

The background image shows the exterior of the Federal Reserve Bank of New York, a large, ornate building with a facade of light-colored stone blocks. An American flag flies on a tall pole in front of the building. To the left, other skyscrapers of Lower Manhattan are visible under a clear blue sky. A dark blue banner is positioned at the bottom of the image, containing white text.

FEDERAL RESERVE BANK *of* NEW YORK

Mise en oeuvre de la politique monétaire avec une large offre de réserves

Antoine Martin
Federal Reserve Bank of New York

Les opinions présentées ici sont les miennes et ne représentent pas nécessairement les opinions de la Federal Reserve Bank of New York ou du Federal Reserve System

Structure de la présentation

- Préliminaires:
 - Mon parcours
 - La Federal Reserve Bank
- Mise en oeuvre de la politique monétaire: un peu d'histoire
 - Mise en oeuvre avant 2008
 - Mise en oeuvre avec une large offre de réserves
 - Contrôle des taux d'intérêts: rareté ou arbitrage
- Qu'avons-nous appris?
 - Ca marche!
 - Cela facilite l'approvisionnement en liquidités des marchés
 - Cela pourrait améliorer la stabilité financière



Mon parcours

- Etudes en Suisse
 - Gymnase de la Cité à Lausanne
 - Licence puis Master HEC à l'UNIL
- Départ pour les USA
 - Etudes de doctorat à l'université du Minnesota
 - Fed de Kansas City de 2001 à 2005
 - Fed de New York depuis 2005
- Congé sabbatique en Suisse en 2008 et 2009
 - Universités de Lausanne et Berne



La Federal Reserve et son cadre opérationnel

The Federal Reserve System

- Le Federal Reserve System fut établi par le Congrès américain il y a un peu plus d'un siècle, à la suite de paniques bancaires récurrentes.



Le president Woodrow Wilson signant le Federal Reserve Act le 23 décembre 1913

Une structure géographiquement décentralisée

Le Federal Reserve System est composé de 13 institutions séparées mais liées: le Board of Governors, à Washington, D.C. et les 12 Federal Reserve Banks.



The Federal Reserve System

Le Federal Reserve System est la banque centrale des Etats Unis; l'équivalent de la Banque Nationale en Suisse

- Ce n'est donc pas une banque commerciale
- Les Reserve Banks ne font pas partie du gouvernement
- Le Board of Governors est une agence gouvernementale mais ne fait pas partie du Département du Trésor



Le rôle de la Fed dans l'économie américaine

- Le Congrès a donné deux objectifs à la Fed:
 - Maintenir la stabilité des prix à long terme (inflation basse)
 - Maximiser l'emploi (taux de chômage bas)
- La BNS a un objectif similaire mais semble mettre plus l'accent sur la stabilité des prix en pratique:
 - Elle doit se laisser guider par l'intérêt général du pays et donner la priorité à la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture



Comparaison entre la Fed et la BNS

Fed

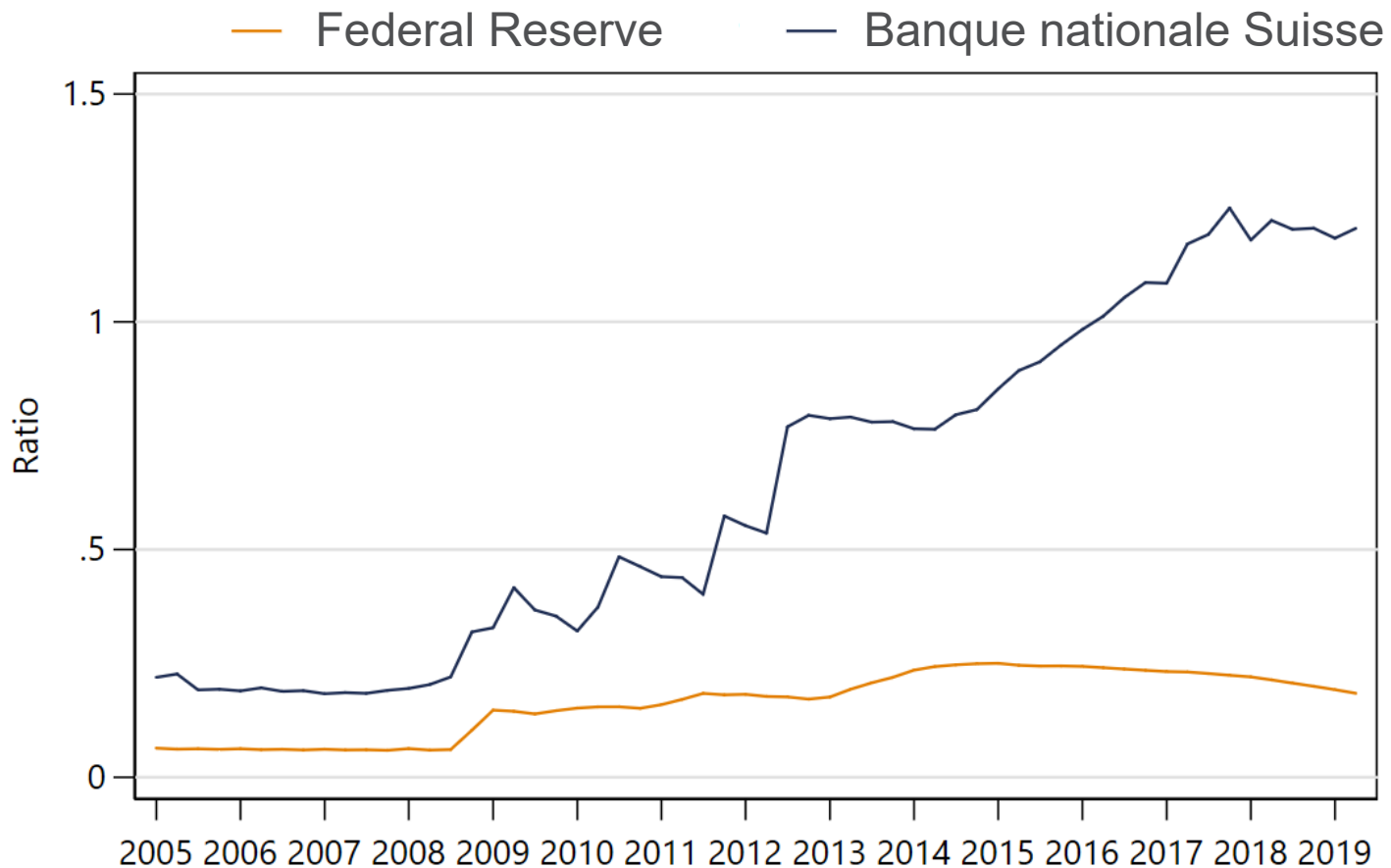
- Nombre d'employés:
 - Fed de NY: ~ 2'700
 - Le système: ~ 22'350
- Taille du bilan en 2018:
 - USD 4'173'000'000'000.-
- Taille du bilan par rapport au PIB
 - ~ 20%
- Taux directeur
 - 2.10%

BNS

- Nombre d'employés:
 - ~ 830
- Taille du bilan en 2018:
 - CHF 817'068'800'000.-
- Taille du bilan par rapport au PIB
 - ~ 125%
- Taux directeur
 - -0.75%



Taille du bilan de la banque centrale / PIB



Politique monétaire: formulation et mise en oeuvre

- Formulation:
 - Le Federal Open Market Committee (FOMC) détermine le niveau du taux d'intérêt objectif (le taux fed funds) à même de satisfaire son double objectif.
- Mise en oeuvre:
 - Outil principal: opérations d'achat ou de vente de titres dans le marché secondaire (open market operations, ou OMO)
 - Le FOMC détermine un objectif opérationnel
 - Le “Desk” à la Fed de NY détermine la structure des opérations de marché et les effectue

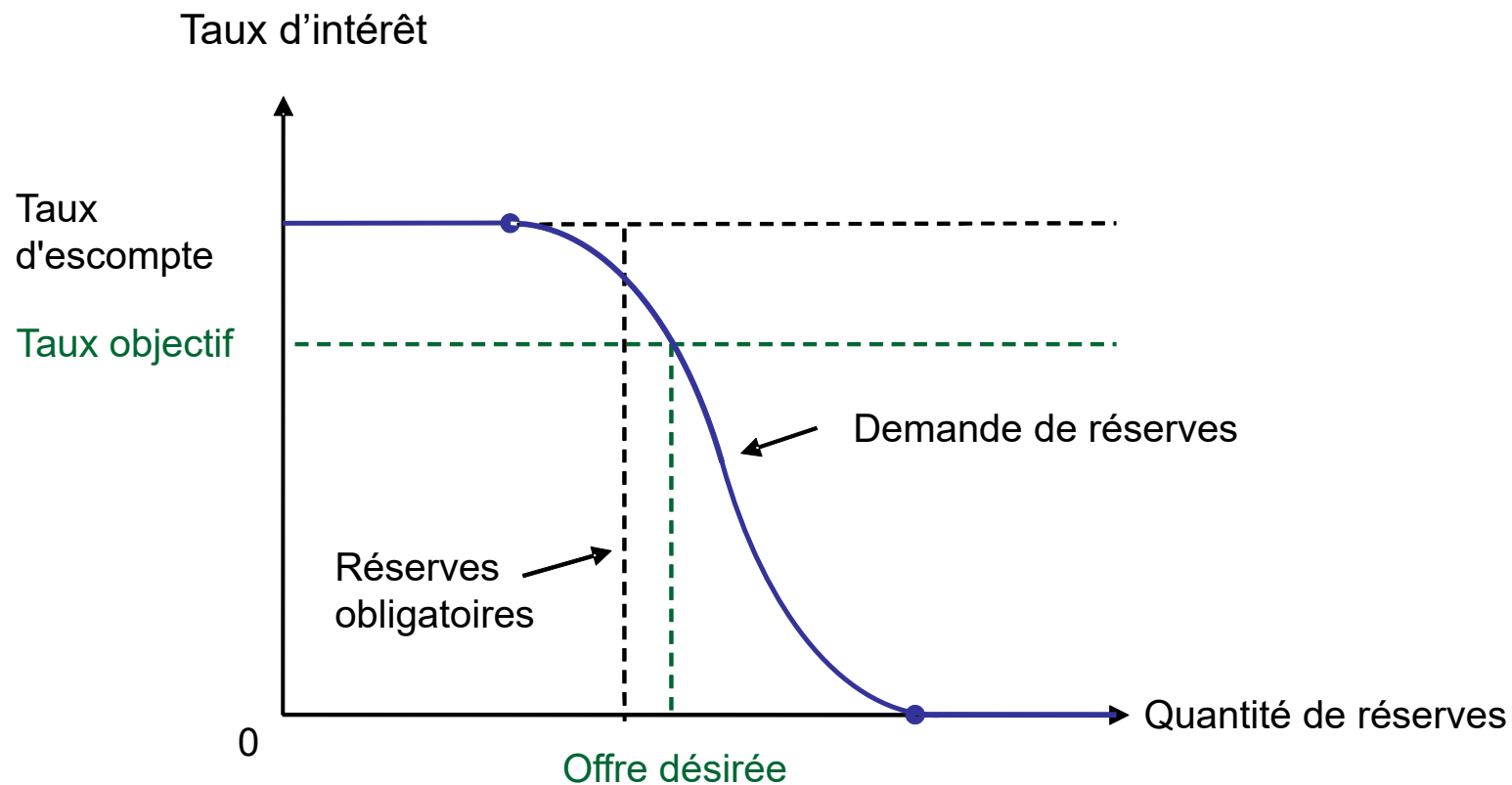


Mise en oeuvre de la politique monétaire avant 2008

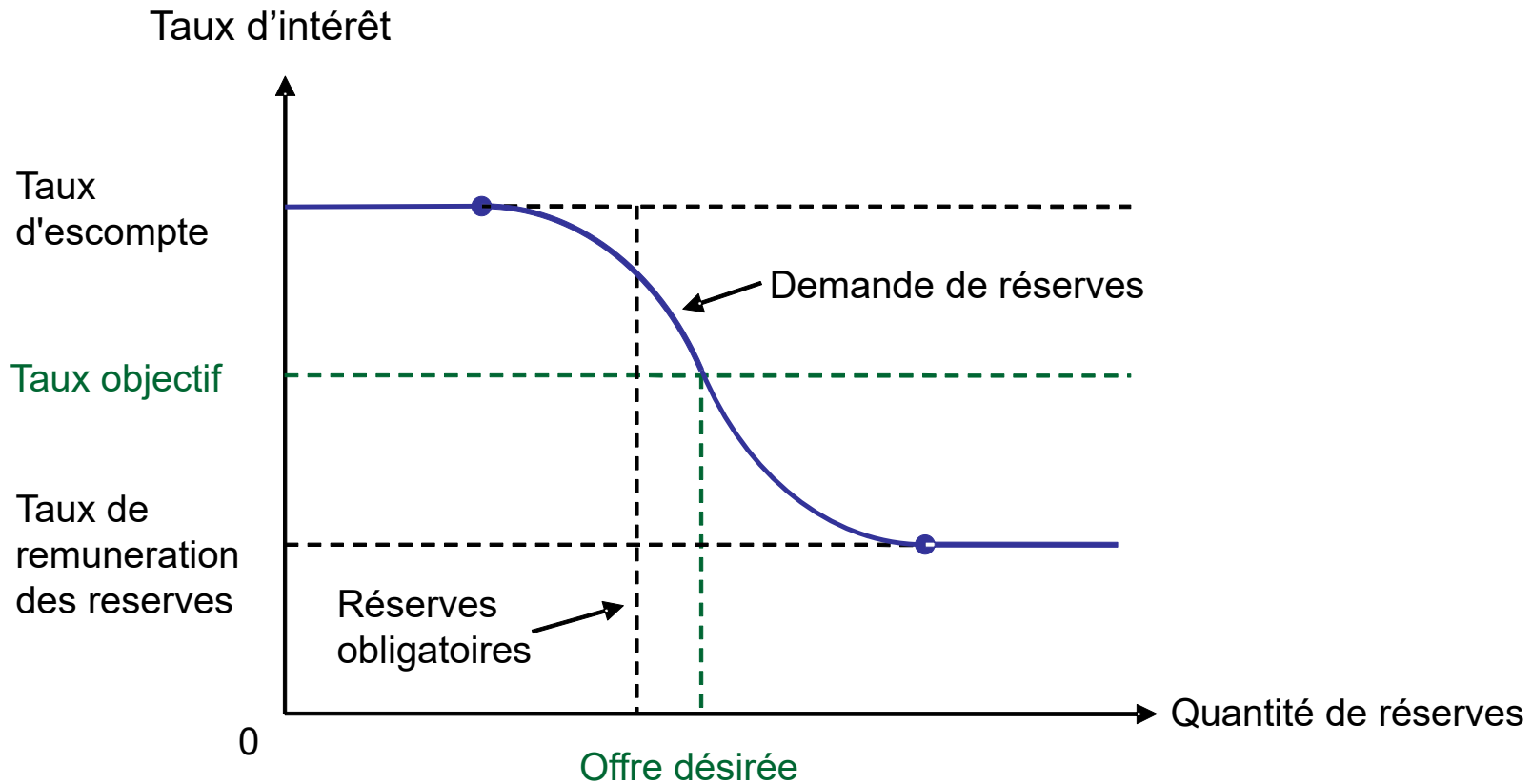
Reserves de banque centrale

- Les réserves sont un passif de la banque centrale
- C'est l'équivalent électronique du “cash”
 - Contrairement aux pièces et aux billets, les réserves ne peuvent être détenues que par des institutions qui ont un compte à la banque centrale
 - La quantité de réserves de la BNS se mesure par les dépôts à vue
- Les réserves de banque centrale $\neq$ réserves de change
 - Les réserves de change sont un actif de la banque centrale

Cadre de mise en oeuvre avant 2008

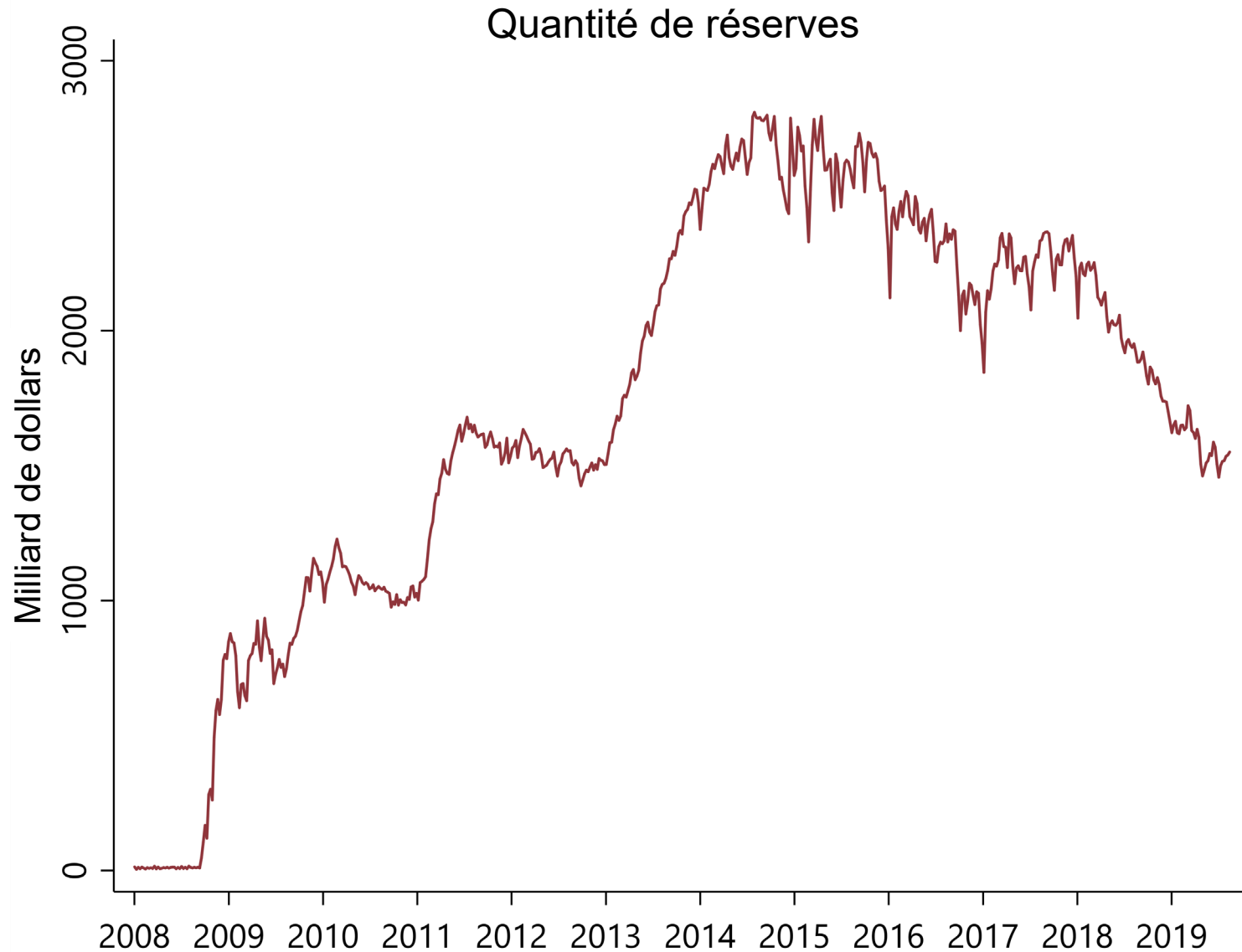


Ce cadre était similaire à un système “corridor”

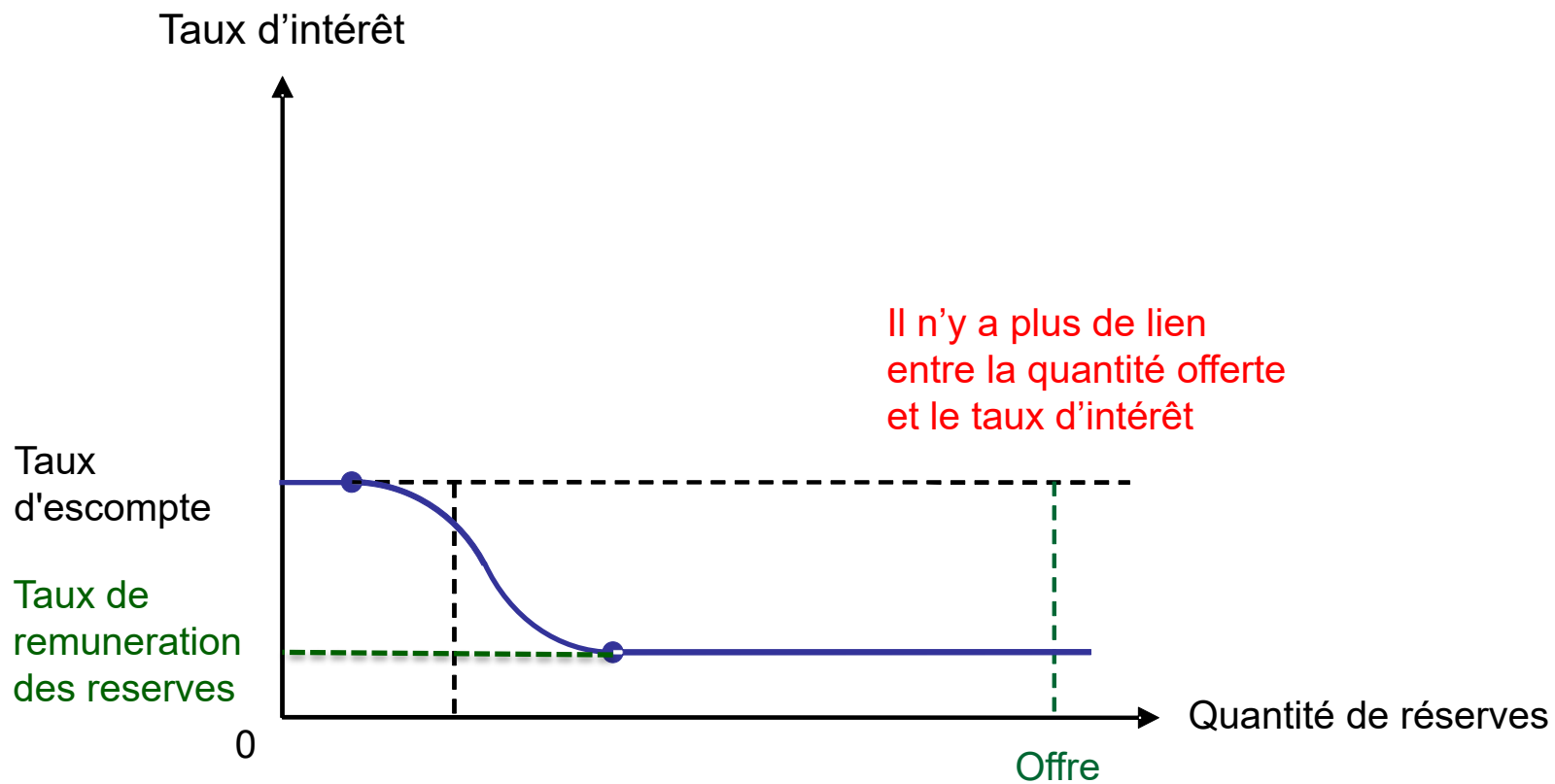


**Mise en oeuvre de la politique monétaire
avec une large offre de réserves**

La crise a conduit à une croissance des réserves



Cadre de mise en oeuvre depuis 2008



Comparaison

Avant la crise

- Le niveau des réserves était bas
 - En moyenne ~\$10 milliards 2006
- Le staff devait anticiper les facteurs influençant l'offre et la demande de réserves
- Des OMOs à quantité fixe étaient effectuées chaque jour
 - Environ \$5 milliards par opération

Cadre actuel

- Le niveau des réserves est environ \$1600 milliards
 - Maximum \$2800 milliards en 2014
- Il n'est plus nécessaire d'estimer les facteurs influençant l'offre et la demande de réserves.
- Des OMOs à taux fixe sont effectuées tous les jours
 - La demande fluctue entre ~\$0 et ~\$500 milliards



Contrôle des taux d'intérêts: rareté ou arbitrage

Contrôle des taux d'intérêts

- Pour accroître le niveau des taux d'intérêt, les réserves doivent avoir suffisamment de valeur
 - Les banques doivent être d'accord de payer un taux d'intérêt suffisamment élevé pour emprunter des réserves
- Deux mécanismes possibles:
 - Rendre les réserves suffisamment rares
 - Les réserves sont comme des matières premières
 - C'est la méthode d'avant 2008
 - Payer un intérêt sur les réserves pour créer une relation d'arbitrage
 - Typique des actifs financiers
 - C'est la méthode actuelle

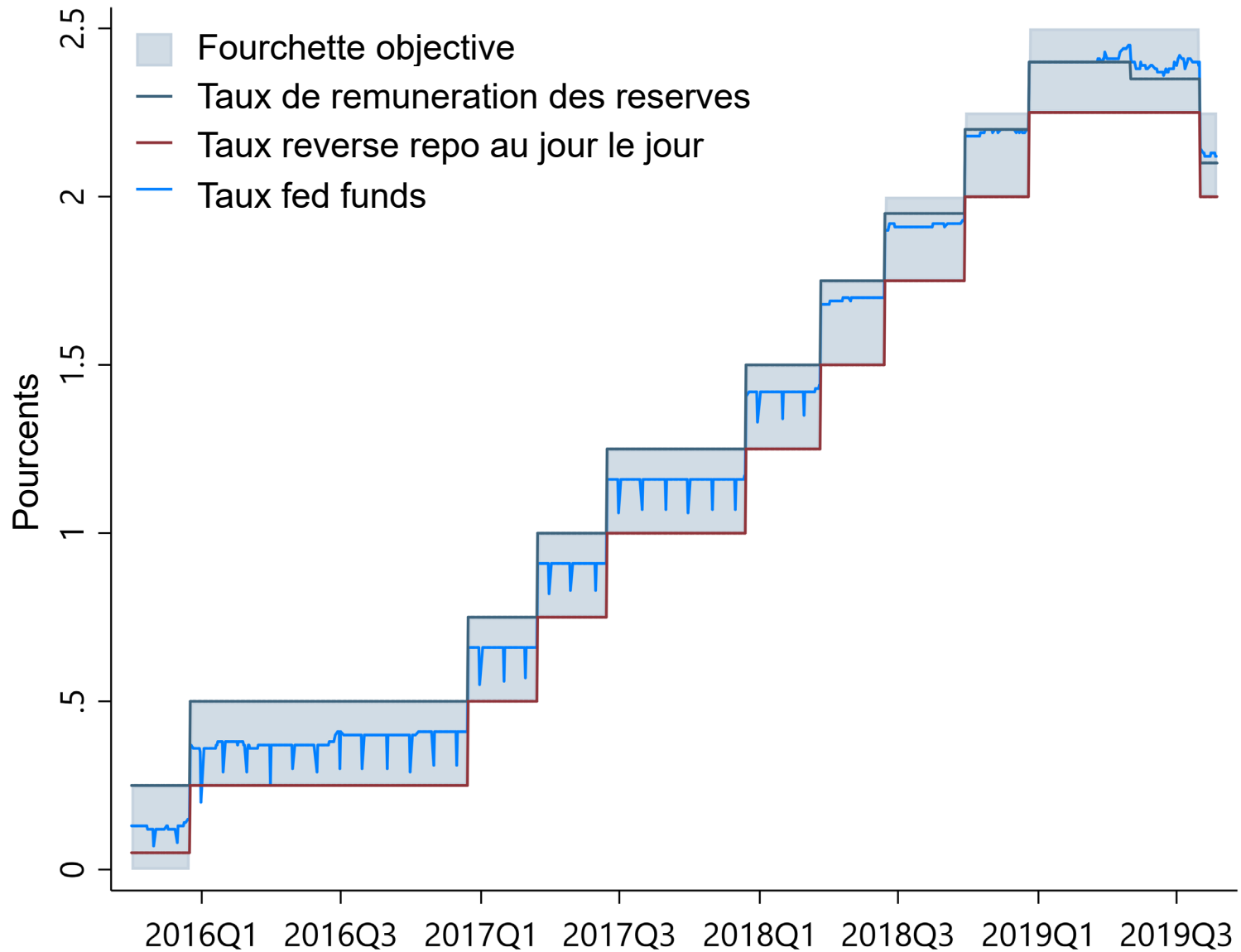
**Mise en oeuvre de la politique monétaire
avec une large offre de réserves:
Qu'avons-nous appris?**

Ca marche!

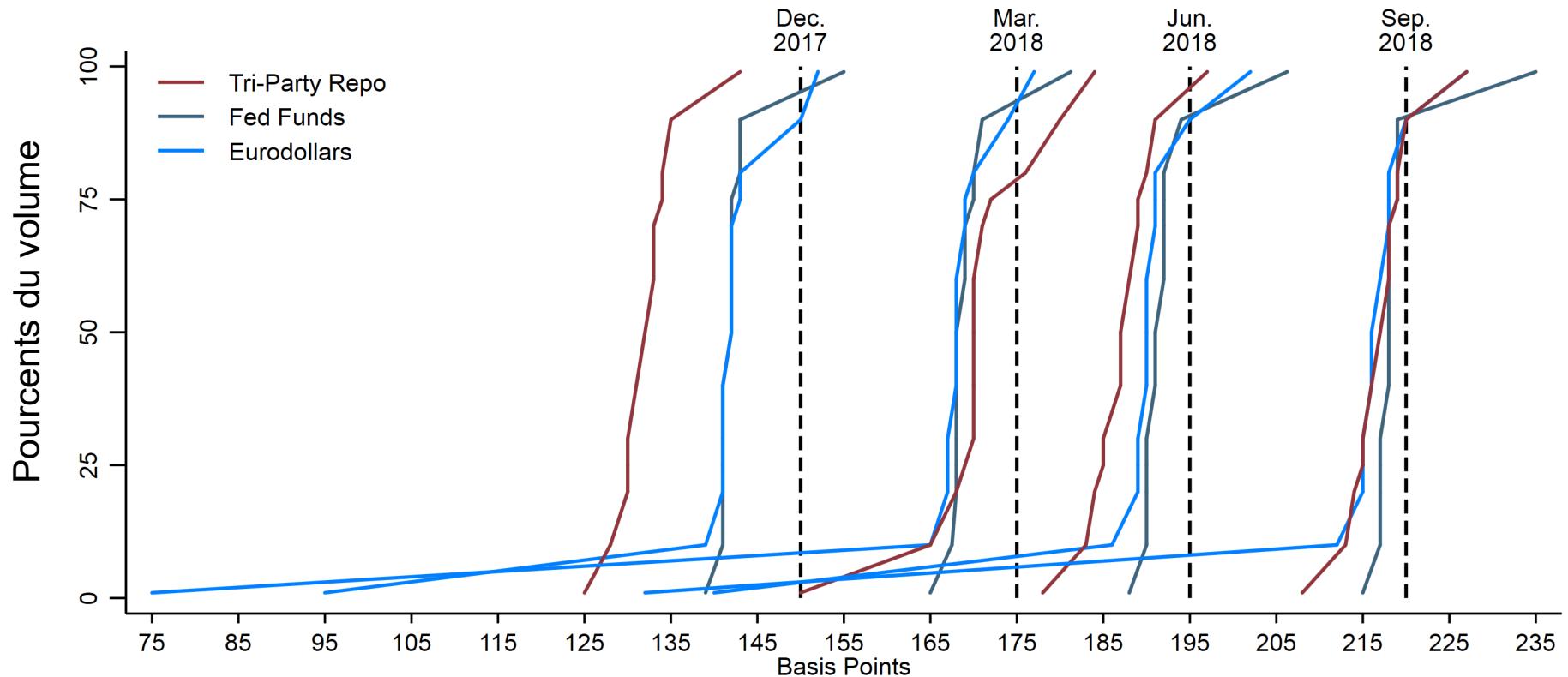
Le contrôle du taux d'intérêt a été excellent

- Le taux fed funds reste dans la fourchette fixée par le FOMC
 - Quelques “ajustements techniques” ont été nécessaires. Ils illustrent comment le taux d'intérêt sur les réserves influence les taux du marché monétaire
- D'autres taux du marché monétaire restent proches du taux fed funds

Contrôle du taux fed funds



Distribution de différents taux d'intérêt au jour le jour



Note: Each period comprises the 10 non-month-end business days following a change to the target range. Distributions represent the volume-weighted 1st, 10th, 20th, 25th, 30th, 40th, 50th, 60th, 70th, 75th, 80th, 90th, and 99th percentile of rates. Dotted line represents the median rate. Dashed lines represent IOR during each period.

Source: FR 2420 *Report of Selected Money Market Rates*; BNYM; Board of Governors.

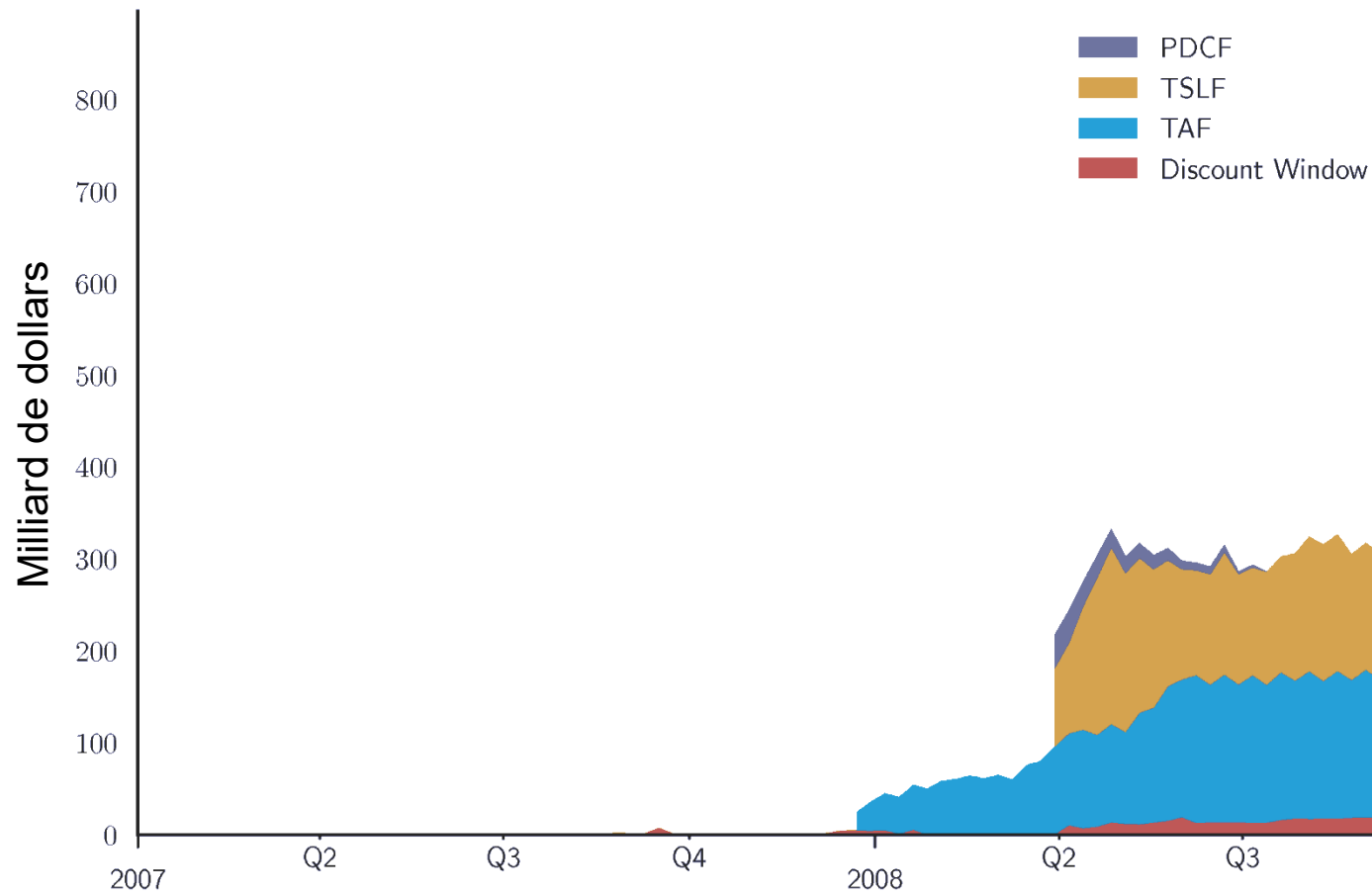
**Ca facilite l'approvisionnement en
liquidités des marchés financiers**

Contrôle des taux et approvisionnement en liquidités

- Pendant la crise, le besoin de maintenir le contrôle de taux d'intérêts a contraint la capacité de la Fed à injecter des liquidités
- Toute injection de liquidités devait être “stérilisée”
 - La Fed a beaucoup utilisé des opérations de prêts d'actifs à terme (term securities-lending facility, ou TSLF), qui n'augmentent pas l'offre de réserves
 - Les opérations de prêts aux enchères à terme (term auction facility, ou TAF) ont dû être limitées.

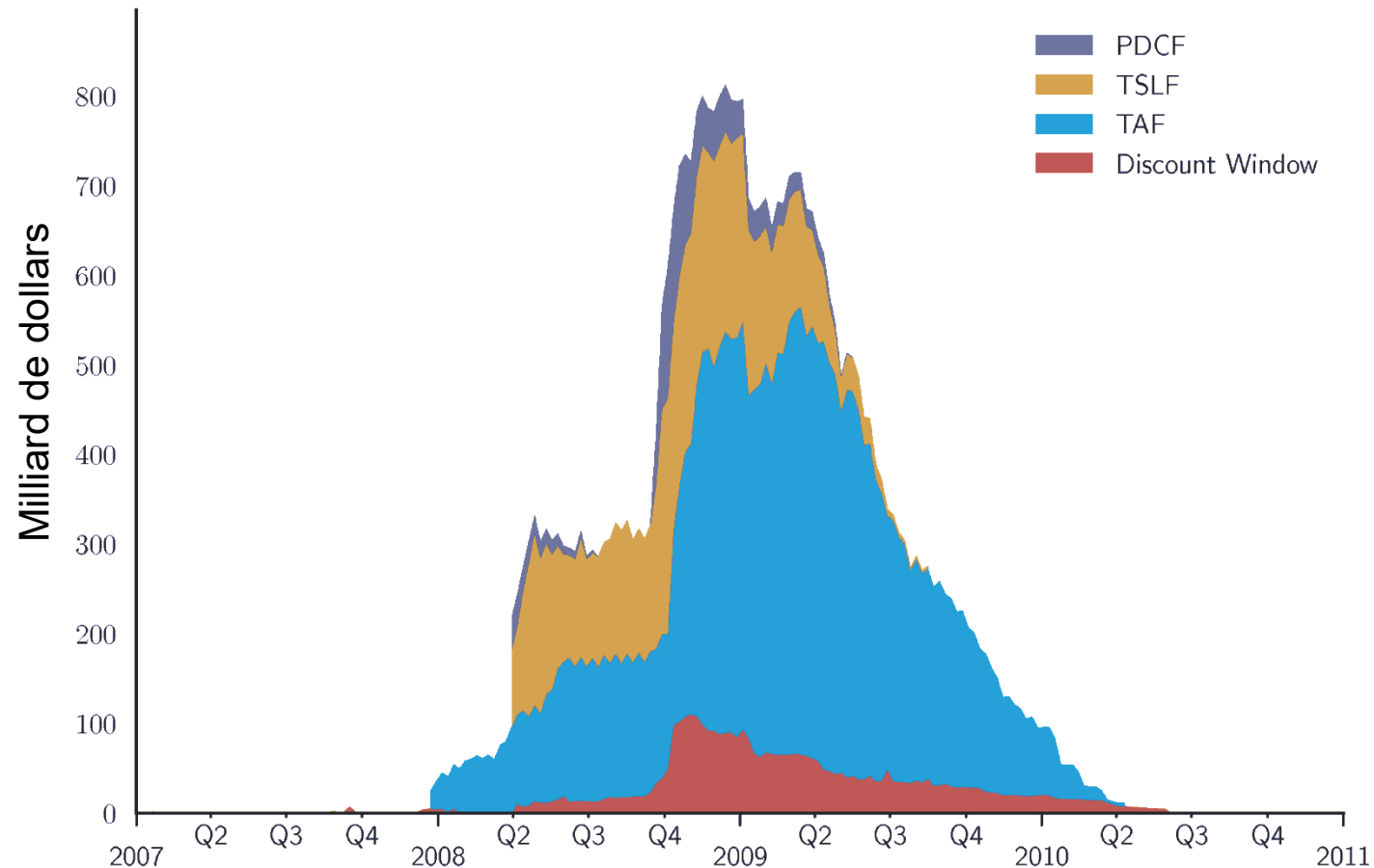
Injections de liquidités par la Fed

Operations de prêts de la Fed Quantités – Moyenne hebdomadaire



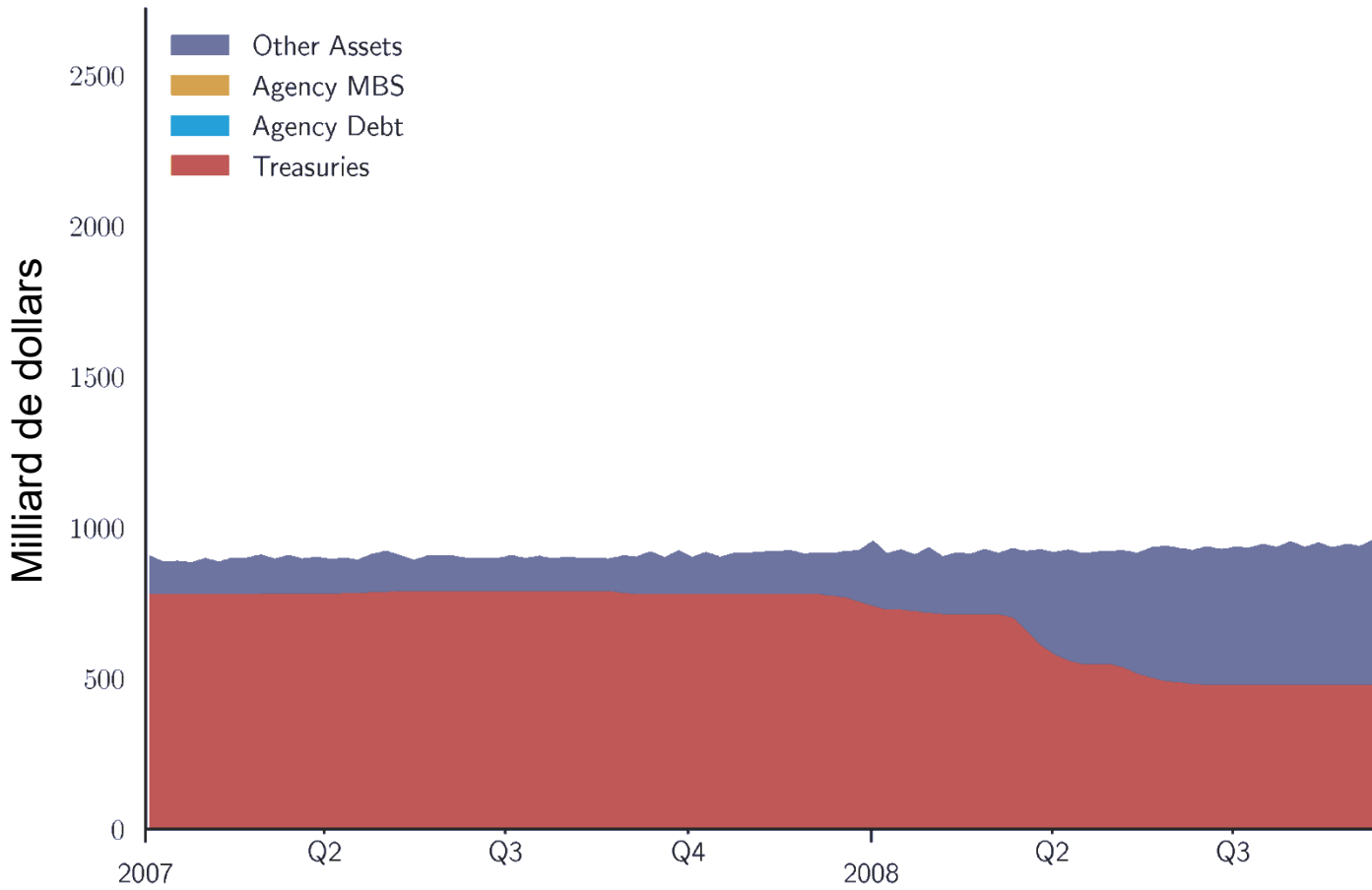
Injections de liquidités par la Fed

Operations de prêts de la Fed Quantités – Moyenne hebdomadaire



Actifs au bilan de la Fed

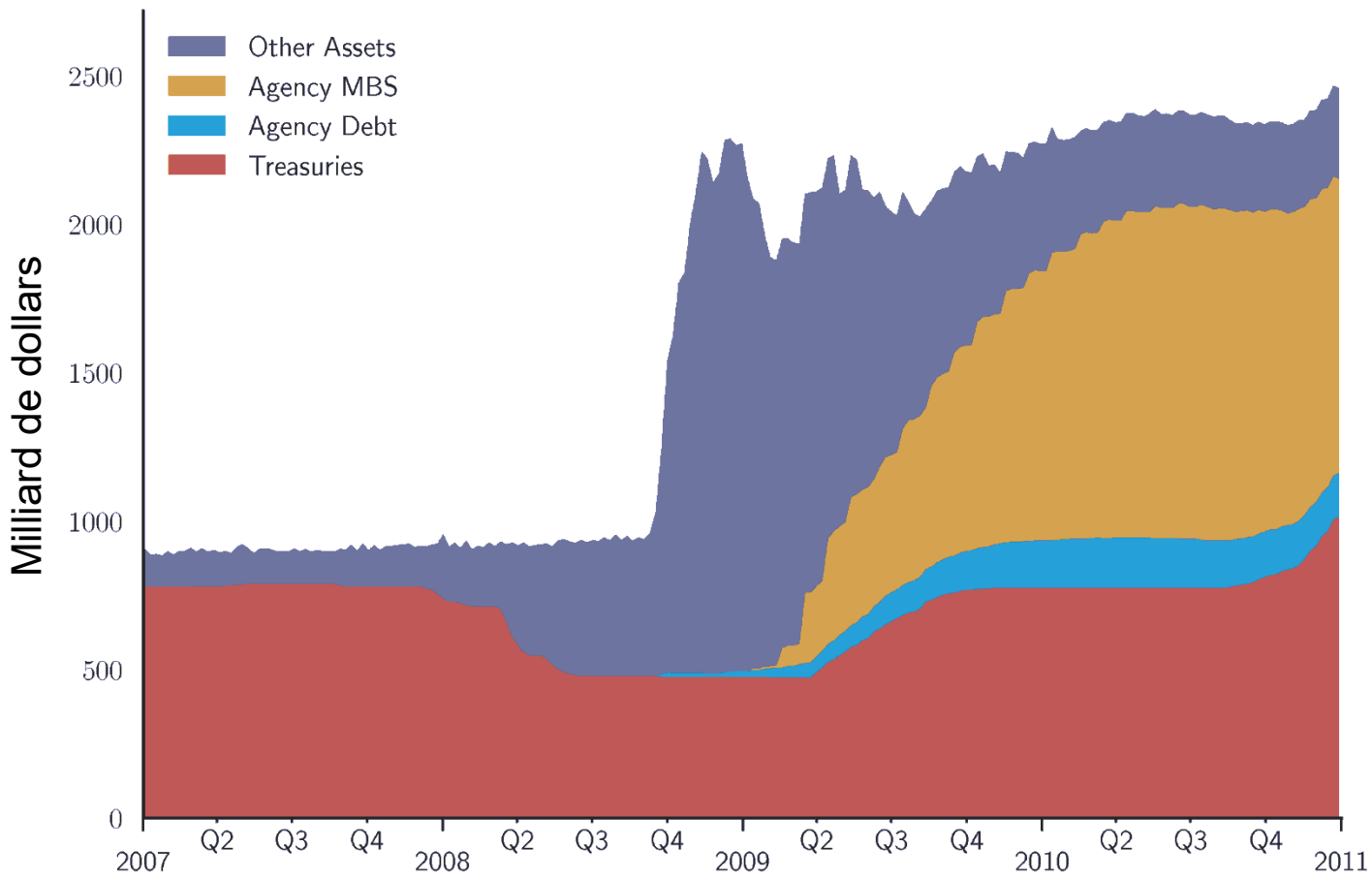
Actifs de la Fed Hebdomadaire



* Other Assets includes DW, crisis facilities, central bank liquidity swaps, foreign portfolio, and unamortized premiums and discounts.

Actifs au bilan de la Fed

Actifs de la Fed Hebdomadaire



* Other Assets includes DW, crisis facilities, central bank liquidity swaps, foreign portfolio, and unamortized premiums and discounts.

Ca peut améliorer la stabilité financière

Reserve de liquidités des banques

- Le ratio de liquidité à court terme (LCR) de Bâle III, fait que les banques doivent détenir des réserves de liquidité constituées d'obligations très sûres (comme des bons du Trésor) et de réserves de banque centrale
- L'objectif est de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours calendaires
- Il est essentiel que les banques puissent “monétiser” les actifs détenus dans ces réserves de liquidités
 - Les réserves de banque centrale n'ont pas besoin d'être monétisées puisqu'elles sont déjà du “cash”
- Quelles sont les sorties de fond potentielles des grandes banques US le premier jour d'une crise de liquidité?

Sorties de fond potentielle en cas de stress

Day 1 Stressed Outflows (Millions of U.S. Dollars)			
	Baseline Scenario	Reduced Outflows Scenario	Enhanced Outflows Scenario
Bank of America	136,548	101,447	163,244
Bank of New York Mellon	61,913	44,624	72,037
Citigroup	158,417	117,570	187,884
Goldman Sachs	61,457	45,245	77,195
JPMorgan Chase	175,925	134,660	207,645
Morgan Stanley	53,842	39,510	67,697
State Street	37,218	28,158	43,665
Wells Fargo	98,735	76,055	114,585
Total	784,054	587,269	933,951

Source: Banks' public 2018:Q2 LCR disclosures.

Conclusion

- La mise en oeuvre de la politique monétaire avec de vastes réserves dépend d'une relation d'arbitrage plutôt que de la rareté des réserves.
- Pouvoir payer un taux d'intérêt sur les réserves de banque centrale est essentiel.
- La quantité de réserves offerte est beaucoup moins importante.
- L'expérience de la Fed depuis la crise suggère que la mise en oeuvre de la politique monétaire avec une large offre de réserves fonctionne très bien.

Questions?

