



MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE,  
DES FINANCES  
ET DE LA SOUVERAINETÉ  
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE  
ET NUMÉRIQUE

Liberté  
Égalité  
Fraternité

Direction générale du Trésor



AMBASSADE  
DE FRANCE  
AUX ÉTATS-UNIS

Liberté  
Égalité  
Fraternité

# Washington Wall Street Watch

N°2025-41 - Le 13 Novembre 2025

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

## SOMMAIRE

### Politiques macroéconomiques

- Le plus long *shutdown* budgétaire de l'histoire américaine touche à sa fin après 43 jours
- Stephen Miran dresse les implications des *stablecoins* pour la politique monétaire

### Services financiers

- La Fed insiste sur la survalorisation des actions et le niveau de levier des hedge funds dans son rapport semestriel sur la stabilité financière
- La commission du Sénat en charge de l'agriculture propose sa version de l'encadrement de la structure du marché des crypto-actifs
- Le Treasury et l'IRS confirment la possibilité pour les gestionnaires d'ETF de réaliser du *staking*

### Situation des marchés

### Brèves

## POLITIQUES MACROECONOMIQUES

### Le plus long *shutdown* budgétaire de l'histoire américaine touche à sa fin après 43 jours

Lors d'un vote le 12 novembre au soir, la Chambre des Représentants a adopté (222-209) un projet de [résolution](#) budgétaire préalablement voté par le Sénat le 10 novembre (60-40) mettant ainsi un terme, après 43 jours, au plus long *shutdown* de l'histoire des États-Unis.

Le paquet législatif adopté par le Congrès prévoit notamment i) 3 lois de finances (*appropriation bills*) pour l'année 2026 s'agissant du Ministère de l'agriculture, avec la reprise du programme d'aide alimentaire SNAP (*Supplemental*

*Nutrition Assistance Program*), du département des constructions militaires et des vétérans et du Congrès; ii) la prolongation jusqu'au 30 janvier des crédits 2025 (*continuing resolution - CR*) pour le reste des agences et programmes fédéraux, dans l'attente d'un accord sur les 9 lois de finances restantes; iii) la réintégration des 4 100 employés fédéraux licenciés durant le *shutdown* et le versement rétroactif des salaires pour les agents mis en congés forcés ou contraints de travailler sans rémunération durant le *shutdown*; iv) l'interdiction de procéder à de nouveaux licenciements jusqu'à l'expiration de la *CR*.

Afin d'emporter le ralliement d'au moins 8 sénateurs démocrates et d'obtenir la « supermajorité » de 60 votes nécessaire pour l'adoption de ce paquet législatif, le chef de la majorité au Sénat, J.Thune s'est engagé à programmer en décembre un vote relatif aux subventions fédérales pour les assurances santé privées, qui avait été un élément clef dans l'opposition initiale des démocrates à la proposition de CR.

L'impact économique de ce *shutdown* pourrait atteindre 2 points de pourcentage du PIB réel annualisé au quatrième trimestre 2025, qui ne serait que partiellement recouvrée au premier trimestre 2026 selon le *Congressional Budget Office* ([CBO](#)). Faute de collecte par les agences fédérales (notamment le *Bureau of Labor Statistics* et le *Bureau of Economic Analysis*), la publication de données statistiques officielles pour le mois d'octobre paraît fortement compromise, comme la porte-parole de la Maison Blanche, Karoline Leavitt l'a [indiqué](#) ce mercredi pour les données d'inflation et le rapport sur l'emploi du mois d'octobre. Ceci priverait décideurs publics, entreprises et marchés de données fiables sur l'évolution de l'emploi, de l'inflation et de l'activité économique dans un contexte marqué par l'incertitude quant aux conséquences de la politique économique et commerciale de l'administration Trump et alors que la Fed tiendra son prochain FOMC (*Federal Open Market Committee*) début décembre.

## Stephen Miran dresse les implications des *stablecoins* pour la politique monétaire

Le 7 novembre 2025 devant le *Harvard Club* de New York, le gouverneur de la Fed Stephen Miran a tenu un [discours](#) sur les implications du développement des *stablecoins* sur la politique monétaire. Ce développement accroîtrait fortement la

demande étrangère pour les actifs en dollar, notamment les bons du Trésor américains. S. Miran mentionne les estimations selon lesquelles l'émission de *stablecoins* pourrait atteindre entre 1 000 et 3 000 milliards de dollars d'ici la fin de la décennie.

L'augmentation de la demande pour les actifs en dollar, notamment par des investisseurs étrangers ou des utilisateurs privés cherchant à accéder au dollar via des *stablecoins*, crée une offre accrue de « fonds prêtables » dans l'économie américaine, ce qui exerce une pression à la baisse sur le taux neutre ( $r^*$ ) - c'est-à-dire le taux d'intérêt qui ne stimule ni ne freine l'économie. S. Miran cite l'étude de Marina Azzimonti et Vincenzo Quadrini (2024) selon laquelle une adoption généralisée des *stablecoins* pourrait induire une baisse de  $r^*$  de l'ordre de 40 points de base. Il affirme que si la banque centrale ne tient pas compte de cette baisse de  $r^*$ , sa politique monétaire pourrait devenir trop restrictive.

Par ailleurs, S. Miran met en garde contre des effets secondaires liés aux *stablecoins* : un possible mouvement de dé-intermédiation des banques - par exemple si des dépôts bancaires sont déplacés vers des *stablecoins* - pourrait réduire la vélocité de la monnaie et affaiblir la transmission de la politique monétaire. De plus, l'accroissement de la demande pour le dollar et d'actifs en dollar contribue à un phénomène de « dollarisation » de l'économie mondiale couplé à un dollar plus fort avec une moindre importance des changes flottants et une synchronisation accrue des cycles d'affaires internationaux. Enfin, le gouverneur rappelle que les actifs américains (réserves de change en dollars, bons du Trésor américains) constituent de fait un bien public mondial renforçant l'idée que les implications des *stablecoins* dépassent le seul cadre national.

---

## SERVICES FINANCIERS

### La Fed insiste sur la survalorisation des actions et le niveau de levier des *hedge funds* dans son rapport semestriel sur la stabilité financière

Dans son dernier [rapport](#) sur la stabilité financière, la Fed revient sur les vulnérabilités liées à (i) la valorisation des actifs, (ii) l'endettement des entreprises et des ménages, (iii) le niveau de levier dans le secteur financier et (iv) les risques de financement et de liquidité.

Les valorisations des actifs — actions et autres titres — a dépassé son niveau antérieur au « *Liberation day* » du 2 avril, qui avait provoqué une chute boursière. Le ratio entre la capitalisation boursière des entreprises et leurs bénéfices retrouve quasiment leur point haut historique pour les entreprises cotées de l'indice S&P 500 (x23), et l'écart de rendement des actions par rapport aux obligations est très faible (environ 2%). Les écarts entre les rendements des obligations d'entreprises et ceux des titres du Trésor de maturité comparable sont également revenus à leurs niveaux d'avant avril. La Fed avertit qu'un tel contexte peut signaler que les investisseurs sont disposés à prendre davantage de risques, et cette pression à la hausse peut accroître la probabilité de chutes de prix importantes.

La liquidité sur les marchés des Treasuries s'est quant à elle améliorée depuis avril.

Les prix de l'immobilier commercial ont continué à se stabiliser, mais la Fed souligne le risque potentiel de ventes d'actifs forcées si les emprunteurs arrivant à échéance ne parvenaient pas à refinancer leurs prêts. Sur le marché résidentiel, les prix des logements restent élevés, progressant entre 0,3 % et 1,7 % sur l'année.

Les bilans des ménages et des entreprises demeurent solides, l'endettement global étant en légère baisse, à son niveau le plus bas depuis vingt ans. Toutefois, les taux de défaut sur les cartes de crédit et les prêts

automobiles (environ 4%) retrouvent des niveaux non atteints depuis 2010.

En outre, le rapport met en exergue des risques liés à l'effet de levier au sein des institutions financières, notamment les *hedge funds* et les compagnies d'assurance-vie. Cette hausse du levier peut empêcher certaines institutions financières d'absorber des pertes sans perturber leurs activités normales en cas de choc défavorable. Le secteur bancaire, pour sa part, reste « globalement sain et résilient », la plupart des établissements présentant des niveaux de capital bien supérieurs aux exigences réglementaires. La Fed observe néanmoins une hausse du crédit bancaire aux autres entités financières, en particulier dans les véhicules de financement *ad hoc* (SPV), et les véhicules de titrisation (les *collateralized loan obligations* (CLO) et les *asset-backed securities* (ABS)).

Enfin, l'encours des fonds monétaires continue de progresser, mais le risque de rachats massifs est jugé peu élevé. La part des dépôts non garantis, les plus vulnérables aux paniques bancaires, a par ailleurs nettement baissé depuis son pic atteint avant la crise bancaire de 2023.

### La commission du Sénat en charge de l'agriculture propose sa version de l'encadrement de la structure du marché des crypto-actifs

Deux sénateurs de la commission de l'agriculture du Sénat, chargée d'élaborer les lois concernant les marchés des matières premières et des produits dérivés, ont déposé le 10 novembre une [proposition](#) de loi relative à la structure du marché des cryptoactifs.

Ce texte bipartisan, porté par le Président de la commission John Boozman (R – Ark.) et Cory Booker (D- NJ), confie à l'autorité du marché des produits dérivés, la CFTC (Commodity Futures Trading Commission),

la charge de superviser la majorité des crypto-actifs, nommés « commodités numériques » (Digital Commodity – DC) et le marché au comptant (*spot*). Un processus de certification, soumis à l'approbation de la SEC, doit permettre de déterminer si un actif est une DC. La définition exclue les stablecoins, les dépôts bancaires et les titres financiers numériques (*digital securities*). Les places de marché, courtiers, conservateurs et chambres de compensation traitant ces produits doivent s'enregistrer auprès de la CFTC. La SEC est chargée de superviser les *digital securities*.

Le texte reprend ainsi la logique du Clarity Act, voté au mois de juillet par la Chambre des représentants. Il offre toutefois moins de libertés aux émetteurs pour certifier eux-mêmes le statut de leurs actifs, et prévoit un processus de contrôle interagence (CFTC-SEC) plus strict, ainsi qu'une obligation plus générale pour les deux agences de collaborer pour la production de normes (*rulemaking*).

Différentes protections des investisseurs sont prévues par la proposition, dont la ségrégation des fonds des clients, les garde-fous contre les conflits d'intérêts, les obligations de transparence et l'interdictions de certaines transactions avec des affiliés.

Le dépôt de ce texte ne constitue qu'une première étape. Il doit encore faire l'objet d'amendements au sein de la commission avant d'être voté en plénière. En parallèle, la commission des affaires bancaires du Sénat, compétente en matière de titres financiers, soutient elle-même son propre texte, qui pourrait être amendé avant la fin de l'année.

Le sénateur démocrate C. Booker a insisté sur la nécessité de doter la CFTC de moyens et d'outils nouveaux pour assurer cette supervision (le texte prévoit des ressources nouvelles), et de nommer un collège de commissaires bipartisan, alors que l'agence ne comprend plus qu'une Présidente, Caroline Pham, d'affinité républicaine, et

que 4 postes de commissaires restent vacants.

## Le Treasury et l'IRS confirment la possibilité pour les gestionnaires d'ETF de réaliser du *staking*

Le Treasury et les services fiscaux américains (Internal Revenue Services – IRS) ont [publié](#) le 11 novembre une ligne directrice interne (guidance) établissant un régime protecteur (*safe harbour*) permettant aux fonds cotés (*exchange-traded funds*) investissant dans des crypto-actifs de réaliser des opérations de *staking* de leurs jetons, sans perdre leur statut fiscal privilégié.

Le *staking* consiste à bloquer des crypto-actifs sur une blockchain dite de « proof-of-stake » (telle que Ethereum ou Solana) afin de valider les transactions. L'investisseur, qui consent à ce blocage est récompensé sous forme monétaire ou de jetons (*tokens*). Dans le cas où les crypto-actifs sont détenus par un ETF, cette rémunération peut être transmise par le fonds à l'investisseur final directement ou indirectement sous la forme d'une baisse des frais.

Les fonds structurés sous la forme de fiduciaires (*investment trusts* ou *grantor trusts*) pourront continuer à bénéficier des avantages fiscaux sous réserve de plusieurs conditions, dont le fait de (i) ne détenir que des liquidités et un seul type d'actif numérique, (ii) avoir recours à un conservateur qualifié (iii) respecter les règles de liquidité établies par la SEC afin d'honorer les demandes de rachat.

Le Secrétaire au Trésor Scott Bessent s'est félicité d'une mesure bénéfique aux investisseurs, à l'innovation et à la domination mondiale des Etats-Unis en matière d'actifs numériques.

La SEC avait déjà rappelé le 4 septembre que le *staking*, qui permet de générer un rendement régulier grâce à la détention d'un crypto-actif, et le rapproche ainsi d'un

produit de taux, ne constitue pas une offre ou une vente de titres financiers (*securities*) qui serait soumise à la réglementation financière (Securities Act de 1933), et donc à la supervision de la SEC.

En matière fiscale, le 30 septembre, l'IRS avait également accordé aux sociétés spécialisées dans la détention de crypto-

actifs à des fins spéculatives (les Digital Asset Treasuries – DAT) le droit de ne pas comptabiliser les plus-values latentes de leurs investissements crypto dans le calcul de leur impôt minimal alternatif sur les sociétés (Corporate Alternative Minimum Tax (CAMT)) mis en place en 2022 par l'Inflation Reduction Act (IRA).

---

## SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 a légèrement augmenté de +0,1 % pour atteindre 6 850 points, alors que le Nasdaq baisse de -0,6 % à 22 870 points. La semaine a d'abord été marquée par une envolée des cours portée par l'annonce d'un accord de réouverture du gouvernement après plus d'un mois de shutdown. Elle a été suivie par un retour des craintes des investisseurs d'une survalorisation des entreprises technologiques, et un pessimisme sur les baisses de taux à venir. Plusieurs gouverneurs de la Fed ont exprimé des vues restrictives en matière de politique monétaire cette semaine, et l'absence des données de chômage du prochain rapport

sur l'emploi donne peu de visibilité à la Fed pour baisser les taux. Les investisseurs se sont donc délestés d'une partie de leurs actifs risqués. Le cours du bitcoin est repassé en-dessous des 100 000\$ et enregistre une baisse de -20% depuis début octobre.

Les bons du Trésor ont suivi une trajectoire comparable à celle des actions, les taux des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) ayant d'abord baissé pour finalement progresser sur une semaine de 3 points de base, à 3,59%, pour les bons à 2 ans, et d'un point de base, à 4,11 %, pour les bons à 10 ans.

---

## BREVES

➤ Le 6 novembre, Jonathan Gould, le superviseur des banques nationales (Comptroller of the Currency), a confirmé son intention de recentrer le contrôle de son agence sur les risques financiers « cœurs » par le biais d'une réglementation. Cette priorisation permettra d'utiliser plus efficacement ses ressources internes, de limiter les risques juridiques et de réduire le fardeau administratif pour les entreprises. Les décisions des agences font l'objet de recours de manière croissante, notamment depuis la remise en cause par la Cour Suprême de la doctrine Chevron, sous l'empire de laquelle le juge s'en remettait à l'avis des

agences pour l'appréciation des questions techniques.

➤ Le 11 novembre, Michael Barr, gouverneur de la Fed, a tenu un [discours](#) sur l'impact du développement de l'intelligence artificielle (IA) au FinTech Festival de Singapour. À mesure qu'elles gagnent les fonctions cœurs de la finance, il estime que ces avancées sont porteuses de risques pour la stabilité financière tels que la manipulation de cours ou l'augmentation de la volatilité en raison des biais qui pourraient être introduits dans le système financier. Sur le plan macroéconomique, le gouverneur estime que le développement de l'IA peut ralentir la

création d'emplois comme en témoigne le sondage de la Fed de New York faisant état d'employeurs réduisant la taille de leurs plans d'embauches en raison de l'IA. De plus, M. Barr estime que les investissements massifs dans l'IA sont porteurs de gains de productivité sans pour autant stimuler l'inflation sur le long terme.

- Le 12 novembre, Raphaël Bostic, Président de la Fed d'Atlanta et membre non-votant du *Federal Market Open Committee* (FOMC) de la Fed, a [annoncé](#) qu'il prendrait sa retraite lorsque son actuel mandat de 5 ans expirera le 28 février 2026 et ne sollicitera donc pas une nouvelle nomination. La première vice-présidente de la Réserve fédérale d'Atlanta, Cheryl Venable, assumera le rôle à titre intérimaire si aucun remplaçant n'est nommé au moment du départ de Raphaël Bostic.
- L'administration considère que le Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), dont les ressources financières seront épuisées d'ici janvier 2026, ne pourra continuer à fonctionner faute d'ouverture de crédits par le Congrès. R. Vought, en qualité de directeur par intérim du CFPB, conteste en effet dans une [requête](#) introduite en justice, la possibilité pour le CFPB de se financer auprès de la Fed alors que cette dernière dégage un résultat négatif. Le recours au financement de la Fed ne serait possible selon lui que lorsque la banque centrale est excédentaire. Compte tenu de l'opposition dont cette institution fait l'objet au Congrès de la part des Républicains, une ouverture de crédits semble peu probable, ce qui condamnerait le CFPB à courte échéance si la Cour validait l'argumentation de R. Vought.