

Washington Wall Street Watch

N°2025 numéro spécial

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

SOMMAIRE

Conjoncture

- L'activité ralentit, marquée par l'incertitude liée aux politiques économiques et commerciales de la nouvelle administration
- Après une période de désinflation, les pressions inflationnistes montent avec les droits de douane
- Dans un contexte d'incertitude, le marché du travail continue de ralentir mais demeure résilient

Politiques macroéconomiques

- Donald Trump est devenu le 47ème président des États-Unis
- Malgré la pression du président Trump, la Fed maintient sa fourchette de taux directeurs inchangée dans l'attente des premiers effets de la politique commerciale
- Le Congrès transpose le programme du président Trump dans la *One Big Beautiful Bill Act*

Services financiers

- La nouvelle administration reprend la main sur les régulateurs financiers qui reviennent progressivement sur les travaux de leurs prédécesseurs
- L'industrie des crypto actifs est élevée au rang de priorité nationale
- De premiers assouplissements de la régulation bancaire sont proposées par les agences

Situation des marchés

- Le marché actions corrige puis rebondit sous l'effet des négociations commerciales
- Le marché des *Treasuries* est mis sous tension par les négociations commerciales et les perspectives de dégradation de la situation des finances publiques

CONJONCTURE

L'activité ralentit, marquée par l'incertitude liée aux politiques économiques et commerciales de la nouvelle administration

Dans un contexte marqué par l'incertitude liée aux hausses de droits de douane, aux réformes de l'État fédéral entreprises par le *Department of Government Efficiency* (DOGE) et à l'adoption de la loi de réconciliation (*One Big Beautiful Bill Act*), la croissance a été particulièrement erratique au 1^{er} semestre.

Après s'être contracté de -0,1 % au premier trimestre (-0,5 % en rythme annualisé), la croissance du PIB a rebondi de +0,7 %

(+3,0 %) au deuxième trimestre, soit +0,6 % en cumulé au premier semestre. Pour mémoire, en évolution trimestrielle, la croissance a été de +0,8 % au T3 2024 et +0,7 % au T4 2024, soit +1,5 % au S2 2024.

Au 1^{er} semestre, la croissance a été tirée par la consommation (+0,3 point de contribution) et l'investissement (+0,3 point), et est pénalisée par la variation des stocks (-0,2 point) malgré la forte hausse lors du premier trimestre en prévision des droits de douane (*front-loading*). Par ailleurs, le solde extérieur a une contribution nulle à la croissance, les variations du premier et du deuxième trimestre se compensant, tout comme l'investissement public, dont la

contribution est nulle sur les deux premiers trimestres 2025.

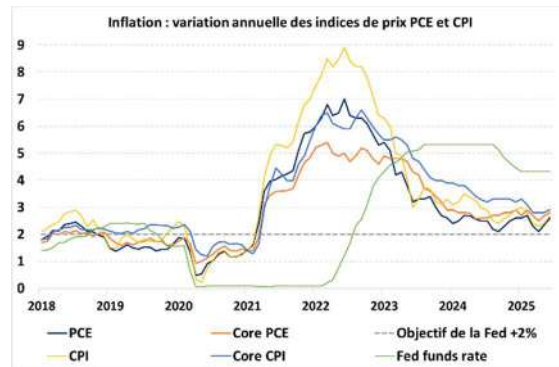
Après une période de désinflation, les pressions inflationnistes montent avec les droits de douane

Après avoir ralenti de manière graduelle au premier trimestre 2025, l'indice des prix à la consommation (*Consumer Price Index* – CPI) et celui des dépenses de consommation (*Personal Consumption Expenditure* – PCE), qui est un indicateur prenant en compte des dépenses indirectes comme les cotisations employeur et davantage suivi par la Fed, ont accéléré depuis avril, reflétant notamment les premiers effets de la hausse des droits de douane. Sur douze mois glissants, l'inflation [CPI](#) a d'abord baissé de +3,0 % en janvier à +2,3 % en avril, puis a augmenté à +2,7 % en juin. Sa composante sous-jacente (hors énergie et alimentation) a également baissé de +3,3 % en janvier à +2,8 % en mars, le niveau auquel elle s'est stabilisée, avant de repartir à la hausse en juin (+2,9 %). Pour mémoire, l'inflation CPI et sa composante sous-jacente ont progressé de +3,0 % et +3,3 % respectivement en juin 2024.

Sur douze mois glissants, les prix de l'[énergie](#) ont baissé de -0,8 % et ceux de l'[alimentation](#) ont augmenté de +3,0 % en juin 2025 (contre +1 % et +2,2 % respectivement un an plus tôt).

Sur un an, l'inflation des biens [durables](#) s'est établie à +0,6 % en juin 2025 contre -4,1 % en juin 2024 et -1,2 % en janvier 2025. Les prix des biens [non-durables](#) augmentent de +0,7 % en juin 2025 contre +1,3 % en juin 2024 et +1,6 % en janvier 2025. Les prix des [services](#) augmentent de +3,8 % en juin 2025 contre +5,0 % en juin 2024 et +4,2 % en janvier 2025.

L'indice [PCE](#) progresse sur douze mois glissants à +2,6 % en juin 2025, contre +2,4 % en juin 2024, et +2,6 % en janvier 2025. Sa composante [sous-jacente](#) augmente de +2,8 % sur un an en juin, contre +2,6 % l'année dernière à la même période et +2,7 % en janvier 2025.

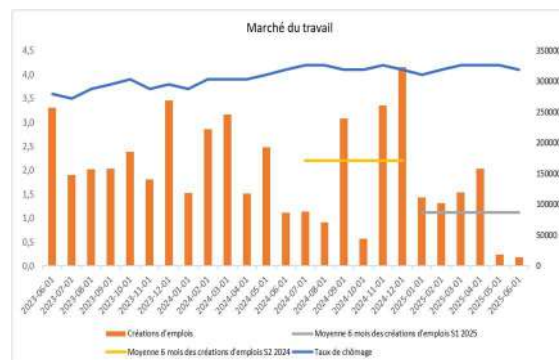


Source : BLS.

Le marché du travail continue de ralentir mais demeure résilient

Le marché du travail a ralenti au cours du 1^{er} semestre mais demeure globalement résilient.

Le taux de [chômage](#) est resté quasi-stable depuis juin 2024 vers 4,1 %. Après avoir progressé de 4,0 % en janvier 2025 à 4,2 % en mars 2025, le taux de chômage est resté stable à ce niveau jusqu'en juin où il a légèrement diminué pour s'établir à 4,1 %, soit légèrement en dessous de son niveau de long terme estimé par la Fed (4,2 %). Pour mémoire, le taux de chômage était également de 4,1 % en juin 2024.



Source : BLS.

Le nombre de créations d'[emploi](#) mensuelles a également fortement ralenti. Le nombre moyen sur les six premiers mois de 2025 s'établit à +87 000 (contre +171 000 au S2 2024). Ces créations sont concentrées dans le secteur parapublic comme l'éducation et les services médicaux (+66 500 en moyenne au S1 2025) et le tourisme (+8 000) alors qu'elles ont reculé ou marqué le pas dans les principaux secteurs privés comme les services aux entreprises (-6 000), l'industrie (-1 000) et l'informatique (-1 000).

Le salaire [horaire](#) moyen a augmenté en juin 2025 de +3,7 % sur un an, contre +3,9 % en juin 2024 et +4,1 % en janvier 2025.

Le taux d'emploi, qui s'établit à 59,7 % en juin, a globalement baissé depuis janvier 2025 (60,1 %). Le taux d'activité a quant à lui augmenté de 62,4 % à 62,6 % entre février et avril, avant de diminuer à 62,3 % en juin. Ces deux indicateurs ont diminué

de -0,4 point et de -0,3 point respectivement sur un an. Les taux d'activité et d'emploi des 25-54 ans (prime age) restent stables à 83,5 % et 80,7 % respectivement entre janvier et juin.

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Donald Trump est devenu le 47^{ème} président des Etats-Unis

Le 20 janvier, Donald Trump est devenu le 47^{ème} président des États-Unis, marquant ainsi le début de la nouvelle administration. Le jour-même, après avoir annulé les décrets (*executive orders*) de son prédécesseur, D. Trump a signé une série de décrets touchant divers domaines, notamment une déclaration d'urgence nationale à la frontière des États-Unis, le gel des recrutements dans la fonction publique et de l'entrée en vigueur de nouvelles réglementations ou la clarification du statut du *Department of Government Efficiency* (DOGE).

Malgré la pression du président Trump, la Fed maintient sa fourchette de taux directeurs inchangée dans l'attente des premiers effets de la politique commerciale

À l'issue des quatre réunions du comité de politique monétaire (FOMC) du premier semestre 2025, la Fed a maintenu la fourchette du taux *fed funds* inchangée à [4,25 % - 4,50 %]. Elle a en revanche décidé de ralentir le rythme de réduction de son bilan de 60 à 40 Md USD par mois (en réduisant de 25 à 5 Md USD le volume de *Treasuries* désinvestis).

Malgré la robustesse de l'économie américaine, caractérisée par un taux de chômage faible et stable et par un processus de désinflation continu, même si l'inflation demeure supérieure à la cible de la Fed, le premier semestre a été caractérisé par un niveau anormalement élevé d'incertitude. D'après le président de la Fed Jerome Powell, cette incertitude s'explique par les politiques conduites par l'administration en matière commerciale, d'immigration et de fiscalité. Si ces politiques publiques n'ont commencé à se traduire que modestement et en fin de période dans les chiffres de l'inflation ou de l'emploi (*hard data*), les résultats des sondages auprès des ménages et des

entreprises (*soft data*) et les données relatives à la consommation se dégradent. Selon le président de la Fed, les risques d'augmentation de l'inflation et du taux de chômage ont tous les deux crû, ce qui pose une équation difficile pour la conduite de la politique monétaire.

Si les responsables ont considéré que la politique monétaire était bien positionnée et qu'il n'était pas nécessaire d'ajuster les taux directeurs dans l'attente d'une évolution des indicateurs économiques, ils ont dégradé leurs projections économiques à deux reprises au premier semestre, en réduisant la croissance du PIB, en augmentant l'inflation et le taux de chômage et en réduisant l'ampleur la baisse des taux *fed funds* d'ici fin 2025.

Projections économiques de la Fed

		2025	2026	2027
PIB	Dec.24	+2,1 %	+2,0 %	+1,9 %
	Juin.25	+1,4 %	+1,6 %	+1,8 %
Chômage	Dec.24	4,3 %	4,3 %	4,3 %
	Juin.25	4,5 %	4,5 %	4,4 %
Inflation	Dec.24	+2,5 %	+2,1 %	+2,0 %
	Juin.25	+3,0 %	+2,4 %	+2,1 %
Inflation sous-jacente	Dec.24	+2,5 %	+2,2 %	+2,0 %
	Juin.25	+3,1 %	+2,4 %	+2,1 %
Taux <i>fed funds</i>	Dec.24	3,9 %	3,4 %	3,1 %
	Juin.25	3,9 %	3,6 %	3,4 %

Source : Fed.

La conduite de la politique monétaire par la Fed a également eu pour toile de fond une remise en cause de son indépendance par le président Trump, qui appelle régulièrement à une baisse des taux d'intérêt et qui a menacé de remplacer J. Powell à la tête de l'institution avant la fin de son mandat, avant de se raviser face à la réaction des marchés. De son côté J. Powell a rappelé avec constance l'importance de l'indépendance de la Fed pour asseoir la crédibilité de la politique monétaire vis-à-vis des ménages, des entreprises et des marchés.

Le Congrès transpose le programme du président Trump dans le *One Big Beautiful Bill Act*

Alors que le président Trump a rapidement mis en œuvre une partie de son programme via son pouvoir exécutif (*executive orders*), notamment en matière de droits de douanes et d'immigration, les volets fiscaux, énergétiques et le renforcement des moyens de sécurisation des frontières nécessitaient le vote du Congrès. Ne disposant pas d'une majorité suffisante au Sénat pour voter un texte sans le soutien des Démocrates en procédure classique (possibilité de *filibuster*, en l'absence de majorité qualifiée – 60 voix sur 100), les Républicains ont choisi de passer par la procédure de réconciliation qui les exonère de disposer d'une majorité qualifiée au Sénat pour voter une loi.

Une [résolution](#) budgétaire fixant le cadre financier de la procédure de réconciliation a tout d'abord été adoptée à la majorité simple par le Congrès le 10 avril, faisant apparaître des dissensions au sein des Républicains sur le volume des économies budgétaires à décider, une partie des représentants à la Chambre jugeant les coupes votées au Sénat insuffisantes au regard des hausses de dépenses autorisées par le texte.

Les débats au Congrès sur la loi de réconciliation, intitulée *One Big Beautiful Bill Act* (OBBA) par le président Trump, ont porté sur la politique fiscale, les dépenses de sécurisation des frontières et les mesures d'économies, notamment en matière énergétique et sociale.

Une première version du texte a été adoptée à la Chambre le 22 mai. Une version amendée a été votée par le Sénat le 1^{er} juillet, puis par la Chambre le 3 [juillet](#), qui s'est alignée sur la version du Sénat afin de

respecter l'objectif fixé par D. Trump d'un vote avant la fête nationale le 4 juillet.

Le texte prévoit la reconduction des dispositions du *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA), comportant notamment d'importantes baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises. De nouvelles exonérations fiscales des revenus promises durant la campagne présidentielle sont également incluses dans le texte (pourboires, heures supplémentaires, intérêts des prêts auto). La suppression progressive des dispositifs environnementaux de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) est actée, tout comme des mesures d'économies sur les aides sociales, notamment Medicaid, l'assurance santé des ménages à bas revenus dont les conditions d'octroi sont renforcées à partir de 2027. Enfin, l'augmentation des dépenses dans les services armés est gagée par des économies dans la santé, l'éducation, le travail et la retraite. La loi augmente également le plafond de dette de 5 000 Md\$.

Selon les [estimations](#) du *Congressional Budget Office* (CBO), publiées le 21 juillet, l'OBBA augmenterait le déficit cumulé sur 10 ans, de -3 400 Md USD, résultant de -4 500 Md USD de dépenses partiellement compensées par des mesures d'économies et de recettes +1 100 Md USD.

Toujours d'après le [CBO](#), l'OBBA pourrait stimuler la croissance à court terme en soutenant la demande agrégée et l'offre de travail. Ces effets pourraient cependant être partiellement compensés par les effets d'évictions sur l'investissement privé liés à la hausse de l'endettement public. Enfin, l'OBBA aurait d'importants [effets](#) anti-redistributifs, les allègements fiscaux bénéficiant davantage aux populations les plus aisées, tandis que les ménages à faibles revenus voient leur revenu disponible diminuer avec la réduction des aides sociales.

SERVICES FINANCIERS

La nouvelle administration reprend la main sur les régulateurs financiers qui reviennent progressivement sur les travaux de leurs prédécesseurs

Le 18 février, le président a signé un [décret](#) qui prévoit la supervision par la Maison-Blanche des activités des agences fédérales, à l'exclusion de la conduite de la politique

monétaire. Les agences concernées devront soumettre à l'*Office of Management and Budget* (OMB), organe de gestion et d'élaboration du budget de la Maison-Blanche, tout projet de réglementation pour examen, et le consulter sur ses priorités stratégiques.

Cette « prise en main » par l'exécutif d'agences de régulation, disposant traditionnellement d'une large indépendance, s'est accompagnée d'un changement habituel des présidents des régulateurs financiers et de plan de départs importants dans les équipes. Les présidents de la *Securities and Exchange Commission* ([SEC](#)) l'autorité des marchés financiers, de la *Federal deposit insurance corporation* ([FDIC](#)) l'autorité de supervision et de garantie des dépôts, de la *Commodity futures trading commission* ([CFTC](#)) le régulateur des marchés de matières premières et de produits dérivés, et de manière plus inattendue le [Vice-président de la Fed](#) en charge de la supervision, ont remis leur démission lors de la prise de fonction du président Trump. Parmi les successeurs désignés par D. Trump, seuls le président de la [SEC](#) et la vice-présidente de la [Fed](#) en charge de la supervision ont été confirmés par le Sénat au premier semestre, les débats sur l'OBBBA ayant saturé les travaux du Congrès. Tous partagent une vision commune de l'assouplissement de la régulation et une position favorable au développement des cryptoactifs.

Prônant une vision pragmatique de l'encadrement réglementaire, un assouplissement des conditions d'accès des petites et moyennes entreprises au capital et la promotion de l'industrie des cryptoactifs, Paul Atkins a mis à profit les premiers mois de son mandat de président de la SEC pour revenir sur plusieurs réformes laissées ouvertes par son prédécesseur Gary Gensler. La SEC a ainsi [retiré](#) 14 propositions de règles non finalisées et soumises à consultation entre 2022 et 2023, dont 3 règles visant à améliorer le fonctionnement du marché actions (introduction d'enchères, formalisation de l'obligation de « meilleure exécution » notamment).

Brian Quintenz, candidat proposé par D. Trump pour la présidence de la CFTC a été [auditionné](#) par la commission de l'agriculture, de l'alimentation et de la forêt du Sénat le 10 juin. Il n'a pas encore été confirmé. L'intérim de la présidence est assuré par la commissaire Caroline D. Pham. Commissaire à la CFTC sous le premier mandat de D. Trump, il est depuis 2021 directeur des affaires publics du fonds de capital-risque Andreessen Horowitz dédié aux cryptoactifs. Lors de son audition il s'est engagé à ouvrir la CFTC à l'innovation,

à un moment où la Chambre des Représentants entend confier à la CFTC la régulation du secteur des cryptoactifs (le CLARITY Act a été [adopté](#) par la Chambre le 17 juillet 2025).

Travis Hill, précédemment vice-président de la FDIC, exerce à présent les fonctions de président par intérim de l'institution de garantie des dépôts en l'absence de nomination d'un nouveau président par D. Trump. La FDIC est déjà revenue sur plusieurs règles mises en consultation par l'équipe précédente notamment sur le régime prudentiel des [courtiers](#), les exigences de recrutement pour les postes de direction des établissements de plus de 10 Md USD d'actifs, l'encadrement des [rémunérations](#) des dirigeants de certaines institutions financières ou les modalités de contrôle par la FDIC des investisseurs détenant des [participations](#) significatives dans les établissements de dépôts.

Michelle Bowman, membre du conseil des gouverneurs de la Fed depuis 2018, a été désignée par D. Trump pour remplacer Michael Barr, et confirmée par le Sénat. Ses prises de position témoignent d'une volonté de simplifier la régulation bancaire, notamment les obligations en capital, et d'adopter une approche plus pragmatique de la supervision en la recentrant sur les risques financiers et en l'adaptant mieux à la taille des établissements (*tailoring*). M. Bowman avait voté contre le projet de finalisation de Bâle III proposé par son prédécesseur en juillet 2023.

Le *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), l'agence de protection des consommateurs du secteur financier, était dirigé par intérim par Scott Bessent, secrétaire au Trésor, puis par Russel Vought, directeur de l'*Office of Management and Budget* (OMB) de la Maison-Blanche, depuis le [limogeage](#) de Rohit Chopra le 31 janvier par le président Trump. Seul directeur d'agence de régulation financière à pouvoir être limogé par le Président sans motif, il n'avait pas démissionné lors de l'investiture du Président Trump. Alors que la candidature de Jonathan McKernan à la direction du CFPB était en cours d'examen par le Sénat, elle a finalement été [retirée](#) par le Président Trump, l'intéressé ayant finalement été [proposé](#) pour un poste au Treasury. L'arrêt quasi-total des activités du CFPB, la réduction massive du personnel, et les projets de réformes poussés par les

Républicains fragilise fortement le devenir de l'institution.

Enfin, l'intérim de la direction de l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), le régulateur des national banks rattaché au Treasury, a été assuré par Rodney Hood dans l'attente de la confirmation par le Sénat de Jonathan V. Goud désigné par D. Trump (Confirmation [intervenue](#) le 10 juillet 2025). En fonction dans les équipes de l'OCC durant le premier mandat de D. Trump, puis Partner dans le cabinet d'avocat Jones Day, J. Goud est le premier *Comptroller* confirmé par le Sénat depuis 2020.

L'industrie des cryptoactifs est élevée au rang de priorité nationale

Depuis son investiture le 20 janvier, D. Trump mobilise les leviers du pouvoir exécutif et veille sur l'avancée des travaux au Congrès pour mettre en œuvre une politique favorable aux crypto-actifs. Afin de coordonner l'action de la nouvelle administration, D. Trump a publié un [décret](#) le 23 janvier confiant aux régulateurs le soin d'élaborer une stratégie pour le secteur, dont les lignes directrices seront dévoilées dans le rapport du groupe de travail interagences (*Working Group on Digital Asset Markets*), attendu fin juillet (il a été [rendu](#) le 30 juillet). Par ailleurs, un groupe de travail bipartisan, réunissant les quatre commissions compétentes au Congrès, a été spécialement constitué. D. Trump a également publié un [décret](#) le 6 mars visant à établir une réserve stratégique de bitcoins et une réserve nationale de cryptoactifs.

Le premier semestre 2025 a par ailleurs été marqué par un relâchement de la pression exercée jusqu'alors par les agences sur le secteur et par des avancées au Congrès dans l'encadrement des *stablecoins*.

La SEC a tout d'abord suspendu les poursuites engagées contre plusieurs acteurs majeurs des cryptoactifs tels que Coinbase, Binance, Robinhood ou Uniswap, à qui l'agence reprochait le non-respect de la réglementation applicable aux titres financiers traditionnels (*securities*). Elle a par ailleurs [clarifié](#) le 10 avril la qualification juridique qu'elle entend donner aux *stablecoins* dont la valeur est adossée au cours légal du dollar (parité 1 pour 1), qui ne verse pas d'intérêts et dont les réserves sont investies dans des sous-jacents monétaires fixes, liquides et à faibles

risques (*covered stablecoins*) en les excluant du champ des titres *securities*.

En écho aux critiques exprimées par D. Trump à l'égard de la débancarisation du secteur des cryptoactifs, les régulateurs bancaires ont cherché à faciliter l'accès de l'industrie aux services bancaires (conservation, dépôts, etc.). [L'OCC](#) et la [FDIC](#) ont réaffirmé la légalité de l'ouverture des activités bancaires au secteur des cryptoactifs. La [Fed](#) a abrogé ses lignes directrices contraignant les activités bancaires en lien avec le secteur des cryptoactifs.

Enfin, le Sénat a adopté le 17 juin à 68 voix contre 30 le *Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins – GENIUS Act* - (la loi a été adoptée sans changement par la Chambre des Représentants le 17 juillet 2025). Le texte formalise la définition des *stablecoins*, présentés comme des crypto-actifs dont la valeur est adossée au cours légal du dollar à parité (1 pour 1), et dont les réserves sont investies dans un sous-jacent monétaire fixe (principalement le dollar et les Treasuries de maturité inférieure à 3 mois). Le texte prévoit des garanties en termes de conservation et de ségrégation des actifs, des exigences de capital et de liquidité et des obligations de publication régulière, notamment sur les réserves. Il définit enfin les modalités de supervision des sociétés émettrices de *stablecoins* : les acteurs disposant d'un volume de *stablecoins* en circulation inférieur à 10 Md\$ seront supervisés par les régulateurs des Etats, et au-delà, leur supervision sera assurée par les régulateurs fédéraux, à savoir i) la Fed pour les émetteurs bancaires et ii) l'OCC pour les émetteurs non bancaires.

De premiers assouplissements de la régulation bancaire sont proposées par les agences

Lors d'une [intervention](#) devant l'*American Bankers Association* (ABA) le 9 avril, le Secrétaire au Trésor Scott Bessent a présenté son programme d'assouplissement de la réglementation financière, en particulier du secteur bancaire. Cette réduction de la charge administrative et du pouvoir des superviseurs doit permettre aux banques, notamment locales (« *community banks* ») de prêter davantage et de développer « l'économie réelle » au profit des

ménages, des investisseurs particuliers et des entreprises de taille moyenne (« *Main Street* »). A cette fin, des conditions de concurrence équitables entre banques locales et grands établissements, mais aussi avec les institutions financières non-bancaires (*Non-bank financial institution* – NBF), doivent être restaurées. Ensuite, la supervision doit être recentrée sur les principaux risques financiers, plutôt que sur les risques de gouvernance, ou encore réputationnels ou climatiques. Les obligations en capital doivent être « modernisées », sans méconnaître les défauts du cadre prudentiel « Bâle 3 », dont le rationnel serait peu adapté aux réalités du marché américain et ne pourrait tenir qu'un rôle d'inspiration de la future proposition réglementaire. Pour S. Bessent, la proposition de finalisation présentée par la Fed en juillet 2023 ne doit pas servir de base de discussion pour un chantier qui doit s'appuyer sur un diagnostic national et non international.

La nomination de M. Bowman à la vice-présidence de la Fed en charge de la supervision, celle de J. Goud à la direction de l'OCC et la présidence par intérim de la FDIC exercée par T. Hill ont permis d'aligner la position des régulateurs bancaires avec celle du *Treasury*.

Plusieurs propositions ont déjà été publiées au premier semestre. La Fed a tout d'abord [publié](#) une proposition de règle relative aux stress test, visant à réduire la volatilité des exigences de capital en découplant pour la calibration des coussins de fonds propres contracycliques (*stress capital buffer*) des banques concernées. La proposition simplifie les échanges avec les banques durant l'exercice de stress test, repousse du 1^{er} octobre au 1^{er} janvier de l'année suivante

l'entrée en vigueur des exigences résultant des stress tests, et retient une moyenne sur deux années consécutives des résultats afin d'éviter la volatilité des exigences de capital. D'autres propositions devraient être formulées s'agissant des stress test.

La Fed a ensuite [proposé](#) d'alléger le ratio de levier supplémentaire renforcé de 2% (*Enhanced supplementary leverage ratio* – eSLR) applicable aux banques systémiques américaines (G-SIB) en complément du ratio de levier supplémentaire (SLR) minimum de 3%. Cette proposition vise principalement à inciter ces grandes banques – souvent spécialistes en valeur du Trésor (*primary dealers*) – à intervenir davantage sur le marché des *Treasuries*, afin d'améliorer sa liquidité notamment en période de stress financier. La proposition consiste à ajuster l'eSLR à la mesure du risque systémique posé par chaque G-SIB. Le coussin eSLR serait à présent égal à la moitié de la surcharge G-SIB appliquée à chaque groupe concerné. Dans les faits, le ratio complet passerait de 5 % à un intervalle de 3,5 à 4,3 % selon les banques (-13 Md USD cumulés pour les holdings et -210 Md USD pour les filiales bancaires). Corollairement, deux éléments des exigences de capacité d'absorption des pertes, qui protègent les déposants en cas de faillite, seraient également réduites : d'une part le coussin supplémentaire de capacité d'absorption des pertes non pondéré par les risques (*external TLAC leverage buffer level*), qui est aujourd'hui égal au eSLR, serait aligné sur le nouveau ratio (-73 Md USD), et d'autre part les exigences de dette à long-terme seraient réduites (-132 Md USD).

De son côté, la FDIC a [révisé](#) son interprétation des règles relatives aux plans de résolution bancaire pour les alléger.

SITUATION DES MARCHES

Le marché actions corrige puis rebondit sous l'effet des négociations commerciales

Marqué par une forte chute dans la foulée de *Liberation Day*, le marché actions s'est remarquablement redressé depuis la mi-avril, sur fond de détente commerciale. Les annonces de *Liberation Day*, le 2 avril, ont accentué une tendance baissière engagée depuis mi-février en provoquant une forte

dégradation des projections de résultats des entreprises, et fait entrer les marchés dans une spirale baissière aboutissant à une correction de -12% de l'indice S&P 500 en moins d'une semaine, entre le 2 avril et le 8 avril (-18% par rapport à mi-février). Le Nasdaq, qui a suivi la même tendance, a baissé de -24% entre mi-février et le 8 avril, tout comme le Russell 2000 (-23%). La vente massive d'actions a été exacerbée par le niveau de levier de certaines classes

d'investisseurs, tels que les *hedge funds*, qui ont dû vendre leurs actifs pour faire face aux appels de marge de leurs créanciers, amplifiant ainsi le choc initial.

Ce mouvement n'a été enrayé qu'à l'annonce d'une suspension des droits « réciproques » pour une durée de 90 jours, puis des accords conclus avec le Royaume-Uni, des négociations avec la Chine et des annonces d'investissements des pays du Golfe. Un net rebond a été alimenté en avril par les investisseurs particuliers et les rachats d'actions des entreprises. Les investisseurs particuliers, qui constituent le socle des détenteurs d'actions (38% des actions américaines en direct à fin 2024), ont profité du marché baissier pour investir massivement, mettant de nouveau en œuvre une stratégie (*buy the dip*) qui avait fonctionné sur la plupart des dernières crises financières. Au total, avec une progression de +24% entre le 8 avril et le 30 juin, le marché américain a effacé l'effet de l'incertitude budgétaire et commerciale persistante, misant sur la solidité des fondamentaux de l'économie américaine. Les *Magnificent 7* ont toutefois sous-performé par rapport aux 493 autres entreprises qui composent l'indice S&P500. Au sein des 493 entreprises, le secteur de la consommation discrétionnaire est celui qui a le plus souffert, clôturant en baisse de -3% sur 6 mois, illustrant la défiance des investisseurs pour des entreprises affectées par la baisse du moral des ménages durant cette période d'incertitude. Au final, le S&P500 et le Nasdaq progresse de +5,5% sur le 1^{er} semestre alors que le Russell 2000 baisse de -2,5%.

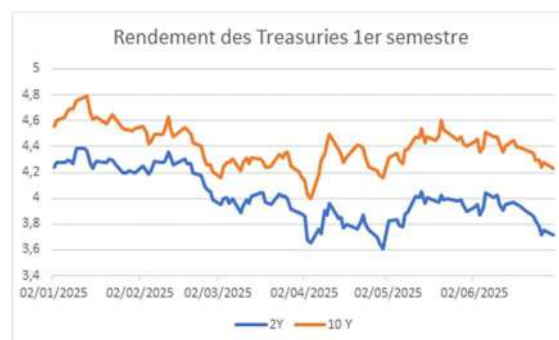


Source : données Bloomberg

La volatilité du marché action a atteint un pic à 52 durant la première semaine d'avril avant d'osciller autour de 20 à partir de mai (pour mémoire il avait fluctué entre 12 et 14 au 1^{er} semestre 2024 avec un pic à 19).

Le marché des Treasuries est mis sous tension par les négociations commerciales et les perspectives de dégradation de la situation des finances publiques

Le marché des bons du Trésor américain (Treasuries) a lui aussi connu une forte volatilité sur le 1^{er} semestre avec un épisode de tensions laissant craindre une crise financière durant la 1^{ère} semaine d'avril. Alors que les investisseurs fuyaient les actifs risqués à l'annonce des droits de douanes « réciproques », le marché souverain, qui joue habituellement le rôle de valeur refuge en pareilles circonstances, a été lui aussi frappé d'un mouvement de ventes massives, propulsant les rendements à 2 ans et à 10 ans respectivement de +30 pb et de +48 pb. Le MOVE index, qui mesure la volatilité sur le marché des bons du Trésor, a progressé de 90 à 140 en une semaine, un niveau supérieur à celui de février 2020 (110). Combiné à une baisse de -12% du dollar face à l'euro, ce phénomène est interprété comme une remise en cause de l'exceptionnalisme américain. Dans les faits, l'affaiblissement du dollar suit une période de forte appréciation (+8% entre septembre 2024 et janvier 2025), et traduit un phénomène de précaution des investisseurs étrangers qui se couvrent désormais contre un risque de change autrefois moins pris en compte.



Source : données Bloomberg

Les rendements à 2 et 10 ans finissent le semestre en baisse, mais les investisseurs restent préoccupés par les prévisions de hausse de l'endettement public et les conséquences inflationnistes associées à la hausse des droits de douane.