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°2026 - 40 - Le 5 novembre 2026
Une publication de l'Antenne de New York du SER de Washington

Sommaire

Conjoncture
- Le déficit commercial américain est quasi-stable en septembre

Politiques macroéconomiques
- Le Treasury ajuste sa forward guidance et prépare une potentielle hausse des émissions obligataires à l'horizon 2027
- Beth Hammack considère que la politique monétaire doit devenir restrictive

Services financiers
- Les grands groupes technologiques américains publient des résultats contrastés au troisième trimestre
- La SEC assouplit l'obligation de compensation centralisée pour certaines opérations de repo
- La CFTC autorise les contrats à terme perpétuels sur actions individuelles

Situation des marchés

Brèves

Conjoncture

Le déficit commercial américain est quasi-stable en septembre

Selon le U.S. International Trade in Goods and Services publié par le Census Bureau et le Bureau of Economic Analysis (BEA), le déficit commercial en biens et services des États-Unis diminue légèrement pour s'établir à - 105,0 Md$ en septembre, après - 105,7 Md$ en août. Les exportations de biens et services augmentent de + 1,9 % (après + 1,6 % en août), soutenues par la hausse des exportations de pétrole non raffiné (+ 1,2 Md$), de produits alimentaires (+ 1,9 Md$ dont + 1,3 Md$ pour le soja) et d'avions civils (+ 0,7 Md$). Les importations de biens et services augmentent de + 1,2 %, après + 4,4 % en août, notamment portées par les importations de biens informatiques (+7,6 Md$ pour les ordinateurs et + 5,7 Md$ pour les accessoires informatiques) et de préparations pharmaceutiques (+ 2,9 Md$), alors que les importations de semi-conducteurs (- 1,2 Md$) et de pétrole non raffiné (- 1,3 Md$) ont diminué.

S'agissant de la balance des biens, le déficit des États-Unis se creuse en septembre, s'établissant à - 135,1 Md$, après

- 132,1 Md$ en août, avec une hausse des exportations (+ 2,5 %) plus importante que celle des importations (+ 2,4 %).

S'agissant des échanges bilatéraux, la balance commerciale en biens se détériore notamment avec Taïwan (variation de - 3,6 Md$ pour atteindre un déficit de - 21,9 Md$), l'Italie (variation de - 2,0 Md$ pour atteindre - 6,3 Md$) et l'Allemagne (variation de - 1,8 Md$ pour atteindre - 7,9 Md$). Au niveau agrégé, la balance commerciale avec l'UE se détériore (variation de -3,2 Md$ pour atteindre -14,2 Md$). Enfin, la balance s'améliore avec le Canada (variation de + 2,7 Md$ pour atteindre un déficit de - 4,4 Md$) après une forte dégradation en août et avec l'Inde (variation de + 1,8 Md$ pour atteindre - 4,5 Md$).

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Le Treasury ajuste sa *forward guidance* et prépare une potentielle hausse des émissions obligataires à l'horizon 2027

Le Trésor américain, via un communiqué trimestriel, a annoncé le 4 novembre une nouvelle opération de refinancement de 125 Md$, prévue le 15 novembre 2026. Elle se répartit entre 58 Md$ d'obligations à 3 ans, 42 Md$ à 10 ans et 25 Md$ à 30 ans, et refinance environ 97 Md$ de titres détenus par le secteur privé arrivant à échéance, soit un financement net d'environ 28 Md$. Les volumes d'émission des titres de moyen et long terme restent ainsi inchangés.

L'élément principal de l'annonce est l'ajustement de la *forward guidance* en vigueur depuis début 2024. Le Trésor anticipe désormais des volumes stables « pour les prochains trimestres », et non plus « au moins pour les prochains trimestres ». Il indique également qu'il consultera les acteurs de marché sur l'évolution de l'offre et de la demande de Treasuries, et que toute modification sera guidée par l'objectif d'un financement au moindre coût dans la durée. Le Trésor ne précise toutefois ni le calendrier ni la nature des ajustements envisagés. Selon Bloomberg, les intermédiaires de marché y voient le signal d'une évolution des adjudications au second semestre 2027.

Les besoins de financement à court terme continueront d'être couverts par des émissions de *Treasury bills*, dont le Trésor souligne la forte demande. Le Trésor annonce par ailleurs deux mesures : i) la conversion de l'obligation à 7 ans en émission trimestrielle avec deux réabondements, à partir de mars 2027 ; ii) une enveloppe de rachats de titres (*buybacks*) de soutien à la liquidité portée à 70 Md$ sur le trimestre, contre 38 Md$ annoncés en août, qui traduit sur un trimestre complet le triplement (de 2 à 6 Md$) du montant maximal par opération sur les segments 10-20 ans et 20-30 ans décidé le 19 août.

Le *Treasury Borrowing Advisory Committee* (TBAC), qui réunit banques et investisseurs, a recommandé à l'unanimité de maintenir les volumes actuels, tout en invitant le Trésor à ajuster sa *forward guidance*, selon les minutes de sa réunion trimestrielle. Selon les services du Trésor, l'écart entre les besoins de financement et les émissions aux volumes actuels resterait modeste sur l'exercice budgétaire 2027 et pourrait être couvert par des *bills*. Il atteindrait en revanche 2 140 Md$ sur les exercices 2028-2029 à volumes d'émission inchangés, selon la médiane des *primary dealers*. Pour anticiper cet écart, le comité juge qu'une hausse des émissions obligataires sera probablement appropriée dès le second semestre de l'exercice 2027 (avril-septembre 2027). Les membres s'accordent pour concentrer les émissions supplémentaires sur le segment 2-10 ans. Le débat reste ouvert sur le rythme et l'ampleur des ajustements aux maturités de 20 et 30 ans, selon le rapport trimestriel du TBAC.

Le comité relève les premiers signes de sensibilité aux prix sur le marché des *bills*, dans un contexte de stabilisation des encours des fonds monétaires. Il rappelle aussi l'importance d'une communication claire et d'un cadre opérationnel « régulier et prévisible ». Il estime enfin que la hausse des taux depuis l'été reflète principalement la vigueur de la croissance, les anticipations de politique monétaire et les prix de l'énergie, plutôt qu'une demande insuffisante pour les Treasuries. Le TBAC n'observe pas d'effet d'éviction lié aux émissions obligataires du secteur technologique associées à l'intelligence artificielle

Beth Hammack considère que la politique monétaire doit devenir restrictive

Lors d'une conférence à Zurich le 5 novembre, B. Hammack, Présidente de la Fed de Cleveland, a déclaré « s'attendre à ce que la politique monétaire ait besoin de devenir restrictive pour ramener l'inflation sous les 2 % dans un délai raisonnable ». Elle a indiqué préférer arriver à un niveau restrictif par des « ajustements plus fréquents et plus petits quand cela est possible ». Cette stratégie permettrait selon elle de réduire le risque que la politique monétaire « prenne du retard » et qu'un « état d'esprit inflationniste » prenne place.

La Présidente de la Fed de Cleveland a également déclaré observer des pressions inflationnistes à la fois du côté de l'offre et de la demande. B. Hammack était, avec L. Cook, l'une des deux membres du FOMC à avoir voté pour une hausse de 25 pb des taux d'intérêts dès la réunion d'octobre.

SERVICES FINANCIERS

Les grands groupes technologiques américains publient des résultats contrastés au troisième trimestre

Alphabet, Amazon, Meta et Microsoft ont publié la semaine dernière leurs résultats du troisième trimestre (T3) 2026. Les revenus consolidés des quatre groupes progressent de 18,2% sur un an en moyenne pondérée. Cette croissance est portée par l' « informatique en nuages » (*cloud computing*), qui bénéficie de la demande de capacités de calcul pour l'intelligence artificielle (IA). Les revenus de Google Cloud doublent (+103% à 30,7 Md USD), ceux d'Amazon Web Services (AWS) progressent de 39% à 46 Md USD et ceux d'Azure de 48% à 33,2 Md USD.

Le cloud est toutefois contrebalancé par l'essoufflement de certaines activités historiques. La croissance des revenus du moteur de recherche d'Alphabet ralentit à 12%, à 63,35 Md USD contre 64,85 Md USD attendus. C'est son rythme le plus faible depuis cinq trimestres, ce qui ravive les craintes d'une cannibalisation par l'IA. Chez Amazon, les ventes en ligne ne progressent que de 2% et les revenus publicitaires de 11%, en deçà des attentes. À l'inverse, les revenus publicitaires de Meta progressent de 26% à 63,1 Md USD.

Les dépenses d'investissement agrégées atteignent 201 Md USD (+108% sur un an), Alphabet, Meta et Amazon annonçant en outre une nouvelle hausse des investissements en 2027. Cela contribue à comprimer les flux de trésorerie disponibles (*free cash-flow*) de trois des quatre groupes, qui sont désormais négatifs chez Alphabet (–9 Md USD), Amazon (–35 Md USD) et Meta (–1 Md USD, une première depuis son introduction en bourse).

À l'ouverture du lendemain de l'annonce des résultats, le titre d'Alphabet chutait de 13%, effaçant 500 Md USD de capitalisation, sa plus lourde perte de valeur journalière depuis son introduction en bourse en 2004. Meta (environ –7%) et Amazon (–4,4%) ont également reculé, tandis que Microsoft progressait de moins de 1%.

La SEC assouplit l'obligation de compensation centralisée pour certaines opérations de *repo*

Le 30 octobre 2026, la Securities and Exchange Commission (SEC) a accordé deux exemptions à l'obligation de compensation centralisée (*central clearing*) des titres du Trésor américain. La compensation centralisée consiste à interposer une chambre de compensation entre les deux parties à une transaction : la chambre devient la contrepartie de chacune et garantit le dénouement de l'opération si l'une d'elles fait défaut. Cette obligation a été adoptée par l'agence en décembre 2023. Elle impose aux membres (participants directs) d'une chambre de compensation agréée (*covered clearing agency – CCA*) de titres du Trésor (e.g. FICC, CME) d'y faire compenser l'ensemble de leurs transactions sur le marché secondaire. Elle couvre aussi leurs pensions livrées (*repo*), c'est-à-dire des prêts de liquidités garantis par des titres du Trésor.

La première exemption autorise les membres d'une CCA à ne pas faire compenser une partie des pensions livrées conclues hors des États-Unis avec des clients étrangers. Elle couvre les opérations conclues par (i) un membre non américain, (ii) une filiale non américaine d'un membre ou (iii) la succursale étrangère d'un membre américain. Du côté du client, celui-ci ne doit être ni membre d'une CCA, ni une entité américaine, ni garanti par une entité américaine. L'exemption est plafonnée, selon le plus faible entre un seuil variable et l'autre fixe. Selon le premier seuil, les opérations exemptées doivent représenter moins de 25 % de l'activité de pensions livrées compensée du groupe à compter du 30 juin 2027. Ce plafond est ensuite abaissé de 5 points par an, jusqu'à atteindre 10 % après le 30 juin 2030. Selon le second seuil, leur montant doit rester inférieur à 5 Md USD.

La seconde exemption, sans condition, porte sur les pensions livrées intragroupe, que les groupes utilisent pour déplacer liquidités et titres entre leurs entités. Ces opérations étaient déjà exclues de l'obligation, mais seulement lorsque l'entité du groupe était une banque, un courtier-négociant (*broker-dealer*) ou un marchand de contrats à terme (*futures commission merchant*). L'exclusion s'étend désormais à toute entité détenue majoritairement et consolidée dans le groupe (swap dealers, holding de groupe, holding intermédiaire etc…). Seules en restent exclues les sociétés d'investissement (*investment companies*), que la SEC juge plus risquées.

La CFTC autorise les contrats à terme perpétuels sur actions individuelles

Le 3 novembre 2026, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a annoncé, par la voix de son président Michael Selig, que des contrats à terme perpétuels (*perpetual futures*) portant sur des actions individuelles pouvaient désormais être négociés sur des plateformes régulées aux États-Unis, une première. La décision étend aux valeurs mobilières un instrument jusqu'ici réservé aux actifs numériques, la CFTC ayant approuvé le 29 mai 2026 un premier contrat perpétuel sur le bitcoin.

Contrairement à un contrat à terme classique, qui arrive à échéance à une date fixe et doit être renouvelé (*roll-over*) pour maintenir une position, un contrat perpétuel n'a pas d'échéance. Son prix est maintenu proche de celui du sous-jacent par des paiements périodiques entre positions acheteuses et vendeuses (taux de financement, *funding rate*). Le président de la CFTC, Michael Selig, présente ces produits comme des outils de couverture et de découverte des prix qu'il convient de rapatrier de plateformes étrangères, souvent non régulées, où ils s'échangent actuellement, vers le périmètre américain.

Les contrats ont été approuvés en tant que produits à terme sur titres (*security futures products*), catégorie créée par le Commodity Futures Modernization Act

(CFMA) de 2000 et placée sous la supervision conjointe de la CFTC et de la Securities and Exchange Commission (SEC). Seuls les « marchés à terme désignés » (*designated contract markets, DCM*) également enregistrés auprès de la SEC pourront les coter.

Le jour même, la Capital Markets Alliance, groupement soutenu par l'opérateur de dérivés Cboe et le fonds spéculatif (*hedge fund*) Citadel Securities, a engagé une action en justice pour bloquer cette autorisation. Selon elle, la CFTC contourne le cadre législatif et favorise l'essor d'un marché synthétique parallèle des actions échappant à la compétence exclusive de la SEC. Ce recours fait suite à celui intenté en juin par le Chicago Mercantile Exchange (CME) contre l'autorisation des contrats perpétuels sur actifs numériques. Il s'inscrit dans une concurrence croissante entre opérateurs traditionnels et plateformes de marchés prédictifs (*prediction markets*), comme Kalshi ou Polymarket, qui voient dans ces contrats un relais de croissance.

SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), le S&P 500 est en forte baisse de -3,0 %, connaissant jeudi sa pire séance depuis avril 2025, à 7 354 points et le Nasdaq décroche de -4,4 % à 24 315 points, entrant désormais en territoire de correction. Bien que les résultats des *midterms*, avec une large victoire des démocrates qui disposent de la majorité dans les deux chambres, aient initialement provoqué un élan d'enthousiasme sur les marchés, ce dernier s'est révélé éphémère. En effet, les craintes autour d'un ralentissement de l'IA qui suivrait une règlementation plus stricte de la technologie par un Congrès démocrate a fortement pesé sur les indices lors de la séance de jeudi. Cela a surtout impacté les valeurs technologiques, et plus particulièrement les semiconducteurs (-16 % sur la semaine). Ces derniers ont par ailleurs été pénalisés par les publications de résultats trimestriels de Qualcomm et Arm jugés décevants par les investisseurs.

De leur côté, les rendements souverains américains connaissent une baisse importante sur la semaine, de -14 points de base à 2 ans (4,46 %) et -10 points de base à 10 ans (4,84 %). Au-delà d'un mouvement de repli vers les valeurs refuges (*flight to quality*), ils ont également bénéficié d'un regain d'optimisme suite à la victoire des démocrates aux élections, qui pourrait imposer davantage de discipline budgétaire ainsi qu'une résolution diplomatique du conflit en Iran.

BREVES

- L'Institute for Supply Management (ISM) a publié ses indices PMI relatifs à l'activité des services et de l'industrie aux Etats-Unis. Pour les services, l'indice s'établit à 54,5 (- 0,4 point par rapport à septembre), soit un niveau supérieur à 50 signifiant que l'activité est en territoire d'expansion. L'activité industrielle a, elle, accéléré en septembre avec un indice PMI à 55,5 (après 54,5).
- Le 4 novembre 2026, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) a publié de nouvelles orientations à l'intention de ses examinateurs bancaires sur la prise en compte de l'intelligence artificielle (IA). Le document précise que l'IA ne constitue pas une catégorie de risque distincte, et qu'elle doit être appréhendée à travers les domaines de risque déjà couverts par la supervision. Les examinateurs sont

invités à évaluer l'usage qu'une banque fait de l'IA plutôt que le risque intrinsèque des modèles.

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 : Fabien Bouvet, Guillaume Bove, Paul Cassavia, Mohamed El Guindi, Laurie Bergia, Galina Natchev, Victorien Roussillo.

Abonnez-vous : afws@dgtresor.gouv.fr