

La politique de la Réserve Fédérale en août 2007 : questions fréquentes (mises à jour)

Stephen Cecchetti

15 août 2007

Version corrigée du billet paru le 13 août sur Vox.eu

Commençons par décrire les faits : Jeudi 9 août 2007 le Bureau des Opérations d'Open Market de la Réserve Fédérale (« le Bureau ») a injecté 24 milliards de dollars dans le système bancaire américain. Ceci a été fait en deux opérations, une à 8h25 puis une seconde 70 minutes plus tard à 9h35 (1). Vendredi 10 août 2007, le Bureau est intervenu trois fois sur le marché (à 8h25, 10h55 et 13h50), injectant un total de 38 milliards de dollars. Au début de cette semaine, l'activité semblait être redevenue normale avec une injection de 2 milliards de dollars Lundi et aucune activité Mardi.

Ces interventions de la Réserve Fédérale ont eu lieu immédiatement après que la Banque Centrale Européenne (BCE) à Francfort en Allemagne ait réalisé deux injections encore plus importantes. Le Jeudi matin, la BCE avait réalisé une injection de presque 95 milliards d'euros (130 milliards de dollars) dans le système financier européen, suivie d'une autre opération légèrement moins importante de 61 milliards d'euros (83,6 milliards de dollars) le Vendredi. Les opérations continuèrent à ce rythme inhabituel en Europe après le week end, la BCE ajoutant 47,7 milliards d'euros (65,3 milliards de dollars) Lundi (13 août), puis en deux opérations 25 milliards d'euros (34,2 milliards de dollars) dans le système bancaire européen Mardi (2).

Comment est-ce que ça marche ? Quelle est la mécanique de ces opérations ?

Dans tous ces cas, les fonds ont été injectés dans le système bancaire en utilisant ce qu'on appelle des « opérations de rachat » ou « repos ». En voici une définition à *la Larousse* : une opération de rachat est un prêt à court terme assorti d'une garantie sur un bien, au cours duquel des titres sont échangées contre de la monnaie, les parties prenant l'engagement de faire l'échange inverse à un prix convenu d'avance à une date précise, qui peut intervenir dès le lendemain. Par exemple, une banque qui détient des obligations du Trésor peut avoir besoin de monnaie, tandis qu'un fonds de pension détient de la trésorerie dont il n'a pas besoin d'ici le lendemain. Dans un repo, la banque transfère ses bons du Trésor au fonds de pension contre de la monnaie, en prenant l'engagement de les reprendre au même prix – de les racheter – avec un taux d'intérêt le lendemain. En bref, la banque obtient un prêt pour la nuit et le fonds de pension gagne des intérêts. Le schéma ci-dessous explique le mécanisme.

Pour simplifier, il suffit de considérer qu'un repo est un prêt hypothécaire d'une durée de 24 heures. De la même façon que vous hypothéquez votre maison en garantie du prêt accordée par la banque, une institution financière hypothèque ses bons du Trésor contre des liquidités de la Réserve Fédérale.

Le Bureau de la Federal Reserve Bank de New York procède à des repos tous les matins (l'heure exacte varie). Les volumes sont normalement compris entre 2 et 20 milliards de dollars (3). La plupart sont débouclés le lendemain ; mais il n'est pas inhabituel de faire des repos allant jusqu'à 14 jours. Les 35 milliards de dollars du Vendredi 10 août 2007 étaient la plus grosse opération depuis celles qui ont suivi les attaques terroristes du 11 septembre 2001. Le record est de 81,25 milliards de dollars le 14 septembre 2001.

Comment la Fed paie-t-elle le repo ? Où trouve-t-elle l'argent ?

Il y a une différence importante entre un repo réalisé par deux institutions financières privées, et ce qui se passe lorsque la Fed intervient. Lorsqu'un fonds de pension procède à un repo avec une banque, le fonds transfère la trésorerie à la banque. Si l'on examine la trésorerie des deux entités, on constate que le niveau de trésorerie de l'une diminue (le fonds de pension) et que la trésorerie de l'autre augmente (la banque), la somme des deux variations étant égale à zéro. Lorsque la Fed procède à un repo, elle se contente de créditer le compte de réserve de la banque concernée en créant de la monnaie (quoique pour une durée très courte). Dit d'une autre manière, lorsque la Fed veut faire un repo, ou acheter quoi que ce soit d'autre d'ailleurs, elle peut simplement créer des engagements pour le faire. C'est un peu comme si l'on avait une carte de crédit sans plafond pour laquelle on ne reçoit jamais les factures.

Que se passe-t-il si les bons du Trésor utilisés dans le repo perdent de la valeur au cours de la nuit ?

Lorsque la Fed procède à un repo, la banque (ou l'intermédiaire financier) qui est la contrepartie s'engage à racheter les titres à un prix fixe quelle que soit l'évolution de leur cours sur le marché (4). C'est donc cette banque qui réalise un gain ou une perte en cas de baisse ou de hausse du cours. Le seul risque que court la Fed est de voir la contrepartie faire faillite durant la nuit et qu'elle ne puisse pas faire face à son engagement. Étant donné qu'il s'agit de très grosses banques, et de repos à très court terme, la probabilité d'un tel événement est incroyablement faible.

Ceci a-t-il un impact sur le déficit budgétaire du gouvernement ?

Non. Les opérations des banques centrales n'ont rien à voir avec la politique fiscale – les impôts du gouvernement fédéral, les dépenses et la politique de gestion de la dette – elles ne concernent que les taux d'intérêt et la quantité de réserves du système bancaire. La Réserve Fédérale est la banque du gouvernement fédéral – acceptant et procédant à des paiements, émettant des obligations lorsqu'il le lui demande, etc. – mais ils ne sont liés en aucune façon. (Je simplifie un peu, car il y a en réalité un lien ésotérique dont l'impact est quantitativement négligeable).

Si la Fed a 35 milliards de dollars pour aider le système financier, pourquoi ne peut-elle pas utiliser une partie de sa monnaie pour aider les pauvres ?

La Fed ne dépense pas son argent pour sauver des banques, des fonds spéculatifs ou des riches personnes en difficultés. Elle fait un prêt totalement garanti qui sera repayé le lendemain (ou la semaine suivante). Donc, les fonds qu'elle injecte aujourd'hui seront retirés presque immédiatement. Si, au lieu de cela, la Fed émettait 35 milliards de dollars en billets de 20 dollars et se mettait à les distribuer aux nécessiteux, ceci provoquerait une augmentation permanente de la quantité de monnaie en circulation. Plus de monnaie dans le long terme signifie des prix plus élevés – c'est-à-dire de l'inflation.

Qu'est-ce que la liquidité et pourquoi est-ce si important ?

La justification généralement avancée de ces grosses interventions est qu'il y a un manque de liquidités. Malheureusement, le terme liquidité peut avoir des significations différentes selon la personne qui l'emploie. Dans le glossaire de mon cours Money and Banking, je définis la

liquidité comme « la facilité avec laquelle un actif peut être converti en un moyen de paiement tel que la monnaie ». C'est-à-dire qu'un actif est liquide si il est facile d'en vendre de grandes quantités sans faire bouger les prix de marché. Lorsqu'une chose est illiquide, elle est difficile à vendre.

Les gens ne veulent pas acheter des choses difficiles à vendre. Si ils craignent qu'un bon du Trésor qu'ils envisagent d'acheter sera difficile ou cher à vendre, ils abaisseront le prix qu'ils sont prêts à payer, à supposer que quelqu'un veuille encore l'acheter. Pour que les marchés financiers puissent fonctionner, il doit être facile et bon marché d'acheter et de vendre des titres. Lorsque le marché devient illiquide, les marchés financiers cessent de fonctionner.

Cette forme de liquidité pourrait s'appeler « liquidité de marché » pour la distinguer de la « liquidité d'emprunt ». La liquidité d'emprunt est cette idée souvent évoquée dans les informations ces derniers temps. Vous avez peut-être entendu ou lu qu'il y avait « d'énormes quantités de liquidités disponibles dans le système ». Lorsqu'on dit cela, ce qu'on veut dire (je pense) c'est que l'offre de prêts est importante si bien qu'il est facile d'emprunter à des taux favorables. Dit autrement (et en jargonnant un peu), cela signifie que les primes de risque sont faibles et insensibles au bilan de l'emprunteur. C'est-à-dire que la prime de risque payée par l'emprunteur était faible et n'augmentait pas avec les sommes empruntées, bien qu'elles soient plus risquées.

La dernière fois que le marché est devenu plus illiquide qu'actuellement c'était en 1998. Il était alors difficile de vendre et d'acheter même des bons du Trésor américain – habituellement les titres financiers les plus liquides qui soient (5). Jusque là, les choses ne vont pas aussi mal qu'à l'époque, loin s'en faut. De fait, à quelques exceptions près, les marchés semblent toujours fonctionner normalement.

35 milliards de dollars, c'est beaucoup d'argent, non ?

Pour se faire une idée, il faut comprendre à quoi sont utilisés ces fonds. Lorsque la Fed injecte de la « monnaie » dans le système financier, elle crée des actifs dans les « comptes de réserves ». C'est là que va la monnaie. Les banques commerciales ont des comptes de réserves auprès de la Fed (vous et moi ne pouvons pas en avoir). Ce sont les comptes de dépôt des banques, à ceci près qu'ils ne rapportent aucun intérêt. Etant donné qu'ils ne rapportent aucun intérêt, les banques essaient de minimiser leur solde.

Les banques détiennent des réserves auprès de la Fed pour trois raisons principales : (1) C'est obligatoire. (2) Elles en ont besoin pour leur fonctionnement, afin de faire face aux demandes de retraits des clients et de payer d'autres banques. Et (3), par prudence ; les réserves sont un fonds de secours pour la banque – elles sont toujours disponible en cas de catastrophe.

Donc, est-ce que 35 milliards de dollars sont un montant important ? Voici quelques chiffres qui peuvent nous aider à répondre :

- (1) Le total des réserves du système bancaire américain durant les deux semaines se terminant le 1^{er} août 2007 a été en moyenne de 45 milliards de dollars, dont environ 12 milliards détenus sous forme de comptes de réserve auprès de la Réserve Fédérale. Le reste est détenu en espèces dans les coffres des banques – ça compte aussi.

(2) Les réserves en excès, au-delà du minimum exigé par la Fed, sont généralement inférieures à 2 milliards.

(3) Lors d'une journée moyenne, le total des transferts interbancaires est de 4000 milliards de dollars. Ceci inclut 1600 milliards de dollars de fonds transférés lors de l'achat et de la vente de diverses obligations (essentiellement des bons du Trésor US). (6)

En regardant ces chiffres, on constate tout d'abord que l'action de la Fed Vendredi a augmenté les réserves des banques de plus de 75 pour cent. Plus important, l'addition des 35 milliards de dollars a multiplié par 4 le montant des comptes de réserves. Ensuite, l'augmentation représente plus de 10 fois l'excès de réserves habituel (bien que, pour des raisons obscures, il est difficile de savoir exactement de combien cela augmentera les réserves excédentaires).

Enfin, il est tout à fait extraordinaire de voir qu'au cours d'une journée ordinaire, le système bancaire se contente de 12 milliards de dollars pour réaliser 4000 milliards de dollars de transactions. En moyenne, un dollar de réserves est utilisé 300 fois PAR JOUR. Ce système est très efficace – puisque les réserves ne rapportent aucun intérêt, les banques sont incitées à en avoir aussi peu que possible (c'est aussi pour cette raison que les réserves excédentaires sont aussi basses). Puisque les banques font cela tous les jours, elles savent bien le faire ; mais si elles utilisent les fonds de nombreuses fois par jour, dès que quelqu'un commence à séquestrer des réserves, il y a un risque de bloquer le système.

En conclusion, 35 milliards de dollars est un très gros chiffre – trois fois le montant normal des réserves. Pourquoi les banques en ont-elles eu besoin ?

Pourquoi les banques ont-elles eu besoin de cet argent ?

Il est facile de comprendre pourquoi la Fed a dû injecter 81,25 milliards de dollars le 14 septembre 2001 dans le chaos qui a suivi les attentats du 11 septembre. Puisque les gens ne pouvaient pas se rendre à leur bureau situé dans le quartier financier de New York, certaines très grosses banques étaient fermées. Ces banques pouvaient toujours recevoir des paiements venant d'autres banques, mais elles ne pouvaient émettre aucun paiement vers l'extérieur. Les fonds coulaient donc dans un petit nombre de très gros comptes de réserves, mais rien n'en sortait. Quelques banques siphonnaient le fluide vital du système financier.

La semaine dernière, l'événement déclencheur semble avoir été la baisse continue de certaines actions de prêts hypothécaires titrisés. Ces véhicules financiers regroupent un grand nombre de prêts hypothécaires dans une entité commune dont les actions sont ensuite vendues. Les détenteurs des actions reçoivent alors une quote-part des paiements des propriétaires immobiliers qui ont emprunté les fonds. Ces fonds créent une sorte d'assurance. De même que les assureurs automobiles savent prévoir quel pourcentage du parc assuré aura des accidents (sans pour autant connaître les individus qui provoqueront les sinistres), les fonds de prêts titrisés permettent aux investisseurs de prévoir le taux de défauts de paiement sur les prêts.

Il existe toutes sortes de fonds de prêts titrisés, mais ceux qui ont rencontré des difficultés sont dans le segment de marché dit des « subprimes ». Les emprunteurs subprime sont des gens qui ont une faible qualité de crédit et ne sont pas éligibles pour des prêts standards. Chacun sait

qu'il est risqué de prêter à ces gens. Et lorsque les choses sont risquées, parfois elles tournent mal. C'est ce qui s'est passé.

Mais pour l'instant les problèmes des subprimes sont relativement petits. Les pertes sont estimées à 35 milliards de dollars – ce qui équivaut à une baisse des cours à la bourse de 0,2 pour cent. (La semaine dernière, la bourse a perdu 1,5 pour cent, ce qui n'est pas inhabituel, et représente 7 fois la baisse prévue de valeur des prêts hypothécaires).

Ce qui s'est passé, c'est qu'un problème dans ce compartiment relativement petit du marché semble s'être propagé dans tout le marché. Lorsque les gens constatent qu'ils ont sous-estimé les risques à un endroit, ils commencent à se poser des questions sur leur aptitude à évaluer correctement les risques partout ailleurs.

Alors deux choses se produisent. Tout d'abord, le prix des actifs risqués chute. Le risque appelle une rémunération, et plus le risque est élevé plus la rémunération doit être élevée. Ensuite, les gens fuient les actifs dont le risque est difficile à évaluer et placent leur argent dans des actifs sécurisés – c'est ce que l'on appelle la « fuite vers la qualité ». La fuite vers la qualité se traduit par une hausse du prix des bons du Trésor US et un afflux de fonds dans le système bancaire.

Donc, la première raison pour laquelle les banques ont besoin de réserves, c'est pour servir les clients qui ont rapatriés de la trésorerie dans leurs comptes de dépôt.

Mais les individus ne sont pas les seuls à avoir réduit leur tolérance au risque. Les banquiers aussi. Cela se traduit de deux façon, chacune d'elle nécessitant une augmentation des comptes de réserves. La première est qu'elles désirent avoir un matelas plus important pour se prémunir en cas de pertes. C'est simple.

La deuxième raison pour laquelle les banquiers ont besoin de plus de réserves est qu'ils deviennent réticents à prêter aux autres banques. Le marché des prêts interbancaires du jour au lendemain est énorme. On l'appelle le « marché des fonds fédéraux » et le taux d'intérêt facturé pour ces prêts du jour au lendemain est le « taux des fonds fédéraux ». Le taux des fonds fédéraux est l'objectif de taux visé par la Réserve Fédérale (7). Un jour normal (ce que Jeudi et Vendredi la semaine dernière n'étaient pas) les banques acceptent de faire des prêts tôt dans la journée même si cela met leurs comptes temporairement à découvert (oui, elles ont le droit de le faire). Les banques qui sont à découvert le matin se disent que si elles n'ont pas reçu des paiements qui les ramènent en territoire positif en fin de journée, elles pourront toujours emprunter ce dont elles ont besoin. Eh bien, il apparaît que la semaine dernière, les banques n'étaient pas disposées à se comporter ainsi et le résultat est qu'il est devenu très difficile d'emprunter en fin de journée.

La conclusion de cette très longue explication est que les banques désirent détenir des quantités significativement plus élevées de réserves. Pour maintenir le taux des fonds fédéraux à 5,25 pour cent – c'est l'objectif que le Bureau de la Federal Reserve Bank de New York doit tenir tous les jours – suppose de réaliser des interventions énormes.

J'ai entendu que les interventions de la Fed avaient un lien avec des prêts hypothécaires. Qu'en est-il ?

Oui c'est le cas. Vendredi 10 août, la Fed a accepté des prêts titrisés en garantie de la totalité des 35 milliards de repos auxquels elle a procédé ce jour. Cependant, elle n'a pas accepté n'importe quels prêt titrisés. Elle n'a autorisé les intermédiaires à nantir que des titres correspondant à des prêts hypothécaires entièrement émis ou garantis par des agences fédérales.

Il faut faire deux commentaires à ce stade. Tout d'abord, ceci n'est pas nouveau. L'idée d'accepter des prêts titrisés en garantie des repos remonte aux mesures prises en prévision du passage à l'an 2000. A l'époque, il y avait des craintes concernant l'injection rapide de liquidités dans le système financier, et pour y répondre le Bureau a été autorisé à utiliser ce type de mesure. Depuis, la Fed a accepté des prêts titrisés en garantie de repos au même titre que les titres d'agences fédérales.

Toutefois, la façon dont la Fed a procédé Vendredi 10 août était une première. Normalement, la Fed adresse un message aux intervenants pour leur dire exactement quel type de garantie elle souhaite. Chacune des trois catégories est traitée séparément. Il est donc courant que le Bureau envoie un message disant qu'il n'accepte que les bons du Trésor. Ou alors il peut envoyer un message disant qu'il accepte les trois sortes de titres – Trésor, agence fédérale et prêts titrisés – en trois opérations distinctes. Ce Vendredi, le Bureau a émis un message indiquant qu'il accepterait ce que les intervenants voudraient bien lui fournir. Puisque les prêts titrisés sont les moins chers à fournir (ils ont le prix le plus bas sur le marché), c'est ce qui est arrivé.

J'imagine que la Fed a fait cela pour signaler qu'elle considérait que les prêts titrisés constituent une garantie solide. Ils tentaient d'inciter les marchés à valoriser de façon raisonnable les fonds de prêts titrisés.

Qui décide de tout cela ?

Plusieurs personnes sont impliquées dans le fait de décider d'une opération d'open market. Une journée normale il n'y a pas grand-chose à décider. Les équipes du Bureau font une proposition au cours d'une conférence téléphonique, et les participants l'approuvent (ayant participé à des telles conférences téléphoniques, je peux témoigner qu'elles ne sont généralement pas très intéressantes). La semaine dernière n'était manifestement pas normale. Bien que je doute que tous les membres du Comité d'Open Market aient participé à la décision, ils ont dû être consultés par conférence téléphone. J'imagine que le Président Bernanke et le Président de la Fed de New York, Geithner, se sont exprimés. Ce dont je suis certain, c'est que la décision a été prise par la Réserve Fédérale, pas par le Ministre des Finances ou le Président des Etats-Unis.

Pourquoi ceci s'est-il produit ?

Il est normal de se demander si il y a une raison particulière pour que les choses se passent comme elles se passent. Pouvons-nous identifier un déclencheur spécifique ? Bien que chacun puisse constater que quelque chose s'est produit, comme je l'ai dit précédemment il n'y a eu aucune détérioration fondamentale dans l'économie. En fait, aucune statistiques économiques pour les Etats-Unis n'ont été communiquées le 9 août. Donc la raison n'est pas que les gens ont soudain changé d'opinion sur le futur.

Ce qui s'est passé est plutôt l'analogie d'une panique bancaire. Les paniques bancaires peuvent résulter d'un problème réel ou imaginaire. Voici comment cela marche. La plupart des gens, même des investisseurs avertis, ne sont pas en mesure d'évaluer correctement les actifs figurant au bilan d'une institution financière. De fait, la plupart des gens ne savent même pas ce qu'il y a derrière ces actifs. Alors dès qu'on entend dire qu'une banque est en difficultés, les investisseurs commencent à avoir des doutes sur toutes les institutions financières et prennent la poudre d'escampette. L'impossibilité d'évaluer correctement les actifs provoque une fuite importante vers des actifs solides tels que les bons du Trésor.

Lorsqu'on examine les événements sous cet angle, il y a deux choses qui ont pu servir de déclencheur. La première était l'annonce le 2 août par la banque allemande IKB Deutsche Industriebank AG qu'elle était en difficulté à cause des subprimes américains. Puis, Mercredi, la BNP qui est l'une des plus grandes banques européennes a annoncé qu'elle avait trois fonds ayant des problèmes similaires. La réaction des intervenants sur les marchés a été de réduire leur risque en faisant l'hypothèse qu'ils n'étaient pas capables d'évaluer correctement ces risques. C'est exactement comparable à une panique bancaire. Il est impossible de prévoir exactement à quel moment ce genre de chose va se produire.

Ceci a-t-il un lien avec les prêts remisés ?

Pour ceux d'entre vous qui ont vu (et entendu) la diatribe de Jim Cramer sur CNBC Lundi 3 août (8), vous devez vous demander ce qu'il en est des prêts remisés. Voilà de quoi il s'agit. La Fed propose de prêter aux banques (tant qu'elles ont des actifs à apporter en garantie des prêts) à un taux qui est de 1 pour cent supérieur à l'objectif de taux des fonds fédéraux de 5,25 pour cent. Donc aujourd'hui une banque peut emprunter à la Fed à 6,25 pour cent. Ce sont les banques, et non la Fed, qui décident si elles veulent solliciter un prêt remisé. Les fonds empruntés sont déposés sur le compte de réserves de la banque et peuvent être prêtés à d'autres banques.

Bien qu'on n'en soit pas certain, il semble peu probable que les prêts remisés aient beaucoup augmenté la semaine dernière. La raison est que les banques ont toujours la possibilité d'emprunter à d'autres banques aux taux des fonds fédéraux, et la Federal Reserve Bank de New York rapporte que le taux le plus élevé facturé la semaine dernière pour un prêt interbancaire du jour au lendemain était de 6 pour cent (9). Je doute fort qu'une banque emprunterait à 6,25 pour cent auprès de la Réserve Fédérale si elle peut emprunter moins cher auprès d'une autre banque.

Je suppose que Cramer défendait en réalité l'idée d'une baisse des taux. On voit mal pourquoi cela serait nécessaire en ce moment. Si vous ne pouvez pas acheter et vendre les titres que vous possédez, vous vous moquez que les prêts coûtent 5,25 pour cent ou 4 pour cent ou tout autre montant.

L'intervention de la Banque Centrale Européenne a été beaucoup plus massive que celle de la Fed. Y a-t-il une raison à cela ?

Les détails du fonctionnement de la BCE sont très différents de la Fed, et je n'entrerai pas ici dans une discussion technique. Toutefois, il existe une raison simple pour justifier l'importance de l'intervention de la BCE. Lorsque la BCE a annoncé son intention d'injecter des liquidités le 9 août (un jour où normalement elle n'opérait pas), elle a indiqué qu'elle accepterait toutes les offres égales ou supérieures à son objectif de 4 pour cent. Le résultat est

que les banques ont demandé et obtenu 95 milliards d'euros (130 milliards de dollars) Jeudi, 61 milliards d'euros (83,6 milliards de dollars) Vendredi, et 47,7 milliards d'euros (65,3 milliards de dollars) le Lundi suivant (10).

Pour expliquer ceci, nous devons comprendre deux choses sur la façon dont les réserves bancaires sont gérées en Europe. Il s'avère que le 9 août est le premier jour d'une période de 35 jours de maintenance des réserves dans l'Eurosystème. Comme indiqué plus haut, les banques détiennent des réserves parce qu'elles y sont obligées. Le montant qu'elles doivent détenir dépend (de façon compliquée) du montant de réserves que la banque avait jusque là. Du fait qu'il peut y avoir des variations au jour le jour dans les comptes, l'obligation de réserve s'applique en moyenne sur une période plus longue appelée période de maintenance. Aux Etats-Unis, la période de maintenance est de 2 semaines. En Europe, elle varie entre 28 et 35 jours.

C'est le premier point. Le deuxième, c'est que les banques européennes reçoivent des intérêts sur les réserves qu'elles détiennent. Le taux d'intérêt versé sur les réserves obligatoires est égal à la moyenne du taux au jour le jour durant la période de maintenance – un taux qui est presque toujours légèrement supérieur à l'objectif de la BCE (ceci est très différent de ce qui se passe aux Etats-Unis où aucun intérêt n'est versé).

Maintenant, imaginez que vous êtes une banque et vous entendez que la BCE va vous prêter autant que vous voulez à 4 pour cent. Peut-être que vous savez ce qui se passe, peut-être pas. Dans tous les cas, quand la BCE annonce qu'elle va vous donner autant que vous voulez un jour où normalement elle n'intervient pas, vous vous demandez forcément ce qu'elle sait et que vous ne savez pas.

Vous savez aussi que puisque le taux de réserve obligatoires est une moyenne sur les 35 jours à venir, si vous détenez une importante quantité de réserves aujourd'hui, vous pourrez toujours compenser par un niveau très faible de réserves d'ici la fin de la période de maintenance. De plus, contrairement aux Etats-Unis, si vous avez trop de réserves, vous pouvez les redéposer à la BCE contre un intérêt de 3 pour cent. Tout ceci fait qu'il est beaucoup moins coûteux pour les banques européennes d'emprunter des réserves à la BCE et permet de comprendre pourquoi elles en ont pris tant.