

Washington Wall Street Watch

N°2024-7 - Le 22 février 2024

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

SOMMAIRE

Politiques Macroéconomiques

- Les membres de la Fed souhaitent ne pas précipiter la baisse des taux
- Le recul de l'inflation depuis mi-2022 résulterait notamment de l'amélioration de l'offre et devrait se poursuivre

Services financiers

- Le rachat de Discover par Capital One fera l'objet d'un contrôle des concentrations approfondi
- La CFTC propose trois nouvelles règles relatives à la gestion des risques, des conflits d'intérêts, la gouvernance et l'accès à certaines plateformes d'échanges

Situation des marchés

Brèves

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Les membres de la Fed souhaitent ne pas précipiter la baisse des taux

Selon le procès-verbal ([minutes](#)) de la réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) des 30 et 31 janvier, publié le 21 février, l'ensemble des responsables se sont accordés pour maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel, en attendant d'avoir plus de données permettant de confirmer la tendance baissière de l'inflation. Compte tenu de la robustesse de l'économie américaine, les membres n'ont pas souhaité baisser les taux prématurément. En effet, bien que les risques soient plus équilibrés entre l'inflation et l'emploi, les responsables n'ont pas écarté la possibilité de résurgence de l'inflation. Par ailleurs, ils estiment que la liquidité est toujours abondante dans le système, ce qui permet de poursuivre la réduction du bilan de la Fed.

Les économistes de la Fed (*staff*) ont révisé leur projection de croissance à la hausse et celle du taux de chômage à la baisse pour 2024. D'ici 2026, l'inflation totale et sa

composante sous-jacente devraient être proche de 2 %.

Les membres du FOMC ont salué la résilience de l'économie en 2023. Toutefois, ils ont souligné que la vigueur de la croissance du PIB au T4 résultait principalement des exportations nettes et des stocks plus importants que prévu. Étant très volatiles, ces composantes donneraient peu d'indication sur la croissance future. Bien que la consommation des ménages demeure solide, les membres ont aussi remarqué que la situation financière des ménages à revenu faible et modéré se dégradait, comme en témoigne l'augmentation de l'utilisation des cartes de crédit, des crédits renouvelables (*revolving*) et des services d'achat immédiat et de paiement ultérieur (*Buy Now Pay Later* - BNPL), ainsi que la hausse des retards de paiement. Cette situation constituerait un risque pour les perspectives de consommation.

Selon les membres du FOMC, les risques pour le système bancaire ont diminué

depuis le printemps 2023, bien que certaines banques montrent des signes de vulnérabilité liés à l'augmentation des coûts de financement, une forte dépendance à l'égard des dépôts non assurés ou aux moins-values latentes.

Le recul de l'inflation depuis mi-2022 résulterait principalement de l'amélioration de l'offre et devrait se poursuivre

Selon une étude [publiée](#) par le *Peterson Institute for International Economics* (PIIE), la hausse de l'inflation sur la période 2021-2023 résulterait principalement des chocs d'offre. Néanmoins, la réponse de la Fed, consistant à durcir les conditions financières et à modérer la demande, aurait été appropriée afin de résorber les déséquilibres entre l'offre et la demande, notamment aux États-Unis où la demande a

été également très soutenue. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt aurait permis de maintenir les taux réels stables dans un contexte de hausse d'inflation.

Cette thèse a été soutenue par une [étude](#) de la Fed de New York selon laquelle les déséquilibres entre l'offre et la demande ont créé de fortes pressions inflationnistes. Toutefois, avec l'amélioration de la chaîne de valeur et le resserrement monétaire, les pressions ont nettement diminué au cours de 2023 et cette baisse devrait se poursuivre selon les enquêtes menées par la Fed de New York auprès des entreprises. En effet, celles-ci soulignent une modération du rythme de progression des coûts des intrants et des salaires ainsi qu'une plus grande sensibilité des consommateurs aux prix. Enfin, l'étude met en exergue la baisse des anticipations d'inflation, notamment des entreprises, facilitant une stabilisation de l'inflation.

SERVICES FINANCIERS

Le rachat de Discover par Capital One fera l'objet d'un contrôle des concentrations approfondi

Lundi 19 février, Capital One Financial Corp. (Capital One), neuvième plus grande banque des États-Unis (480 Md USD d'actifs), a [annoncé](#) le rachat de la société de crédit et de paiement Discover Financial Services (Discover) pour environ 35 Md USD (entièrement en titres) afin de créer un géant mondial des paiements. Si elle est approuvée par les autorités de la concurrence (*antitrust*) l'opération devrait se clôturer fin 2024 ou début 2025.

Pour mémoire, Discover est i) un établissement bancaire émetteur de cartes de crédit (5^{ème} en volume de prêts après JP Morgan, American Express, Capital One, Citi et Bank of America) et ii) un fournisseur de réseau de paiement (4^{ème} aux États-Unis après Visa, Mastercard et American Express). Le rapprochement de Capital One et Discover implique des dynamiques concurrentielles opposées sur ces deux segments qui feront l'objet d'une attention particulière des régulateurs. D'une part, l'opération favorise la concentration du secteur bancaire en créant le plus grand

émetteur de cartes de crédit des États-Unis en volume de prêts (256 Md USD) devant JPMorgan (211 Md USD) et Citi (165 Md USD). Cependant, sur le segment des réseaux de paiement, le rapprochement permettrait d'accroître la concurrence envers le quasi-duopole Visa-Mastercard (76 % des paiements par carte de crédit aux États-Unis en 2022). En effet, Capital One, qui utilise actuellement l'intermédiaire de Visa et MasterCard pour le traitement de ses transactions, a l'intention de progressivement migrer vers le réseau Discover. Selon les [estimations](#) de Bank of America, un transfert total vers Discover pourrait faire perdre à Mastercard 25% de ses volumes aux États-Unis et 9% à Visa. Le jour de l'annonce, l'action Visa a reculé de 1,4 % et MasterCard de 3,5 %.

L'annonce de l'opération intervient après les propositions du [DoJ](#) et de l'[OCC](#) de renforcer les procédures d'autorisation des rapprochements bancaires. Certains élus démocrates (E. [Warren](#) – Massachusetts, S. [Brown](#) – Ohio) ont exprimé leur opposition à ce rapprochement, dénonçant les effets défavorables d'une plus grande concentration du secteur sur la stabilité financière et le coût du crédit.

La CFTC propose trois nouvelles règles relatives à la gestion des risques, des conflits d'intérêts, la gouvernance et l'accès à certaines plateformes d'échanges

La *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), le régulateur américain des marchés de dérivés aux États-Unis, a mis en consultation trois nouvelles [règles](#) le 20 février 2024 pour lesquelles les commentaires sont attendus d'ici le 22 avril 2024.

Une première proposition de règle porte sur la gestion des risques par les opérateurs (*future commission merchants* - FCM), membres d'une chambre de compensation et qui sollicitent ou acceptent des ordres d'achats/ventes contre rémunération sur des produits dérivés et procèdent aux appels de marges auprès de leurs clients. Les FCM doivent s'assurer qu'un client n'effectue pas de retraits sur son compte qui conduisent à une insuffisance de fonds pour satisfaire aux exigences d'appels de marges relatives aux opérations rattachées à ce compte. Pour l'application de cette règle, la proposition autorise par ailleurs, sous certaines conditions, les FCM à traiter de manière distincte les différents comptes d'un même client.

Une deuxième proposition de règle porte sur les places de marchés dérivés et de matières premières étrangères (*foreign board of trade* - FBOT) qui souhaitent donner un accès direct à leur plateforme à des *US persons* (ressortissants ayant des liens fiscaux avec les États-Unis). Depuis 2011, elles doivent être enregistrées auprès de la CFTC. La proposition de règle élargit cet accès direct aux *introducing broker*, c'est-à-dire les intermédiaires entre les clients et les institutions chargés d'exécuter les ordres sur les marchés (FCM). La proposition prévoit également une procédure de demande de révocation volontaire de son enregistrement par une FBOT et le retrait de certaines références à des procédures qui ne sont plus en vigueur.

La troisième proposition porte sur la gouvernance et la gestion des conflits d'intérêts pour les plateformes d'échanges de contrats futures et d'options (*designated contract markets* - DCM) et de swaps (*swap execution facilities* - SEF). La proposition prévoit des standards minimums d'identification et de traitement des conflits d'intérêts, ainsi que des règles visant notamment à accroître l'indépendance des organes de gouvernance.

SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 a progressé de +1,13 %, à 5 087 points. Après avoir baissé en début de semaine du fait d'une aversion au risque accrue, l'indice a fortement rebondi à l'issue de la publication des résultats trimestriels et des perspectives de croissance de Nvidia (21 février après la clôture), bien supérieurs aux attentes des analystes. En particulier, cette publication a été perçue comme une

jauge du marché de l'intelligence artificielle.

Les rendements des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) à 2 ans et à 10 ans ont augmenté respectivement de +14 points de base (pb) et +9 pb pour atteindre 4,72 % et 4,33 %. Ils ont notamment augmenté mercredi, après la publication du procès-verbal du FOMC selon lequel les membres étaient favorables au maintien des taux élevés.

BREVES

➤ Selon une [publication](#) du *Bureau of Labor Statistics* (BLS), l'indice des prix de production (IPP) a rebondi en janvier (+0,3 % après -0,1 % en décembre), tiré par sa composante services (+0,6 % après -0,1 %), partiellement compensé par une baisse de la composante biens

(-0,2 % après -0,3 %). Sa composante sous-jacente (hors alimentation, énergie et commerce) a accéléré à +0,6 % (après +0,2 %). Toutefois, sur douze mois glissants, l'inflation (IPP) a continué de baisser (+0,9 % après +1 %) tandis que sa composante sous-jacente (hors

alimentation, énergie et commerce) s'est stabilisée à +2,6 %.

- L'administration Biden a [annoncé](#) le 21 février l'annulation de 1,2 Md USD de dette étudiante. Cette mesure, initialement prévue en juillet 2024, a été avancée de 6 mois et concernera 153 000 emprunteurs inscrits au plan de remboursement SAVE (*Saving on a Valuable Education*). [Lancé](#) en août 2023, ce dispositif vise à annuler une partie de la dette en modulant les montants de remboursement sur la base du revenu de l'emprunteur et de la taille de son foyer.
- Selon l'enquête PMI de S&P Global [publiée](#) le 22 février, l'indicateur composite de la production a baissé à 51,4 après 52 en janvier. L'indicateur du secteur des services a légèrement reculé (51,3 après 52,5) tandis que celui de l'industrie a renoué avec la croissance (l'indice PMI a atteint 51,5 après 50,7 et le sous-indice de la production est passé en zone d'expansion à 52,3 après 49,3). Les économistes de S&P signalent que l'amélioration des conditions météorologiques ont facilité l'acheminement des matières premières, relâché les tensions sur les chaînes de production et donc stimulé la production. Enfin pour les services et l'industrie, le prix des intrants a progressé moins vite.
- Selon les données [publiées](#) le 22 février par la *National Association of Realtors* (NAR) les ventes de logement existants ont augmenté de +3,1% en janvier en évolution mensuelle (après -1% en décembre 2023). En glissement annuel, les ventes ont baissé de -1,7% (après -5,8%). Cette baisse s'expliquerait notamment par la hausse du prix médian des logements et des coûts de financement.
- Le 21 février, Michael Hsu, Président de l'*Office of the Comptroller of the*

Currency (OCC), a [appelé](#) le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), qui réunit les principaux régulateurs bancaires et financiers (Fed, FDIC, SEC, CFTC, etc.), à développer et publier des métriques (« *trip wires*») permettant la désignation d'institutions financières non-bancaires (NBFIs) comme entités systémiques. Ces *trip wires* renforceraient la transparence des procédures de désignation auprès des NBFIs, qui pourront anticiper le degré de supervision des régulateurs sur leur activité. M. Hsu a notamment souligné les risques pour la stabilité financière de certaines NBFIs du secteur des paiements et du Private Equity.

- Le 16 février, le *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) a publié un [rapport](#) sur les taux intérêts des cartes de crédit en fonction de la taille de l'établissement bancaire émetteur. Les conclusions soulignent que les 25 plus grands émetteurs appliquent des taux significativement plus élevés (8 à 10 pb) à leurs clients que les petites et moyennes banques. Cet écart représente entre 400 et 500 USD par an de charge d'intérêts supplémentaire pour les porteurs de carte. R. Chopra, Directeur du CFPB, appelle à accélérer les efforts de supervision pour garantir à tous les consommateurs l'accès à des taux compétitifs.
- Le 16 février, les agences fédérales de régulation bancaire ont [publié](#) leur rapport annuel sur la qualité du crédit (*Shared National Credit report – SNC*). La qualité du crédit associée aux prêts bancaires syndiqués de montant élevé est restée modérée sur l'année. Cependant, les conclusions soulignent une tendance générale à la baisse de la qualité du crédit en raison de la pression des taux d'intérêt élevés sur les emprunteurs à effet de levier (*leveraged borrowers*) et des marges opérationnelles réduites dans certains secteurs industriels.