

Revue de la régulation n° 29, 2021

La politique monétaire de la Fed face à la crise de la covid-19 : entre continuité et rupture

The Fed's monetary policy in times of covid-19: continuity and change

La política monetaria de la FED frente a la crisis de la covid-19: entre continuidad y ruptura

Rudy Bouguelli

L'auteur tient à remercier Marc Lavoie, Bernard Guerrien ainsi qu'un rapporteur anonyme et le comité de rédaction pour leurs commentaires.

Introduction

- 1 La taille du bilan de la Réserve Fédérale américaine (Fed) est passée d'environ 4 150 à 7 160 milliards de dollars entre la fin du mois de février et le début du mois de juin. Cet accroissement de 3 000 milliards de dollars s'explique par les différentes mesures prises par la Fed pour faire face à la crise de la covid-19. Au cours du mois de mars, bon nombre de marchés sont devenus dysfonctionnels suite à une « ruée généralisée vers le cash » (Quarles, 2020). Alors que les investisseurs vendaient massivement leurs titres pour récupérer de la monnaie, les marchés secondaires sont devenus illiquides et les conditions d'emprunt sur les marchés primaires se sont durcies. La Fed a donc dû intervenir pour rétablir des conditions normales de liquidité et pour que les emprunteurs puissent continuer à se refinancer à un coût raisonnable.
- 2 La littérature scientifique sur les réponses de la Fed à la crise de la covid n'en est qu'à ses balbutiements. Il n'y a pas encore d'article qui traite de l'ensemble des mesures prises par la Fed pour faire face à cette crise. L'objectif de cet article est de combler ce manque. Pour comprendre l'action de la Fed, il nous semble indispensable de replacer ses interventions dans leur contexte en tenant compte des problèmes qu'elle a cherché à résoudre. Pour ce faire, nous nous appuyons principalement sur des documents

officiels de la Fed (rapports, communiqués de presse...), des analyses de banques et la presse financière. Il convient toutefois de souligner les limites d'une telle approche. En nous concentrant sur l'action de la Fed, nous serons amenés à traiter abondamment de la stabilité financière et à accorder une moindre importance aux évolutions macroéconomiques (récession, niveau des prix...). Cette focalisation sur la stabilité financière ne nous paraît cependant pas dommageable. Contrairement aux tenants de la nouvelle synthèse néoclassique, nous considérons en effet que la politique monétaire est un instrument relativement peu efficace pour la gestion de l'activité économique (niveau de la demande et de l'inflation). A contrario, la crise de la covid vient rappeler que le maintien de l'intégrité du système de paiement, et plus largement, de la stabilité financière constitue « l'essence du central banking » (Goodhart, 2011, p. 146).

- 3 Cet article est structuré comme suit. Les deux premières sections traitent de la baisse des taux et de la reprise des rachats d'actifs. Les différentes facilités de crédit et de liquidité mises en place par la Fed pour pallier les dysfonctionnements de marchés sont examinées dans la section 3. Tandis que les facilités créées pour soutenir les PME sont analysées dans la section 4. La dimension internationale de la crise est abordée dans la section 5. Et la conclusion fait l'objet de la section 6.

1. Fortes baisses des taux pour faire face aux risques de l'épidémie

- 4 Au début du mois de mars 2020, la Fed annonce ses premières mesures pour faire face à l'épidémie de la covid. À ce stade, la Fed estime que « les fondamentaux de l'économie américaine restent solides » avec un taux de chômage au plus bas depuis près de d'un demi-siècle (3,5 %), de solides créations d'emploi et des salaires en hausse (Federal Open Market Committee, 2020b). Mais la propagation du virus et les mesures prises pour le contenir risquent de peser sur le niveau de l'activité économique (*ibid*).
- 5 Pour faire face à ces nouveaux risques, la Fed décide d'abaisser son taux directeur (le *fed funds rate*, FFR) de 0,5 % à deux reprises en moins de deux semaines. Le FFR est ainsi ramené aux alentours de zéro le 15 mars. Cette mesure vise notamment à alléger les charges financières qui pèsent sur les ménages et sur les entreprises (Federal Open Market Committee, 2020a, p. 13). La Fed annonce par ailleurs que les banques pourront emprunter à la fenêtre de l'escompte pour une période allant jusqu'à 90 jours et fait baisser le taux de l'escompte à 0,25 %. L'idée étant d'encourager les banques à y avoir recours en cas de besoins de refinancement inattendus.
- 6 Au-delà de leur caractère purement « conventionnel », ces premières mesures frappent par leur ampleur. En effet, la Fed fait habituellement varier son taux directeur par incréments de 0,25 %. Dans le cas présent, la Fed a décidé d'agir rapidement en optant pour de fortes réductions. Deux décisions d'abaissement des taux auront ainsi suffi à ramener le FFR proche de zéro. Mais c'est la reprise des rachats d'actifs de la Fed qui marque une véritable rupture avec le *statu quo ante*.

2. Reprise des programmes de rachats d'actifs

2.1. Interventions sur le marché des bons du Trésor

2.1.1. Le marché le plus liquide de la planète devient soudainement illiquide

- 7 En période de crise, le prix des actions et le rendement (yield) des bons du Trésor évoluent généralement dans le même sens. En effet, les investisseurs vendent leurs actifs risqués (actions) pour investir dans des actifs sûrs (bons du Trésor) : on parle à ce sujet de « fuite vers la qualité » (Papadamou, *et al.*, 2020). Tandis que la vente d'actions fait baisser leur prix, l'achat d'obligations entraîne la hausse de leur prix, ce qui fait baisser leur rendement.
- 8 Cette relation entre le cours des actions et le rendement des bons du Trésor est observable dès la fin février. Après avoir atteint un pic historique le 19 février, le S & P 500 entame sa chute dès le 20 tandis que les rendements des bons du Trésor diminuent. Après que la Fed a décidé d'abaisser son taux directeur le 3 mars, le rendement des bons du Trésor à 10 ans passe sous la barre des 1 % pour la première fois (Financial Times, 2020a). Le 9 mars, jour de l'annonce d'un début de guerre des prix sur le marché du pétrole, l'intégralité de la courbe des taux passe en dessous de 1 % (Business Insider, 2020). Les investisseurs vendent massivement leurs actions, des matières premières (pétrole, argent, soja) et d'autres types d'actifs pour acheter des bons du Trésor (*ibid*). Le prix des bons du Trésor augmente donc fortement, ce qui fait chuter leur rendement à un plus bas historique.
- 9 Mais dans les jours qui suivent, les bons du Trésor semblent perdre leur statut de valeur refuge. Leur prix se met brutalement à chuter (les rendements repartent à la hausse), la volatilité du marché atteint son plus haut niveau depuis 2009 tandis que la liquidité s'évapore (Financial Times, 2020b). Ces dysfonctionnements sont d'autant plus préoccupants que le marché des bons du Trésor US est le marché le plus liquide au monde, que les « taux sans risques » des bons du Trésor servent de référence pour déterminer les taux de plus de 50 000 milliards de dollars de titres de dette et que les bons du Trésor assurent plusieurs fonctions centrales dans le système financier mondial.

2.1.2. Bref rappel sur la formation des prix

- 10 Avant de chercher la raison de ces dysfonctionnements, il convient de rappeler comment se fixent les prix sur bon nombre de marchés financiers. Derrière un marché liquide se cache souvent un ensemble d'institutions. Ces institutions, qu'on appelle « dealers » ou « market makers » (parce qu'ils « font » les marchés), cotent constamment un prix d'achat et un prix de vente pour chaque titre. Le prix auquel ils sont prêts à acheter un titre (*bid*) est inférieur au prix auquel ils sont prêts à le vendre (*ask*) : la différence entre les deux prix (le *bid-ask spread*) constitue leur profit. Les dealers cotent donc cette fourchette de prix et absorbent les flux d'achat ou de vente. Ce faisant, ils fournissent de la liquidité.

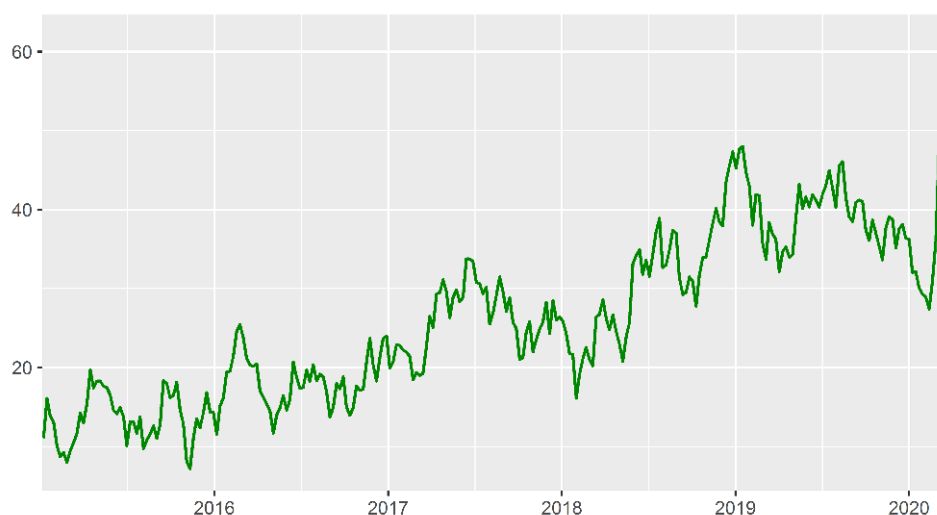
2.1.3. Les facteurs à l'origine de la vente massive de bons du Trésor

- 11 Comment expliquer donc, que les titres les plus liquides au monde deviennent soudainement illiquides au moment où ils sont censés servir de valeur refuge ? Pour faire court, il semble que les dealers aient reçu des ordres de vente en masse. Submergés par la quantité d'ordres de vente, ils auraient eu de plus en plus de mal à assurer leur activité de « market maker » et se seraient finalement retirés des marchés. Ceci explique la chute des prix et la détérioration de la liquidité sur le marché. Mais pourquoi vendre des bons du Trésor en masse en période de crise ?
- 12 En général, les investisseurs se sont débarrassés de tout type d'actif pour mettre la main sur de la monnaie à tout prix. Cette « ruée vers le cash » explique en partie les ventes massives de bons du Trésor : afin de récupérer de l'argent au plus vite en période de crise, on vend en priorité les titres les plus liquides. Les gestionnaires d'actifs du monde entier ont fait face à des retraits massifs de fonds en mars 2020 (Financial Times, 2020c). Une partie des ventes de bons du Trésor peut donc s'expliquer par ce besoin de récupérer de l'argent pour faire face à ces retraits.
- 13 Les banques centrales étrangères ont également contribué à la liquidation massive des bons du Trésor. Elles auraient en effet vendu plus de 109 milliards de dollars de bons du Trésor en mars 2020, soit la plus forte baisse mensuelle de leurs avoirs jamais enregistrée (Bloomberg, 2020a). L'essentiel de ces ventes a été effectué par des pays exportateurs de pétrole et par des pays d'Asie du Sud-Est (*ibid*). Ces ventes étaient motivées par le besoin d'acquérir des dollars pour effectuer des paiements internationaux et pour défendre le cours de certaines monnaies¹.
- 14 Enfin, les *hedge funds* ont été contraints de vendre en masse des bons du trésor pour dénouer des positions qui se sont soudainement mises à générer des pertes. Ces dernières années, une stratégie d'investissement « relative value » a gagné en popularité. L'idée est de profiter d'un différentiel de prix entre les bons du Trésor et les futures sur bons du Trésor. Lorsque les bons du Trésor sont moins chers que les futures, il peut être profitable d'acheter un bon du Trésor et de le revendre à terme pour un prix supérieur (via un future). L'opération est considérée comme un quasi-arbitrage si on détient les bons du Trésor jusqu'à l'échéance du future (Younger, St John & Salem, 2020b). On empoche le différentiel de prix et lorsque le future arrive à son terme, on peut livrer le bon du Trésor à l'acheteur. Mais comme le différentiel de prix est généralement très faible, les *hedge funds* font jouer l'effet de levier et empruntent pour financer l'acquisition du bon du Trésor². Cette stratégie s'est fortement développée depuis la fin 2017 et l'exposition des *hedge funds* en mars était proche de 590 milliards de dollars selon des analystes de J.P. Morgan (Younger, St John & Salem, 2020a). Lorsque le mouvement de « fuite vers la qualité » est initié, le prix des futures évolue défavorablement. Les appels de marge poussent donc les *hedge funds* à dénouer leurs positions en vendant leurs bons du Trésor et en rachetant des futures sur bons du Trésor³. Cet épisode, qui n'est pas sans rappeler la faillite de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, a généré des pertes importantes pour bon nombre de *hedge funds* : LMR a perdu 15 % sur le mois, Capula 5,2 %, ExodusPoint 4 % et Millennium 2,7 % (Wall Street Journal, 2020a).

2.1.4. L'incapacité des dealers à absorber le choc

- 15 Le cumul de tous ces ordres de vente explique certainement la baisse du prix des bons du Trésor. Mais comment expliquer que le marché soit soudainement devenu illiquide ? En temps normal, les dealers auraient absorbé le choc en achetant les titres et en laissant gonfler leurs stocks de bons du Trésor. Mais ces stocks étaient déjà importants avant la crise de la covid.

Figure 1. Stock de bons du Trésor à long terme (> 11 ans) des Primary Dealers (milliards de dollars)



Source: Federal Reserve Bank of New York

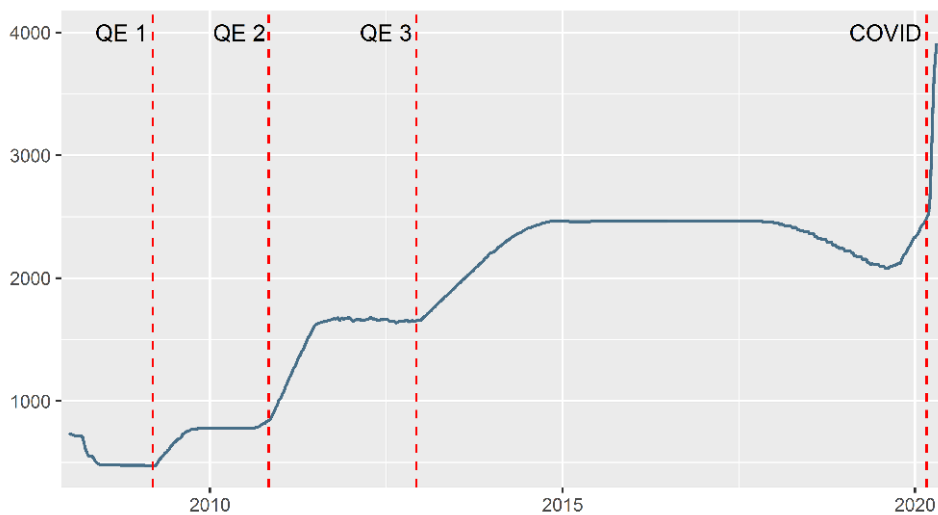
- 16 La question de la surabondance des bons du Trésor (« safe asset glut ») et de la capacité des dealers à continuer à en accumuler a été particulièrement suivie en 2019. Alors que des déficits publics importants augmentaient l'offre de bons du Trésor depuis un moment, la demande aurait diminué pour plusieurs raisons : la Fed a cessé d'acheter des bons du Trésor avec la politique de normalisation de son bilan, les banques centrales étrangères auraient également réduit leurs achats pour placer leurs fonds dans une facilité offerte par la Fed (« foreign repo pool ») et l'inversion de la courbe des taux aurait eu un impact négatif sur les achats d'investisseurs étrangers⁴ (Pozsar, 2019a, 2019b, 2019c). Cette baisse de la demande aurait poussé les dealers à absorber « l'excès de bons du Trésor » puisque le « Primary Dealers Act » de 1988 exige que les dealers achètent les bons du Trésor lorsqu'il n'y a pas d'acheteurs finaux (Pozsar, 2019b, p. 3). Avec des stocks aussi importants, la capacité des dealers à absorber le choc de mars en achetant massivement des bons du Trésor était limitée (Schrimpf, Shin & Sushko, 2020, p. 3). Ainsi, certains dealers auraient affirmé à des gérants d'actifs souhaitant vendre des bons du Trésor que leur stock était déjà au maximum et qu'ils ne souhaitent pas prendre plus de risques (Financial Times, 2020d). Un autre gérant qui souhaitait vendre quelques bons du Trésor aurait demandé leurs prix à trois dealers et deux d'entre eux auraient tout simplement refusé de lui fournir un prix (*ibid*).
- 17 D'autres facteurs ont également pu limiter la capacité des dealers à absorber le choc de mars. Depuis plusieurs années, certains observateurs affirment que les réglementations de Bâle III limitent la capacité des dealers à fournir de la liquidité (Duffie, 2018 ; Powell, 2015). Les dealers financent traditionnellement leur stock de titres en empruntant sur

le marché des repos. Et le *Supplementary Leverage Ratio* (SLR) limiterait la capacité des dealers à laisser croître leur bilan en s'endettant pour financer l'acquisition des titres⁵. En exigeant que les banques détiennent plus de fonds propres, le SLR augmenterait le coût de financement des stocks et rendrait les activités de « *market making* » moins attractives.

2.1.5. Les réponses apportées par la Fed

- 18 Pour rétablir un fonctionnement normal sur le marché des bons du Trésor, la Fed a commencé par annoncer de nouvelles opérations de repo dès le 12 mars. Ces opérations s'apparentent à des prêts « collatéralisés » par des bons du Trésor. La Fed achète des bons du Trésor aux dealers, qui les rachèteront à l'échéance de l'opération pour un prix supérieur. Ce faisant, elles permettent aux dealers de financer l'acquisition de titres : ils se proposent d'acheter le titre, qu'ils remettent à la Fed contre le montant de l'emprunt qui leur permet de régler l'achat. Dans sa conférence téléphonique du 15 mars, le président de la Fed rappelle que l'idée était de « faciliter le financement de l'achat » de titres pour pallier le manque de liquidité sur les marchés (Federal Open Market Committee, 2020c). Le montant de ces opérations est sans précédent : la Fed introduit deux opérations de repo de 500 milliards de dollars sur 3 mois (le 12 et le 13 mars) et une autre opération de 500 milliards de dollars sur un mois (Federal Reserve Bank of New York, 2020d). Et elle annonce que des opérations de 500 milliards de dollars sur 3 mois et sur 1 mois seront proposées chaque semaine pour le reste du mois (*ibid*).
- 19 Mais la participation à ces opérations n'est pas au rendez-vous⁶. Le président de la Fed affirmera que cette faible participation aura permis de tirer une leçon : « ce que nous avons appris c'est que nous devons y aller directement plutôt que d'essayer de passer par l'intermédiaire des dealers » (Federal Open Market Committee, 2020c). En bref, plutôt que de chercher à inciter les dealers à acheter des bons du Trésor en agissant sur leurs conditions de financement, mieux vaut acheter les titres directement. Le 15 mars, le FOMC annonce ainsi un rachat de bons du Trésor pour au moins 500 milliards de dollars afin « de soutenir le bon fonctionnement du marché des bons du Trésor » (Federal Open Market Committee, 2020a, p. 11). Mais le rythme des rachats de la Fed s'accélère au point de pousser la Fed à racheter plus de la moitié du montant (275 milliards) initialement prévu en l'espace de 5 jours. Le 23 mars, la Fed annonce qu'elle continuera à racheter des bons du Trésor « pour des montants nécessaires au bon fonctionnement des marchés » (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020c). Autrement dit, la Fed supprime sa limite de quantité et s'engage à racheter autant de bons du Trésor qu'il faudra pour stabiliser les marchés. Cette décision témoigne de l'ampleur de l'intervention de la Fed : il s'agit tout bonnement d'une première puisque les programmes de rachat d'actifs précédents (QE 1 / 2 / 3) étaient subordonnés à des objectifs de quantité.

Figure 2. Portefeuille de bons du Trésor de la Fed (en milliards de dollars)



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

- 20 Entre le 15 mars et le 22 avril, la Fed a racheté plus de 1 300 milliards de dollars de bons du Trésor. En comparaison, la Fed avait acheté 300 milliards de bons du Trésor sur 1 an pour QE 1, 1 600 milliards sur 8 mois pour QE 2 et près de 800 milliards sur quasiment 2 ans pour QE 3. Cette intervention est donc sans commune mesure avec les programmes précédents de rachats d'actifs.
- 21 Enfin, la Fed a annoncé une modification temporaire du Supplementary Leverage Ratio le 1^{er} avril afin d'inciter les dealers à reprendre leurs activités de « market making » (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020e). Avec cette modification, les bons du Trésor et les réserves que les banques détiennent auprès de la banque centrale sont exclus du montant des actifs pris en compte dans le calcul du SLR. Les dealers pourraient donc laisser croître leur bilan en achetant des bons du Trésor sans augmenter leurs fonds propres. La Fed estime que cette modification s'apparente à une réduction temporaire des exigences de fonds propres de base (Tier 1) d'environ 2 % (*ibid*). Cette modification sera en vigueur jusqu'au 31 mars 2021.

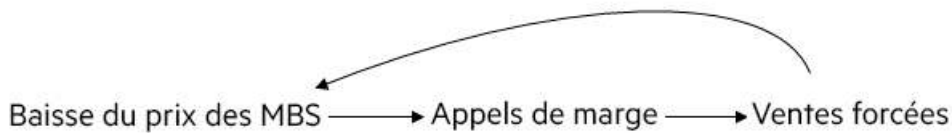
2.2. Interventions sur le marché des Mortgage-Backed Securities (MBS)

2.2.1. Ventes forcées et spirales de pertes autoentretenues

- 22 Les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) n'ont pas été épargnés par la « ruée vers le cash » décrite plus haut, et ce d'autant plus que le marché des MBS est le marché le plus liquide après celui des bons du Trésor. En faisant baisser leur prix, les ventes de MBS ont déclenché des spirales de pertes autoentretenues. Au cœur de ce processus, les Real Estate Investment Trusts (REITs) : ces fonds investissent essentiellement dans des MBS et dans d'autres actifs immobiliers. Et l'acquisition des MBS est généralement financée via des repos. Comme les MBS servent de collatéral dans les opérations de repo, les REITs ont fait face à des appels de marge lorsque leur prix a baissé. Afin de fournir l'argent demandé par les prêteurs, les REITs se sont mis à

vendre leurs actifs en catastrophe, ce qui déprime leur prix et donne lieu à des appels de marge supplémentaires.

Figure 3. Les REITs au cœur d'une spirale de liquidité



Source : auteur

- 23 Quatre REITs ont ainsi liquidé plus de 10 milliards de dollars de titres et cinq REITs ont déclaré qu'ils n'étaient pas en mesure de répondre aux appels de marge et sont rentrés en négociation avec leurs prêteurs (Bloomberg, 2020b). Au début du mois d'avril, bon nombre de REITs avaient perdu entre 70 % et 90 % de leur valeur de marché et suspendu ou reporté tout versement de dividendes (*ibid*).

2.2.2. Les interventions de la Fed

- 24 Les interventions sur le marché des MBS se sont faites en parallèle de celles sur le marché des bons du Trésor. Et comme pour les bons du Trésor, la Fed s'est initialement engagée à racheter un montant fixe de titres. Mais le 23 mars, la Fed renonce à ses limites quantitatives et annonce qu'elle rachètera des MBS « pour des montants nécessaires au maintien du bon fonctionnement » du marché (Federal Reserve Bank of New York, 2020e). Au final, la Fed a racheté 458,1 milliards de dollars de MBS sur la période qui s'étend du 16 mars au 13 avril. Encore une fois, ce programme de rachat d'actifs frappe de par son ampleur. À titre de comparaison, la Fed a racheté 1 250 milliards de dollars de MBS sur 16 mois pour QE 1. La Fed a fini par ralentir le rythme de ses rachats en avril suite à une amélioration notable du fonctionnement des marchés (Federal Open Market Committee, 2020d, p. 3).

3. Ruée vers le cash et dysfonctionnements de marchés

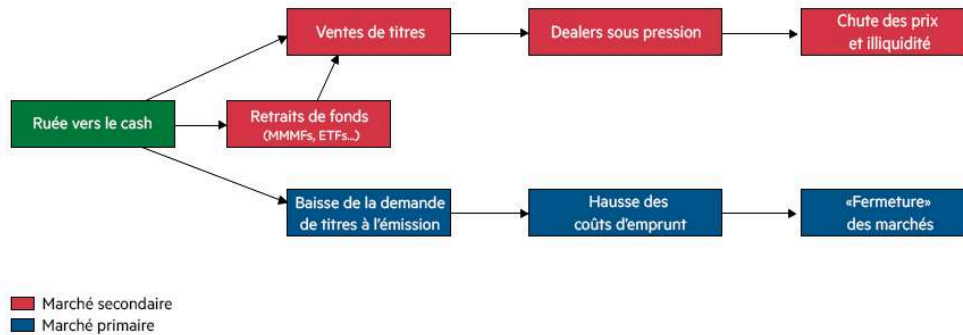
- 25 Bon nombre de marchés ont fait face à des dynamiques similaires à celles qu'on vient de décrire. Par souci de concision, nous proposons un schéma général qui s'applique aux différents marchés.

3.1. Schématisation des dynamiques à l'œuvre

- 26 La « ruée vers le cash » a produit des effets sur les marchés primaires (de l'émission) et sur les marchés secondaires (de l'occasion).
- 27 Pour récupérer de la monnaie, les investisseurs vendent massivement leurs titres et retirent l'argent qu'ils ont placé auprès de fonds d'investissement. Pour faire face à ces retraits, les fonds vendent à leur tour des titres. Mais comme les dealers ont du mal à absorber tous ces ordres de vente, les prix des titres se mettent à chuter et les marchés secondaires deviennent illiquides. En parallèle, les émetteurs voient leur coût

d'emprunt augmenter sur les marchés primaires. Avec une moindre appétence pour le risque, les investisseurs exigent un rendement supérieur pour acheter les titres nouvellement émis. Dans les cas extrêmes, les marchés primaires cessent tout simplement de fonctionner quand les emprunteurs renoncent à émettre des titres pour éviter de voir leur coût d'emprunt grimper.

Figure 4. Ruée vers le cash et dysfonctionnements de marchés



Source : auteur

3.2. De l'importance de la section 13 (3) du Federal Reserve Act

- 28 La Fed a donc dû intervenir pour remédier à ces dysfonctionnements. Mais les institutions financières et les marchés en question sont en dehors du champ d'intervention « conventionnel » de la banque centrale (le système bancaire).
- 29 La Fed fait en effet face à des limitations statutaires : ses statuts déterminent à qui elle peut prêter, selon quelles conditions et pour combien de temps. En 2008, la section 13 (3) du Federal Reserve Act a été invoquée pour autoriser la Fed à intervenir auprès d'agents non bancaires via des facilités d'urgence, créées à l'occasion et sur mesure. Ces facilités étaient structurées de la sorte : la Fed crée un véhicule ad hoc (Special Purpose Vehicle) auquel elle prête pour qu'il puisse effectuer diverses transactions qui sortent de son périmètre d'intervention. Et le Trésor apporte les fonds propres du SPV pour que la Fed n'assume pas de risque de crédit (qu'elle soit protégée d'éventuelles pertes). La Fed a procédé de la même manière pour la majorité des facilités mises en place pour faire face à la crise de la covid.

3.3. Le retour des facilités de crédit et de liquidité

- 30 En moins d'une semaine, la Fed a réactivé des facilités qu'elle avait progressivement mises en place au cours de l'année 2008. Mais à partir du 23 mars 2020, la Fed se met à innover par rapport à l'expérience de 2007-2008 en créant de nouvelles facilités.
- 31 Pour rétablir des conditions normales de liquidité sur les marchés secondaires, la Fed a deux options. Elle peut inciter les dealers à se remettre à « faire les marchés » en leur prêtant (à des conditions avantageuses) pour qu'ils rachètent ces actifs. C'est le cas de la Primary Dealer Credit Facility et de la Money Market Mutual Fund Liquidity Facility qui sont réactivées le 17 et le 18 mars. La Fed peut également contourner les dealers en rachetant directement les titres. Ce faisant, elle endosse le rôle de « dealer » en dernier

ressort (Mehrling, 2011). Avec la création de la Secondary Market Corporate Credit Facility, la Fed s'est ainsi mise à racheter des obligations d'entreprise.

- 32 Pour permettre aux émetteurs de continuer à se financer sur les marchés primaires, la Fed peut également intervenir directement ou indirectement. Dans le premier cas, elle achète simplement des titres à l'émission, à un taux généralement supérieur à celui en vigueur sur le marché. La Fed devient donc un « prêteur en dernier ressort » sur certains marchés : les émetteurs peuvent se tourner vers elle s'ils ne trouvent pas d'investisseurs prêts à leur prêter pour un taux inférieur à celui qu'elle propose. Avec la Commercial Paper Funding Facility, la Primary Market Corporate Credit Facility et la Municipal Liquidity Facility, la Fed a endossé ce rôle pour les marchés du Commercial Paper, des obligations d'entreprises et des titres municipaux (émis par les Etats et gouvernements locaux). Mais la Fed peut aussi agir indirectement en prêtant à des investisseurs pour qu'ils achètent des titres à l'émission. C'est le cas de la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) qui vise à soutenir le marché des titres adossés à des créances (Asset-Backed Securities).

Tableau 1. Les facilités mises en place pour faire face à la crise de la covid

Image 10009290000497700003D750A792C11C7D13C98.emf

Les facilités mises en place pour faire face à la crise de la COVID-19				
Nom	Nouvelle facilité	Description	Montant maximum (dollars)	Montant utilisé (dollars)
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	Non	La Fed endosse le rôle de "prêteur en dernier ressort" sur le marché du Commercial Paper	Sans limite	4,2 milliards (30/06/2020)
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	Non	La Fed incite les dealers à se remettre à "faire les marchés" (a)	Sans limite	38,4 milliards (14/04/2020)
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)	Non	La Fed incite les dealers à racheter les actifs que les fonds du marché monétaire (MMMFs) liquident pour faire face à leurs retraits (b)	Sans limite	51 milliards (14/04/2020)
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	Non	La Fed prête à des investisseurs pour qu'ils achètent des titres adossés à des créances (Asset-Backed Securities) à l'émission.	100 milliards	1,6 milliards (31/07/2020)
Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)	Oui	La Fed endosse le rôle de "prêteur en dernier ressort" sur le marché des obligations d'entreprises (c)	500 milliards	-
Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)	Oui	La Fed endosse le rôle de "dealer" en dernier ressort sur le marché des obligations d'entreprises (d)	250 milliards	12,2 milliards (31/07/2020)
Municipal Liquidity Facility (MLF)	Oui	La Fed endosse le rôle de "prêteur en dernier ressort" sur le marché des titres municipaux	500 milliards	1,2 milliards (31/07/2020)

Notes:

(a) Marchés concernés: bons du Trésor, titres d'agences fédérales, agency MBS, obligations d'entreprises notées "Investment Grade" (AAA à BBB), commercial paper, titres municipaux, produits titrisés (tranches AAA des Commercial MBS, CLOs et CDOs), titres d'agences internationales, actions

(b) Essentiellement du Commercial Paper, des certificats de dépôt et des titres municipaux

(c) Achat d'obligations d'entreprises notées IG ou qui étaient notées IG jusqu'au 22 mars et qui ont vu leur note baisser à BB-/Ba 3 par la suite (les "anges déchus")

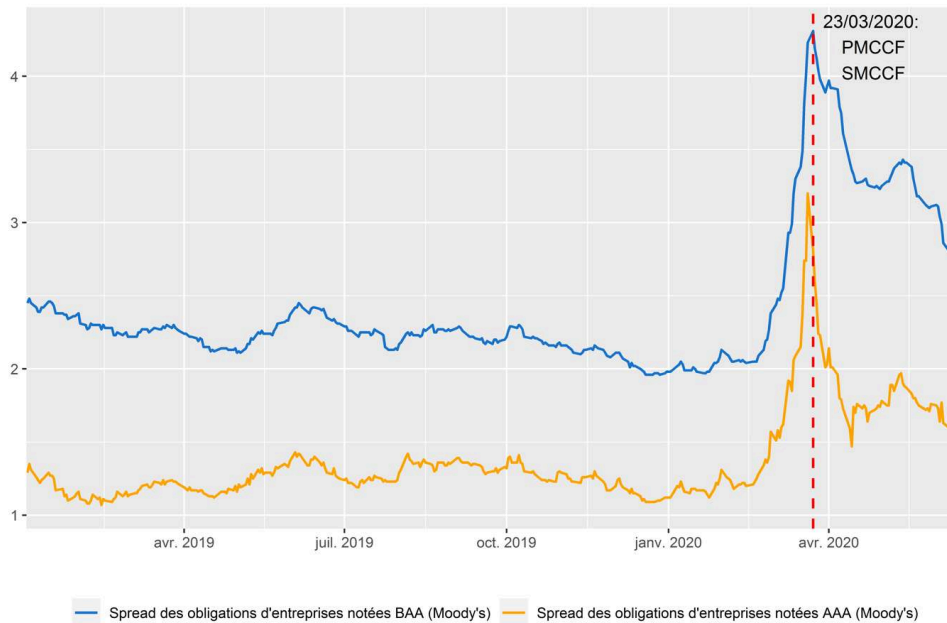
(d) Rachat d'obligations d'entreprises notées IG ou d'anges déchus et d'ETFs (Exchange Traded Funds) qui fournissent une exposition au marché des obligations d'entreprise

Sources: auteur, Board of Governors of the Federal Reserve System

- 33 Le tableau 1 fournit une brève description des facilités mises en place pour pallier les dysfonctionnements de marchés. Ces facilités ont été relativement peu utilisées mais leur simple annonce a souvent suffi à produire les effets escomptés⁷. Les conditions de liquidité et d'emprunt se sont ainsi progressivement normalisées sur les différents marchés.

- 34 À titre illustratif, l'annonce de la création de la SMCCF a eu un effet immédiat sur les spreads des obligations Investment Grade (IG), comme on peut le voir sur la figure suivante.

Figure 4. Impact de l'annonce de la SMCCF sur les spreads des obligations Investment Grade



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

- 35 Haddad, Moreira, et Muir (2020, p. 4) estiment ainsi que l'annonce a fait grimper le prix des obligations IG de 7 %. Les retraits des fonds exposés aux obligations d'entreprises et des ETFs diminuent également suite à l'annonce et font même place à des afflux à la mi-avril (Federal Reserve Bank of New York, 2020c).

4. La Fed au secours des PME

- 36 En plus de ces interventions, la Fed met en place un programme et une facilité pour venir en aide aux petites et moyennes entreprises. Le 9 avril, la Fed annonce la création de la Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF) et du Main Street Lending Program.
- 37 Le plan de relance de 2 200 milliards de dollars promulgué le 27 mars (le CARES Act) a instauré un programme destiné aux entreprises de moins de 500 salariés. Avec le Paycheck Protection Program (PPP), les PME peuvent contracter un prêt garanti par l'État auprès d'institutions financières. Et ces prêts sont convertibles en subventions si l'entreprise utilise la somme empruntée pour payer ses salariés, son loyer, ses intérêts sur hypothèque ou d'autres charges de fonctionnement. La facilité qui est créée le 9 avril (PPPLF) vise à rendre ce dispositif attractif pour les prêteurs. Elle permet aux institutions financières qui octroient des prêts dans le cadre du PPP d'obtenir un financement à terme à bas coût (0,35 %) auprès de la Fed (Federal Reserve Bank of New York, 2020b). Ce qui est particulièrement intéressant pour les petites institutions financières qui sont les plus à même d'accorder ces prêts où on en a le plus besoin et

qui ont des coûts de financement plus élevés que les grosses banques sans avoir accès à la Fed (*ibid*). Au 30 juin, le montant des avances accordées via la PPPLF s'élevait à 68,2 milliards de dollars (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020f, p. 7).

- 38 Mais la Fed a été plus loin en créant son propre programme de prêt pour les entreprises qui sont trop grandes pour participer au PPP et trop petites pour émettre des obligations achetées par la PMCCF (Rosengren, 2020). Le Main Street Lending Program a pour but d'encourager les banques à prêter aux entreprises de taille moyenne. La logique du programme est simple : la Fed finance un SPV qui rachète entre 85 et 95 % des prêts accordés par les banques qui participent au programme. Les banques peuvent donc prêter en sachant qu'elles n'auront pas à garder les créances dans leurs bilans. Ce programme est certainement le plus original de tous ceux que la Fed a mis en œuvre pour faire face à la crise de la covid. Mais son caractère inédit a rendu son implémentation particulièrement difficile. En effet, contrairement aux titres que la Fed a l'habitude de racheter, les prêts ne sont pas standardisés. Le champ d'application du programme et les caractéristiques propres aux différentes facilités ont donc été modifiés à plusieurs reprises. Mais malgré toutes ces évolutions, il semble que le programme soit peu utilisé. Alors qu'il est prévu que la Fed puisse aller jusqu'à 600 milliards de dollars de rachats, elle n'a racheté que pour 76,8 milliards de dollars de prêts au 27 juillet (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020g). Cette faible utilisation a été expliquée par des conditions d'emprunt trop contraignantes (montant minimum et taux d'intérêt trop élevés, échéance trop courte), une prise de risque trop importante pour les prêteurs (qui doivent garder 5 % des prêts dans leur bilan) ou une lente montée en puissance due à la complexité du programme (New York Times, 2020 ; Wall Street Journal, 2020b).

5. La dimension internationale de la crise

- 39 Nous avons jusqu'ici fait abstraction des interventions de la Fed qui ne se limitent pas au cadre de l'économie américaine. Et dans ce domaine aussi, la Fed a à la fois consolidé ses acquis de 2008-2009 et innové.

5.1. Extension des *swap lines*

- 40 La situation de « pénurie internationale du dollar » que le monde a connue en 2008 s'est répétée en mars 2020. Bon nombre d'institutions étrangères ont en effet cherché à obtenir des dollars au moment où les prêteurs se retiraient des marchés, ce qui a entraîné un durcissement des conditions du financement en dollar. La demande de dollar des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et fonds de pension) d'Asie du Sud Est n'a cessé de croître ces dernières années (Committee on the Global Financial System, 2020, p. 24). En raison des taux bas ou négatifs dans leurs juridictions, ces institutions empruntent des dollars (sur le marché des swaps de change) pour acheter des titres américains qui offrent un rendement supérieur⁸. Et comme les banques européennes qui étaient au cœur de la tourmente en 2008-2009, ces institutions doivent régulièrement faire rouler leur dette parce qu'elles empruntent à court terme (environ 3 mois) pour acheter des titres de long terme. La demande de dollar des banques et des entreprises étrangères était également importante au moment où les prêteurs ont réduit leur activité.

- 41 Comme la situation risquait d'avoir des répercussions sur l'économie américaine, la Fed a dû redonner le rôle de prêteur en dernier ressort international. Ces tensions auraient en effet pu pousser certaines institutions à liquider leurs actifs au rabais, ce qui aurait accentué les dysfonctionnements de certains marchés (bons du Trésor, obligations d'entreprises...). Les banques étrangères jouent par ailleurs un rôle important dans la distribution de crédit aux États-Unis (Federal Reserve Bank of New York, 2020a). Le 15 mars, la Fed annonce que (i) le coût d'emprunt sur les lignes de swaps permanentes est abaissé de 0,25 % et (ii) qu'il sera désormais possible d'emprunter à 84 jours en plus des opérations habituelles à une semaine⁹ (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020a). Le 19 mars, les lignes de swaps temporaires de 2008 sont rétablies (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020b). Avec un pic de 448 milliards de dollars empruntés le 27 mai, les *swap lines* sont les facilités qui ont été les plus utilisées¹⁰. Ce niveau baisse ensuite à mesure que les conditions de financement en dollar s'améliorent. À titre de comparaison, un pic avait été atteint en décembre 2008 avec environ 580 milliards de dollars tirés.

5.2. FIMA Repo Facility

- 42 Mais la majorité des banques centrales sont exclues de ces accords. L'exemple de la Chine est certainement le plus parlant : la banque centrale chinoise ne bénéficie pas d'une ligne de swap alors que ses banques ont emprunté plus de 1 000 milliards de dollars¹¹ (Aldasoro, Ehlers & McGuire, 2020, p. 2). Comme elles n'ont pas d'accès direct à la Fed, ces banques centrales risquent de liquider une partie de leurs bons du Trésor américain pour fournir des dollars aux banques de leur juridiction. Pour l'éviter et pour assurer « le bon fonctionnement du marché des bons du Trésor », la Fed met en place la FIMA Repo facility le 31 mars (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020d). Cette facilité permet aux banques centrales d'obtenir des dollars auprès de la Fed en mettant en pension leurs bons du Trésor. Mais cette facilité n'a presque jamais été utilisée, ce que certains expliquent par un coût d'emprunt trop élevé (Pozsar, 2020).

Conclusion : l'accélération d'un processus amorcé en 2008

- 43 Nous sommes désormais en mesure de tirer un bilan provisoire concernant la politique menée par la Fed pour faire face à la crise de la covid. À ce stade, on peut affirmer que les mesures de la Fed ont permis d'éviter un effondrement du système financier américain : la crise économique n'a pas débouché sur une crise financière. La vitesse et l'ampleur de la réponse sont sans précédent. En l'espace de huit jours, la Fed relance des programmes de rachats d'actifs sans limite et réactive une série de facilités qu'elle avait progressivement mis en place au cours de l'année 2008. Puis la Fed va plus loin en étendant son périmètre d'intervention pour soutenir les sociétés non financières, les États fédéraux et les gouvernements locaux. Cette avancée tient avant tout à la nature de la crise, qui frappe d'abord l'économie « réelle ».
- 44 Bien que ces interventions soient dictées par la nécessité, elles risquent d'accentuer le processus de remise en question du rôle des banques centrales qui a été amorcé en 2008. Les programmes de rachat d'actifs ont permis de stabiliser des marchés dysfonctionnels mais ils soulèvent une question de fond. Quel est l'intérêt d'institutions

(les dealers) qui « font les marchés » en temps normal en réalisant des profits... mais qui sont incapables d'assurer leur rôle au moment où on en a le plus besoin ? Si la banque centrale doit intervenir en période de crise pour se substituer aux marchés, pourquoi ne pas basculer vers un système administré en temps normal ? De 1942 à 1951, la Fed a ainsi fixé les taux auxquels empruntait le Trésor à court comme à long terme (Garbade, 2020). Il en va de même pour les programmes destinés aux entreprises. Si la Fed prête directement à certaines entreprises et qu'elle cherche à favoriser les conditions de financement d'autres entreprises durant la crise... alors pourquoi ne pas en faire autant en temps normal ? Pourquoi ne pas chercher à avoir un impact sur l'allocation de crédit afin de favoriser certains secteurs ?

- 45 Nous comprenons donc que le président de la Fed s'inquiète qu'on puisse vouloir utiliser « ces pouvoirs plus fréquemment, plutôt que seulement dans des situations d'urgence graves comme celle-ci » (Time, 2020). À vrai dire, des propositions qui vont dans ce sens ont déjà été formulées. Un économiste de renom a ainsi récemment proposé de faire rentrer les achats et les ventes d'obligations d'entreprises dans les attributions permanentes de la Fed (McCauley, 2020). Le processus de remise en question a donc déjà commencé...

BIBLIOGRAPHIE

Aldasoro I., Ehlers T. & P. McGuire (2020), « Global Banks' dollar funding needs and Central Bank swap lines », *BIS Bulletin*, n° 27. URL : <https://www.bis.org/publ/bisbull27.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Bloomberg (2020a), Foreign Central Banks sell \$ 109 billion of treasuries in March, 2 avril. URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-02/foreign-central-banks-sell-109-billion-of-treasuries-in-march> [consulté le 14/03/2021]

Bloomberg (2020b), After \$ 50 Billion of losses, no one comes to save the mortgage market, 3 avril. URL : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-03/no-one-comes-to-save-mortgage-market-with-50-billion-of-losses> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020a), Coordinated Central Bank action to enhance the provision of U.S. Dollar liquidity. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315c.htm> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020b), Federal Reserve announces the establishment of temporary U.S. dollar liquidity arrangements with other central banks. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020c), Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020d), Federal Reserve announces establishment of a temporary FIMA Repo Facility to help support the smooth functioning of

financial markets. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200331a.htm> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020e), Regulatory Capital rule: temporary exclusion of U.S. treasury securities and deposits at Federal Reserve Banks from the supplementary leverage ratio. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20200515a1.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020f), Periodic report: update on outstanding lending facilities authorized by the board under section 13(3) of the Federal Reserve Act, 9 juillet. URL : <https://www.federalreserve.gov/publications/files/mlf-ppplf-pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-7-10-20.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020g), Periodic report: update on outstanding lending facilities authorized by the board under section 13(3) of the Federal Reserve Act, 5 août. URL : <https://www.federalreserve.gov/publications/files/mself-msnlf-msplf-20200806.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Business Insider (2020), The entire US yield curve plunged below 1% for the first time ever. Here's why that's a big red flag for investors, 9 mars. URL : <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/us-treasury-yield-curve-below-1-percent-red-flag-investors-2020-3-1028975968> [consulté le 14/03/2021]

Committee on the Global Financial System (2020), « US Dollar funding: an international perspective », *CGFS Papers*, n° 65. URL : <https://www.bis.org/publ/cgfs65.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Duffie D. (2018), « Post-Crisis bank regulations and financial market liquidity », Baffi Lecture on Money and Finance, Banca d'Italia, septembre 2017. URL : <https://www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieBaffiLecture2018.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Federal Open Market Committee (2020a), Minutes of the Federal Open Market Committee, March 15. URL : <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20200315.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Federal Open Market Committee(2020b), Transcript of Chair Powell's press conference, 3 mars. URL : <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20200303.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Federal Open Market Committee(2020c), Transcript of Chair Powell's press conference call, 15 mars. URL : <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20200315.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Federal Open Market Committee(2020d), Transcript of Chair Powell's press conference, 29 avril. URL : <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20200429.pdf> [consulté le 14/03/2021]

Federal Reserve Bank of New York (2020a), « How fed swap lines supported the U.S. corporate credit market amid covid-19 Strains », *Liberty Street Economics*. URL : <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/06/how-fed-swap-lines-supported-the-us-corporate-credit-market-amid-covid-19-strains.html> [consulté le 14/03/2021]

Federal Reserve Bank of New York (2020b), « The paycheck protection program liquidity facility (PPPLF) », *Liberty Street Economics*. URL : <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-paycheck-protection-program-liquidity-facility-ppplf.html> [consulté le 14/03/2021]

Federal Reserve Bank of New York (2020c), « The primary and secondary market corporate credit facilities », *Liberty Street Economics*. URL : <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-primary-and-secondary-market-corporate-credit-facilities.html> [consulté le 14/03/2021]

Federal Reserve Bank of New York (2020d), Statement regarding treasury reserve management purchases and repurchase operations. URL : https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200312a [consulté le 14/03/2021]

Federal Reserve Bank of New York (2020e), Statement regarding treasury securities and agency mortgage-backed securities operations. URL : https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200323 [consulté le 14/03/2021]

Financial Times (2020a), US 10-year yield falls below 1% for first time, 3 mars. URL : <https://www.ft.com/content/1e81644c-5d7f-11ea-8033-fa40a0d65a98> [consulté le 14/03/2021]

Financial Times (2020b), US bond market volatility hits highest level since 2009, 16 mars. URL : <https://www.ft.com/content/a8cb729e-6772-11ea-a3c9-1fe6fedcca75> [consulté le 14/03/2021]

Financial Times (2020c), Asset managers rocked by record bond fund outflows, 20 mars. URL : <https://www.ft.com/content/30e8928e-6a33-11ea-800d-da70cff6e4d3> [consulté le 14/03/2021]

Financial Times (2020d), 'Great liquidity crisis' grips system as banks step back, 23 mars. URL : <https://www.ft.com/content/bd3c0ccc-6ce8-11ea-9bca-bf503995cd6f> [consulté le 14/03/2021]

Garbade K.D. (2020), « Managing the treasury yield curve in the 1940s », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 913. URL : https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr913.pdf [consulté le 14/03/2021]

Goodhart C. (2011), « The changing role of central banks », *Financial History Review*, vol. 18, n° 2, p. 135-154. URL : <https://doi.org/10.1017/S0968565011000096> [consulté le 14/03/2021]

Haddad V., Moreira A. & T. Muir (2020), « When selling becomes viral: disruptions in debt markets in the covid-19 crisis and the fed's response », *NBER Working Paper Series*, n° 27168. URL : https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27168/w27168.pdf [consulté le 14/03/2021]

McCauley R. (2020), « The Federal Reserve needs the power to buy corporate bonds », *VoxEU.org*. URL : <https://voxeu.org/article/federal-reserve-needs-power-buy-corporate-bonds> [consulté le 14/03/2021]

Mehrling P. (2011), *The New Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort*, Princeton, Princeton University Press.

New York Times (2020), Big banks aren't embracing fed's main street loan program, 8 juillet. URL : <https://www.nytimes.com/2020/07/08/business/economy/federal-reserves-lending-coron.html> [consulté le 14/03/2021]

Papadamou S., Fassas A. P., Kenourgios D. & D. Dimitriou (2021), « Flight-to-quality between global stock and bond markets in the covid era », *Finance Research Letters*, vol. 38, p. 101852. URL : <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101852> [consulté le 14/03/2021]

Powell J. (2015), Structure and liquidity in treasury markets: remarks given at the Brookings Institution, Washington, DC, 3 août. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20150803a.htm> [consulté le 14/03/2021]

- Pozsar Z. (2019a), « Global Money Notes #21: it's time to use the exorbitant privilege », *Credit Suisse*.
- Pozsar Z. (2019b), « Global Money Notes #22: collateral supply and o/n rates », *Credit Suisse*.
- Pozsar Z. (2019c), « Global Money Notes #23: the revenge of the plumbing », *Credit Suisse*.
- Pozsar Z. (2020), « Global Money Notes #29: U.S. dollar libor and war finance », *Credit Suisse*.
- Quarles R. K. (2020), What Happened? What Have We Learned From It? Lessons from COVID-19 Stress on the Financial System: a speech at the Institute of International Finance, Washington, DC, 15 octobre. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/quarles20201015a.pdf> [consulté le 14/03/2021]
- Rosengren E.S. (2020), The Main Street Lending Program and Other Federal Reserve Actions: remarks to the new England council, boston, Massachusetts, 19 mai. URL : <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Speeches/PDF/2020/0519-text.pdf> [consulté le 14/03/2021]
- Schrimpf A., Shin H.S. & V. Sushko (2020), « Leverage and margin spirals in fixed income markets during the covid-19 crisis », *BIS Bulletin*, n° 2. URL : <https://www.bis.org/publ/bisbull02.pdf> [consulté le 14/03/2021]
- Setser B. (2020), How Asia's life insurers could "shelter-in-place", *Follow the Money*. URL : <https://www.cfr.org/blog/how-asias-life-insurers-could-shelter-in-place> [consulté le 14/03/2021]
- Time (2020), How Jay Powell's coronavirus response is changing the Fed forever, June 11. URL : <https://time.com/5851870/federal-reserve-coronavirus/> [consulté le 14/03/2021]
- Tooze A. (2018), *Crashed: how a decade of financial crises changed the World*, London, Penguin.
- Wall Street Journal (2020a), Hedge funds hit by losses in 'Basis Trade', 19 mars. URL : <https://www.wsj.com/articles/hedge-funds-hit-by-losses-in-basis-trade-11584661202> [consulté le 14/03/2021]
- Wall Street Journal (2020b), 'Main Street' program is too stingy to banks and borrowers, 20 juillet. URL : <https://www.wsj.com/articles/main-street-program-is-too-stingy-to-banks-and-borrowers-11595284266> [consulté le 14/03/2021]
- Younger J., St John H. & M. Salem (2020a), « When market risk meets operational risk », *J.P. Morgan.com*.
- Younger J., St John H. & M. Salem (2020b), « All eyes on Treasury futures basis », *J.P. Morgan.com*.

NOTES

1. L'Arabie Saoudite a par exemple un régime de change fixe avec un ancrage au dollar. Afin de maintenir le taux de change du riyal, la banque centrale a ainsi pu vendre du dollar contre sa propre monnaie.
2. Dans le cas présent, les *hedge funds* empruntaient jusqu'à 50 fois leur mise, l'acquisition du bon du Trésor étant financée par un repo (repurchase agreement).
3. La clôture d'une position sur le marché des futures se fait généralement en prenant une position opposée. Ces actions ont donné lieu à une spirale de pertes auto-entretenu : les appels de marge poussent à liquider des bons du Trésor et à racheter des futures pour clôturer la position, ce qui génère de nouvelles pertes et de nouveaux appels de marge... (Schrimpf, Shin & Sushko, 2020).

4. Les investisseurs étrangers achètent souvent des bons du Trésor en cherchant à se couvrir contre le risque de change. La hausse des taux courts aurait augmenté le coût de la couverture et rendu l'achat de bons du Trésor avec couverture relativement peu attractif (Pozsar, 2019a).
 5. Le SLR exige que les banques détiennent un certain niveau de fonds propres de base (Tier 1) par rapport à une mesure de leur exposition totale (qui comprend le total de ses actifs et certaines expositions hors-bilan). Les banques américaines d'une certaine taille doivent maintenir un ratio supérieur à 3 % tandis que les banques désignées comme « global systemically important banks » (G-SIBs) par le FSB doivent maintenir un ratio supérieur à 5 %. Le SLR ne distingue pas les actifs selon leur risque (contrairement aux ratios de fonds propres qui rapportent le niveau des fonds propres aux actifs pondérés par les risques).
 6. Certains analystes expliquent cette faible participation par les contraintes réglementaires évoquées plus haut : agir sur le financement des dealers a peu d'impact s'ils ne peuvent s'endetter plus du fait d'une contrainte en capital (SLR).
 7. Nous avons reporté les montants utilisés au pic de l'utilisation de chaque facilité. Nous ne disposons pas encore d'information pour la PMCCF à la fin du mois d'août.
 8. Selon Setser (2020), les compagnies d'assurance asiatiques détiennent entre 1500 et 2000 milliards de dollars d'obligations étrangères. La majorité de ces titres serait libellée en dollars.
 9. La Fed a mis en place des lignes de swap temporaires avec 14 banques centrales durant la crise de 2008-2009. En 2013, la Fed et 5 autres banques centrales (BCE, Bank of Canada, Bank of Japan, Bank of England, Swiss National Bank) annoncent la conversion de leurs lignes de swaps en accords permanents.
 10. Voir <https://fred.stlouisfed.org/series/SWPT>
 11. Tooze (2018) revient à plusieurs reprises sur le caractère politique des lignes de swap.
-

RÉSUMÉS

Cet article se propose d'analyser l'ensemble des mesures prises par la Fed pour faire face à la crise de la covid-19. Pour expliquer l'action de la Fed, nous replaçons ses interventions dans leur contexte en tenant compte des problèmes qu'elle a cherché à résoudre. Dans un premier temps, la Fed a abaissé son taux directeur à deux reprises pour le ramener à zéro. À la mi-mars, plusieurs marchés cruciaux sont devenus dysfonctionnels. La Fed a donc repris ses programmes de rachats d'actifs et rétabli des facilités de crédit et de liquidité qu'elle avait mis en place en 2008. Puis elle a étendu son champ d'intervention en créant de nouvelles facilités. Ces mesures ont permis d'éviter un effondrement du système financier américain. Mais elles risquent d'accroître le processus de remise en question du rôle des banques centrales.

This paper analyzes the measures taken by the Fed to deal with the covid-19 crisis. To explain the Fed's interventions, we put them in their context by considering the problems it sought to solve. The Fed started by lowering its target rate to bring it back to the zero lower bound. In mid-March, several crucial markets became dysfunctional. Consequently, the Fed resumed its large-scale asset purchase programs and restored several credit and liquidity facilities introduced in 2008. It then expanded the scope of its interventions by creating new facilities. These measures prevented a collapse of the U.S. financial system. But they are likely to intensify the challenge faced by central banks concerning their role.

Este artículo se propone analizar el conjunto de medidas adoptadas por la FED para hacer frente a la crisis de la covid-19. Para explicar las acciones de la FED, nosotros resituamos las intervenciones en su contexto teniendo en cuenta los problemas que ella busco resolver. En un primer tiempo la FED bajo su tasa en dos momentos para hacerla acercar a cero. A mediados de marzo 2020,icjos mercados estratégicos se convirtieron en disfuncionales.LA FED entonces retomó sus programas de compras de activos y restableció las facilidades del crédito y de liquidez que ella había puesto en marcha en 2008. Después ella extendió su campo de intervención creando nuevas facilidades. Estas medidas han permitido evitar el derrumbe del sistema financiero norteamericano. Pero ellas corren el riesgo de acentuar el proceso de puesta en cuestión del papel de los bancos centrales.

INDEX

Mots-clés : covid-19, Fed, politique monétaire, crise

Palabras claves : covid-19, FED, política monetaria, crisis

Keywords : covid-19, Fed, monetary policy, crisis

AUTEUR

RUDY BOUGUELLI

Centre d'Économie de Paris Nord (CEPN), Université Sorbonne Paris Nord ;
bouguelli.rudy@gmail.com