO PRÉFÉRÉE EN PÉRIODE DE TENSIONS

Céline Choulet

En juillet dernier, la Réserve fédérale américaine (Fed) a enrichi son cadre d'intervention sur les marchés monétaires. Elle dispose à présent d'une facilité permanente de prises en pension de titres (*Standing Repo Facility, SRF*), en sus de son dispositif de mises en pension (*Reverse Repo Program, RRP*).

Ces outils doivent permettre à la Fed de moduler son offre de monnaie centrale, aussi bien à la baisse qu'à la hausse, lors de tensions sur les taux courts de marché.

Dans le contexte actuel de liquidités de banque centrale abondantes et d'offre de titres publics restreinte, les fonds monétaires ont largement recours au dispositif RRP.

La capacité de la facilité SRF à juguler les tensions en cas d'assèchement de la liquidité centrale pourrait en revanche être contrariée par divers facteurs tels que les contraintes de levier auxquelles sont soumis *primary dealers* et banques.

DEUX OUTILS, UN CORRIDOR POUR LES TAUX COURTS DE MARCHÉ

La Fed a complété ses outils de politique monétaire en créant en juillet dernier une facilité permanente de prises en pension de titres (*Standing Repo Facility, SRF*) en complément de sa facilité de mises en pension (*Reverse Repo Program, RRP*)¹. Contrairement aux achats ou cessions fermes de titres, elles concourent à une stérilisation (RRP) ou une injection (SRF), provisoire, de liquidités centrales. Ces deux dispositifs visent à instaurer un corridor pour les taux courts de marché, et plus spécifiquement pour les taux d'emprunt sur les marchés (privés²) de mises en pension (*repo*). L'ambition est d'y atténuer l'excès ou l'insuffisance de liquidités afin d'assurer une bonne transmission de la politique monétaire. Ces marchés (privés) concentrent en effet de très larges volumes d'échanges (plus de USD 4 000 mds d'encours en 2021 d'après la SIFMA) et constituent l'une des principales sources de refinancement au jour le jour, et de gestion de la trésorerie des institutions financières américaines. En outre, le taux effectif des fonds fédéraux, qui détermine une large gamme de taux d'intérêt pour les crédits aux ménages et sociétés, est très sensible à l'évolution du coût des mises en pension de titres³. Enfin, le taux *repo* médian (*Secured Overnight Financing Rate, SOFR*)⁴ devrait servir de principal taux de référence aux États-Unis pour les nouveaux contrats sur dérivés à partir du 1^{er} janvier 2022.

RRP : drainage des réserves et plancher pour les taux courts

Dans le cadre de son programme de mises en pension (RRP), la Fed place des titres du Trésor qu'elle détient à son bilan en pension auprès de contreparties (banques, *primary dealers*, *Government Sponsored Enterprises* et fonds monétaires). Par le biais de cette facilité, des banques ou des établissements non bancaires accordent un « prêt » garanti (cash contre *Treasuries*) à la Fed. Une autre manière d'interpréter cette transaction est de considérer qu'une institution financière effectue un « dépôt » auprès de la Fed en échange du transfert de propriété, pour une période déterminée, des titres utilisés comme collatéraux. Ce type d'opération transite par les bilans bancaires, de sorte qu'elle contribue à réduire les réserves que les banques détiennent auprès de la Fed. La Fed comptabilise le *reverse repo* à son passif comme une dette et débite le compte courant de la banque intermédiaire (réserves en banque centrale) du même montant. Lorsqu'une banque contracte elle-même un accord de prise en pension de titres avec la Fed, l'opération se traduit par un échange d'actifs à son bilan (*reverse repo* contre réserves), sans effet sur la taille de celui-ci. Lorsque la banque intervient pour le compte d'un fonds monétaire, elle débite le compte de dépôts de son client et voit la taille de son bilan réduite (baisse des réserves à l'actif et baisse des dépôts au passif).

¹ Une opération de pension livrée - cession temporaire de titres - peut être assimilée, du point de vue économique, à un prêt collatéralisé (cash contre titres) ; 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. Les titres mobilisés en qualité de collatéraux dans le cadre d'une mise en pension ne sont pas décomptabilisés du bilan de l'emprunteur. L'opération donne lieu au simple transfert de leur propriété juridique mais pas de leur « propriété économique ». 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 collatéralisé (prise en pension de titres détenus par ses contreparties) et comptabilisé à son actif tandis qu'un *reverse repo* est un emprunt collatéralisé (mise en pension de titres qu'elle détient à son bilan auprès de ses contreparties) et enregistré à son passif.

² « Privé » renvoie aux opérations *repo* entre institutions financières hors banque centrale (banques, fonds monétaires, *broker-dealers*, *hedge funds* ...).

³ Le taux effectif des fonds fédéraux est le taux auquel les institutions de dépôts se prêtent leurs réserves en banque centrale au jour le jour. Une augmentation du taux des *repo* est de nature à modifier les volumes de fonds fédéraux prêtés et donc leur taux effectif.

⁴ En 2021, le taux SOFR a été calculé à partir de volumes de prêts sécurisés compris entre USD 850 et 1 000 mds.

Ce type d'opération laisse inchangée la taille du bilan de la Fed mais modifie la composition de son passif (*repo* contre réserves)⁵. Le dispositif RRP vise à établir un plancher aux taux courts de marché. Les programmes d'achats d'actifs des banques centrales (QE), dont l'objectif premier est d'abaisser les rendements obligataires, créent d'abondantes liquidités centrales (réserves en banque centrale) et dépôts bancaires⁶. Dans un tel contexte, le programme RRP est de nature à réduire les pressions à la baisse exercées sur les taux monétaires en incitant les fonds monétaires et GSE à « prêter » une partie de leur cash à la Fed plutôt que sur les marchés (*repo*, fonds fédéraux) où la demande s'est tarie. En stérilisant temporairement l'excès de réserves créées et en réduisant la taille des bilans bancaires, il permet en outre d'alléger les contraintes de bilan auxquelles les banques sont soumises.

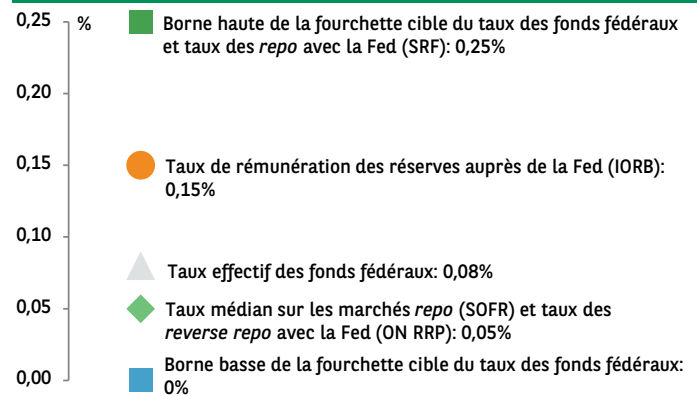
SRF : injection de réserves et plafond pour les taux courts

Dans le cadre du dispositif SRF, certaines contreparties (*primary dealers* et institutions de dépôts) mettent en pension auprès de la Fed des titres de dette du Trésor (*Treasuries*), titres de dette et MBS émis par les agences de garantie et de refinancement hypothécaire (GSE et agences publiques). 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. Lorsqu'une banque contracte pour son propre compte un accord de mise en pension de titres avec la Fed, l'opération se traduit par l'inscription d'une dette à son passif à l'égard de la Fed (*repo*) et par une augmentation de ses réserves en banque centrale à son actif. Lorsque la banque intervient pour le compte d'un *primary dealer*, elle crédite le compte de dépôts de son client. Toutes choses égales par ailleurs, le dispositif accroît les réserves en banque centrale des banques et élargit leurs bilans. Comme les achats fermes de titres (QE), le dispositif SRF accroît la taille de bilan de la Fed⁷. Ces deux types d'opérations se distinguent en revanche quant à leur maturité.

La facilité SRF vise à établir un plafond aux taux courts de marché. Dans un contexte de liquidités centrales insuffisantes, elle est en effet de nature à atténuer les tensions en offrant la possibilité aux établissements bancaires de reconstituer leur stock de réserves et ainsi d'être en mesure de répondre aux demandes de cash exprimées sur les marchés monétaires. Le dispositif SRF permet de « monétiser » temporairement des titres et d'alléger les contraintes de liquidité auxquelles les banques sont exposées (pour des motifs réglementaires ou de gestion interne du risque de liquidité).

Les opérations RRP et SRF sont réalisées au jour le jour, chaque jour ouvré et dans des limites de montants quotidiens cumulés, applicables individuellement à chaque contrepartie. Dans le cadre du programme RRP, chaque contrepartie éligible peut, de sa propre initiative, « prêter » quotidiennement à la Fed jusqu'à USD 160 milliards de

HIÉRARCHIE DES TAUX MONÉTAIRES AU 24 NOVEMBRE 2021



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MACROBOND

cash. Ces « dépôts » sont rémunérés au taux de 0,05% (graphique 1). Dans le cadre de la facilité SRF, chaque contrepartie éligible peut « emprunter » quotidiennement auprès de la Fed jusqu'à USD 120 mds de cash. Les opérations sont facturées au taux de la facilité de prêt marginal (0,25%) et plafonnées au niveau agrégé à USD 500 mds⁸.

LE DISPOSITIF RRP, TRÈS LARGEMENT USITÉ PAR LES FONDS MONÉTAIRES

La Fed effectue l'essentiel de ses opérations de *reverse repo* (par l'intermédiaire des banques) avec les fonds monétaires (MMF), les seuls incités à y participer⁹.

Déployé une première fois à l'automne 2013, un an avant l'interruption de QE3 (3^e programme d'assouplissement quantitatif de la Fed) et deux ans avant le début du resserrement monétaire post-crise, ce dispositif avait déjà suscité une importante participation des fonds monétaires (pour des opérations rémunérées entre 0,01% et 0,07% avant la fin mars 2021 (avec un premier relèvement du plafond individuel de USD 30 milliards à USD 80 milliards le 17 mars, un élargissement de la liste des contreparties éligibles le 30 avril, l'instauration d'un taux de rémunération positif depuis le 16 juin, et un second relèvement du plafond individuel à USD 160 milliards le 22 septembre), le dispositif RRP est à nouveau, et dans des proportions bien plus importantes encore, très largement usité (graphique 2).

⁵ Le même type de dispositif (*Foreign repo pool*) permet aux banques centrales étrangères de prendre en pension des titres détenus par la Fed en échange d'un dépôt de cash. Les mises en pension de titres réalisées par la Fed ont les mêmes effets sur son bilan et celui du système bancaire qu'elles soient réalisées avec des fonds monétaires ou des banques centrales étrangères.

⁶ Pour illustrer ce point, lorsqu'une banque centrale achète un titre auprès d'un fonds de pension, elle crédite le compte de la banque intermédiaire (hausse des réserves en banque centrale). La banque intermédiaire crédite du même montant le compte de dépôts du fonds de pension.

⁷ La *FIMA repo facility*, mise en place en juillet, permet aux banques centrales étrangères (n'ayant pas accès aux swap de liquidités de la Fed) de mettre en pension des *Treasuries* auprès de la Fed en échange de liquidités.

⁸ Ce montant correspond au montant maximum de liquidités injectées dans le cadre des opérations de prise en pension de titres de la Fed (USD 496 mds le 17 mars 2020).

⁹ Tant que le taux de rémunération de ces opérations demeure inférieur au taux IORB rémunérant les réserves, les banques n'ont guère d'incitation à y participer. La facilité peut certes présenter un intérêt pour celles qui sont à la recherche de collatéraux de très bonne qualité pour se refinancer ou pour répondre aux exigences de marges initiales. Toutefois, au niveau prudentiel, les réserves excédentaires et les *Treasuries* (ainsi que les *repo* garantis par des *Treasuries*) bénéficient d'un traitement équivalent (le plus favorable). En outre, si le taux de rémunération du RRP s'assimile à un IORB pour les établissements non bancaires, la participation des GSE (notamment des *Federal Home Loan Banks*) est limitée pour des raisons réglementaires. Ainsi, le programme implique principalement (à plus de 80%) les fonds monétaires (accès à une contrepartie et des collatéraux de qualité, mise en conformité avec les exigences de la SEC facilitée).

¹⁰ À partir de 2018, les prêts sécurisés des MMF à la Fed se sont nettement taris. Le surcroît d'émission de bons du Trésor a en effet tiré vers le haut le taux des *repo* sur le marché *triparty*, détournant les MMF du dispositif de *reverse repo* de la Fed, moins rémunérateur. Voir Choulet C. (2018), *Les réserves en banque centrale, bientôt insuffisantes ?* Conjoncture, BNP Paribas.



Depuis le début de l'année, le dispositif a presque intégralement compensé l'effet de l'assèchement du compte du Trésor auprès de la Fed sur les réserves en banque centrale (cf. encadré). En moyenne, depuis début juin, USD 1 000 milliards de cash sont « repris » chaque jour par la Fed dans le cadre du RRP. Au 30 septembre, les « dépôts » de cash des MMF auprès de la Fed avaient atteint un point haut à USD 1 600 mds ; l'encours moyen quotidien atteignait USD 1 400 milliards au cours du mois d'octobre et des quinze premiers jours de novembre. 84% du cash est placé par des *government funds*¹¹, 16% par des *prime funds*¹². Les fonds monétaires indépendants sont légèrement plus actifs que les fonds affiliés à un groupe bancaire : les premiers effectuent 59% des « prêts » garantis à la Fed (les seconds, 41%).

Une profonde réallocation des portefeuilles des MMF

Les données relatives à la structure de portefeuilles des fonds monétaires publiées par l'Investment Company Institute (ICI) et l'Office of Financial Research (OFR) permettent de mettre en évidence que le gonflement des « dépôts » des MMF auprès de la Fed n'a résulté que très ponctuellement d'une augmentation des souscriptions de parts de fonds (collecte d'épargne). La montée en puissance du dispositif RRP a en réalité plus largement procédé d'une réallocation de portefeuilles des fonds monétaires eux-mêmes (graphique 3).

En début d'année, les banques ont cherché à réorienter une partie des dépôts non opérationnels (dépôts de la clientèle institutionnelle) vers les parts de MMF afin d'alléger leurs bilans (sans dégrader leurs ratios de liquidité¹³). Les souscriptions de parts de MMF ont de ce fait progressé. En l'absence d'opportunités de placements rémunératrices, les MMF éligibles au dispositif RRP ont temporairement conservé le cash ainsi obtenu sous forme de dépôts auprès de la Fed. En mars 2021, le gonflement des « prêts » garantis des MMF à la Fed a ainsi résulté d'un élargissement des portefeuilles des MMF (graphique 4). Le mouvement a toutefois été de courte durée, puisque dès le mois d'avril, les bilans des MMF ont cessé de s'élargir.

Par la suite, la participation des MMF au dispositif RRP a en effet plus largement procédé d'un phénomène de substitution. D'une part, l'assèchement du marché des *T-bills*¹⁴ a empêché les fonds de renouveler leurs portefeuilles au moment de l'arrivée à échéance des titres inscrits à leur bilan. D'autre part, le net élargissement des dépôts au passif des bilans bancaires (lié au QE, au dispositif de prêts garantis aux entreprises et aux *stimulus checks* financés via la réduction du compte du Trésor auprès de la Fed) a réduit les besoins de refinancement des banques auprès des *Federal Home Loan Banks* (FHLB) sous la forme d'emprunts collatéralisés (advances¹⁵). À la fin juin, le volume des prêts garantis des FHLB aux banques avait atteint un point bas au regard des vingt dernières années (USD 360 mds contre USD 800 mds en mars 2020), comme leurs émissions de titres de dettes.

¹¹ Les *government funds* sont exclusivement exposés à la dette publique américaine, soit via la détention en direct de titres de dette publics, soit via des accords de prises en pension (*repo*) de titres publics noués avec des établissements financiers américains ou étrangers.

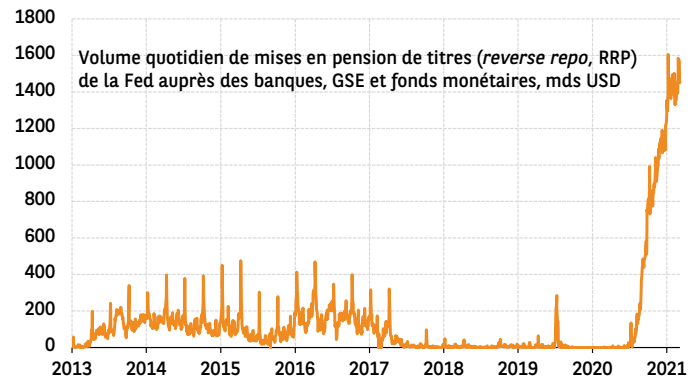
¹² Les *prime funds* sont principalement investis en titres de dette d'émetteurs privés (papiers commerciaux, certificats de dépôts). Ils nouent, comme les *government funds*, des accords de prises en pension (*repo*) de titres mais acceptent une gamme de collatéraux plus large.

¹³ Les dépôts dits non opérationnels sont traités moins favorablement que les dépôts retail ou opérationnels dans le cadre des exigences de liquidité car susceptibles de fuir plus largement en cas de stress.

¹⁴ L'offre de *T-bills* s'est tarie en raison de l'allongement de la maturité des titres émis et de l'impasse politique au sujet du plafond de la dette américaine. Cette pénurie de titres courts pèse sur les rendements en augmentant la pression à la baisse sur les taux courts de marché.

¹⁵ Le rôle des *FHLB advances* (ou prêts collatéralisés à leurs membres) est de stabiliser le financement du marché résidentiel.

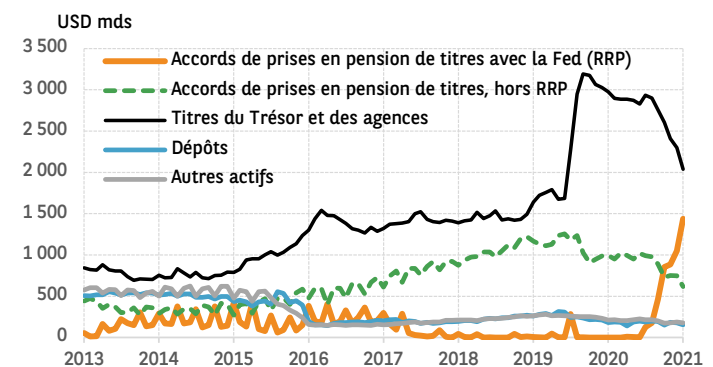
PLUS DE USD 1 000 MDS DE CASH DÉPOSÉ À LA FED CHAQUE JOUR



GRAPHIQUE 2

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK

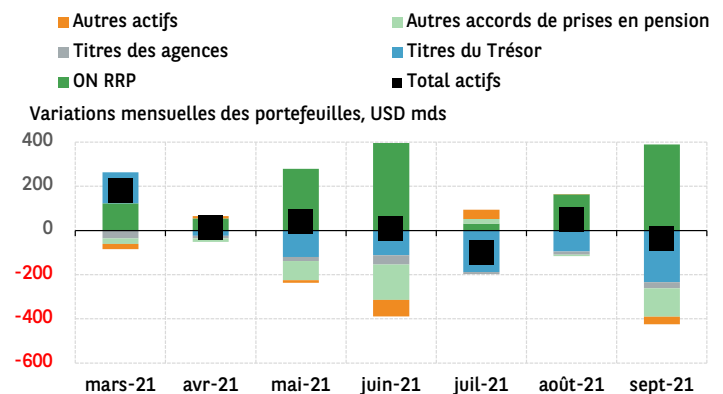
RÉALLOCATION DES PORTEFEUILLES DES FONDS MONÉTAIRES



GRAPHIQUE 3

SOURCE : INVESTMENT COMPANY INSTITUTE

UN EFFET DE SUBSTITUTION



GRAPHIQUE 4

SOURCE : INVESTMENT COMPANY INSTITUTE



À l’instar des *T-bills*, cette réduction de l’offre de papiers à court terme de bonne qualité a empêché les fonds (en particulier les *government funds*) de renouveler leurs portefeuilles de titres de dette d’agences. Dès le mois d’avril, la contraction des stocks de dette du Trésor et des agences au bilan des MMF a eu pour contrepartie une montée en puissance des « dépôts » des MMF auprès de la Fed (graphique 4). À partir de juin, la rémunération offerte par la Fed a également pu accroître l’attrait du dispositif.

Une capacité résiduelle de participation au dispositif RRP encore importante

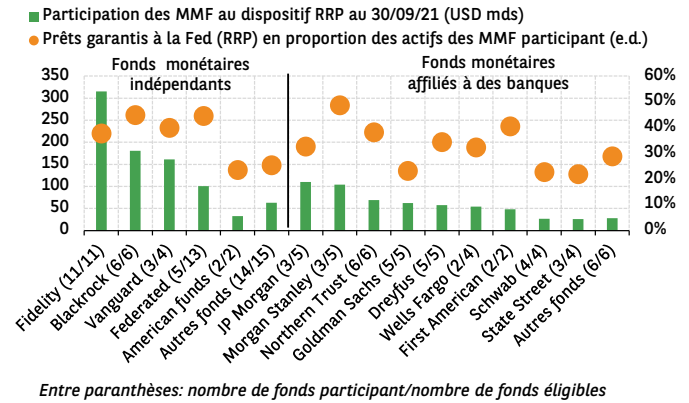
Nous avons exploité les données de l’Office of Financial Research afin d’évaluer le montant résiduel de cash que les fonds monétaires éligibles pourraient placer auprès de la Fed dans le cadre du RRP (sur la base de la structure des portefeuilles au 30 septembre). 98 fonds monétaires figurent sur la liste des contreparties éligibles au dispositif RRP. Parmi eux, 80 fonds avaient participé aux opérations de mise en pension de la Fed au 30 septembre pour un montant global de USD 1 439 mds¹⁶. À cette date, les MMF allouaient en moyenne 30% de leurs ressources au dispositif (graphique 5). Théoriquement, chaque MMF peut « prêter » quotidiennement jusqu’à USD 160 milliards à la Fed. En pratique, les sommes placées par les fonds éligibles sont toutefois très inférieures à ce plafond¹⁷. La valeur de leurs portefeuilles de titres publics fournit en revanche une indication du potentiel résiduel du dispositif. Depuis la réactivation du dispositif RRP, les 80 MMF participant ont réduit leurs portefeuilles de Treasuries et Agencies de USD 926 mds (64% des USD 1 439 mds placés auprès de la Fed dans le cadre du RRP au 30 septembre). L’hypothèse extrême de non-renouvellement de l’intégralité des stocks de Treasuries et Agencies inscrits au bilan de ces MMF porterait à près de USD 1 400 mds leur capacité résiduelle maximale de prêts garantis à la Fed (graphique 6).

LE DISPOSITIF SRF, UN INDICATEUR AVANCÉ DE TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ

Avec le dispositif SRF, la Fed se dote d’un nouvel outil de détection et de traitement de possibles pénuries de monnaie centrale. Introduit en urgence et de manière provisoire en septembre 2019, ce dispositif avait permis de résorber la crise des marchés *repo*¹⁸. Il avait en revanche fait défaut en amont du choc alors que les contraintes réglementaires de liquidité, exacerbées par la réduction du bilan de la Fed, empêchaient les banques de répondre aux demandes de cash exprimées sur les marchés monétaires¹⁹. Peu utile dans le contexte actuel de liquidités abondantes, la possibilité de convertir à tout moment des titres en réserves, sans la stigmatisation associée à la fenêtre d’escompte, pourrait en revanche inciter certaines banques à gonfler leurs portefeuilles de *Treasuries* et de *Agencies*. Ce pourrait être le cas des banques de taille modeste qui, contrairement aux très grandes banques, détiennent des stocks de titres bien inférieurs au plafond individuel de la SRF.

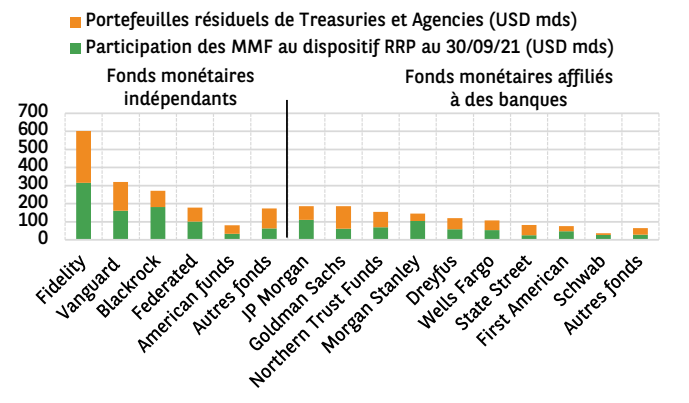
16 Les portefeuilles d’investissement de ces 80 fonds représentaient 81% des portefeuilles agrégés de l’ensemble des fonds monétaires américains au 30 septembre.
 17 Les portefeuilles des MMF éligibles sont de tailles très variables (de USD 1,2 md dans le cas du *Financial Square Prime Obligations Fund* de Goldman Sachs à USD 237,1 mds dans celui du *JP Morgan US Government Money Market Fund*) et le plus souvent bien inférieures au plafond individuel du dispositif. Au 30 septembre, qui a concentré des « dépôts » record, les plus grands fonds par taille de bilan y avaient alloué moins de USD 90 milliards (USD 89,4 mds dans le cas du *JP Morgan US Government Money Market Fund* ; USD 74,5 mds dans le cas du *Fidelity Government Money Market Fund* ; USD 48 milliards dans le cas du *Goldman Sachs Financial Square Government Fund*).
 18 Il a également permis d’atténuer le choc de la pandémie de Covid-19 grâce à des niveaux de tirage autorisés largement revus à la hausse.
 19 Choulet C. (2019), *Le nouveau rôle de la Fed sous Bâle 3*, EcoFlash, BNP Paribas.

LES « DÉPÔTS » AUPRÈS DE LA FED REPRÉSENTENT 30% DES PORTEFEUILLES DES MMF



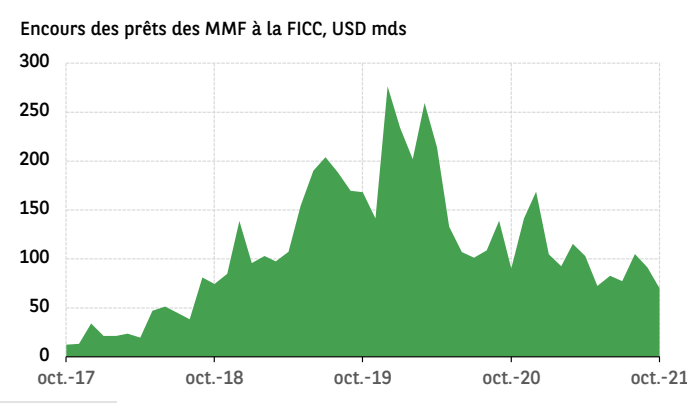
GRAPHIQUE 5 SOURCE : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, BNPPARIBAS

UNE CAPACITÉ RÉSIDUELLE DE PARTICIPATION AU DISPOSITIF RRP ENCORE IMPORTANTE



GRAPHIQUE 6 SOURCE : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, BNPPARIBAS

LES ENCOURS DE SPONSORED REPO



GRAPHIQUE 7 SOURCE : OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH

La capacité du dispositif à atténuer les tensions monétaires en cas d'insuffisance de monnaie centrale pourrait toutefois se trouver compromise par divers facteurs.

Les contraintes de bilan

Un premier facteur est l'absence de compensation des emprunts *repo* auprès de la Fed. Dans le cadre d'un emprunt *repo* (mise en pension de titres auprès d'une contrepartie), le bilan de l'emprunteur s'accroît : le passif augmente du montant emprunté (sous la forme d'un *repo*), l'actif du montant de liquidités obtenues. Le titre apporté en garantie reste inscrit à l'actif du bilan de l'emprunteur (ce dernier conserve la « propriété économique » du titre). Les opérations *repo* de la Fed sont réalisées sur la plateforme de *repo* tri-partite sur laquelle Bank of New York Mellon joue le rôle de *clearing bank*. Or, le recours au marché des pensions tri-partites ne permet pas une compensation des positions, contrairement aux opérations réalisées via la Fixed Income Clearing Corporation (FICC). A l'approche des arrêts comptables, les liquidités offertes par la Fed par le biais du dispositif SRF risquent ainsi d'être inaccessibles aux *primary dealers* ou institutions de dépôts les plus contraints par leurs exigences de levier. Déjà, en 2019, les interventions de la Fed n'avaient pas, à elles seules, permis d'atténuer les tensions en cours, en particulier en fin d'année. Au-delà des USD 256 mds 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 (USD 276 mds, graphique 7).

Un risque de concurrence accrue

Un deuxième facteur est le *timing* des opérations de prises en pension de titres de la Fed. Elle prévoit de les réaliser dans le cadre de la SRF sur une plage horaire relativement tardive (entre 13h30 et 13h45) au regard des plages privilégiées traditionnellement par les intervenants sur les marchés *repo* (l'essentiel des opérations sont réalisées très tôt dans la matinée²⁰). En cas de stress, cela pourrait inciter les emprunteurs à solliciter les marchés, en début de matinée, au-delà de leurs besoins, de crainte que le plafond de la SRF ne soit rapidement atteint en début d'après-midi et leurs demandes de refinancement insatisfaites. Dans ce contexte de concurrence accrue, de nature à renchérir le coût des emprunts *repo*, la Fed pourrait être ainsi contrainte de relever le plafond du dispositif.

Un risque de stigmatisation

Le risque de réputation est un troisième facteur susceptible de désinciter les banques à recourir à la SRF. Bien que les noms des contreparties aux opérations ne seront pas publiés, le risque que les superviseurs perçoivent le recours à la facilité SRF comme un signal avancé de mauvaise gestion de la liquidité ou de difficultés individuelles d'accès à la liquidité (comme les tirages à la fenêtre d'escompte) n'est pas nul. Pour écarter ce risque de stigmatisation, le recours à la SRF devrait être considéré comme un outil de refinancement et non comme un dispositif de sauvetage. Pour l'heure, le superviseur n'a pas précisé s'il ouvrirait la possibilité de recourir à la SRF dans le cadre des *stress tests* de liquidité et plans de résolution (ce qui n'est pas le cas de la fenêtre d'escompte).

Céline Choulet

celine.choulet@bnpparibas.com

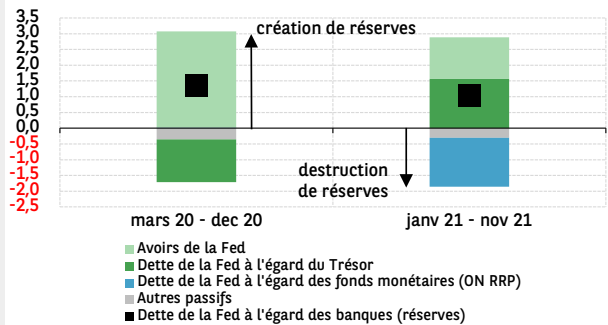
LE DRAINAGE DE RÉSERVES RÉALISÉ VIA LE DISPOSITIF RRP

En réponse au choc de la Covid-19 en mars 2020, la Réserve fédérale américaine, comme de nombreuses autres banques centrales, a sensiblement élargi son bilan afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et soutenir le financement des économies. Depuis le 11 mars, ses actifs ont gonflé de USD 4 371 milliards sous l'impulsion principalement de son programme d'achats d'actifs (QE) ; ils s'établissaient, le 24 novembre, à USD 8 731 mds. En raison du rôle d'intermédiaires joué par les banques lors des achats de titres de la Fed, leurs réserves auprès d'elle se sont nettement accrues. L'évolution des autres postes au passif du bilan de la Fed a toutefois en partie contrarié l'effet mécanique du QE sur les réserves.

Entre mars et décembre 2020, le Trésor a levé des ressources en vue de financer ses plans de soutien et de relance. Dans l'attente de leur mise en œuvre, il a gonflé ses avoirs auprès de la Fed (*Treasury General Account* et contributions du Trésor aux facilités de crédits de la Fed, +USD 1 355 mds). Ce gonflement a stérilisé une partie de la monnaie centrale créée¹. Au cours de la période, les réserves des banques auprès de la Fed n'ont ainsi progressé « que » de USD 1 362 mds (alors que le total de bilan de la Fed s'élargissait de USD 3 051 mds). Depuis le début de l'année 2021, en revanche, les mises en pension de titres réalisées quotidiennement par la Fed auprès des fonds monétaires dans le cadre du RRP ont presque intégralement compensé l'effet de l'assèchement du compte du Trésor auprès de la Fed (financement des plans de relance, arrêt des émissions de *T-bills* en raison de l'impasse politique au sujet du plafond de la dette). Depuis le 1^{er} janvier 2021, les réserves des banques se sont ainsi accrues de USD 1 029 mds, un montant proche de l'élargissement du bilan de la Fed (+USD 1 319 mds).

FACTEURS DE CRÉATION/DESTRUCTION DE RÉSERVES AUPRÈS DE LA FED

Variations d'encours (signe inversé pour les éléments de passif hors réserves), USD '000 mds



GRAPHIQUE 8

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.4.1)

1. Lorsque le Trésor émet des titres de dette, les dépôts bancaires détenus par l'investisseur qui souscrit à l'émission diminuent. La transaction se traduit également par un transfert de liquidités en banque centrale. Le placement des titres s'accompagne d'un transfert de cash du compte courant de la banque du client souscripteur auprès de la Fed (réserves) vers celui du Trésor (TGA). Lorsqu'une émission de titres du Trésor ne s'accompagne pas d'une dépense publique immédiate (mais par un gonflement du TGA), la masse monétaire (dépôts du souscripteur) et la base monétaire (réserves auprès de la Fed) sont réduites.

²⁰ Plus de 60% avant 8h30 sur les marchés compensés FICC DVP et GCF, voir Clark K., Copeland A., Kahn R.J., Martin A., Paddrik M. et Taylor B. (2021), *Intraday timing of General Collateral Repo Markets*, *Liberty Street Economics*, June 14.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable - France, zone euro

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites,
croissance long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable - États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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 et 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 desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. 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.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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 édité 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.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change