

Washington Wall Street Watch

N°2025 numéro spécial

Une publication de l'Antenne de New-York du SER de Washington

SOMMAIRE

Conjoncture

- L'activité ralentit en 2025 mais montre des signes de résilience face à l'incertitude commerciale
- Les pressions inflationnistes persistent en raison des droits de douane
- Le marché du travail américain ralentit en 2025 suggérant un rééquilibrage post-Covid
- Le déficit commercial s'est résorbé progressivement après s'être fortement creusé en début d'année

Politiques macroéconomiques

- Donald Trump, devenu le 47ème président des Etats-Unis, impose de nouvelles méthodes de travail aux agences
- La Fed assouplit sa politique monétaire dans un contexte de ralentissement de marché du travail
- Le Congrès transpose le programme du président Trump dans la One Big Beautiful Bill Act
- L'administration fédérale a connu le plus long shutdown de son histoire

Services financiers

- Les nouveaux responsables nommés par l'administration Trump à la tête des agences poursuivent un agenda de dérégulation financière
- La nouvelle administration, le Congrès et les régulateurs accélèrent l'intégration des actifs numériques dans le système financier
- De premiers assouplissements de la régulation bancaire sont adoptés par les agences
- Les régulateurs revoient les règles de lutte contre le blanchiment et mettent en œuvre les priorités du président en matière de debanking
- L'administration américaine facilite l'investissement des particuliers dans les actifs non cotés
- La Maison Blanche souhaite durcir l'encadrement des proxy advisors

Situation des marchés

- Porté par l'intelligence artificielle, le marché actions clôture une troisième année consécutive de hausse
- Le marché des Treasuries signe sa meilleure performance depuis 2020 malgré un épisode de tensions en avril
- Les introductions en bourse, les fusions-acquisitions et le capital investissement connaissent une activité dynamique en 2025
- L'année 2025 a vu une divergence notable entre la trajectoire des métaux sûrs et celle des cryptoactifs

CONJONCTURE

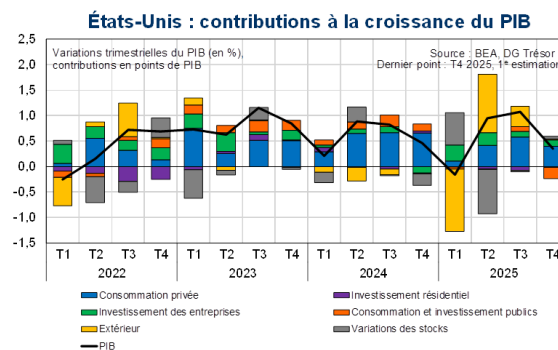
L'activité ralentit en 2025 mais montre des signes de résilience face à l'incertitude commerciale

L'activité de l'année 2025 a été principalement marquée par l'incertitude liée aux hausses de droits de douane, les investissements relatifs à l'intelligence artificielle, l'adoption de la loi de réconciliation (One Big Beautiful Bill Act) et le shutdown budgétaire.

Selon l'estimation du Bureau of Economic Analysis (BEA), la croissance du [PIB](#) a ralenti mais reste solide en 2025, à +2,2 % en évolution annuelle (après +2,8 % en 2024 et +2,9 % en 2023).

La croissance 2025 s'explique par le dynamisme de la consommation (+1,8 point de contribution dont +1,1 point pour les services et +0,7 point pour les biens), de l'investissement (+0,5 point porté en particulier par les équipements de traitement de l'information à +0,4 point ainsi que par les produits de propriété intellectuelle, notamment les logiciels à +0,3 point) et, dans une moindre mesure, des dépenses publiques (+0,2 point), mais elle est partiellement compensée par la contribution négative du solde extérieur (-0,2 point).

Après s'être contractée au T1 2025 (-0,2 % en évolution trimestrielle) sous l'effet d'une forte hausse des importations en anticipation de l'augmentation des droits de douanes, l'activité a repris nettement en progressant de +0,9 % (+3,8 % en rythme annualisé) au T2 et de +1,1 % (+4,4 %) au T3 avant de ralentir à +0,4 % (+1,4 %) au T4 en raison notamment du shutdown.

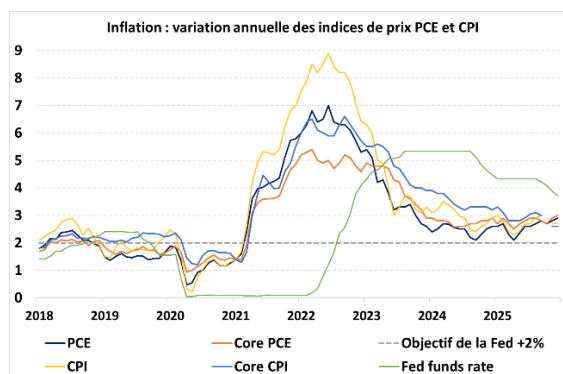


Source : données BEA.

Les pressions inflationnistes persistent en raison des droits de douane

En 2025, l'inflation ralentit mais persiste à des niveaux élevés, supérieurs à la cible de 2% de la Fed : sur douze mois glissants, la croissance de l'indice des prix à la consommation (Consumer price index – CPI) est passée de +2,9 % en [décembre 2024](#) à +2,7 % en [décembre 2025](#), et sa composante sous-jacente (hors énergie et alimentation) de +3,2 % à +2,6 %. Sur douze mois glissants, en décembre 2025, les prix de l'énergie ont progressé de +2,3 % et ceux de l'alimentation ont progressé de +3,1 %, contre -0,3 % et +2,5 % respectivement en décembre 2024.

L'inflation des biens durables s'est établie à +1,2 % sur un an en décembre 2025 (contre -1,8 % en décembre 2024), celle des biens non-durables à +1,9 % (contre +1,2 %) et celle des services à +3,3 % (contre +4,4 %).



L'inflation [PCE](#) (Personal Consumption Expenditure), indicateur prenant en compte des dépenses indirectes comme les cotisations employeur et davantage suivi par la Fed, s'est établie en décembre 2025 à +2,9 % et sa composante sous-jacente à +3,0 % contre +2,7 % et +3,0 % respectivement un an auparavant. Après avoir atteint un point bas en avril 2025 (+2,3 %), l'inflation PCE est repartie à la hausse comme sa composante sous-jacente (+2,6 % en avril).

Le marché du travail américain ralentit en 2025 suggérant un rééquilibrage post-Covid

En 2025, le marché du travail américain a nettement ralenti par rapport aux années précédentes. La dynamique observée s'inscrit toutefois dans un contexte de « low hire, low fire » caractérisé par un ralentissement marqué des créations d'emplois associé à une hausse modérée du chômage.

La croissance de [l'emploi](#) non agricole s'est révélée particulièrement faible sur l'ensemble de l'année (+181 000), très en deçà des performances enregistrées en 2024 (+2,2 millions). Les révisions annuelles ont en outre significativement réduit les gains d'emplois initialement estimés (-403 000 emplois par rapport aux premières publications). Ces ajustements ramènent la moyenne mensuelle des créations d'emplois à +15 000, contre +49 000 avant révision, soit la plus faible performance annuelle hors période de récession depuis 2003.

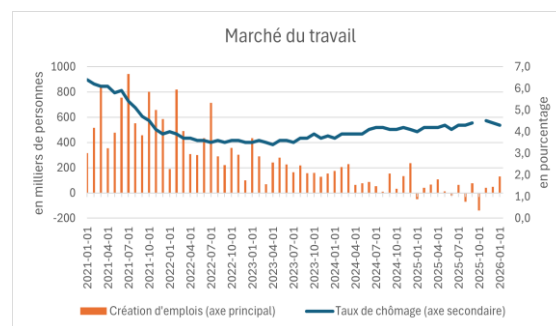
L'analyse sectorielle met en évidence une forte hétérogénéité. Les secteurs de la santé et des services sociaux (+693 200 emplois cumulés) ont continué à soutenir l'emploi, tandis que le commerce de détail (-58 400), l'industrie manufacturière (-108 000) et les services aux entreprises (-126 000) ont enregistré des destructions nettes d'emplois. Le secteur public a été particulièrement

affecté, avec -186 000 suppressions de postes, dans le contexte de la mise en œuvre des nouvelles orientations de l'administration Trump II.

Le taux de [chômage](#) s'est toutefois établi à 4,3 % de la population active en 2025, reflétant un marché du travail en phase de normalisation post-Covid mais dont la participation demeure inférieure aux niveaux prépandémiques, en partie sous l'effet d'un ralentissement des flux migratoires. Ainsi, le taux [d'activité](#) (62,4 %) et le taux [d'emploi](#) (59,8 %) reculent légèrement (respectivement -0,2 point et -0,3 point), confirmant une phase de transition du marché du travail.

Les salaires [horaires](#) moyens ont progressé en termes nominaux (+3,7 %) mais une partie de ces gains a été neutralisée par l'inflation.

Les [révisions](#) substantielles des séries historiques publiées par le BLS suggèrent que la dynamique sous-jacente de l'emploi s'est révélée plus fragile qu'initialement estimée, consolidant le diagnostic d'un ralentissement désormais davantage structurel que conjoncturel.



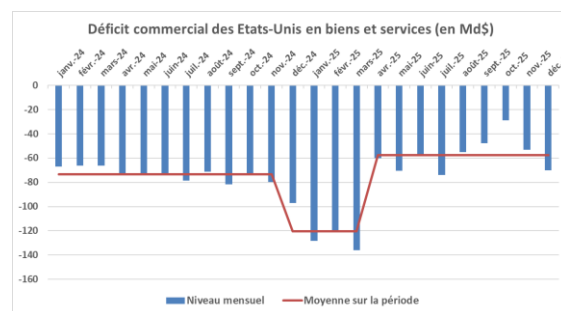
Source : BLS.

Le déficit commercial s'est résorbé progressivement après s'être fortement creusé en début d'année

Sur l'ensemble de l'année 2025, [le déficit commercial pour les biens et les services](#) s'est très légèrement amélioré à -901,5 Md\$, se réduisant de +2,1 Md\$ par rapport à 2024. Si elle s'améliore pour les services (+8,9 %), la balance commerciale s'est dégradée de -2,1 % pour les biens par

rapport à l'année précédente et s'élève à -1 240 Md\$, après -1 215 Md\$ en 2024. Malgré une légère hausse des exportations (+117,7 Md\$), la hausse des importations creuse le déficit commercial américain en biens (+143,2 Md\$). Cette croissance des importations s'explique par le développement de l'intelligence artificielle, avec une augmentation de +145 Md\$ d'importations de matériels électroniques par rapport à l'année précédente.

La balance commerciale en biens et services a fait l'objet de fortes variations infra-annuelles en lien avec l'entrée en fonction de Donald Trump et Liberation Day le 2 avril 2025 : le creusement du déficit à -128,0 Md€ en moyenne mensuelle au premier trimestre 2025 a été suivi par une résorption du déficit à -57,5 Md€ en moyenne sur le reste de l'année 2025 (contre une moyenne mensuelle de -77,2 Md€ en 2024).



Source : Census Bureau et Bureau of Economic Analysis

La balance commerciale en biens s'est nettement améliorée avec la Chine (-202,1 Md\$ après -295,5 Md\$ en 2024, niveau le plus bas jamais atteint depuis 20 ans). Cependant, les importations auraient été en partie redirigées vers d'autres pays avec lesquels des déficits records sont enregistrés, comme le Mexique (dégradation de -25,4 Md\$ entre 2024 et 2025), le Vietnam (-93,4 Md\$) et Taiwan (-73,0 Md\$). Les Etats-Unis enregistrent une amélioration de +17,1 Md\$ du déficit commercial avec l'Union européenne, à -218,7 Md\$, qui dépasse désormais celui de la Chine.

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Donald Trump, devenu le 47^{ème} président des États-Unis, impose de nouvelles méthodes de travail aux agences

Le 20 janvier, Donald Trump est devenu le 47^{ème} président des États-Unis, marquant ainsi le début de la nouvelle administration. Le jour-même, après avoir annulé les décrets (executive orders) de son prédécesseur, D. Trump a signé une série de décrets touchant divers domaines, notamment une déclaration d'urgence nationale à la frontière des États-Unis, le gel des recrutements dans la fonction publique et de l'entrée en vigueur de nouvelles réglementations ou la clarification du statut du Department of Government Efficiency (DOGE).

Le 18 février, le président a signé un [décret](#) qui prévoit la supervision par la Maison-

Blanche des activités des agences fédérales, à l'exclusion de la conduite de la politique monétaire. Les agences concernées devront soumettre à l'Office of Management and Budget (OMB), organe de gestion et d'élaboration du budget de la Maison-Blanche, tout projet de réglementation pour examen, et le consulter sur ses priorités stratégiques.

La Fed assouplit sa politique monétaire dans un contexte de ralentissement de marché du travail

Après l'avoir maintenu à un niveau inchangé à l'issue des quatre réunions du comité de politique monétaire (FOMC) du premier semestre 2025, la Fed a procédé à trois baisses de -25 points de base (pbs) de la fourchette du taux fed funds à [3,50 % - 3,75 %] au second semestre.

Au premier semestre, le FOMC a constaté la montée de l'incertitude associée aux effets sur l'emploi et l'inflation des politiques économiques mises en œuvre par la nouvelle administration (commerciale, immigration et fiscalité). Ces politiques publiques n'ont commencé à se traduire que modestement en fin de période dans les chiffres de l'inflation ou de l'emploi, ce qui n'a pas conduit la Fed à ajuster tout de suite la fourchette des taux Fed funds. Au second semestre, le FOMC s'est clairement positionné en faveur du soutien au marché du travail, dont le ralentissement a été jugé plus fort que le rebond de l'inflation, analysé comme temporaire et lié à la hausse des droits de douanes. La Fed a pris ses décisions dans un contexte de manque de données sur le marché du travail et sur les prix, la fermeture des agences publiant les statistiques durant le shutdown ayant provoqué des retards ou des impossibilités de publication des données.

Le Fed a également décidé de mettre fin à la réduction de son bilan à partir du 1^{er} décembre, après l'avoir ralentie en cours d'année, afin d'éviter un resserrement excessif de la liquidité.

La Fed a procédé à plusieurs mises à jour de ses [projections](#) économiques.

Après avoir dégradé leurs perspectives de croissance du PIB au premier semestre, les responsables ont revu leurs prévisions à la hausse, celles pour 2026 et 2027 dépassants les projections faites en décembre 2024.

En matière d'emploi, les prévisions de taux de chômage ont suivi la même tendance sur l'année, tout en restant supérieures en 2026 aux projections réalisées en décembre 2024.

Les projections d'inflation restent supérieures entre 2025 et 2027 à celles réalisées un an auparavant.

Au final, la trajectoire des taux fed funds est similaire à celle projetée fin décembre 2024 pour 2026-2027. L'année 2025 a connu une baisse de plus que ce qui était anticipé un an auparavant.

Projections économiques de la Fed

		2025	2026	2027
PIB	Dec.24	+2,1 %	+2,0 %	+1,9 %
	Dec.25	+1,7%	+2,3%	+2%
Chômage	Dec.24	4,3 %	4,3 %	4,3 %
	Dec.25	4,5%	4,4%	4,2%
Inflation	Dec.24	+2,5 %	+2,1 %	+2,0 %
	Dec.25	+2,9%	+2,4%	+2,1%
Inflation sous-jacente	Dec.24	+2,5 %	+2,2 %	+2,0 %
	Dec.25	+3,0%	+2,5%	+2,1%
Taux fed funds	Dec.24	3,9 %	3,4 %	3,1 %
	Dec.25	3,6%	3,4%	3,1%

Source : Fed.

Le FOMC apparaît de plus en plus divisé sur la conduite la de politique monétaire, et son indépendance est remise en cause par la Maison-Blanche. Le président Trump a régulièrement appelé à une baisse des taux d'intérêt en menaçant de remplacer J. Powell à la tête de l'institution avant la fin de son mandat. Par ailleurs, le Président a engagé une procédure de limogeage contre la gouverneure L. Cook, accusée de fraude hypothécaire. La Cour suprême a auditionné les deux partis en janvier 2026 et devrait statuer sur l'affaire en cours d'année. Dans le même temps, S. Miran, président du Council of Economic Analysis (CEA) auprès de la Maison-Blanche, a été nommé gouverneur jusqu'en janvier 2026, en remplacement de A. Kugler démissionnaire. S. Miran, qui n'a pas démissionné de ses fonctions à la Maison-Blanche (il l'a fait début février 2026), a systématiquement voté contre les décisions du FOMC, défendant des baisses plus importantes (-50 pbs). Au-delà du positionnement de S. Miran, aucune des décisions du FOMC n'a été prise à l'unanimité depuis juillet 2025, marquant une divergence des points de vue au sein du comité. Ch. Waller et M. Bowman ont ainsi soutenu des baisses contre l'avis du comité dès le mois de juillet, alors que J. Schmid (Président de la Fed de Kansas City) en octobre et en décembre et A. Goolsbee (Président de la Fed de Chicago) en décembre se sont opposés aux baisses votées par le FOMC.

L'année s'est également conclue par le renouvellement par la Fed des mandats des présidents et vice-présidents des 11 Fed régionales à compter du 1^{er} mars 2026 et pour une durée de 5 ans (à l'exception de R. Bostic qui avait annoncé partir à la retraite). Ces renouvellements qui ont été pris à l'unanimité des gouverneurs, donnent de la visibilité sur la gouvernance du FOMC, 4 responsables régionaux y disposant par rotation annuelle d'un droit de vote, aux côtés des 7 gouverneurs et du président.

Le Congrès transpose le programme du président Trump dans le One Big Beautiful Bill Act

Alors que le président Trump a rapidement mis en œuvre une partie de son programme via son pouvoir exécutif (executive orders), notamment en matière de droits de douanes et d'immigration, les volets fiscaux, énergétiques et le renforcement des moyens de sécurisation des frontières nécessitaient le vote du Congrès. Un texte a été définitivement adopté le 3 [juillet](#), grâce à la procédure de réconciliation qui a permis aux Républicains de s'exonérer de la majorité qualifiée au Sénat (60 voix sur 100), en l'absence de soutien des Démocrates.

Le texte prévoit la reconduction des dispositions du Tax Cuts and Jobs Act (TCJA), comportant notamment d'importantes baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises. De nouvelles exonérations fiscales des revenus promises durant la campagne présidentielle sont également incluses dans le texte (pourboires, heures supplémentaires, intérêts des prêts auto). La suppression progressive des dispositifs environnementaux de l'Inflation Reduction Act (IRA) est actée, tout comme des mesures d'économies sur les aides sociales, notamment Medicaid, l'assurance santé des ménages à bas revenus dont les conditions d'octroi sont renforcées à partir de 2027. Enfin, l'augmentation des dépenses dans les services armés est gagée par des économies dans la santé, l'éducation, le travail et la retraite. La loi augmente également le plafond de dette de 5 000 Md\$.

Selon les [estimations](#) du Congressional Budget Office (CBO), publiées le 21 juillet, l'OBBBA augmenterait le déficit cumulé sur 10 ans, de 3 400 Md USD, résultant de 4 500 Md USD de dépenses partiellement compensées par des mesures d'économies et de recettes 1 100 Md USD. Dans sa prévision [publiée](#) le 15 novembre 2025, le CBO estime que le maintien des droits de douanes à leur niveau actuel sur 2025-2035 (taux effectif de 16,5% contre 2,5% sous l'administration précédente), permettrait de réduire le déficit cumulé de 2 500 Md USD (ces estimations ne prennent pas en compte l'effet des droits de douanes sur l'économie et sur la charge d'intérêts. La [prévision](#) budgétaire et économique complète du CBO pour la période 2026-2036 et qui intègre ces deux chiffres, a été publiée le 11 février 2026).

Toujours d'après le [CBO](#), l'OBBBA pourrait stimuler la croissance à court terme en soutenant la demande agrégée et l'offre de travail. Ces effets pourraient cependant être partiellement compensés par les effets d'évictions sur l'investissement privé liés à la hausse de l'endettement public. Enfin, l'OBBBA aurait d'importants [effets](#) anti-redistributifs, les allègements fiscaux bénéficiant davantage aux populations les plus aisées, tandis que les ménages à faibles revenus voient leur revenu disponible diminuer avec la réduction des aides sociales.

L'administration fédérale a connu le plus long shutdown de son histoire

Le 12 novembre, le Congrès a adopté une résolution mettant un terme, après 43 jours, à la fermeture des services non essentiels de l'administration fédérale, le Congrès n'étant pas parvenu avant le 30 septembre 2025 (fin de l'exercice budgétaire annuel) à adopter de budget définitif ou provisoire pour l'année 2026.

Le texte, a prorogé jusqu'au 30 janvier 2026 les crédits fédéraux de l'exercice 2025 pour l'ensemble des agences et programmes gouvernementaux, à l'exception du Ministère de l'Agriculture, du Département des Anciens Combattants, des

constructions militaires ainsi que du Congrès, dont les budgets pour l'année 2026 ont été fixés par trois lois de finances issues d'accords bipartisans.

Au-delà du non-versement des salaires des 1,9 million d'agents fédéraux placés en congé forcé ou contraints de travailler sans rémunération, la durée exceptionnelle de cette paralysie budgétaire a provoqué d'importantes perturbations dans la mise en œuvre des politiques publiques. Le programme alimentaire fédéral SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program) n'a ainsi pas pu verser l'intégralité de ses prestations aux 42 millions de bénéficiaires, une première dans son histoire. Le secteur aérien a également subi de fortes tensions : la Federal Aviation Administration (FAA) a annoncé début novembre une réduction de 10 % du trafic dans les 40 aéroports les plus fréquentés, en raison de contraintes opérationnelles et d'un manque de personnel qualifié. La suspension des activités du Bureau of Labor Statistics (BLS) et d'autres agences fédérales telles que le Bureau of Economic Analysis (BEA) a conduit à l'interruption de la production et de la collecte des principales statistiques économiques officielles. Si les rapports sur l'emploi et les données relatives à l'inflation ont été produites avec retard pour les mois de septembre et de novembre, tout comme la croissance du PIB au troisième trimestre, les taux de chômage et d'inflation d'octobre ne seront pas publiés.

L'Office of Management and Budget (OMB) a, en parallèle, procédé à des coupes budgétaires de 11 milliards de dollars, visant des projets jugés « non essentiels », notamment dans les domaines de la

transition énergétique et des infrastructures, situés pour la plupart dans des États à majorité démocrate.

Selon le Congressional Budget Office (CBO), le shutdown de 2025 provoquerait une contraction du PIB réel annualisé jusqu'à deux points de pourcentage au quatrième trimestre, suivie d'un rebond partiel au premier trimestre 2026. À partir des [données](#) sur le PIB du quatrième trimestre et même si l'effet total du shutdown ne peut être calculé a posteriori, le BEA estime qu'au moins un point de PIB a été retranché par la réduction des services fournis par les employés fédéraux, effet mesuré dans les comptes nationaux via la baisse temporaire de la production publique, malgré le versement ultérieur des arriérés de salaires.

Au cours de janvier et février 2026, le Congrès a fini par trouver un compromis sur l'intégralité du budget fédéral à l'exception de celui du Department of Homeland Security. Après un nouveau shutdown partiel intervenu entre le 30 janvier et le 3 février 2026, le Congrès est parvenu à un [accord](#) sur cinq des six lois de finances sectorielles (appropriation bills) restantes indispensables au financement de l'ensemble des agences fédérales pour l'exercice budgétaire 2026. Mais les négociations budgétaires se poursuivent au Congrès autour de la dernière loi de finances sectorielle relative au Department of Homeland Security, qui est en shutdown depuis le 14 février 2026, à la suite de l'expiration de la continuing resolution adoptée le 3 février.

SERVICES FINANCIERS

Les nouveaux responsables nommés par l'administration Trump à la tête des agences, poursuivent un agenda de dérégulation financière

Les présidents de la Securities and Exchange Commission ([SEC](#)) l'autorité des marchés financiers, de la Federal deposit insurance corporation ([FDIC](#)) l'autorité de supervision et de garantie des dépôts, de la Commodity futures trading commission ([CFTC](#)) le régulateur des marchés de matières premières et de produits dérivés, et de manière plus inattendue le [Vice-président de la Fed](#) en charge de la supervision, ont remis leur démission lors de la prise de fonction du président Trump. Leurs successeurs nommés par la nouvelle administration partagent une vision commune de l'assouplissement de la régulation et une position favorable à l'innovation et notamment au développement des cryptoactifs. Le secrétaire au Trésor S. Bessent, qui coordonne leur action dans le cadre du Financial Stability Oversight Council (FSOC), [entend](#) recentrer l'action des régulateurs sur le soutien à la croissance et la sécurité économiques qui sont, selon lui, les fondations de la stabilité financière. Cette orientation, qui tranche avec l'approche classique du FSOC, centrée sur la surveillance des risques et le suivi du bon fonctionnement des marchés, sera au cœur des travaux du G20 présidé en 2026 par les Etats-Unis.

Prônant une vision pragmatique de l'encadrement réglementaire, un assouplissement des conditions d'accès des petites et moyennes entreprises au capital et la promotion de l'industrie des cryptoactifs, Paul Atkins, [confirmé](#) par le Sénat le 10 juillet à la présidence de la SEC, est revenu sur plusieurs réformes laissées ouvertes par son prédécesseur Gary Gensler. La SEC a ainsi [retiré](#) 14 propositions de règles non finalisées et soumises à consultation entre 2022 et 2023, dont 3 règles visant à améliorer le fonctionnement du marché actions (introduction d'enchères, formalisation de l'obligation de « meilleure exécution » notamment).

Michael S. Selig a été [confirmé](#) par le Sénat le 18 décembre à la présidence de la CFTC. L'intérim de la présidence était assuré jusqu'alors par la commissaire Caroline D. Pham. M Selig était précédemment conseiller juridique de l'équipe en charge des cryptoactifs à la SEC. Lors de sa prise de fonctions, il s'est engagé à ouvrir la CFTC à l'innovation, à un moment où la Chambre des Représentants entend confier à la CFTC la régulation du secteur des cryptoactifs (le CLARITY Act a été [adopté](#) par la Chambre le 17 juillet 2025).

Travis Hill, précédemment vice-président de la FDIC, et qui exerçait les fonctions de président par intérim de l'institution de garantie des dépôts, a été [confirmé](#) dans ses fonctions par le Sénat le 18 décembre. La FDIC est déjà revenue sur plusieurs règles mises en consultation par l'équipe précédente notamment sur le régime prudentiel des [courtiers](#), les exigences de recrutement pour les postes de direction des établissements de plus de 10 Md USD d'actifs, l'encadrement des [rémunérations](#) des dirigeants de certaines institutions financières ou les modalités de contrôle par la FDIC des investisseurs détenant des [participations](#) significatives dans les établissements de dépôts.

Michelle Bowman, membre du conseil des gouverneurs de la Fed depuis 2018, a été désignée par D. Trump pour remplacer Michael Barr, et [confirmée](#) par le Sénat le 4 juin. Ses premiers mois de mandat ont été marqués par l'adoption d'une proposition d'assouplissement du ratio de levier supplémentaire des plus grandes banques, le recentrage de la supervision sur les risques financiers et des propositions visant à accroître la transparence des stress tests.

Le Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), l'agence de protection des consommateurs du secteur financier, était dirigée par intérim par Scott Bessent, secrétaire au Trésor, puis par Russel Vought, directeur de l'Office of Management and Budget (OMB) de la Maison-Blanche, depuis le [limogeage](#) de Rohit Chopra le 31 janvier par le président Trump. Seul directeur d'agence de régulation financière à pouvoir être limogé

par le Président sans motif, il n'avait pas démissionné lors de l'investiture du Président Trump. L'arrêt quasi-total des activités du CFPB, la réduction massive du personnel, et les projets de réformes poussés par les Républicains fragilise fortement le devenir de l'institution.

Enfin, la direction de l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), le régulateur des national banks rattaché au Treasury, a été confiée à Jonathan V. Goud par D. Trump, et [confirmée](#) par le Sénat le 10 juillet. En fonction dans les équipes de l'OCC durant le premier mandat de D. Trump, puis Partner dans le cabinet d'avocat Jones Day, J. Goud est le premier Comptroller confirmé par le Sénat depuis 2020.

La nouvelle administration, le Congrès et les régulateurs accélèrent l'intégration des actifs numériques dans le système financier

Depuis son investiture le 20 janvier, D. Trump mobilise les leviers du pouvoir exécutif et veille sur l'avancée des travaux au Congrès pour « faire des Etats-Unis la capitale mondiale des crypto-actifs ». Un rapport du groupe de travail interagences (Working Group on Digital Asset Markets) commandé par le Président, a [rendu](#) ses conclusions le 30 juillet et fixe une feuille de route en vue de renforcer le leadership américain en matière de cryptoactifs. Il appelle notamment à finaliser la régulation des cryptoactifs en cours de débat au Congrès, et enjoint la SEC, la CFTC et les régulateurs bancaires à clarifier les règles applicables au secteur, notamment en matière d'enregistrement des acteurs, de conservation des actifs, de publication d'informations, et de définition des activités relatives aux cryptoactifs qui sont autorisées pour les banques (tokenisation, émission de stablecoins, utilisation de la blockchain).

L'essentiel de cette feuille de route a été mise en œuvre en 2025 ou a fait l'objet de propositions de la part des régulateurs.

Le Congrès a adopté le 17 juin le Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins – [GENIUS Act](#). Le texte formalise la définition des stablecoins, présentés comme des crypto-actifs dont la valeur est adossée au cours légal du dollar à parité (1 pour 1), et dont les réserves sont investies dans un sous-jacent monétaire fixe (principalement le dollar et les Treasuries de maturité inférieure à 3 mois). Le texte prévoit des garanties en termes de conservation et de ségrégation des actifs, des exigences de capital et de liquidité et des obligations de publication régulière, notamment sur les réserves. Il définit enfin les modalités de supervision des sociétés émettrices de stablecoins : les acteurs disposant d'un volume de stablecoins en circulation inférieur à 10 Md\$ seront supervisés par les régulateurs des Etats, et au-delà, leur supervision sera assurée par les régulateurs fédéraux, à savoir i) la Fed pour les émetteurs bancaires et ii) l'OCC pour les émetteurs non bancaires. La Chambre des représentants a également [adopté](#) le CLARITY Act, qui établit un cadre réglementaire pour les intermédiaires de marché du secteur des crypto-actifs (plateformes d'échange [exchanges], courtiers [brokers], et négociants [dealers]), qui confie à la CFTC un rôle central dans la supervision du secteur, qualifiant de « commodités numériques » (Digital Commodity – DC) la quasi-totalité des crypto-actifs sur le fondement de leur fonction économique. Si le Sénat n'a pas encore voté sur le texte, la commission des [Affaires bancaires](#) et celle en charge de l'[Agriculture](#) ont toutes les deux proposé leur version de l'encadrement du secteur, s'inspirant largement du CLARITY Act mais adaptant les rôles respectifs de la SEC et de la CFTC.

Les régulateurs bancaires ont cherché à faciliter l'accès de l'industrie aux services bancaires (conservation, dépôts, etc.). [L'OCC](#) et la [FDIC](#) ont réaffirmé la légalité de l'ouverture des activités bancaires au secteur des cryptoactifs, l'OCC précisant par exemple dans une [lettre d'interprétation](#) que les banques étaient autorisées à réaliser des opérations de courtage sur les cryptoactifs. La [Fed](#) a

abrogé ses lignes directrices contraignant les activités bancaires en lien avec le secteur des cryptoactifs. Elle a également formulé une [proposition](#) visant à donner accès aux entreprises de l'écosystème des cryptoactifs à des comptes de paiement spécialisés auprès d'elles (skinny account) leur permettant de régler leurs transactions sans avoir à passer par une banque tierce disposant d'un compte principal (master account). Ces comptes simplifiés ne donneraient toutefois pas accès à tous les services des comptes principaux, et notamment au guichet d'escompte.

La SEC a mis fin aux poursuites engagées contre plusieurs entreprises de cryptoactifs, auxquelles elle reprochait le non-respect de la réglementation applicable aux titres financiers traditionnels. Elle a par ailleurs [adopté](#) des règles permettant aux bourses concernées d'inscrire à la négociation des fiducies adossées notamment à des cryptoactifs, dont les ETF, sans solliciter systématiquement l'autorisation de la SEC. La CFTC a quant à elle [autorisé](#) l'échange des premiers produits de cryptoactifs au comptant sur des plateformes régulées au niveau fédéral. Elle a également publié une ligne directrice sur l'utilisation des actifs tokenisés comme collatéraux dans les transactions sur produits dérivés, et a émis une lettre de non-poursuite autorisant l'usage du Bitcoin, de l'Ether et des stablecoins comme collatéraux pour les marges clients auprès des courtiers de contrats futurs et d'options. La SEC et la CFTC ont enfin pris [l'engagement](#) de mieux coordonner leur action afin de faciliter l'échange de cryptoactifs sur les plateformes enregistrées auprès d'elles.

De premiers assouplissements de la régulation bancaire sont adoptés par les agences

La Fed a tout d'abord publié une [proposition](#) de règle relative aux stress test, visant à réduire la volatilité des exigences de capital en découplant pour la calibration des coussins de fonds propres contracycliques (stress capital buffer) des banques concernées. La proposition simplifie les échanges avec les banques

durant l'exercice de stress test, repousse du 1^{er} octobre au 1^{er} janvier de l'année suivante l'entrée en vigueur des exigences résultant des stress tests, et retient une moyenne sur deux années consécutives des résultats afin d'éviter la volatilité des exigences de capital. Une autre [proposition](#), qui vise à accroître la transparence des stress-test, prévoit (i) de publier les modèles utilisés par la Fed et de procéder à une consultation annuelle sur cette base, (ii) de livrer une description plus détaillée des scénarios et de (iii) simplifier la collecte d'informations auprès des banques. Une application des nouveaux modèles en 2024 aurait entraîné une baisse de -0,4 points de pourcentage (pp) du coussin en capital issu des stress-tests. Indépendamment de ses réformes qui n'ont pas encore été adoptées, la Fed a assoupli les hypothèses de son exercice de stress-test finalisé en juin et qui s'est traduit par une baisse moyenne de -1,2 pp des exigences en capital.

La Fed (conjointement avec la FDIC et l'OCC) a par ailleurs [adopté](#) une règle allégeant le ratio de levier supplémentaire renforcé de 2% (Enhanced supplementary leverage ratio – eSLR) applicable aux banques systémiques américaines (G-SIB) en complément du ratio de levier supplémentaire (SLR) minimum de 3%. Cette modification vise principalement à inciter ces grandes banques – souvent spécialistes en valeur du Trésor (primary dealers) – à intervenir davantage sur le marché des Treasuries, afin d'améliorer sa liquidité, notamment en période de stress financier. Elle consiste à ajuster l'eSLR à la mesure du risque systémique posé par chaque G-SIB. Le coussin eSLR est à présent égal à la moitié de la surcharge G-SIB appliquée à chaque groupe concerné. Dans les faits, le ratio complet passe ainsi de 5 % à un intervalle de 3,5 à 4,3 % selon les banques (-13 Md USD cumulés pour les holdings et -210 Md USD pour les filiales bancaires). Corollairement, deux éléments des exigences de capacité d'absorption des pertes, qui protègent les déposants en cas de faillite, sont également réduits : d'une part le coussin supplémentaire de capacité d'absorption des pertes non pondéré par

les risques (external TLAC leverage buffer level), qui est aujourd'hui égal au eSLR, serait aligné sur le nouveau ratio (-73 Md USD), et d'autre part les exigences de dette à long-terme seraient réduites (-132 Md USD).

La Fed a également fait [évoluer](#) sa pratique de la supervision, en concentrant ses efforts sur les risques financiers matériels, ceux qui compromettent la santé financière des établissements de crédit, et non sur la vérification du respect des règles de procédure ou sur le contrôle de la gouvernance. La FDIC et l'OCC ont de leur côté formulé une [proposition](#) visant à encadrer plus strictement et uniformiser leurs pouvoirs de supervision, en les recentrant là aussi sur les menaces relatives à la situation financière des établissements.

De son côté, la FDIC a [révisé](#) son interprétation des règles relatives aux plans de résolution bancaire pour les alléger.

Enfin, la Fed a [assoupli](#) sa grille de notation des grandes banques qui contraint leur développement en cas de mauvaise évaluation de la gestion (holdings dont le bilan est supérieur ou égal à 100 Mds USD et holdings intermédiaires américaines de banques étrangères dont le bilan est supérieur ou égal à 50 Md USD).

Les régulateurs revoient les règles de lutte contre le blanchiment et mettent en œuvre les priorités du président en matière de debanking

Le service du Treasury en charge de la répression des crimes financiers (FINCEN) a [annoncé](#) le report de deux ans (au 1^{er} janvier 2028) de l'entrée en vigueur de la règle finale applicable aux conseillers en investissement en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et de financement du terrorisme (Anti-Money Laundering/Countering the Financing of Terrorism Program – AML/CFT), et des obligations de déclaration d'activités suspectes (Suspicious Activity Report – SAR). Par ailleurs, FINCEN a proposé d'assouplir les règles relatives aux déclarations de soupçons sur les transactions identifiées comme risquées

par les banques (proches de 10 000 USD). FINCEN a également [décidé](#) d'exempter les entreprises américaines de l'obligation de déclarer leurs bénéficiaires effectifs, et les entreprises étrangères de l'obligation de déclarer des bénéficiaires effectifs américains. Elle a enfin [reporté](#) au 1^{er} mars 2026 les dispositions anti blanchiment applicables aux transferts de propriétés immobilières. De son côté, l'OCC a [publié](#) un ensemble de règles visant à alléger les exigences réglementaires en matière de conformité à la loi sur le secret bancaire et la lutte contre le blanchiment d'argent pour les banques locales.

Enfin, mettant en œuvre le [décret](#) présidentiel relatif à la lutte contre les pratiques de restriction d'accès aux services de financiers, ou « debanking » l'OCC et la FDIC ont [proposé](#) d'entériner réglementairement leur engagement à ne plus tenir compte du risque réputationnel. L'OCC a également rendu ses conclusions sur les pratiques de « debanking » des neuf plus grandes banques américaines entre 2020 et 2023. Elle relève que pour plusieurs secteurs d'activités (exploration pétrolière, gazière et charbonnière, la fabrication d'armes à feu, les opérateurs de prisons privées notamment), les banques ont restreint l'accès à certains services ou imposés des processus d'approbation renforcés sans rapport avec des exigences prudentielles. L'OCC a indiqué qu'elle s'assurerait que les banques mettraient fin à ces pratiques.

L'administration américaine facilite l'investissement des particuliers dans les actifs non cotés

Le Président Trump a signé un [décret](#) présidentiel (executive order) visant à faciliter l'investissement des sommes épargnées sur les plans de retraites (12 500 Md USD) dans les actifs alternatifs, marchés privés (capital-investissement, immobilier, infrastructures) et cryptoactifs. Jusqu'à présent, les craintes de poursuites judiciaires des retraités à l'encontre de leurs employeurs en cas de pertes financières sur leur 401 k, limitaient l'appétit des entreprises pour inclure des

investissements dans les marchés privés au sein des options des plans retraites.

Tirant les conséquences de ce décret, le Labor Department a [abrogé](#) son interprétation (supplemental statement) la plus récente (2021) de la loi encadrant les plans de retraite (ERISA), qui estimait que les entités (employeur, sociétés de gestion) administrant les plans d'épargne retraite, appelés fiduciaires, n'étaient probablement pas en mesure d'évaluer les risques propres aux investissements dans les « actifs alternatifs ». La nouvelle administration estime au contraire que les fiduciaires doivent être libre d'examiner tout type d'investissement, et que les règles doivent demeurer principes et neutres.

Dans une même dynamique, le 15 août, la Securities Exchange Commission (SEC), autorité de contrôle des marchés financiers, a [assoupli](#) sa doctrine d'investissement dans les « fonds privés » (private funds), privilégiés pour l'investissement dans les actifs non cotés. Depuis 2002, les fonds fermés enregistrés auprès de la SEC et ouverts à la souscription des particuliers (registered closed-end funds - CEF), ne pouvaient investir dans ces private funds qu'à la condition de restreindre leur souscription à des investisseurs « avisés » (accredited investors) et de prévoir un seuil d'investissement minimal, ou bien de limiter ces investissements à moins de 15% de leur actif. Ces conditions ne seront plus vérifiées par la SEC lors de l'enregistrement des CEF.

La Maison Blanche souhaite durcir l'encadrement des proxy advisors

La Maison-Blanche a [publié](#) un décret présidentiel qui enjoint la SEC, la Federal Trade Commission (FTC - autorité de la concurrence américaine) et le Département du travail (DoL) à sévir à l'égard des agences de conseil de vote (proxy advisors), citant nommément les deux leaders de ce marché oligopolistique, Institutional Shareholder Services (ISS) et Glass Lewis & Co. Le Président leur reproche, d'utiliser leur rôle de conseil aux actionnaires, pour faire progresser un agenda jugé politique, favorable à la diversité, l'équité et l'inclusion (DEI) et aux thématiques environnementales et sociales (ESG).

Le Président de la SEC est enjoint de revoir l'ensemble des textes réglementaires et infra-réglementaires de l'agence relatifs aux proxy advisors et aux propositions d'actionnaires, d'investiguer les éventuelles lacunes des recommandations de ces conseils, d'imposer une plus grande transparence de leurs méthodologies et de leurs conflits d'intérêt, et d'évaluer s'ils doivent s'enregistrer en tant que conseillers en investissement et être régulés comme tels. Le Président de la FTC devra enquêter sur les pratiques concurrentielles de ces conseils, dans le prolongement de procédures déjà initiées par certains Etats fédérés. Enfin le Secrétaire au travail devra renforcer le cadre réglementaire applicables aux personnes, gestionnaires ou conseils, ayant un devoir fiduciaire (fiduciary) à l'égard des adhérents à des plans de retraite supplémentaire (dont 401(k)), et envisager de soumettre les proxy advisors aux devoirs liés à ce statut de fiduciary.

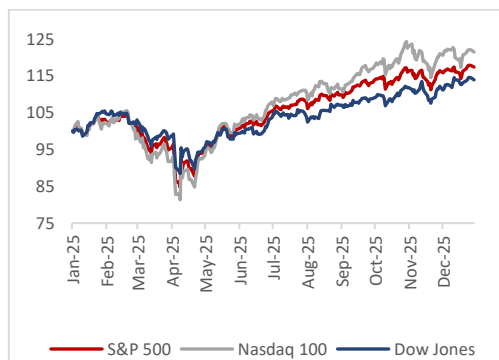
SITUATION DES MARCHES

Porté par l'intelligence artificielle, le marché actions clôture une troisième année consécutive de hausse

Malgré les nombreux épisodes de volatilité qui ont rythmé le marché en 2025, les principaux indices d'actions américains

terminent l'année en hausse : le S&P 500 augmente de +17,4 % sur l'année, tandis que le Nasdaq, plus exposé au secteur technologique, progresse de +21,5 %.

Evolution des principaux indices boursiers
(base 100 le 1^{er} janvier 2025)



Source : données Bloomberg

La performance boursière de l'année a été largement tirée par l'IA : Alphabet (+63 %), Nvidia (+39 %), et Microsoft (+16 %), se sont distinguées, et, dans une moindre mesure, Meta (+12 %) qui a bénéficié du rebond du marché publicitaire. Les grandes valeurs technologiques plus matures (Apple +7 %, Amazon +8 %) ont enregistré des performances plus modérées.

Si l'année a débuté avec un optimisme des investisseurs autour de l'IA, la publication du modèle d'intelligence artificielle DeepSeek-R1 par l'entreprise chinoise DeepSeek, présenté comme étant nettement moins coûteux que les solutions concurrentes, a fait baisser les valeurs technologiques le 27 janvier : l'indice Philadelphia SOX, représentatif de la performance du secteur des semi-conducteurs, a chuté de -9,2 % sur la journée, sa pire performance depuis mars 2020 et Nvidia a vu son cours baisser de -16,9 % en une séance.

En dépit de la reprise des marchés qui a suivi, les tensions commerciales, qui ont culminé avec l'annonce de la plus forte hausse de tarifs douaniers depuis 1930 à l'issue de « Liberation Day », ont provoqué une correction lors de la première semaine d'avril. La baisse a été généralisée à l'ensemble des secteurs de l'économie (le S&P500 a baissé de -19% entre le 19 février et le 8 avril), et les secteurs très exposés aux nouveaux droits de douanes ont été particulièrement touchés notamment

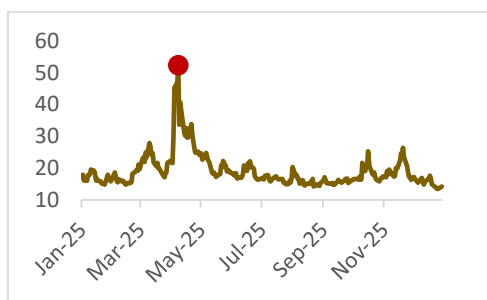
l'aluminium (-24 %), l'automobile (-17 %), les semiconducteurs (-17 %) et l'acier (-15 %).

L'annonce d'une pause dans la mise en œuvre des hausses de droits de douanes à partir du 9 avril a favorisé une reprise du marché actions, qui s'est globalement prolongée sur le reste de l'année, culminant avec l'élévation temporaire de Nvidia au rang de plus grande capitalisation boursière jamais enregistrée (5 000 Md USD). Toutefois, la fin d'année a été marquée par les craintes des investisseurs autour d'une bulle IA, avec une baisse du Nasdaq de -7 % en novembre, doublée d'une différenciation accrue entre les valeurs de l'IA, qui s'est substituée à la hausse généralisée qui avait porté l'ensemble des cours boursiers du secteur depuis avril.

Les marchés actions américains ont toutefois sous-performé les marchés mondiaux. La dépréciation du dollar explique en partie ce mouvement, tout comme un phénomène plus global de diversification des portefeuilles des investisseurs. Les places européennes se sont distinguées, soutenues par les perspectives de relance en Allemagne et par l'augmentation des dépenses de défense, et les marchés émergents ont surperformé les marchés développés pour la première fois depuis plusieurs années.

Alors qu'historiquement, les grands chocs de marché se traduisaient par des phases prolongées de volatilité élevée, cette année a connu une dynamique de volatilité plus éphémère : en avril, le VIX a atteint un pic autour de 52 avant de renouer rapidement avec la stabilité.

Evolution du VIX



Source : données Bloomberg

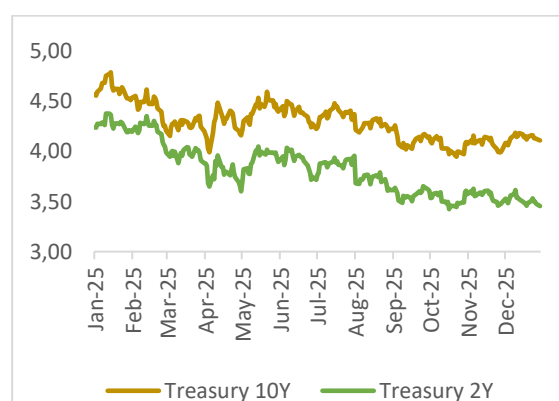
Le marché des Treasuries signe sa meilleure performance depuis 2020 malgré un épisode de tensions en avril

L'année sur le marché des bons du Trésor américain (Treasuries) a été marquée par une baisse importante des rendements, à hauteur de -79 points de base (pbs) à 2 ans et -46 pbs à 10 ans, enregistrant leur meilleure performance depuis 2020, et par un écartement du spread entre les deux maturités.

Le premier semestre a été entaché par de fortes tensions au printemps, autour du Liberation Day. Entre le 1er et le 28 avril, le rendement à dix ans a peu évolué en niveau (-5), mais la volatilité intra journalière a été exceptionnellement élevée. Cet épisode s'est distingué par la baisse simultanée des actions, des bons du Trésor et du dollar, un enchaînement inhabituel qui a conduit certains investisseurs à s'interroger sur le rôle de valeur refuge de la dette américaine. Cette phase de tension s'est aussi traduite par une hausse de la prime de terme, à savoir la prime exigée pour les échéances les plus longues, jugées plus risquées. À partir du deuxième trimestre, les taux se sont progressivement stabilisés avec des rendements qui ont évolué dans des fourchettes étroites, autour de 4,4 % à dix ans et de 3,9 % à deux ans, tandis que la volatilité a nettement reculé. La demande de titres du Trésor est restée solide, malgré une attention accrue portée à la trajectoire du déficit public.

Au second semestre, la reprise de l'assouplissement monétaire par la Fed a entraîné une détente plus prononcée des rendements, particulièrement sur les maturités courtes. Le rendement à deux ans est revenu vers 3,5 %, soit une baisse de -40 pbs, tandis que celui à dix ans a reculé d'environ -30 pbs pour s'établir autour de 4,1 %, accentuant la pente positive de la courbe des taux. L'écart entre ces deux maturités atteignait en fin d'année près de 66 pbs, niveau parmi les plus élevés depuis début 2022. Cette pentification dite « haussière » de la courbe (bull steepening) reflète un mouvement généralement associé à des anticipations de baisses de taux pour 2026 (deux anticipées par le marché) et par une hausse des déficits publics.

Evolution des rendements sur les obligations du Trésor à 2 et 10 ans (en %)



Source : données Bloomberg

Les introductions en bourse, les fusions-acquisitions et le capital investissement connaissent une activité dynamique en 2025

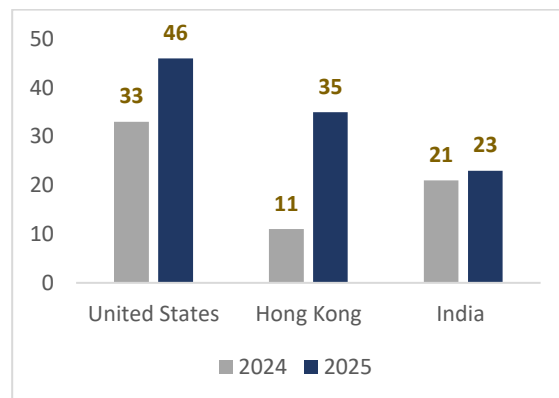
En 2025, le marché des introductions en bourse a retrouvé un élan après plusieurs années de prudence. Le nombre de transactions et les fonds levés ont respectivement augmenté de +27 % et +38 % par rapport à 2024, avec une prédominance des opérations de grande envergure. Plusieurs introductions emblématiques ont attiré l'attention dans différents secteurs. Dans la santé, Medline, a levé près de 6,3 Md USD, devenant la plus

importante de l'année au niveau mondial, alors que les secteurs technologiques, notamment l'intelligence artificielle avec CoreWeave, et la fintech, avec l'émetteur stablecoins Circle, ont également été moteurs.

Les fusions et acquisitions ont aussi connu une année exceptionnelle, portées par une reprise de la confiance et la diminution des incertitudes liées aux droits de douane et aux tensions géopolitiques. Le volume des transactions aux États-Unis a atteint environ 2 300 Md USD, en hausse de +49 % par rapport à 2024, à l'heure où l'ensemble du marché mondial a progressé de plus de +25 %. Cette année a vu le retour des « mégafusions », avec 63 transactions dont les montants sont supérieurs à 10 Md USD, incluant notamment la fusion des chemins de fer Union Pacific et Norfolk Southern (85 Md USD).

Enfin, le capital-investissement (private equity) a aussi repris. Si le nombre d'opérations initiées par des sponsors a augmenté modestement par rapport à 2024, le volume financier a progressé de façon plus substantielle, les sponsors se concentrant sur des transactions de plus grande taille. Plusieurs opérations emblématiques illustrent cette dynamique dont notamment le rachat avec effet de levier (leveraged buy-out) historique d'Electronic Arts pour 55 Md USD par Silver Lake, le fonds souverain saoudien et Affinity Partners. Ces transactions reflètent la tendance croissante des sponsors à s'associer entre eux ou avec des fonds souverains afin de diversifier les risques et de proposer des offres qui auraient été difficiles, voire impossibles, à réaliser individuellement.

Evolution des fonds levés pour les 3 principales destinations mondiales d'IPO (en Md USD)



Source : données EY

L'année 2025 a vu une divergence notable entre la trajectoire des métaux sûrs et celle des cryptoactifs

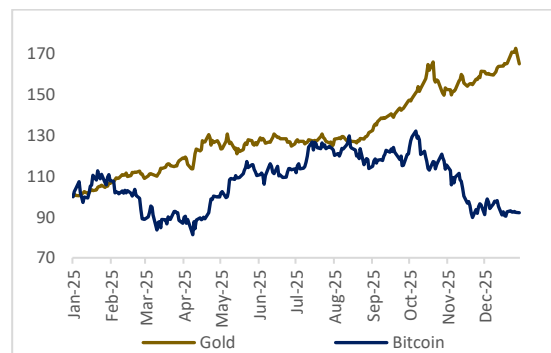
Alors que les cryptoactifs, en particulier le Bitcoin, auraient pu, par le passé, être perçus comme un actif refuge pendant les périodes de tensions sur les marchés, l'année 2025 montre au contraire qu'ils se comportent davantage comme des actifs risqués. En effet, les trajectoires de l'or et du Bitcoin ont fortement divergé, reflétant des déterminants de marché très différents.

L'or a bénéficié d'un afflux massif d'investissements, notamment via les fonds négociés en bourse (exchange-traded funds - ETF), stimulé par les tensions géopolitiques, les menaces sur l'indépendance de la Fed et l'inquiétude autour de l'endettement public. Les banques centrales ont également renforcé leurs réserves, accentuant mécaniquement la demande. Par ailleurs, dans un environnement de taux d'intérêt en baisse, l'attractivité relative de l'or par rapport aux autres actifs, à rendements désormais plus bas, s'est améliorée.

À l'inverse, le Bitcoin a connu une année entravée par une volatilité importante. Après avoir atteint un sommet historique de 126 000 USD en octobre porté par la politique favorable de la nouvelle administration, le bitcoin a subi une forte

correction, perdant près de -30 % de sa valeur à la fin de l'année pour s'établir à 89 000 USD. Les sorties massives de certains fonds ETF ainsi que le déboucement significatif des produits dérivés, ont illustré la rapidité avec laquelle le sentiment peut se retourner et affecter les prix.

Evolution prix de l'or, de l'agent et du Bitcoin
(base 100 le 1^{er} janvier 2025)



Source : données Bloomberg

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.

Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :

www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international

Responsable de la publication : Antenne de New-York du Service économique régional de Washington

Rédaction : Cédric Garcin, Guillaume Bove, Mohamed El Guindi, Laurie Bergia, Galina Natchev.

Abonnez-vous : afws@dgtresor.gouv.fr