



Washington Wall Street Watch

N°2025-34 - Le 25 septembre 2025

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

SOMMAIRE

Politiques macroéconomiques

- Le nouveau gouverneur de la Fed Sephen Miran considère les taux *fed funds* trop élevés de deux points
- Les gouverneurs Jerome Powell et Michelle Bowman se prononcent sur la baisse des taux *fed funds*
- Le risque d'un *shutdown* budgétaire se rapproche pour le gouvernement fédéral en l'absence d'accord bipartisan sur le budget provisoire 2026

Services financiers

- FinCEN reporte la règle AML/CFT pour les conseillers en investissement
- La CFTC propose de simplifier les règles de conduite des affaires pour les négociants de contrats swap

Situation des marchés

Brèves

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Le nouveau gouverneur de la Fed S. Miran considère les taux directeurs trop élevés de deux points

À l'*Economic Club of New York*, Stephen Miran a tenu le 22 septembre son premier [discours](#) depuis son entrée en fonction comme gouverneur de la Fed. Pour rappel, lors du FOMC du 16-17 septembre, S. Miran s'était démarqué des autres membres en plaidant pour une baisse des taux directeurs de 50 points de base au lieu de 25 points de base. Dans son discours à l'*Economic Club*, il a affirmé que les taux directeurs de la Fed devraient être

inférieurs de près 2 points de pourcentage (pp) par rapport au niveau auquel ils se situent actuellement [4,0 % - 4,25 %]. Il estime que l'orientation actuelle de la Fed pénalise la croissance et alerte sur les conséquences sur le marché de l'emploi.

S. Miran a présenté plusieurs justifications théoriques à sa position. Cette dernière repose sur l'idée que le taux neutre - c'est-à-dire le taux d'intérêt stabilisant l'inflation et l'activité économique - serait à un niveau plus bas qu'estimé par la Fed en raison des politiques économiques récentes menées par l'administration de D. Trump. Selon le gouverneur, le taux neutre réel se situerait entre 1 et 1,2 pp en-dessous des estimations

courantes qui le situent vers 1,3 %. Plusieurs facteurs récents contribueraient à réduire le taux neutre. Le recul de la croissance démographique lié au durcissement migratoire serait le premier facteur (-0,4 point sur le taux neutre). La hausse de l'épargne nationale par la réduction du déficit public liée à l'instauration des droits de douane (-0,5 point) et aux flux de capitaux étrangers consentis dans le cadre des négociations commerciales par les pays d'Asie de l'Est (-0,2 point) serait le deuxième facteur. Par ailleurs, pour S. Miran, la réforme fiscale (« *One Big Beautiful Bill Act* ») accroît l'épargne nationale et contribue à abaisser le taux neutre (-0,5 point), mais ses effets de relance sur l'investissement devraient en partie compenser cette baisse (+0,3 point). Enfin, la déréglementation et certaines réformes sur l'énergie stimuleraient la productivité et la croissance, ce qui relève le taux neutre (d'environ +0,1 à +0,2 point).

Les récents développements économiques influenceraient aussi l'inflation et l'écart de production. En particulier, selon S. Miran, la forte contribution du logement à l'inflation américaine devrait nettement s'atténuer d'ici 2027-2028 grâce à la stabilisation des loyers (ce qui réduirait l'inflation totale de 0,3 à 0,4 point d'ici 2028). Le ralentissement de l'immigration accentuerait encore cette détente, ce qui plaide pour une politique monétaire moins restrictive.

Les gouverneurs J. Powell et M. Bowman se prononcent sur la baisse des taux directeurs

Le président de la Fed, J. Powell, a déclaré le mardi 23 septembre lors d'une [conférence](#) à Rhode Island qu'il laissait la porte ouverte à une nouvelle baisse des taux le mois prochain, afin de réduire la pression sur un marché du travail en ralentissement, tout en reconnaissant que les droits de douane devraient entraîner des hausses de prix au cours des un à deux ans à venir. Pour J. Powell, l'incertitude entourant la

trajectoire d'inflation est élevée, même si le scénario central reste que l'effet des droits de douanes sur l'inflation sera ponctuel. Il insiste sur la nécessité de conserver une approche équilibrée entre les deux volets du mandat de la Fed : soutenir l'emploi et ramener l'inflation durablement à 2 %.

Michelle Bowman, s'est [exprimée](#) le mardi 23 septembre lors de la convention annuelle de la *Kentucky Bankers Association*. La vice-présidente de la Fed a indiqué que les récents indicateurs économiques pourraient justifier des baisses plus marquées des taux d'intérêt de court terme dans un avenir proche, avertissant d'un « *risque sérieux* » pour l'emploi. Elle s'est dite soulagée que le FOMC ait voté une baisse des taux de 25 points de base en septembre, mais a ajouté que la banque centrale aurait dû réduire ses taux plusieurs mois plus tôt. Elle estime que l'inflation, bien qu'encore légèrement supérieure à l'objectif de 2 %, est en grande partie temporaire et liée aux tarifs douaniers, ce qui justifie de ne pas surpondérer les données récentes. Elle insiste également sur l'importance d'une approche prospective, anticipant l'évolution du marché du travail pour éviter de rester « derrière la courbe ».

Le risque d'un *shutdown* budgétaire se rapproche pour le gouvernement fédéral en l'absence d'accord bipartisan sur le budget provisoire 2026

Le parti républicain a fait adopter à la Chambre des représentants (217-212) vendredi 19 septembre un budget provisoire (*continuing resolution* - C.R) visant à maintenir le financement du gouvernement fédéral au-delà du 30 septembre minuit, date à laquelle l'année budgétaire 2025 se termine. Aucun budget définitif 2026 n'ayant encore été adopté par le Congrès, les Républicains proposent de prolonger le budget 2025

jusqu'au 21 novembre 2025. Cette période supplémentaire doit permettre au Congrès de finaliser les négociations bipartisanes en cours relatives aux lois budgétaires (*appropriation bills*) pour 2026.

La *continuing resolution*, qui n'a pas été négociée avec les représentants démocrates, a été rejeté le même jour par

le Sénat, la majorité qualifiée de 60 votes n'ayant pas été atteinte.

Les sessions parlementaires ne reprenant que le 29 septembre au Sénat et le 7 octobre à la Chambre, le risque d'un *shutdown* budgétaire se rapproche.

SERVICES FINANCIERS

FinCEN reporte la règle AML/CFT pour les conseillers en investissement

Le service du Treasury en charge de la répression des crimes financiers (*Financial Crimes Enforcement Network* – FinCEN) a [annoncé](#) le report de l'entrée en vigueur de la règle finale sur les programmes de lutte contre le blanchiment d'argent et le 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) pour les conseillers en investissement (*investment advisers*).

Initialement prévue pour le 1er janvier 2026, l'application de cette règle est désormais repoussée [au 1er janvier 2028](#) afin de laisser davantage de temps au secteur pour se préparer et réduire l'incertitude réglementaire.

Pour mémoire, la [règle](#) prévoit que les conseillers en investissement sont tenus de mettre en place des programmes de lutte contre le blanchiment d'argent, c'est-à-dire des dispositifs internes destinés à détecter, prévenir et signaler les opérations financières suspectes. La portée de la règle reste ciblée : elle ne s'applique qu'aux activités menées aux États-Unis ou visant des clients américains, et la définition de conseillers en investissements comprend de nombreuses exceptions.

Selon l'agence, le report de l'entrée en vigueur de la règle devrait permettre de réduire les coûts de conformité immédiats pour les acteurs concernés et de limiter l'incertitude réglementaire, tout en offrant à FinCEN le temps nécessaire pour « réévaluer la substance et le périmètre de la règle » avant sa mise en application. Durant cette période, l'agence prévoit de relancer un processus de consultation pour ajuster le périmètre et les obligations et, en coordination avec la SEC, de revisiter la règle commune relative aux programmes d'identification de la clientèle (*Customer Identification Program* – CIP).

La CFTC propose de simplifier les règles de conduite des affaires pour les négociants de contrats swap

Le 24 septembre, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), l'autorité des marchés de dérivés, a [proposé](#) une règle (i) codifiant certaines tolérances déjà pratiquées vis-à-vis des obligations de reporting applicables aux négociants de contrats swap (« swap dealers »), et (ii) supprimant des obligations de transparence jugées inutiles.

Les *swap dealers* sont tenus de respecter des règles de conduite des affaires (*External business Conduct Standards*) vis-à-vis de leurs contreparties lorsqu'elles ne sont pas elles-mêmes des *swap dealers*. Ils doivent fournir (i) la structure tarifaire du swap, y compris son prix de base (*Pre-trade mid market mark* – PTMMM) avant ajout du prix

de la couverture (*hedging*), du financement, et de la marge qu'ils se réservent, (ii) des analyses de scénario permettant à la contrepartie de mesurer son exposition au risque et (iii) une documentation complète pré-transaction.

La règle propose tout d'abord d'entériner deux séries de positions écrites (*staff no-action letters*), qui reconnaissent d'ores et déjà une tolérance dans certains cas particuliers. Les swaps compensés par des chambres de compensation (*Derivative clearing organisation* – DCO) ou échangés sur des places de marché réglementées (*Designated contracts market* – DCM ou *Swap execution facility* - SEF) sont jugés suffisamment standardisés, et cette intermédiation fournit suffisamment d'informations (prix, volume d'échanges) à la contrepartie pour qu'elle connaisse les

risques encourus, et pour que les règles de conduite des affaires n'aient pas à s'appliquer. Cette exemption bénéficie également aux chambres de compensation et aux places de marché non américaines respectant des régimes équivalents, notamment dans l'Union Européenne.

Les courtiers fournissant des services annexes en sus du contrat de swap (*prime brokers*) bénéficient aussi d'une exemption en raison de leur situation d'intermédiaire.

Enfin, la CFTC, considère que les informations portant sur la structure tarifaire (PTMMM) ont peu de valeur ajoutée pour les clients, et propose de supprimer cette obligation. Elle s'aligne en cela sur la SEC qui n'applique pas une telle obligation aux négociants de swaps adossés à des titres financiers (*securities-based swap dealers*), dont elle assure la supervision.

SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 a baissé et atteint 6 605 points (-0,6 %), de même que le Nasdaq, qui atteint 22 385 points (-0,8 %). Les marchés ont connu une baisse depuis le milieu de la semaine, mais les indices demeurent à des niveaux historiquement élevés. Ce ralentissement des marchés s'opère sur le fond d'un

optimisme amoindri autour de la baisse des taux, étant donné les divisions au sein du FOMC, ainsi que des débats autour de la survalorisation actuelle des entreprises d'intelligence artificielle.

Le taux des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) augmente à 2 ans, à 3,6%, ainsi qu'à 10 ans, à 4,2 %.

BREVES

➤ Le 18 septembre, la SEC a [approuvé](#) la demande d'IEX Group pour lancer une plateforme de négociation d'options. IEX prévoit d'y introduire un mécanisme de délai (*delay mechanism*) : un léger décalage dans l'exécution des ordres destiné à limiter l'arbitrage de latence (*latency arbitrage*), c'est-à-dire la pratique consistant pour certains traders à exploiter des prix obsolètes avant leur mise à jour. Selon IEX, ce mécanisme réduira de manière considérable les coûts pour les

intermédiaires financiers et améliorera la qualité d'exécution. Ses détracteurs, dont Citadel, estiment au contraire qu'il pourrait désavantager les investisseurs et créer une distorsion réglementaire.

➤ Le 23 septembre, la CFTC a [annoncé](#) le lancement d'une initiative sur l'utilisation de collatéral tokenisé (*tokenized collateral*), incluant les stablecoins, dans les marchés de dérivés. L'objectif est de moderniser la gestion des garanties (*collateral management*) et d'améliorer l'efficacité du capital, en

s'appuyant sur la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology*). Cette démarche s'inscrit dans la mise en œuvre des recommandations du rapport du Groupe de travail présidentiel sur les marchés des actifs numériques (President's Working Group on Digital Asset Markets) rendu le 30 juillet. L'agence invite les acteurs du secteur et le public à soumettre des contributions écrites d'ici au 20 octobre, qui seront publiées sur le site de la CFTC.

- Le 19 septembre, la commissaire de la SEC Caroline Crenshaw, d'affiliation démocrate, a publiquement [critiqué](#) l'effort de l'agence de faciliter l'accès du marché non coté aux investisseurs particuliers. Elle regrette (i) que cette ouverture intervienne au plus mauvais moment pour les particuliers, les rendements du non-coté étant en baisse et la qualité des actifs étant variable, et (ii) que la SEC n'assume pas suffisamment son rôle de régulateur et de superviseur. Les règles proposées par la précédente administration et imposant plus de transparence aux fonds à l'égard des investisseurs, visant les risques de conflit d'intérêt ou renforçant le reporting vis-à-vis du régulateur, ont toutes été annulées en justice, retirés ou reportés *sine die*.
- Le 25 septembre, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) a publié les résultats du deuxième trimestre 2025, indiquant que les banques commerciales et associations d'épargne américaines ont enregistré un revenu cumulé de 16,6 Md USD lié aux activités de trading. Ce revenu trimestriel est en hausse de 1,6 Md USD (+10,7 %) par rapport au trimestre précédent et de 355 M USD (+2,2 %) par rapport à l'année précédente.

- Le 25 septembre, le [BEA](#) a révisé de +0,1 point la croissance du PIB en volume au 2^{ème} trimestre qui s'établit à +0,9 % pour sa 3^{ème} estimation (correspondant à une révision de +0,5 point à +3,8 % en rythme annualisé) en lien avec une révision à la hausse de la consommation privée. L'acquis de croissance pour 2025 à l'issue du deuxième trimestre 2025 s'établirait +1,5 % (après 2,8 % en 2024).
- Le 23 septembre La Fed de Chicago a [annoncé](#) introduire des prévisions améliorées d'indicateurs du marché du travail (taux de chômage, taux de séparation, taux de recrutement), qui utiliseront des données en temps réel du secteur privé ainsi que les statistiques officielles de l'emploi, « pour fournir une vue opportune et complète des conditions du marché du travail ». La Fed de Chicago mettra à jour ces indicateurs deux fois par mois, juste avant la publication du rapport sur la situation de l'emploi du *Bureau of Labor Statistics* (BLS). Pour sa première prévision, la Fed de Chicago prévoit un taux de chômage stable en septembre 2025 à 4,3 %