

Washington Wall Street Watch

N°2024 spécial

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

SOMMAIRE

Conjoncture

- L'activité est restée soutenue en 2024
- L'inflation totale et sous-jacente baissent de manière « cahoteuse »
- Le marché du travail s'est détendu mais demeure robuste

Politiques macroéconomiques

- La Fed a commencé à baisser la fourchette des taux *fed funds* au second semestre mais reste prudente face à la résistance de l'inflation
- Donald Trump a été élu Président des États-Unis et les Républicains ont pris le contrôle du Congrès

Services financiers

- Les résultats des élections devraient conduire à de nouveaux délais de transposition des accords de Bâle III
- Plusieurs règles relatives à la structure des marchés actions, dont le règlement livraison à T+1, ont été adoptées par la SEC ou sont entrées en vigueur
- La mise en œuvre de certaines règles adoptées par la SEC a toutefois été entravée par plusieurs contentieux
- Les débats au Congrès et l'élection de Donald Trump laissent entrevoir des évolutions sur la régulation des cryptoactifs en 2025
- La CFPB a finalisé plusieurs règles de protection des clients des banques

Situation des marchés

- Les marchés actions progressent de +24 %, portés par la solidité de l'économie américaine, l'espoir de gains suscité par l'intelligence artificielle et l'élection de Donald Trump
- Les rendements obligataires souverains restent élevés malgré le début de l'assouplissement monétaire
- Le marché du capital-investissement redémarre sous l'effet de la baisse des coûts de financement

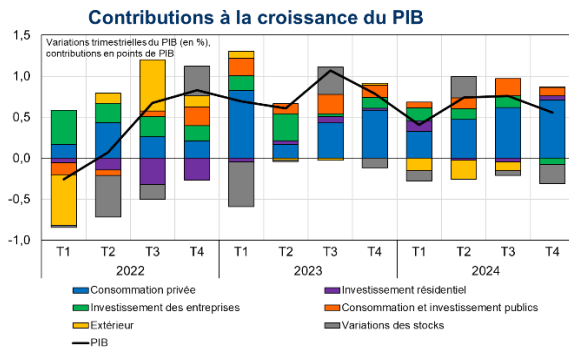
CONJONCTURE

L'activité est restée soutenue en 2024

Selon l'estimation du *Bureau of Economic Analysis* (BEA), la croissance du [PIB](#) est restée soutenue en 2024, à +2,8 % en évolution annuelle (après +2,9 % en 2023 et +2,5 % en 2022).

La croissance 2024 s'explique par le dynamisme de la consommation (+1,9 point de contribution dont +1,4 point pour les services et +0,5 point pour les biens), de l'investissement (+0,7 point) et des dépenses publiques (+0,6 point), mais elle est partiellement compensée par la contribution négative du solde extérieur (-0,4 point).

Après avoir nettement ralenti au T1 2024 (+0,4 % en évolution trimestrielle après +0,8 % au T4 2023), l'activité a repris de la vigueur en progressant de +0,8 % (+3,0 % en rythme annualisé) au T2, de +0,8 % (+3,1 %) au T3 et +0,6 % (+2,3 %) au T4.

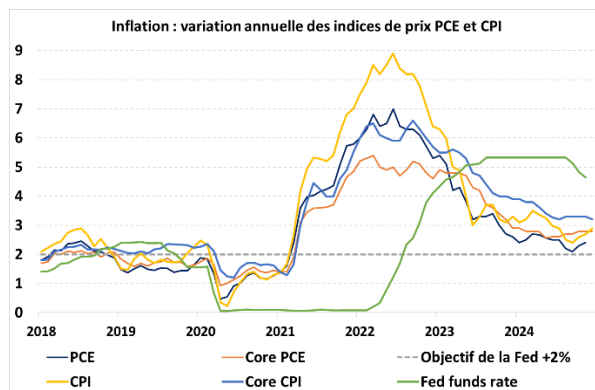


Source : données BEA.

L'inflation totale et sous-jacente baissent de manière « cahoteuse »

En 2024, le rythme de désinflation a nettement ralenti : sur douze mois glissants, la croissance de l'indice des prix à la consommation (Consumer price index – CPI) est passée de +3,3 % en [décembre 2023](#) à +2,9 % en [décembre 2024](#), et sa composante sous-jacente (hors énergie et alimentation) de +3,9 % à +3,2 %. Sur douze mois glissants, en décembre 2024, les prix de l'énergie ont baissé de -0,5 % et ceux de l'alimentation ont progressé de +2,5 %, contre -2,0 % et +2,7 % respectivement en décembre 2023.

L'ensemble des catégories ont connu un ralentissement au cours de l'année 2024 : l'inflation des biens [durables](#) s'est établie à -1,9 % sur un an en décembre 2024 (contre -1,2 % en décembre 2023), celle des biens [non-durables](#) à +1,1 % (contre +1,9 %) et celle des [services](#) à +3,3 % (contre +5,5 %).



Source : données BLS et BEA.

L'inflation PCE (Personal Consumption Expenditure), indicateur prenant en

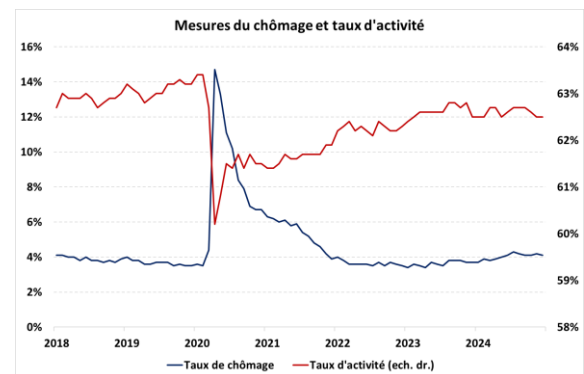
compte des dépenses indirectes comme les cotisations employeur et davantage suivi par la Fed, s'est établie en décembre 2024 à +2,6 % et sa composante sous-jacente à +2,8 % contre +2,7 % et +3,0 % respectivement un an auparavant. Après avoir atteint son plus bas niveau en septembre 2024 (+2,1 %), l'inflation PCE est repartie à la hausse tandis que sa composante sous-jacente s'est stabilisée vers +2,8 %.

Le marché du travail s'est détendu mais demeure robuste

Le marché du travail a continué de se détendre au cours du 1^{er} semestre 2024 avant de se stabiliser durant le 2^{ème} semestre. Globalement, le marché du travail reste robuste. Fin 2024, le marché du travail retrouve une situation comparable à celle d'avant-pandémie.

Les créations d'emplois ont ralenti sur un an, passant de +251 000 par mois en moyenne en 2023 à +186 000 en 2024. En glissement annuel, le salaire horaire moyen a crû de +3,9 % contre +4,1 % en décembre 2023.

Le taux de [chômage](#) a légèrement progressé au cours de 2024, passant de 3,8 % en [décembre 2023](#) à 4,2 % en [juillet 2024](#), et s'est stabilisé vers 4,1 %, proche du niveau de long terme tel qu'estimé par la Fed (4,2 % dans sa projection [publiée](#) en décembre 2024).



Source : données BLS.

Sur un an, en décembre 2024, le taux d'[activité](#) est resté stable à 62,5 % tandis que le taux d'[emploi](#) a légèrement reculé de -0,1 point, à 60,0 %. Le taux d'[activité](#) des 25-64 ans (*prime age*) progresse légèrement à 83,4 % en décembre 2023 après 83,2 % en décembre 2023, restant au-dessus de son niveau prépandémique (83 % en février 2020). Le taux d'[emploi](#) des 25-64 ans est resté quasi-stable à 80,5 %.

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

La Fed a commencé à baisser la fourchette des taux *fed funds* au second semestre mais reste prudente face à la résistance de l'inflation

Au cours de l'année 2024, la Fed a baissé la fourchette des taux *fed funds* de -100 points de base (pb) à [4,25 % - 4,50 %]. Après avoir maintenu ses taux inchangés à l'issue des cinq premières réunions du comité de politique monétaire (FOMC), la Fed a décidé d'une première baisse de -50 pb en [septembre](#) puis de deux baisses successives de -25 pb en [novembre](#) et en [décembre](#), mettant fin à un cycle de resserrement monétaire engagé en [mars](#) 2022.

L'année 2024 a été marquée par le dynamisme de la croissance du PIB, et le rééquilibrage du marché du travail qui a permis de réduire la pression à la hausse sur l'évolution des salaires et l'inflation sous-jacente. Le président de la Fed, Jerome Powell, et les responsables de la Fed ont ainsi salué à plusieurs reprises l'atterrissage en douceur de l'économie américaine, et l'atteinte d'un équilibre entre les deux objectifs du mandat de la Fed, le maximum d'emploi et la stabilité des prix.

Malgré ces progrès réalisés, les responsables se sont inquiétés du rebond de l'inflation au cours du 1^{er} trimestre 2024, ce qui les a conduits à maintenir la fourchette des taux *fed funds* inchangée au cours du premier semestre.

Les chiffres dégradés de l'emploi publiés au cours du 1^{er} semestre 2024, ont toutefois conduit le FOMC à décider d'une baisse de la fourchette des taux d'une ampleur inhabituelle de -50 pb en septembre, afin d'adresser un signal de soutien au marché du travail. La situation s'est rapidement stabilisée, et les publications suivantes confirmant que le marché du travail était solide et proche du plein emploi, les responsables ont de nouveau porté leur attention sur la persistance de l'inflation, tout en considérant que le retour vers la cible de +2 % n'était pas remis en cause.

Malgré les deux baisses de -25 pb de la fourchette des taux, décidées en novembre et décembre, le FOMC de décembre a adressé un message de prudence dans la conduite de la politique monétaire en 2025.

Ainsi, entre les projections économiques trimestrielles publiées en décembre [2023](#) et celles publiées en décembre [2024](#), les responsables de la Fed ont revu à la hausse leurs estimations d'inflation totale et sous-jacente pour 2025 et 2026, impliquant une moindre baisse de la fourchette des taux que ce qui était estimé un an plus tôt. L'estimation du taux neutre a également été revu à la hausse (+0,5 pb par rapport à décembre 2023, à 3%).

Projections économiques de la Fed

		2024	2025	2026
PIB	Dec.23	+1,4 %	+1,8 %	+1,9 %
	Dec.24	+2,5 %	+2,1 %	+2,0 %
Chômage	Dec.23	4,1 %	4,1 %	4,1 %
	Dec.24	4,2 %	4,3 %	4,3 %
Inflation	Dec.23	+2,4 %	+2,1 %	+2,0 %
	Dec.24	+2,4 %	+2,5 %	+2,1 %
Inflation sous-jacente	Dec.23	+2,4 %	+2,2 %	+2,0 %
	Dec.24	+2,8 %	+2,5 %	+2,2 %
Taux <i>fed funds</i>	Dec.23	4,6 %	3,6 %	2,9 %
	Dec.24	4,4 %	3,9 %	3,4 %

Source : Fed.

Donald Trump a été élu Président des États-Unis et les Républicains ont pris le contrôle du Congrès

À l'issue des élections du 5 novembre 2024, Donald Trump a été élu Président des États-Unis et le parti républicain a remporté la majorité à la Chambre des Représentants (220-215) et au Sénat (53-47). Le 119^{ème} Congrès siègera à compter du 3 janvier 2025 (Mike Johnson a été réélu speaker à la Chambre par une courte majorité le 3 janvier).

Le programme économique de D. Trump repose notamment sur (i) la hausse des tarifs douaniers, (ii) la pérennisation des dispositifs du *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) de 2017, dont la plupart expirait en 2025, ainsi que des baisses d'impôts supplémentaires pour les entreprises qui relocalisent leurs capacités productives et les ménages, (iii) la révision, voire le retrait, de certains dispositifs environnementaux de l'*Inflation Reduction Act* (IRA), et (iv) un durcissement de la politique migratoire

avec des mesures d'expulsion des étrangers en situation irrégulière.

La capacité du nouveau Président à mener à bien son agenda politique résidera tout de même dans les compromis et les accords à trouver au sein du Congrès. En effet, malgré une majorité républicaine au Sénat, la procédure législative ordinaire requiert un vote à la majorité qualifiée (60 voix sur 100) pour lever l'obstruction parlementaire (*filibuster*). En revanche, le parti républicain dispose de la procédure de réconciliation qui permet d'adopter des textes budgétaires par un vote à la majorité simple dans les deux assemblées. Cette procédure a été notamment utilisée en 2017 (sous l'administration Trump) pour adopter le TCJA, et en 2022 (sous l'administration Biden) pour l'IRA.

Les Républicains ont déjà désigné French Hill (R – Arkansas) pour succéder en janvier 2025 à Patrick McHenry (R – Caroline du Nord) en tant que président de la Commission des services financiers de la Chambre des représentants (*House Financial Services Committee – HFSC*). À la tête du HFSC, il sera chargé d'élaborer les lois de supervision du secteur financier. Il occupait jusqu'à présent les fonctions de vice-président du HFSC, où il était notamment chargé de la sous-commission sur les crypto-actifs et a été l'artisan du [projet](#) de loi *Fit-21* visant à établir une régulation du secteur. En matière bancaire, il s'est exprimé en faveur d'un retrait complet de la proposition de transposition de Bâle III publiée par les régulateurs en juillet 2023, et de la publication d'une nouvelle proposition.

En amont de son investiture le 20 janvier 2025, D. Trump a procédé à plusieurs désignations sur des postes clés en matière financière, dont certaines devront être confirmées par le Sénat.

Ainsi, Scott Bessent, gestionnaire de *hedge fund*, a été désigné pour prendre les fonctions de Secrétaire au Trésor. Partisan d'une réduction du déficit public, il semble favorable à une approche plus graduelle que D. Trump de l'utilisation des droits de douanes. Sa désignation a été perçue positivement par les marchés. D. Trump a également annoncé son intention de nommer Michael Faulkender (jusqu'à présent économiste en chef du think tank *America First Policy Institute* créé pour appuyer le candidat Trump) Secrétaire du Trésor adjoint en remplacement de Wally Adeyemo. Il a complété la composition de son équipe économique par la nomination Stephen Miran comme président du *Council of Economic Advisors* (CEA), l'organisme de conseil économique du Président, et par celle de Kevin Hassett (président du CEA durant le premier mandat de D. Trump) au poste de directeur du *National Economic Council* (NEC), organe de coordination de la politique économique rattaché à la Maison-Blanche. Enfin, D. Trump a annoncé la nomination de Russell Vought à la tête de l'*Office of Management and Budget* (OMB), organe chargé de la gestion et de l'élaboration du budget rattaché à la Maison-Blanche. R. Vought avait occupé les mêmes fonctions lors du premier mandat du D. Trump et est un artisan du Projet 2025, programme économique de la fondation conservatrice *Heritage*. Il devra travailler avec le *Department of Government Efficiency* (DOGE) nouvellement créé par Donald Trump, et confié aux entrepreneurs Elon Musk et Vivek Ramaswamy pour réduire les dépenses publiques.

D. Trump a également annoncé son intention de nommer Paul Atkins président de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'autorité des marchés financiers. Il est attendu que Paul Atkins, qui a déjà travaillé près de 20 ans à la SEC, remette en cause une partie de l'action de son prédécesseur, notamment en matière climatique et de cryptoactifs.

SERVICES FINANCIERS

Les résultats des élections devraient conduire à de nouveaux délais de transposition des accords de Bâle III

Michael Barr, vice-président de la Fed chargé de la supervision, a [présenté](#) le 10 septembre les principaux axes de la nouvelle proposition de transposition des accords de Bâle III relatifs aux exigences de fonds propres des banques, qu'il souhaitait recommander au Conseil des gouverneurs de la Fed d'adopter. Cette nouvelle proposition réduit significativement les ambitions de la proposition initiale publiée en juillet 2023 par les trois régulateurs bancaires (Fed, *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) et *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC)) et qui avait fait l'objet d'une forte opposition du secteur et du parti républicain. Les commentaires reçus suite à cette publication justifiaient d'après M. Barr de revoir l'équilibre entre « résilience » et « efficacité » du cadre prudentiel. Cette nouvelle proposition restreint (i) le périmètre des banques qui se verraient appliquer les nouvelles règles et (ii) le niveau d'exigences pour les banques concernées par la réforme, de manière à éviter une « surtransposition » des accords de Bâle III et de pénaliser le financement de l'économie. L'estimation du coût en capital de la nouvelle proposition est nettement revue à la baisse. Les banques d'importance systémiques (*Global Systemically Important Banks* – GSIBS) verraient leurs exigences de fonds propres de CET 1 (*Common Equity Tier 1*) augmenter de +9 % contre +19 % dans la proposition initiale, et les autres grandes banques de +3 à +4,5 %.

Malgré ces annonces, aucune nouvelle proposition n'a été publiée faute de consensus entre les trois agences. À l'issue des élections américaines, les changements de gouvernance à la tête des agences devraient conduire à de nouveaux délais de transposition et à une incertitude sur une éventuelle nouvelle proposition. Ainsi, le directeur de l'OCC sera remplacé, et un nouveau président de la FDIC nommé, l'actuel ayant indiqué qu'il démissionnerait le 19 janvier. Le président du *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), l'agence de protection des consommateurs en

matière financière, qui siège au conseil de la FDIC pourrait également être remplacé. Certains Républicains s'interrogeaient également sur le maintien dans ses fonctions de M. Barr (ce dernier a remis sa [démission](#) au président des États-Unis le 6 janvier, avec une prise d'effet le 28 février au plus tard). French Hill, qui devrait être confirmé dans les fonctions de président du comité des services financiers de la Chambre des représentants (confirmation obtenue lors de l'installation du 119^{ème} Congrès), a indiqué qu'il était favorable à un retrait de la proposition formulée en juillet 2023 et à la publication par les agences d'une nouvelle proposition qu'il qualifie de « plus équilibrée ».

Plusieurs règles relatives à la structure des marchés actions, dont le règlement livraison à T+1, ont été adoptées par la SEC ou sont entrées en vigueur

Le 28 mai 2024, le délai de règlement livraison des titres financiers aux États-Unis est [passé](#) à un jour ouvré (T+1), au lieu de deux jours ouvrés (T+2) depuis 2017. Cette évolution fait suite à une règle [adoptée](#) par la SEC le 15 février 2023. Ce délai s'applique aux actions, aux obligations d'entreprises et de collectivités infra-fédérales, aux fonds indiciels cotés (*Exchange-Traded Funds* – ETF) et à certains fonds (*mutual funds*). Les obligations souveraines (*Treasuries*) sont déjà soumises à un délai de règlement-livraison à T+1. L'objectif du passage en T+1 est de fluidifier les marchés et de réduire les exigences de marge des chambres de compensation.

Le 18 septembre, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'autorité des marchés financiers, a [finalisé](#) une des règles de son programme de réforme visant à renforcer la concurrence et à mieux protéger les particuliers sur le marché actions. La règle (i) abaisse le pas de cotation minimal pour les actions dont le cours est supérieur à 1 USD, (ii) réduit le plafond de frais d'exécution des ordres, et (iii) impose de nouvelles exigences de transparence sur les ordres de faible quantité. La règle réduit également le niveau maximum des frais qui peuvent être prélevés pour exécuter un ordre à la meilleure cotation disponible (*National Best Bid and Offer* – NBBO) et interdit aux bourses de facturer des frais ou

de consentir des rabais dont le niveau ne pourrait pas être connu au moment de l'exécution de l'ordre. Les règles relatives à (i) la création d'un système d'enchères pour les ordres des investisseurs individuels, et (ii) la formalisation dans la réglementation de la SEC de l'obligation de meilleure exécution par les courtiers, qui avaient été proposées en décembre 2022, n'ont pas encore été finalisées.

Le 25 octobre, la SEC a par ailleurs durci les [règles](#) de gestion des risques des chambres de compensation « couvertes » (*covered clearing agencies* - CCAs) qui opèrent des fonctions (i) de contrepartie unique (CCP) – en s'intercalant entre les vendeurs et les acheteurs, et (ii) de dépositaire central (CSD). 6 CCA sont actuellement actives et autorisées par la SEC.

Enfin, le 28 août, la SEC a [finalisé](#) une règle réhaussant les exigences de transparence des fonds communs de placement (*mutual funds*) et pour certaines dispositions, des fonds cotés (*exchange traded funds* – ETFs). La règle intègre des recommandations en matière de gestion du risque de liquidité des fonds ouverts (*open-end funds*) afin de renforcer leur résilience en période de tension. La règle ne s'applique pas aux fonds monétaires, dont les règles de liquidité font l'objet d'une règle [adoptée](#) en juillet 2023. Ces mesures constituent une version allégée de la [proposition](#) de règle publiée en novembre 2022, suite à une forte opposition de l'industrie. La règle finale abandonne notamment la mise en place d'un mécanisme d'ajustement des prix (*swing pricing*) en cas de décollecte nette (rachats supérieurs aux souscriptions) ou de forte collecte nette (souscriptions nettement supérieures aux rachats), afin de limiter l'impact des périodes de tension sur les porteurs de parts.

La mise en œuvre de certaines règles adoptées par la SEC a toutefois été entravée par plusieurs contentieux

La SEC a [publié](#) le 6 mars la version finale d'une règle imposant aux sociétés cotées des obligations de transparence sur leurs risques climatiques et, pour les plus grandes sociétés, leurs émissions de gaz à effet de serre. Cette réforme était attendue depuis la publication en mars 2022 de la [proposition](#) de règle initiale, qui a fait l'objet d'une forte opposition des milieux

économiques (plus de 24 000 réponses à la consultation), largement relayée par le camp républicain. Malgré les assouplissements retenus dans la règle finale par rapport à la proposition initiale, 9 procédures judiciaires ont été engagées dans 6 États fédérés puis regroupées devant la Cour d'appel du 8^{ème} District. Les Républicains et les fédérations d'entreprises critiquent les coûts de mise en conformité élevés et remettent en cause l'autorité de la SEC pour imposer ce type d'exigence. À l'inverse, certaines ONG qui soutenaient la proposition de règle considèrent la version finale vidée de sa substance et jugent qu'elle représente une entrave à la prise de décision éclairée des investisseurs. En réaction, 19 procureurs démocrates ont annoncé leur mobilisation aux côtés de la SEC pour défendre la règle.

La SEC a suspendu la règle en avril 2024 dans l'attente de la décision de justice. Indépendamment de ce que décidera la Cour d'Appel, la règle pourrait être amendée par la SEC. En effet, Paul Atkins, le candidat à la présidence de la SEC désigné par Donald Trump, a pris part contre la règle.

La SEC avait par ailleurs adopté en 2023 un ensemble de [règles](#) renforçant les exigences de transparence des fonds privés. Immédiatement attaquées en justice après leur adoption par six associations de représentants de l'industrie des *private funds*, ces règles ont été annulées à l'unanimité par un jugement de la cour du *Fifth Circuit* en juin 2024. La SEC n'a pas déposé de dossier d'appel auprès de la Cour Suprême dans le délai imparti, conduisant à l'abandon de la règle par l'agence.

Enfin, la règle réduisant le plafond des frais d'exécution des ordres sur les marchés actions fait actuellement l'objet d'une action en justice de la part du Nasdaq et de CBoe.

Les débats au Congrès et l'élection de Donald Trump laissent entrevoir des évolutions sur la régulation des cryptoactifs en 2025

Le 22 mai, la Chambre des représentants a adopté pour la première fois, à 279 voix contre 136, une loi qui instaure un régime spécifique de supervision des crypto-actifs. La règle prévoit notamment le partage des compétences de supervision des crypto-actifs entre la *Securities and Exchange*

Commission (SEC) le régulateur des marchés financiers, et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), le régulateur des marchés de dérivés.

Ce partage des compétences, en faveur de la CFTC, tranche avec la situation actuelle où, en l'absence de régulation, les crypto-actifs sont majoritairement considérés par la SEC comme relevant du cadre juridique des titres financiers traditionnels (*securities*). Le marché des paiements *stablecoins* serait quant à lui supervisé par la SEC (même si le texte ne crée pas un régime spécifique à l'émission de *stablecoins*, cet aspect faisant l'objet d'autres propositions de loi républicaines qui n'ont pas encore été discutées en séance plénière à la Chambre).

Le texte n'a toutefois pas prospéré au Sénat à majorité démocrate. La victoire des Républicains à la Chambre et au Sénat pourrait faciliter l'obtention d'un accord bipartisan sur la régulation du secteur, d'autant que le nouveau président du comité des services financiers de la Chambre, le Républicain French Hill, est le principal artisan de la proposition. Si le vote par le Sénat du texte adopté à la Chambre n'est pas acquis, il pourra servir de base aux discussions.

Donald Trump a par ailleurs multiplié durant sa campagne les déclarations en faveur de l'adoption d'une régulation qui soutiendrait le développement des cryptoactifs, ce qui a conduit à faire exploser le cours du Bitcoin après son élection (+208 % sur 2024). Le président élu a matérialisé l'intérêt qu'il portait au secteur en nommant à la Maison Blanche David Sacks, co-fondateur de la société de capital-investissement Craft Ventures et ancien directeur exécutif de la société de paiements Paypal, aux fonctions « Tzar de l'intelligence artificielle et des cryptoactifs ». C'est la première fois qu'un Président nomme un conseiller spécifiquement en charge de ces enjeux.

L'investissement dans les cryptoactifs a par ailleurs été facilité par les autorisations données en 2024 par la SEC au lancement

de 11 fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds – ETF*) investis en Bitcoin (*Bitcoin-spot ETFs*) et de 9 fonds investis directement en Ethereum (*Ether-spot ETFs*).

La CFPB a finalisé plusieurs règles de protection des clients des banques

Le 22 octobre, le *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), l'agence de protection des consommateurs en matière de services financiers, a [finalisé](#) une règle visant à renforcer le contrôle des clients sur leurs données financières personnelles (*Personal Financial Data – PFD*). Cette règle marque la première étape dans l'effort de promotion par le CFPB d'un écosystème bancaire ouvert (*Open Banking*) où les clients peuvent facilement migrer leurs données d'un prestataire de services à un autre, permettant de lutter contre les pratiques anti-concurrentielles de certains acteurs. Le jour de la publication de la règle, le *Bank Policy Institute* (BPI), et *Kentucky Bankers Association*, des associations de représentants des banques, ont [lancé](#) des poursuites judiciaires contre la règle, soulignant notamment les risques qu'elle représente pour la protection des données des clients des banques.

Par ailleurs, le 21 novembre, le CFPB, a [finalisé](#) une règle visant à renforcer la supervision des grands établissements non bancaires proposant des services de paiements en ligne (portefeuilles numériques, applications de paiements et de transfert de fonds, etc.). Sous la nouvelle règle, le CFPB sera habilité à engager proactivement des enquêtes (*proactive examinations*) sur les sociétés de paiement réalisant plus de 50 M de transactions par an pour s'assurer qu'elles respectent les lois fédérales en matière de protection financière des consommateurs.

Le Bank Policy Institute [soutient](#) la règle de longue date, tandis que l'industrie de la tech et les élus [républicains](#) déplorent une règle qui nuirait à l'innovation.

SITUATION DES MARCHES

Les marchés actions progressent de +24%, portés par la solidité de l'économie américaine, l'espoir de gains suscité par l'intelligence

artificielle et l'élection de Donald Trump

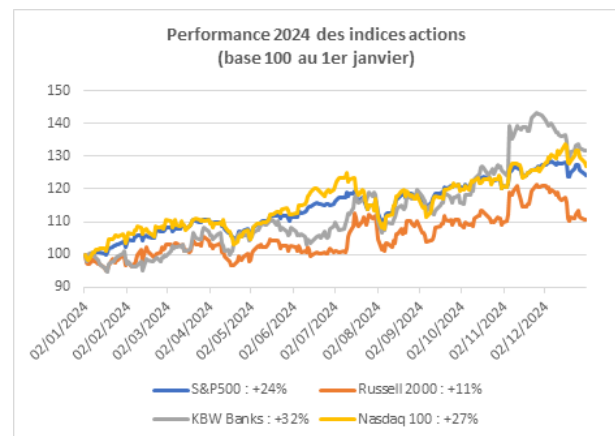
L'indice S&P 500, qui rassemble les 500 plus grandes capitalisations boursières, a progressé de +24 % en 2024, signant ainsi la

meilleure performance sur deux années consécutives depuis 1998 (+24 % en 2023). Cette performance s'explique notamment par la solidité de l'économie américaine qui se traduit dans les résultats des entreprises. Par ailleurs, comme l'année dernière, la performance de l'indice S&P 500, qui est pondéré par la capitalisation boursière des entreprises qui le composent, a été particulièrement tirée par celle des *Magnificent Seven* (+70 % sur un an après +76 % en 2023), groupe désignant Apple (+35 %), Nvidia (+179 %), Alphabet (maison-mère de Google: +37 %), Tesla (+63 %), Microsoft (+14 %), Amazon (+46 %) et Meta (maison-mère de Facebook: +69 %). Ces titres, en particulier Nvidia, bénéficient d'une dynamique liée à l'intelligence artificielle. L'indice Nasdaq 100, qui reflète les performances des secteurs liés aux nouvelles technologies, a progressé de +27 % sur l'année. L'indice S&P 500 calculé en accordant une pondération équivalente à chaque entreprise ne progresse que de 11% sur l'année 2024.

L'élection de D. Trump le 5 novembre 2024 s'est traduite par une hausse des principaux indices boursiers. En particulier, l'indice Russell 2000 (qui rassemble les 2000 plus petites entreprises de l'indice Russell 3000) a atteint +21% entre le 1^{er} janvier et le 25 novembre (son maximum sur l'année), les marchés considérant que les mesures protectionnistes et la dérégulation de l'économie annoncées par le président élu durant sa campagne profiteraient particulièrement aux petites entreprises. De même l'indice des banques KBW Banks a progressé de +41 % entre le 1^{er} janvier et son maximum sur l'année le 25 novembre, l'élection du candidat républicain laissant espérer une plus faible régulation du secteur et notamment une réécriture de la proposition de transposition de Bâle III. Enfin, le discours très favorable au développement des cryptoactifs de Donald Trump s'est traduit par une explosion du cours du Bitcoin qui termine l'année avec une appréciation de +208 %.

La fin du mois de décembre a cependant été marqué par un repli des principaux indices, le marché prenant en compte les risques associés à la future présidence de Donald Trump, notamment la hausse des droits de douanes et ses potentielles conséquences inflationnistes, ainsi que la révision à la hausse lors du dernier FOMC de la trajectoire de taux *fed funds* pour 2025 et 2026. L'indice S&P 500 conclut ainsi l'année par une baisse de 4 jours consécutifs, ce qui

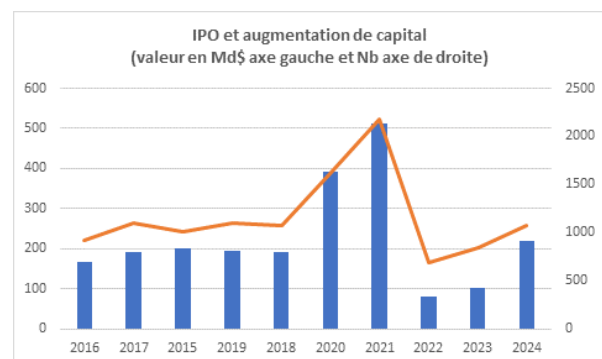
n'était plus arrivé depuis 1966, et perd 3 points de pourcentage (pp) sur le mois de décembre (par rapport à leur plus haut niveau atteint, -3,5 pp pour le Nasdaq, -11 pp pour le KBW Banks, -10 pp pour le Russell 2000).



Source : données Bloomberg.

L'indice de volatilité implicite VIX, qui évoluait autour de 14 (avec un maximum à 19 en avril) au premier semestre 2024 a bondi à plus de 38 début août, les marchés réagissant fortement au ralentissement du marché du travail qui a fait craindre un atterrissage brutal de l'économie américaine. Les épisodes de hausse de la volatilité (supérieur à 20) se sont multipliés sur la dernière partie de l'année avec un pic à 27 lors du dernier FOMC en décembre.

Enfin, les émissions d'actions (introductions en bourses – IPO – et émissions additionnelles d'entreprises cotées) ont doublé en valeur par rapport à 2023 (220 Md USD en 2024 contre 101 Md USD en 2023) et dépassent légèrement les montants moyens de la période 2016-2018. Cette dynamique est portée principalement par les augmentations de capital.



Source : données Bloomberg.

Les rendements obligataires souverains restent élevés malgré le

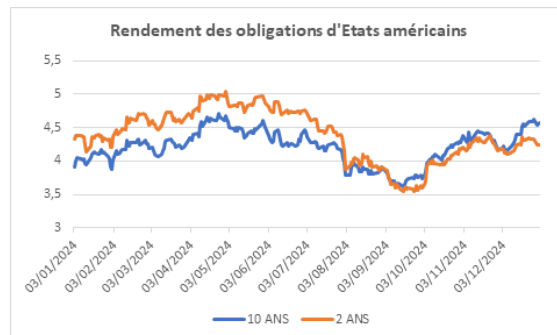
début de l'assouplissement monétaire

Les rendements des obligations du Trésor américain (*Treasuries*) ont tout d'abord crû sur le premier semestre, le taux à 2 ans atteignant 5 % fin avril et celui à 10 ans 4,7 %, poussés par la solidité de l'économie américaine et le maintien par le FOMC de la fourchette des taux *fed funds* à un niveau élevé, compte tenu du ralentissement du processus de désinflation.

Les rendements ont ensuite commencé à refluer à la fin du premier semestre, dans la perspective du desserrement monétaire attendu après l'été, et ont baissé plus franchement en août face à la crainte d'un atterrissage brutal de l'économie en raison du ralentissement du marché du travail. La baisse des rendements s'est poursuivie jusqu'au début du mois d'octobre, sous l'effet notamment de la baisse de la fourchette des taux *fed funds* de -50 ppb décidée par la Fed en septembre. Les rendements ont ainsi atteint un point bas à 3,5 % pour les obligations à 2 ans et 3,6 % pour les obligations à 10 ans.

Ils sont ensuite repartis à la hausse malgré la poursuite de la baisse des taux par la Fed en novembre et en décembre, ce qui peut s'expliquer notamment par l'élection de D. Trump, dont le programme économique est perçu comme inflationniste et coûteux pour les finances publiques, et par la révision à la hausse de la projection de la fourchette des taux *fed funds* par la Fed pour 2025 et 2026. Cette hausse est plus marquée sur la fin de l'année pour les obligations à 10 ans soulignant les anticipations d'inflation et de hausse des émissions de dettes souveraines.

Le rendement des obligations à 10 ans termine l'année à 4,5 % contre 3,9 % un an plus tôt et celui des obligations à 2 ans est pratiquement stable par rapport au 1^{er} janvier 2024 à 4,2 %.

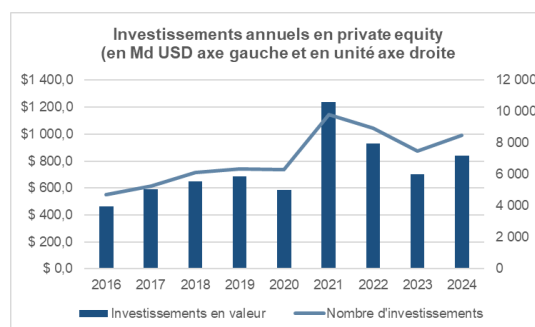


Source : données Bloomberg.

Le marché du capital-investissement redémarre sous l'effet de la baisse des coûts de financement

Selon les données de PitchBook sur le marché du *private equity*, Le nombre d'investissements a progressé en 2024 de +13 %, à 8 500, et la valeur cumulée de ces investissements de +19 %, à 840 Md USD. La baisse des taux d'intérêt et le resserrement des *spreads* ont permis de réduire le coût de financement et de relancer les transactions. Le nombre de sorties des fonds a progressé de +17 %, à 1 500, leur valeur cumulée sur l'année a cru de +50 % à 416 Md USD. Tant le nombre d'opérations que le montant cumulé des investissements demeurent cependant inférieurs au pic des années 2021-2022.

Les levées de fonds aux États-Unis ont quant à elles accentué leur baisse sur un an (-54 % en nombre et -27 % en valeur contre respectivement -32 % et -1 % l'année dernière).



Source : données PitchBook.