

# Washington Wall Street Watch

N°2025-31 - Le 4 septembre 2025

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

## SOMMAIRE

### Conjoncture

- Selon le Beige Book, l'économie américaine est stable mais reste sous la pression des tarifs douaniers
- Le PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre est révisé à la hausse et publié pour la première fois via la technologie blockchain

### Politiques macroéconomiques

- La nomination de Steven Miran et la révocation de Lisa Cook déstabilisent le *Board of Governors* de la Fed
- Dans la foulée du FOMC du 29 et 30 Juillet, la Fed ouvre la voie à une baisse des taux lors du discours de Jackson Hole
- Le Congressional Budget Office (CBO) estime que l'impact budgétaire de la loi OBBA et des droits de douanes pourraient théoriquement se compenser à long terme

### Services financiers

- L'administration américaine facilite l'investissement des particuliers dans les actifs non cotés
- Le bureau de la protection financière des consommateurs réduit sa supervision des institutions non-bancaires
- La Fed annonce les exigences en capital applicables aux grandes banques à l'issue des stress-tests annuels

### Situation des marchés

### Brèves

---

## CONJONCTURE

### Selon le *Beige Book*, l'économie américaine est stable mais reste sous la pression des tarifs douaniers

Le *Beige Book* [publié](#) le 3 septembre, décrivant l'évolution économique dans les douze districts régionaux de la Fed, indique une stabilité de l'activité depuis le dernier rapport tout en relevant l'incertitude économique et les droits de douane comme facteurs baissiers. La plupart des entreprises interrogées n'indiquent pas de changement de leurs perspectives.

La consommation des ménages est en baisse dans certains districts car les salaires

ne parviennent pas à suivre la hausse des prix. Le secteur automobile a enregistré une légère hausse des ventes. Les entreprises manufacturières ont rapporté que la relocalisation des chaînes de valeur locales était faisable et que l'automatisation permettait souvent de réduire les coûts. La construction de centres de données en lien avec le déploiement de l'intelligence artificielle stimule l'immobilier commercial et la demande d'énergie.

Le marché du travail affiche un faible dynamisme. En raison d'une demande plus faible dans un contexte économique incertain, les entreprises adoptent une

attitude prudente pour les nouvelles embauches. La plupart des districts ont également observé une hausse du nombre de demandeurs d'emploi, mais la disponibilité de la main-d'œuvre immigrée a diminué dans la moitié des districts, affectant notamment le secteur de la construction.

La croissance des prix reste modérée dans l'ensemble. Toutefois, des hausses de prix sont constatés en raison des tarifs douaniers qui affectent le coût des intrants. Certaines entreprises répercutent l'intégralité de leurs hausses de coûts sur leurs clients, mais la plupart montrent une certaine hésitation à augmenter leurs prix en raison de la sensibilité des consommateurs et du manque de pouvoir de fixation des prix. Dans certains districts, la concurrence pousse même certaines entreprises à baisser les prix malgré la hausse des coûts.

### Le PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre est révisé à la hausse et publié pour la première fois via la technologie *blockchain*

Selon la deuxième estimation du *Bureau of Economic Analysis* (BEA), [publiée](#) le 28 août,

la croissance du PIB en volume s'établit à +0,8 % au deuxième trimestre 2025 (contre +0,7 % dans la première estimation), après -0,1 % au premier trimestre (identique à la première estimation). En rythme annualisé, la croissance est de +3,3 % (contre +3,0 % dans la première estimation), après -0,5 % au premier trimestre. Cette révision reflète principalement une révision à la hausse des investissements et variations de stocks (contribution de -2,7 point à la croissance contre -3,1 point lors de la dernière estimation en rythme annualisé) et des dépenses de consommation (+1,1 point contre +1,0 point), partiellement compensée par une révision à la hausse des importations (+5,1 points contre +5,2 points) et à la baisse des dépenses publiques (0,0 point contre 0,1 point).

Le *US Department of Commerce* [diffuse](#) désormais les données trimestrielles et parfois annuelles du PIB sur des *blockchains* publiques qui sont de plus en plus utilisées par les acteurs des marchés financiers. Cette publication constitue également un nouveau signal de soutien officiel du gouvernement américain à la technologie *blockchain* et aux cryptomonnaies.

---

## POLITIQUES MACROECONOMIQUES

### La nomination de Steven Miran et la révocation de Lisa Cook déstabilisent le *Board of Governors* de la Fed

Le Président Trump a nommé Stephen Miran, jusqu'à présent président du *Council of Economic Advisors* (CEA), organe de conseil de la Maison-Blanche en charge des politiques économiques, au poste de gouverneur de la Fed en remplacement de Adriana Kugler qui a remis sa [démission](#) le 1<sup>er</sup> août (effective le 8 août). Il achèvera ainsi le mandat de gouverneur en cours, qui prend fin le 31 janvier 2026. À l'issue de ce mandat, le Président Trump pourra soit le reconduire, soit nommer un successeur. D.Trump avait laissé entendre qu'il ne serait pas reconduit et que cette nomination était temporaire.

Stephen Miran a été auditionné ce jeudi 4 septembre par le Sénat en vue de sa confirmation. Plusieurs questions relatives à l'indépendance de la Fed ont été posées par les sénateurs dont certaines en lien avec les propositions de Stephen Miran pour réformer la gouvernance de la Fed. En réponse, Stephen Miran a affirmé qu'il résisterait aux influences extérieures et fonderait ses décisions sur son analyse de la macroéconomie. Il a toutefois indiqué que dans la perspective d'un non renouvellement fin janvier, il ne démissionnerait pas de son mandat de président du CEA, mais prendrait un congé sans solde, ce qui a accentué les craintes des sénateurs démocrates quant à son indépendance à l'égard du président Trump.

Par ailleurs, le président D.Trump a adressé le 25 août une [lettre](#) à la gouverneure de la

Fed Lisa Cook notifiant que cette dernière devait être démise de ses fonctions pour fraude hypothécaire. Lisa Cook est en effet accusée d'avoir effectué une déclaration simultanée de deux résidences principales, statut qui ouvre généralement droit à des taux d'intérêt plus avantageux. Le Département de la Justice a récemment lancé une enquête pénale. Aux États-Unis, le président ne peut légalement révoquer un membre du *Board of Governors* de la Fed que « pour cause » (*misconduct, neglect of duty*) — une notion dont la portée juridique reste floue.

Le 29 août, Lisa Cook a été auditionnée devant le juge Cobb du district de Columbia, sans que cela ne donne lieu à un règlement. Lors de cette audition, Lisa Cook a demandé une injonction temporaire (« *temporary restraining order* ») pour conserver son poste durant l'ensemble de la procédure. Le juge Cobb n'a pas encore rendu de décision immédiate sur ce point. À plus long terme, la décision finale (comme sa temporalité) reste incertaine. Deux questions de fond devront être tranchées : i) Lisa Cook a-t-elle commis une infraction ? ii) L'infraction pourrait-elle être qualifiée de « cause » suffisante de révocation ?

## Dans la foulée du FOMC du 29 et 30 Juillet, la Fed ouvre la voie à une baisse des taux lors du discours de Jackson Hole

La Fed a publié le 20 août le procès-verbal ([minutes](#)) du FOMC des 29 et 30 juillet 2025. Les membres avaient souligné que la croissance économique avait ralenti au premier semestre, tout en reconnaissant la solidité persistante du marché du travail et une inflation toujours quelque peu élevée. Ils avaient par ailleurs jugé que l'incertitude économique restait élevée, en particulier en raison des effets potentiels des tarifs douaniers sur l'inflation. Le FOMC a confirmé le maintien du taux des *fed funds* dans la fourchette de 4,25 % à 4,50 %, malgré deux voix dissidentes en faveur d'une baisse immédiate. Les participants ont majoritairement estimé que l'inflation constituait un risque plus significatif que celui pesant sur l'emploi, notamment en

raison de l'impact des tarifs douaniers sur les prix, même si certains participants ont toutefois estimé que les risques pesant sur le marché du travail commençaient à rivaliser voire seraient supérieurs. Cette discussion a mis en lumière une division croissante au sein du comité, deux membres — les gouverneurs Waller et Bowman — plaidant pour une réduction immédiate de 25 points de base, marquant une rare dissension interne.

Par la suite, le Président de la Fed, Jerome Powell, s'est [exprimé](#) lors du symposium de Jackson Hole le 22 août 2025. Bien qu'évoquant les aléas négatifs pesant simultanément sur l'emploi et l'inflation, J. Powell a souligné que l'évolution de l'équilibre de ces risques conduirait à un ajustement de la politique monétaire actuelle de la Fed. Cette intervention a été interprétée par les marchés comme ouvrant la voie à une réduction des taux lors de la prochaine réunion du *Federal Open Market Committee* (FOMC) les 15 et 16 septembre.

Revenant sur les conditions économiques actuelles et les perspectives de court-terme, J. Powell a estimé qu'en dépit d'un marché du travail résilient, les risques pesant sur l'emploi se seraient renforcés.

Le marché du travail ralentit, mais la moindre création d'emplois (au cours des trois derniers mois +35 000 créations nettes par mois en moyenne, contre +168 000 en 2024) est pour l'instant compensée par une offre de travail moins dynamique liée à la baisse de l'immigration. La hausse du chômage est ainsi limitée malgré une croissance en perte de vitesse. Les droits de douane alimentent des hausses de prix temporaires, mais les anticipations d'inflation restent stables. Dans ce contexte, l'évolution de l'équilibre des risques pourrait conduire la Fed à assouplir sa politique monétaire actuellement restrictive.

Dans la seconde partie de son discours, J. Powell a présenté l'évolution du cadre de politique monétaire, fixé par la « déclaration sur les buts de long terme et la stratégie de politique monétaire ». Tirant les leçons des cinq années ayant suivi sa dernière révision en 2020, la Fed a réduit

l'importance donnée au « taux plancher effectif » (*Effective Lower Bound – ELB*), abandonné la stratégie de ciblage d'inflation moyenne (« *Average Inflation Targeting* ») et supprimé la priorité donnée aux situations de sous-emploi (« *shortfall from maximum employment* »).

## Le Congressional Budget Office (CBO) estime que l'impact budgétaire de la loi OBBA et des droits de douanes pourraient théoriquement se compenser à long terme

Dans une première [publication](#), le 4 août 2025, le CBO estime que la loi aura un impact budgétaire de 3,4 trillions USD sur le déficit public en cumulé sur la période 2025-2034, en excluant l'impact macroéconomique et les effets sur la

charge d'intérêt. Parallèlement, le CBO estime que l'impact sur le coût de service de la dette pourrait s'établir à 718 Md USD sur 10 ans, ce qui augmenterait l'impact de la loi à 4,1 trillions USD. En conséquence, la dette publique augmenterait de +9,5 pts de PIB d'ici 2034.

Dans une seconde [publication](#) le 22 août 2025, le CBO estime que les droits de douanes pourraient réduire le déficit public primaire de 3,3 trillions USD sur la période 2025-2034 (avec une augmentation des droits de douanes de 18 points par rapport au taux effectif moyen en 2024). En prenant en compte l'impact de la réduction du déficit public sur la charge d'intérêt (0,7 trillions USD), les droits de douanes pourraient réduire le déficit public de 4,0 trillions USD.

---

## SERVICES FINANCIERS

### L'administration américaine facilite l'investissement des particuliers dans les actifs non cotés

Le Président Trump a signé le 7 août un [décret](#) présidentiel (*executive order*) visant à faciliter l'investissement des sommes épargnées sur les plans de retraites (12 500 Md USD) dans les actifs alternatifs, marchés privés (capital-investissement, immobilier, infrastructures) et cryptoactifs.

Le Président demande au ministère du Travail (*Labor Department*) compétent en la matière, de revoir les lignes directrices relatives aux investissements des plans de retraite (*Employee Income security Act 1974*) et de clarifier la responsabilité fiduciaire des employeurs relative aux options d'investissements proposées à leurs salariés au sein des plans retraites (401K). Jusqu'à présent, les craintes de poursuites judiciaires des retraités à l'encontre de leurs employeurs en cas de pertes financières sur leur 401 k, limitaient l'appétit des entreprises pour inclure des investissements dans les marchés privés au sein des options des plans retraites. Les assouplissements prévus par ce décret présidentiel avaient déjà été mis en œuvre

durant le premier mandat de D. Trump puis annulés par le président Biden.

Tirant les conséquences de ce décret, le *Labor Department* a abrogé dès le 12 août son interprétation (*supplemental statement*) la plus récente (2021) de la loi encadrant les plans de retraite (ERISA), qui estimait que les entités (employeur, sociétés de gestion) administrant les plans d'épargne retraite, appelés *fiduciaries*, n'étaient probablement pas en mesure d'évaluer les risques propres aux investissements dans les « actifs alternatifs ». La nouvelle administration estime au contraire que les *fiduciairies* doivent être libre d'examiner tout type d'investissement, et que les règles doivent demeurer principielles et neutres.

Dans une même dynamique, le 15 août, la Securities Exchange Commission (SEC), autorité de contrôle des marchés financiers, a assoupli sa doctrine d'investissement dans les « fonds privés » (*private funds*), privilégiés pour l'investissement dans les actifs non cotés. Depuis 2002, les fonds fermés enregistrés auprès de la SEC et ouverts à la souscription des particuliers (*registered closed-end funds*

- CEF), ne pouvaient investir dans ces *private funds* qu'à la condition de restreindre leur souscription à des investisseurs « avisés » (*accredited investors*) et de prévoir un seuil d'investissement minimal, ou bien de limiter ces investissements à moins de 15% de leur actif. Ces conditions ne seront plus vérifiées par la SEC lors de l'enregistrement des CEF.

## Le bureau de la protection financière des consommateurs réduit sa supervision des institutions non-bancaires

Le Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), chargé de la protection financière des consommateurs, a proposé le 26 août une [règle](#) réduisant sa compétence de supervision des institutions non-bancaires. Elle souhaite définir plus précisément la notion de « risques envers les consommateurs » qu'engendre l'offre de certains produits et services financiers, dont elle souhaite également réduire le champ. Cette définition fonde sa capacité à soumettre certaines entités non-bancaires, dont les géants du numérique, à sa supervision. Le CFPB compte ainsi revenir sur une pratique d'interprétation large mais aussi fluctuante par la précédente administration, qui avait créé de l'incertitude réglementaire. Ces modifications devraient selon elle réduire le nombre d'entités supervisées, et donc limiter leurs coûts de mise en conformité.

## La Fed annonce les exigences en capital applicables aux grandes banques à l'issue des stress-tests annuels

La Fed a [publié](#) le 29 août les exigences en capital consolidées qui s'appliqueront aux grandes banques (plus de 100 Md\$ d'actifs) à partir du 1<sup>er</sup> octobre, et en particulier le coussin de capital supplémentaire issu des stress-tests finalisés en juin 2025. Cette

publication vient clôturer l'exercice annuel d'évaluation de la résistance au stress financier (*stress-testing*), qui a été marqué cette année par un assouplissement des hypothèses retenues, notamment s'agissant de la perte de valeur des actifs simulée.

Cette année, parmi les grandes banques, toutes les banques systémiques (GSIB) voient leurs exigences en capital (ratio de *Core equity Tier 1* - CET1) diminuer, en moyenne de -1,2 point de pourcentage (pp). Les exigences de Morgan Stanley n'ont pas été publiées, la banque ayant fait une demande de révision à la baisse des exigences initialement prévues par la Fed, et cette dernière s'étant engagée à examiner ce recours d'ici au 30 septembre.

Pour rappel, le « ratio de CET1 » comprend (i) l'exigence minimale de CET 1 (4,5% des actifs pondérés par les risques - RWA), (ii) le coussin de capital lié au stress-test (au moins 2,5% des RWA), et (iii) la surcharge liée au risque systémique (*G-SIB surcharge*, au moins 1% des RWA pour les GSIB).

Banque	Ratio de CET1 exigé au 1er oct. 2025	Ratio de CET1 exigé au 1er oct. 2024	Évolution 2024-2025 (en pp)
JPMorgan Chase	11,5%	12,3%	-0,8 pp
Citigroup	11,6%	12,1%	-0,5 pp
Wells Fargo	8,5%	9,7%	-1,2 pp
Bank of America	10,0%	10,7%	-0,7 pp
Goldman Sachs	10,9%	13,6%	-2,7 pp
Morgan Stanley	Non publié	13,5%	N/A
<b>Moyenne</b>	<b>10,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>-1,2%</b>

## SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 est resté stable à 6 502 points, de même que le Nasdaq, à 21 707 points. Après avoir connu

une baisse liée à la persistance de l'incertitude et de manière plus saisonnière à l'essoufflement de l'activité de *trading* à la fin du mois d'août, les marchés ont rebondi

suite à la publication de chiffres de création d'emplois mitigés, qui renforcent l'anticipation par les investisseurs d'une baisse des taux directeurs par la Fed mi-septembre.

Le taux des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) est stable à 2 ans, à

3,6%, ainsi qu'à 10 ans, à 4,2 %. L'annonce du licenciement par le Président de la gouverneur Lisa Cook le 25 août avait eu pour conséquence une baisse de -12 points de base du taux à 2 ans en anticipation d'un assouplissement monétaire à venir.

---

## BREVES

- Le 5 août, la SEC a [clarifié](#) sa position vis-à-vis de l'activité de certaines activités de « staking » liquide, qui consistent à générer des récompenses en rémunération du blockage de crypto-actifs sur une blockchain. Elle estime que cette méthode 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.
- Le 7 août, un juge fédéral a [estimé](#) en première instance que le plafond imposé par la Fed depuis 2011 (*Regulation II*) sur les frais prélevés par les banques sur les paiements par carte de débit était trop élevé, en ce qu'il ne prenait pas en compte les innovations technologiques et les économies d'échelle qui ont depuis permis de réduire les coûts opérationnels de transaction.
- Un [décret](#) présidentiel publié le 7 août vise à lutter contre les pratiques de restriction d'accès aux services financiers pour des motifs politiques ou religieux, ou « debanking », dont la nouvelle majorité estime avoir été, ainsi que ses soutiens, la cible sous la précédente administration. Le Président enjoint les agences de régulation bancaire à retirer toute référence au risque « réputationnel » de leur corpus réglementaire et de contrôle, et qu'elles identifient et obtiennent le retrait de toute procédure encourageant ces pratiques au sein des banques qu'elles supervisent. Elle requiert aussi que les banques bénéficiant de garanties de prêts de la part de l'administration réintègrent tous les clients écartés par le passé pour des motifs jugés fallacieux par ce décret.
- Le 22 août, la cour d'appel de la Nouvelle-Orléans a [enjoint](#) la SEC à réviser la règle publiée en 2023 élargissant les obligations de transparence des *hedge funds* relatives à leurs activités de vente à découvert (*short-selling*). Elle estime que la SEC n'avait pas correctement évalué le coût économique de cette règle.
- Le 28 août, la Commodity Futures Trading Commission a clarifié la manière dont les plateformes étrangères de cryptoactifs peuvent s'enregistrer aux Etats-Unis, à la condition d'être agréées pour la fourniture de produits dérivés dans des juridictions que la CFTC juge « équivalentes ». Cette ouverture pourrait permettre à des places de marché tels que Binance.com à opérer de nouveau librement aux Etats-Unis.
- En août, l'indice PMI manufacturier de l'[ISM](#) (*Institute for Supply Management*) est resté en contraction à 48,7, bien qu'il ait légèrement augmenté par rapport à 48,0 en juillet. L'indice PMI des services de l'[ISM](#) a augmenté à 52,0, contre 50,1 en juillet, indiquant une reprise modérée dans le secteur des services.