

Washington Wall Street Watch

N°2023 spécial

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

SOMMAIRE

Conjoncture

- La croissance du PIB a contredit les prévisions de récession
- Le marché du travail s'est détendu mais est resté très robuste
- L'inflation totale et sous-jacente ont baissé de manière continue

Politiques macroéconomiques

- Après avoir ralenti le rythme de son resserrement monétaire puis fait une pause, la Fed prévoit de premiers assouplissements en 2024
- Les blocages au Congrès se sont multipliés sur les questions budgétaires et de dette publique

Services financiers

- Après les faillites du premier trimestre, le marché bancaire s'est stabilisé mais présente certaines vulnérabilités
- Les régulateurs bancaires ont publié leur proposition de transposition de Bâle III ainsi qu'un paquet de règles relatives à la gestion des faillites
- La SEC a finalisé plusieurs réformes structurantes même si des propositions très attendues sont encore en consultation
- Le secteur des crypto-actifs a été mis sous forte pression des régulateurs mais reste toujours sans régulation fédérale spécifique

Situation des marchés

- Les marchés actions ont été tirés par la performance des *Magnificent Seven* et les annonces de la Fed en fin d'année
- Les marchés obligataires sont restés volatiles, affectés par la politique monétaire et les turbulences bancaires
- Le marché du capital-investissement a fortement ralenti, mais le segment de la dette privée reste dynamique
- Le marché de l'immobilier de bureaux traverse une période de tension

CONJONCTURE

La croissance du PIB a contredit les prévisions de récession

Alors que le resserrement monétaire conduit par la Fed depuis le printemps 2022 laissait présager une récession en 2023, la croissance du [PIB](#) est restée positive et dynamique. Après avoir ralenti à +1,9 % en 2022 (après +5,8% en 2021), la croissance pour l'année 2023 s'établit à +2,5 % (+0,5 % aux premier et deuxième trimestre, +1,2 %

au troisième trimestre et +0,8 % au quatrième trimestre). À fin 2023, les prévisions de croissance pour 2024 sont comprises entre +3,1 % à 0 % (sondage Bloomberg).

La croissance s'explique principalement par la consommation des ménages (+1,5 point de contribution dont +1,0 point pour les services et +0,5 point pour les biens), la dépense publique (+0,7 point), le solde

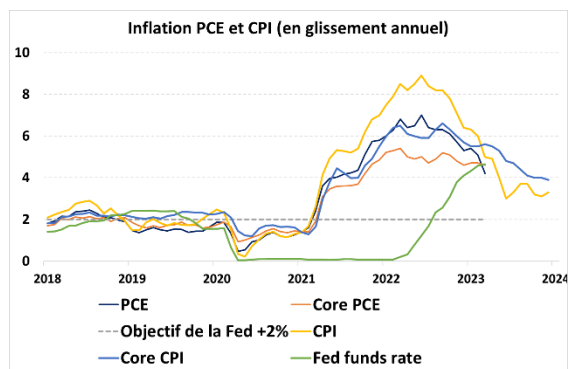
extérieur (+0,6 point), partiellement compensé par l'investissement privé (-0,2 point).

La consommation des ménages a été particulièrement dynamique au cours de 2023, la sur-épargne, le taux fixe de leur crédit immobilier et la suspension du remboursement des dettes étudiantes sur les huit premiers mois ayant soutenu le pouvoir d'achat.

L'inflation totale et sous-jacente ont baissé de manière continue

Sur douze mois glissants, l'indice des prix à la consommation (*le Consumer price index - CPI*) a ralenti de +6,5% en [décembre 2022](#) à +3,4% en [décembre 2023](#), et sa composante sous-jacente de +5,7% à +3,9%. Sur douze mois glissants, en décembre 2023, les prix de l'énergie ont baissé de -2,0% et ceux de l'alimentation ont progressé de +2,7%, contre +7,1% et +10,5% respectivement en décembre 2022.

L'ensemble des catégories ont connu un ralentissement au cours de l'année 2023 : l'inflation des biens [durables](#) s'est établie à -1,2% sur un an en décembre 2023 (contre -0,1% en décembre 2022), celle des biens [non-durables](#) à +1,8% (contre +7,3%) et celle des [services](#) à +5,5% (contre +6,4%).



Source : données BLS et BEA.

L'inflation PCE (*Personal Consumption Expenditure*), indicateur prenant en compte des dépenses indirectes comme les cotisations employeur et davantage suivi par la Fed, s'est établie en décembre 2023 à +2,6% et sa composante sous-jacente à

+2,9% contre +5,0% et +4,4% respectivement un an auparavant.

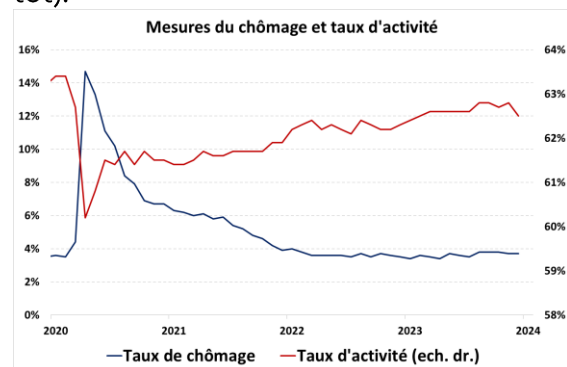
Source : données FRED.

Le marché du travail s'est détendu mais est resté très robuste

Le marché du travail s'est détendu en 2023 mais reste très robuste, ce qui crédibilise le scénario d'une normalisation de l'économie américaine avec une baisse de l'inflation sans augmentation forte du chômage (*soft landing*).

Les créations d'emplois ont ralenti sur un an, passant de 399 000 par mois en moyenne en 2022 à 225 000 en 2023. En glissement annuel, le salaire horaire moyen a crû de +4,1% en décembre 2023 contre +4,6% fin 2022.

Le taux de chômage s'est maintenu à un niveau historiquement bas, et inférieur au chômage de long terme tel qu'estimé par la Fed à 4%. Il a varié autour de 3,4% en [janvier](#) et avril, avec un pic à 3,9% entre [août](#) et [octobre](#) avant de revenir à 3,7% en [décembre 2023](#) (contre 3,5% un an plus tôt).



Source : données BLS.

Le taux d'emploi est resté stable sur un an à 60,1% et le taux d'activité a progressé, passant de 62,3% en décembre 2022 à 62,5% en décembre 2023. Le taux d'[activité](#) des 25-64 ans (*prime age*) est passé de 82,5% en décembre 2022 à 83,2% en décembre 2023, dépassant son niveau prépandémique (83% en février 2020). Le taux d'[emploi](#) des 25-64 ans est, quant à lui, resté proche de son niveau prépandémique (80,4% en décembre 2023 contre 80,5% en février 2020).

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Après avoir ralenti le rythme de son resserrement monétaire puis fait une pause, la Fed prévoit de premiers assouplissements en 2024

Au cours de l'année 2023, la Fed a relevé la fourchette du taux *fed funds* de 100 points de base (pb) à [5,25-5,50%]. Après trois hausses successives de +25 pb en début d'année ([février](#), [mars](#) et [mai](#)) et une première pause en [juin](#), le comité de politique monétaire (FOMC) a décidé d'une nouvelle hausse de +25 pb en [juillet](#), puis du maintien de la fourchette de taux à un niveau inchangé pour le reste de l'année ([septembre](#), [novembre](#) et [décembre](#)).

Dès le premier FOMC 2023, le président de la Fed Jerome Powell a souligné le processus de désinflation à l'œuvre, ce qui a conduit les responsables de la Fed à faire évoluer leur doctrine d'une « poursuite de resserrement » vers « quelques mesures additionnelles de resserrement ». Face à la solidité de la croissance, à la résilience du marché du travail et à la baisse progressive de l'inflation, les responsables ont privilégié un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine. Ils ont revu leurs [prévisions](#) de croissance à la hausse à trois reprises pour 2023 (de +2,2 points dont +0,6 point en [juin](#), +1,1 point en [septembre](#) et +0,5 point en [décembre](#), à +2,6%) et celles d'inflation à la baisse (-0,5 point à +2,8%). Toutefois, J. Powell a rappelé de nombreuses reprises, notamment lors de la conférence annuelle de Jackson Hole le 25 août 2023, que le niveau d'inflation demeurait encore trop élevé et que l'économie américaine restait au-dessus de son niveau potentiel, ce qui l'a conduit à écarter toute baisse de taux sur l'année 2023 et à anticiper un maintien du taux directeur à un niveau élevé dans la durée (*higher for longer*).

Lors du dernier FOMC de l'année, J. Powell a considéré que le taux directeur pouvait être considéré comme « suffisamment restrictif » pour permettre la normalisation de l'économie. Les responsables de la Fed [prévoient](#) ainsi une activité ralentie en 2024 (+1,4%, du T4 2023 au T4 2024) avant de retrouver sa tendance de long terme en 2025 (+1,8%). L'inflation totale et sous-jacente se rapprocheraient de la cible de 2% en 2025 (2,1%) et le marché du

travail retrouverait son équilibre avec un taux de chômage de 4,1% dès 2024.

Sans écarter la possibilité d'une nouvelle hausse, le FOMC a revu à la baisse sa trajectoire de taux *fed funds* à 4,6% fin 2024 (-0,5 point par rapport à la projection de [septembre](#)) et à 3,6% fin 2025 (-0,25 point), impliquant 3 baisses de 25 pb en 2024 et 4 baisses de même amplitude en 2025.

Les blocages au Congrès se sont multipliés sur les questions budgétaires et de dette publique

À l'issue des élections de mi-mandat en novembre 2022, le Congrès est sorti divisé entre le [Sénat](#) à majorité démocrate (51-49, dont 3 indépendants d'affinité démocrate) et la [Chambre](#) des Représentants à majorité républicaine (219-213). Ces divisions ont conduit à plusieurs crises tout au long de l'année 2023, notamment sur le vote du budget 2023 et le relèvement du plafond de la dette.

Alors que le *Treasury* [alertait](#) sur son incapacité à honorer ses dettes au-delà du 5 juin 2023, le Congrès ne parvenait pas à trouver un accord sur la suspension ou le relèvement du plafond de la dette (le Congrès fixe le montant maximum que l'État fédéral est autorisé à emprunter). Cette paralysie s'est traduite par une période de turbulences sur le marché des *Treasuries*, et a donné lieu le 1^{er} août à la dégradation de la notation à long terme souveraine des États-Unis par l'agence Fitch Ratings de AAA à AA+. Un accord (*Fiscal Responsibility Act - FRA*) sur la suspension du plafond de la dette jusqu'à janvier 2025, conditionné à une trajectoire budgétaire (plafonnement des dépenses en 2024 et 2025), a finalement été trouvé entre le Président Biden et le *Speaker* Kevin McCarthy (R-Californie), puis voté par le Congrès les 31 mai et 1^{er} juin.

Bien qu'un accord ait été trouvé sur les grands équilibres du budget 2024 dans le cadre de l'accord sur la suspension du plafond de la dette, les divisions internes au sein du camp républicain à la Chambre, et l'opposition entre Républicains et Démocrates dans les deux assemblées sur les dépenses civiles et militaires, mais aussi sur l'immigration et l'aide à l'Ukraine, n'ont

pas permis au Congrès de voter le budget 2024 le 30 septembre, date de fin d'exercice annuel. Pour éviter un arrêt des activités administratives non-essentiels (*shutdown*), un premier budget provisoire (*continuing resolution*) a finalement été [adopté](#), permettant de financer les administrations fédérales jusqu'au 17 novembre, au prorata du budget de l'année précédente. L'opposition de l'aile droite du parti républicain à ce texte bipartisan a donné lieu à une procédure de destitution du *Speaker* Kevin McCarthy, qui a été démis de ses fonctions le 3 octobre.

Une nouvelle fois, le Congrès s'est trouvé dans l'incapacité d'adopter un budget

définitif pour 2024 à l'échéance du 17 novembre. Le nouveau *Speaker* Mike Johnson (R-Louisiane), [élu](#) le 25 octobre après l'échec de trois autres candidats, a proposé un nouveau budget provisoire adopté par le Congrès les 14 et 15 novembre. Le texte, qui prend la suite du budget provisoire précédent, permet de financer les agences et le gouvernement fédéral jusqu'au 19 janvier ou au 2 février en fonction des ministères concernés. Le texte a été adopté avec le soutien des Démocrates à la Chambre, l'aile droite des Républicains s'étant opposée à l'absence de baisse de dépense prévue par le texte.

SERVICES FINANCIERS

Après les faillites du premier trimestre, le marché bancaire s'est stabilisé mais présente certaines vulnérabilités

La fin du premier trimestre et le début du deuxième trimestre 2023 ont été marqués par de fortes perturbations du système bancaire, provoquées par la faillite de trois banques régionales de plus de 100 Md USD d'actifs, Silicon Valley Bank (SVB – 210 Md USD d'actifs), spécialisée dans les prêts et la gestion de trésorerie pour les start-ups dans le secteur des nouvelles technologies, Signature Bank (SB – 110 Md USD d'actifs) qui servait aussi une clientèle de professionnels, avec une forte exposition à l'immobilier commercial et au secteur des crypto-actifs, et First Republic (233 Md USD d'actifs).

De nombreuses banques américaines, plus particulièrement les banques régionales ou présentant un modèle d'affaires proche, ont vu le cours de leurs actions mis sous pression (le 9 mars, l'indice KBW Bank, qui suit 24 grandes banques américaines, a chuté de 7,7%, sa plus forte baisse quotidienne depuis près de trois ans) et subi des retraits massifs de leurs dépôts (sur la semaine du 8 au 15 mars, l'ensemble des banques régionales et locales ont perdu -196 Md USD), au profit des grandes banques (+67 Md USD) et des fonds monétaires investis dans les bons du Trésor (+121 Md USD).

Confrontés à un risque de contagion des faillites de SVB et SB à d'autres banques régionales, les autorités américaines (*Treasury*, FDIC, Fed) ont décidé le 12 mars de garantir l'ensemble des dépôts de SVB et SB, plus de 90 % des dépôts des deux banques n'étant pas couverts par la garantie fédérale des dépôts plafonnée à 250 000 USD. Simultanément, la Fed a mis en place un nouvel outil de refinancement, le *Bank Term Funding Program*, afin de soutenir la liquidité des banques. La secrétaire au Trésor, Janet Yellen, a également indiqué que les autorités étaient prêtes à étendre à nouveau la garantie des dépôts des banques dans le cas où la stabilité du système bancaire le justifierait. La situation du système bancaire s'est progressivement stabilisée: le volume de dépôts des banques régionales et locales a augmenté de +3 % entre son point bas de mars et la fin de l'année 2023, effaçant plus de 65 % des retraits du printemps. L'indice *KBW regional*, qui suit la capitalisation des banques régionales, a augmenté de +42 % entre son point bas de l'année et fin décembre 2023.

Plusieurs facteurs de risques subsistent toutefois.

Le secteur de l'immobilier commercial auquel les banques sont très exposées s'est fortement dégradé au cours des derniers mois (cf. *infra*).

Par ailleurs la hausse des taux d'intérêt a fortement déprécié la valeur des actifs à taux fixe détenus par les banques. Au troisième trimestre 2023, le stock de moins-

values latentes des banques (*held to maturity* et *available for sale*) s'élevait à 684 Md USD, en hausse de 33 % par rapport au premier trimestre 2023.

Sur l'ensemble de l'année 2023, les quatre plus grandes banques ont enregistré des produits nets bancaires (PNB) en hausse grâce à la progression de leur marge nette d'intérêt (+34 % pour JP Morgan, +9 % pour Bank of America, +13 % pour Citigroup, +17 % pour Wells Fargo), notamment sur le segment des particuliers. Les banques spécialisées dans les activités d'investissement et de marché ont vu leur PNB stagner (-2 % pour Goldman Sachs, +1 % pour Morgan Stanley). La hausse des charges d'exploitation et celle du coût du risque ont cependant fait baisser les résultats nets par rapport à 2022 pour la plupart des banques. JP Morgan se démarque avec un résultat net en hausse de +32 % et réalise le meilleur résultat de son histoire, grâce à la hausse de ses résultats de banque de détail - y compris intégration de First Republic - et à la résistance de sa banque d'investissement. Citigroup (-38 %) a [annoncé](#) le 12 janvier 2024 un plan de suppression de 20 000 emplois à moyen terme. Goldman Sachs et Morgan Stanley ont publié pour 2023 leurs résultats annuels les plus faibles depuis l'exercice 2019.

Les régulateurs bancaires ont publié leur proposition de transposition de Bâle III ainsi qu'un paquet de règles relatives à la gestion des faillites

Le 27 juillet, les régulateurs bancaires (Fed, FDIC et OCC) ont [publié](#) une proposition de règle réformant les exigences prudentielles bancaires, afin notamment de transposer les règles issues des accords de Bâle III finalisés en décembre 2017. Le champ d'application de ce nouveau cadre couvre toutes les banques ayant plus de 100 Md USD d'actifs. La proposition de règle prévoit trois évolutions majeures des exigences de fonds propres :

(i) la suppression du recours aux modèles internes pour les risques de crédits et les risques opérationnels. L'évaluation des risques de marché pourra quant à elle, sous certaines conditions, continuer de reposer sur des modèles internes ;

(ii) l'élargissement du champ d'application des exigences de fonds propres renforcées : les banques de catégories III et IV (100 à 700 Md USD d'actifs) seraient désormais alignées sur le même régime que les plus grandes banques, à quelques exceptions près ;

(iii) le maintien de deux méthodes parallèles d'évaluation des exigences de fonds propres (*dual stack*), la méthode standard actuelle et une nouvelle approche (« *expanded risk-based approach* »), les banques étant tenues, pour chaque ratio (CET1, Tier 1, Total Capital) par la méthode la plus contraignante. Contrairement à la méthode standard actuelle, la nouvelle approche intègre les risques opérationnels et les risques d'ajustement de l'exposition au risque de contrepartie (*Credit Valuation Adjustment* – CVA Risk).

Les banques de catégorie III et IV (entre 100 et 700 Md USD) seront également tenues d'intégrer les plus ou moins-values latentes de leurs titres disponibles à la vente (*Available for Sale* – AFS) dans leurs fonds propres prudentiels. Les banques de catégories IV (100 à 250 Md USD) seront enfin soumises au ratio de levier supplémentaire (SLR) et au coussin de fonds propres contracyclique (*Countercyclical Capital Buffer* – CCyB), alors qu'elles en étaient jusqu'à présent exemptées.

La proposition de règle a été soumise à consultation jusqu'au 16 janvier 2024. En l'état, la proposition de règle prévoit une entrée en vigueur à compter du 1^{er} juillet 2025, avec une période de transition étalée sur 3 ans, jusqu'au 1^{er} juillet 2028.

Les régulateurs estiment l'impact de ce nouveau cadre prudentiel à une hausse agrégée de +16 % des exigences de fonds propres *Common Equity Tier 1* (CET1), soit +170 Md USD. Cet impact se [porterait](#) à +19 % pour les plus grandes banques (catégories I et II), à +6 % pour les banques américaines de catégorie III et IV, et à +14 % pour les filiales de banques étrangères de catégories III et IV.

La proposition de règle, qui n'a pas été adoptée à l'unanimité au sein des collèges de régulateurs, a fait l'objet d'une très forte

opposition de la part du secteur, en partie relayées par des élus du camp républicain et, dans une moindre mesure, démocrate.

Un mois après la publication du projet de transposition de Bâle III, les régulateurs bancaires (Fed, FDIC et OCC) ont publié le 29 août un paquet de règles relatives à la gestion des faillites bancaires et à la résolution des banques. Celui-ci comprend (i) une [proposition](#) de règle imposant aux banques ayant plus de 100 Md USD d'actifs de détenir un niveau minimal de dette de long terme (DLT) pour faciliter l'absorption des pertes, sur le modèle de ce qui est actuellement prévu pour les banques d'importance systémique (GSIB); et (ii) une [proposition](#) de règle et une [recommandation](#) (*guidance*) relatives aux plans de résolution que les banques doivent soumettre aux autorités.

L'objectif de ce paquet est d'améliorer la gestion des crises bancaires à la lumière des faillites du 1^{er} semestre (cf. *supra*), notamment en renforçant les capacités d'absorption des pertes des banques de taille intermédiaire et en limitant le coût des faillites pour la FDIC.

Les régulateurs estiment que les banques visées détiennent d'ores-et-déjà 72 % du niveau de dette de long terme requis par la proposition de règle, ce qui représenterait environ 70 Md USD d'émissions de dette en agrégé.

S'agissant des plans de résolution, la proposition de règle augmente la périodicité de ces plans (tous les 2 ans pour toutes les banques ayant plus de 50 Md USD d'actif) et en renforce le contenu pour les banques ayant plus de 100 Md USD d'actifs.

L'ensemble du paquet réglementaire proposé a été mis en consultation publique jusqu'au 16 janvier 2024.

La SEC a finalisé plusieurs réformes structurantes même si des propositions très attendues sont encore en consultation

Comme en 2022, l'activité normative de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a été très dense. L'autorité des marchés financiers américains a finalisé plusieurs réformes, notamment :

- dans la gestion d'actifs: la SEC a adopté une réforme qui augmente les exigences de transparence des [private funds](#). Par ailleurs une nouvelle règle rehausse les ratios de liquidité appliqués aux [fonds monétaires](#) pour accroître leur résilience face aux fragilités identifiées en mars 2020. En matière d'ESG, la SEC a amendé la [Name Rule](#) pour mieux encadrer la dénomination des fonds d'investissement ;

- dans le domaine de la cybersécurité: la SEC a finalisé une réforme qui impose aux sociétés de communiquer tout [incident de cybersécurité](#) significatif ;

- dans le domaine du fonctionnement des marchés: la SEC a adopté une réforme qui réduira les [délais de règlement-livraison des titres à J+1](#) contre J+2 actuellement. Une nouvelle règle raccourcit par ailleurs les délais de [déclaration de franchissement des seuils de propriété effective](#) lorsqu'un investisseur détient 5% ou plus du capital d'une société cotée. Les opérations de [vente à découvert](#) font également l'objet d'un nouvel encadrement qui renforce les obligations de déclaration pour les opérations qui dépassent 10 M USD ou 2,5% de la valeur des actions émises par une entreprise. La SEC a également [finalisé](#) une règle relative à la supervision des plateformes de [négociation des swaps](#) liés à des titres financiers, qui devront désormais s'enregistrer auprès d'elles. Une [règle](#) visant à renforcer la prévention des conflits d'intérêt sur le marché de la titrisation a également été adoptée, ainsi qu'une [réforme](#) qui étend les exigences de compensation centralisée pour les transactions sur le marché secondaire des obligations souveraines.

Malgré l'intensification du rythme de finalisation de réformes, de nombreuses propositions de règles n'ont pas été adoptées, dont celle sur la *Climate Disclosure Rule*, proposée en mars 2022, qui imposerait aux entreprises cotées de publier leurs risques climatiques et leurs émissions de gaz à effet de serre pour les scopes 1, 2 et 3. De même, la proposition de règle publiée en novembre 2022 sur les exigences de liquidité des fonds ouverts (autres que monétaires), ou le paquet relatif à la réforme de la structure du marché actions proposé en décembre 2022 n'ont pas encore été adoptés.

Le secteur des crypto-actifs a été mis sous forte pression des

régulateurs mais reste toujours sans régulation fédérale spécifique

L'année 2022 avait été marquée par la faillite de FTX, deuxième plus grande plateforme de crypto-actifs américaine, et la très forte baisse de la capitalisation totale des crypto-actifs (-65%). Si le Congrès n'est pas parvenu à adopter un encadrement des cryptoactifs et des *stablecoins* en 2023, les régulateurs et l'administration américaine ont mis le secteur sous forte pression.

Deux propositions de loi élaborées en 2023 sous la direction du président de la commission sur les services financiers de la Chambre des représentants, Patrick McHenry (R-Caroline du Nord), ont été votées en commission sans être mise à l'ordre du jour de la Chambre. Le premier [texte](#) vise à encadrer les marchés des crypto-actifs. Il propose une distinction entre les *digital commodities* d'une part, qui seraient régulées par la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, le régulateur des marchés des dérivés, et les autres crypto-actifs assimilés à des titres financiers (*securities*), qui seraient régulés par la SEC, l'autorité des marchés financiers. Le deuxième [texte](#) propose un encadrement des *stablecoins*. Il définirait notamment les *payment stablecoins*, et les exclurait explicitement du champ des *securities* (titres financiers au sens de la législation américaine) et donc de la compétence de la SEC.

En l'absence de régulation spécifique, les régulateurs financiers et l'administration américaine ont poursuivi plusieurs acteurs majeurs du secteur.

La SEC a ainsi annoncé les 5 et 6 juin qu'elle engageait des poursuites contre [Binance](#) et son fondateur Changpeng Zhao ainsi que

contre [Coinbase](#), leur reprochant la conduite d'activités relevant du droit des titres financiers sans enregistrement auprès d'elle ni respect des règles en vigueur, notamment en termes de transparence de l'information et de protection des investisseurs.

Janet Yellen, secrétaire au *Treasury*, Merrick Garland, ministre de la justice (DoJ) et Rostin Behnam, président de la CFTC, ont annoncé le 21 novembre un paquet de sanctions de grande ampleur à l'encontre de la plateforme de crypto-actifs Binance et de son dirigeant Changpeng Zhao. Binance a accepté de payer une amende de 4,3 Md USD, l'une des plus importantes prononcées par les autorités américaines, en règlement des poursuites engagées par le *Treasury* et le DoJ au titre du non-respect de législation américaine sur le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, et du non-respect du régime de sanctions des États-Unis. En outre, la CFTC a infligé une amende de 2,85 Md USD pour exercice illégal de l'activité de bourse sur un marché des dérivés. L'accord, qui ne couvre pas les poursuites engagées par la SEC, prévoit de nombreuses dispositions contraignant l'activité de Binance et de Changpeng Zhao, qui a été contraint de démissionner de la direction du groupe et se voit infliger une amende de 50 M USD. Il encourt par ailleurs une condamnation pénale pouvant aller jusqu'à 10 ans d'emprisonnement.

Le 2 novembre, Sam Bankman-Fried, co-fondateur et ex-CEO de FTX, a été jugé coupable par la *US District Court for the Southern District of New York* des sept chefs d'accusation de fraude et de conspiration pour lesquels il était poursuivi. La durée de sa peine de prison sera dévoilée le 28 mars 2024.

SITUATION DES MARCHES

Les marchés actions ont été tirés par la performance des *Magnificent Seven* et les annonces de la Fed en fin d'année

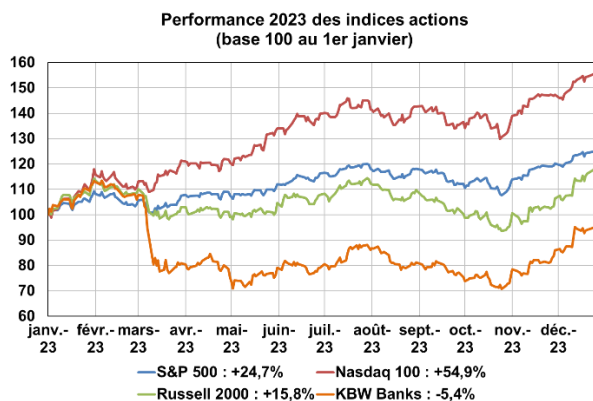
L'indice S&P 500, qui rassemble les 500 plus grandes capitalisations boursières, réalise une performance de +24 % en 2023, contre -20 % en 2022. La performance se concentre sur le 1^{er} semestre (+16 %) et sur le dernier trimestre (+11 %), bénéficiant des

espoirs d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine qui permettrait une normalisation rapide de la politique monétaire (cf. *supra*).

Les performances les plus importantes sont réalisées par les secteurs des technologies de l'information (+56 % en 2023), des services de communication (+54 %) et des biens de consommation discrétionnaires (+41 %). La plupart des autres secteurs réalisent des performances comprises

entre 0 et +16 %, tandis que les matériaux (-10 %), le secteur énergétique (-5 %) et les biens de consommation non-discretionnaires (-3 %) réalisent des performances boursières négatives.

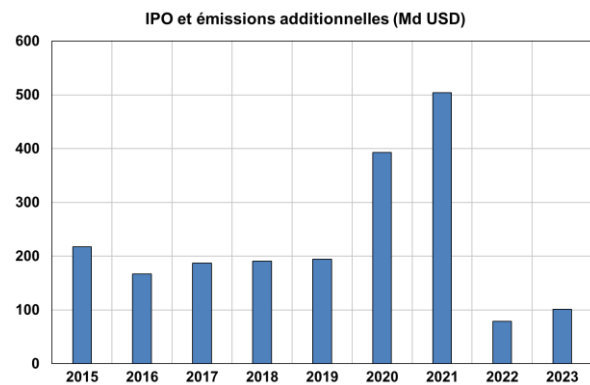
La performance de l'indice S&P 500, qui est pondéré par la capitalisation boursière des entreprises, a été particulièrement tirée par la performance des *Magnificent Seven* (+76 % en 2023), groupe désignant Apple (+54 %), Nvidia (+245 %), Alphabet (mère de Google : +57 %), Tesla (+129 %), Microsoft (+57 %), Amazon (+77 %) et Meta (mère de Facebook : +184 %). Ces titres, en particulier Nvidia, bénéficient notamment d'une dynamique liée à l'intelligence artificielle. L'indice Nasdaq 100, qui reflète les performances des secteurs liés aux nouvelles technologies, a progressé de +55 % sur l'année, tandis que l'indice Russell 2000 (qui rassemble les 2000 plus petites entreprises de l'indice Russell 3000), progresse de +16 %. Les indices des banques (KBW Banks : -5 % sur l'année) et des banques régionales (-4 %) pâtissent des perturbations du 1^{er} semestre et ne sont pas parvenus à combler leur écart de performance par rapport au S&P 500.



Source : données Bloomberg.

L'indice de volatilité implicite VIX, qui évoluait entre 18 et 25 en début d'année, s'est stabilisé entre 12 et 14 dans les deux derniers mois, reflétant une volatilité faible.

Enfin, les émissions d'actions (introductions en bourses – IPO – et émissions additionnelles d'entreprises cotées) ont progressé (103 Md USD en 2023 contre 76 Md USD en 2022) mais restent très inférieures aux niveaux des années précédentes. Enfin, les émissions d'actions (introductions en bourses – IPO – et émissions additionnelles d'entreprises cotées) ont progressé (105 Md USD en 2023 contre 76 Md USD en 2022) mais restent très inférieures aux niveaux des années précédentes.



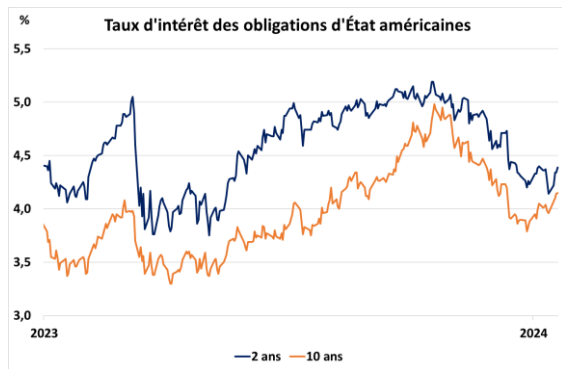
Source : données Bloomberg.

Les marchés obligataires souverains sont restés volatils, affectés par la politique monétaire et les turbulences bancaires

Après un mois de janvier marqué par un espoir de *soft landing*, les conditions financières se sont assouplies, se traduisant par le recul des rendements des obligations d'État américaines – *Treasuries* (de 4,4 % à 4,1 % pour le taux à 2 ans et de 3,8 % à 3,4 % pour le taux à 10 ans). À l'issue du FOMC de janvier, durant lequel la Fed s'est montrée plus déterminée à restaurer la stabilité des prix en poursuivant la remontée des taux, les rendements ont connu une progression continue (5,1 % pour le taux à 2 ans et 4,1 % pour le taux à 10 ans début mars) jusqu'en mars 2023.

En raison des turbulences bancaires du printemps 2023, les rendements ont nettement baissé, sur fond de recherche d'actifs de qualité (*flight to quality*) face à l'incertitude financière : le taux à 2 ans et à 10 ans ont baissé à 3,8 % et 3,3 % respectivement en avril. Après l'intervention des autorités pour éviter la diffusion de la crise, les rendements obligataires ont progressé au cours du T2 et T3, en ligne avec la politique de resserrement monétaire, les nouvelles émissions de *Treasuries* et la prévision d'atterrissage en douceur de l'économie américaine, atteignant en octobre leur plus haut niveau depuis 2007 (5,2 % à 2 ans et 5,0 % à 10 ans).

À compter du FOMC des 31 octobre et 1^{er} novembre, avec l'anticipation de l'arrêt du resserrement anticipé et d'éventuels assouplissements en 2024, les rendements obligataires ont baissé à 4,0 % et 3,8 %.

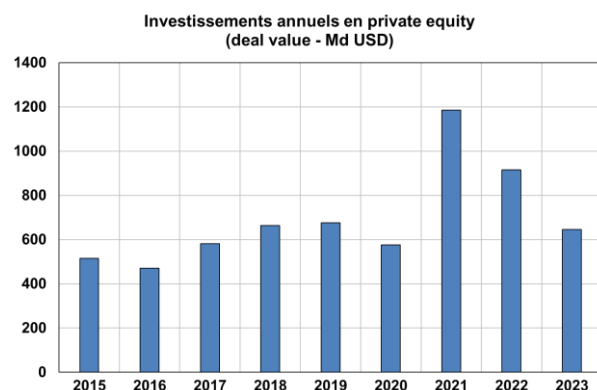


Source : données FRED.

Le marché des *Treasuries* a connu des épisodes de tensions au cours de 2023, liés notamment aux turbulences bancaires, au plafond de dette et aux nouvelles émissions par le *Treasury*, provoquant des inquiétudes quant à la gestion des finances publiques américaines.

Le marché du capital-investissement a ralenti, mais le segment de la dette non-cotée reste dynamique

Selon les données de PitchBook, sur le marché du *private equity* (capital-investissement, hors capital-risque), les levées de fonds aux États-Unis ont légèrement ralenti (375 Md USD, -1% par rapport à 2022). Les investissements ont en revanche fortement diminué (645 Md USD, -29% par rapport à 2022). Les secteurs des biens et services aux entreprises (B2B) et des technologies de l'information (IT) représentent respectivement 33% et 21% de l'ensemble des investissements. Les sorties de participation (*exits*) ont également continué de baisser (234 Md USD, -23%).



Source : données PitchBook.

Sur le segment du capital risque (*venture capital* – VC), une tendance de fort ralentissement est également observée. La valeur des investissements est en net recul (171 Md USD, soit -30% par rapport à 2022

et -51% par rapport à 2021) et rejoint son niveau de 2020. Le secteur des logiciels (*softwares*) représente à lui seul près de 40% de ces investissements. La baisse des investissements est plus prononcée sur le segment *early-stage* (-44%) que ceux du *late-stage* (-14%) et du *growth* (-33%). De même, les levées de fonds, qui avaient été relativement stables en 2022 (+2% par rapport à 2021), reculent très fortement en 2023 (-61% par rapport à 2022).

Le segment de la dette privée (*private debt*) a quant à lui été très dynamique, avec des encours sous gestion atteignant 982 Md USD fin 2023 (+7,5% depuis fin 2022) selon Bloomberg. Les fonds de dette privée ont levé en 2023 davantage de capitaux que les autres stratégies d'investissement en actifs non cotés, reflétant la forte demande des investisseurs pour cette classe d'actifs dans le contexte actuel de taux d'intérêt élevés. Cette classe d'actifs permet également aux émetteurs d'emprunter ou de refinancer leur dette auprès d'investisseurs – fonds de dette – n'ayant pas les mêmes contraintes de liquidité et de solvabilité que les banques. Si le marché de la dette privée reste dominé par les grands groupes de capital-investissement (Blackstone, Apollo, Ares, etc.), plusieurs grandes banques seraient également sur le point de proposer une offre en partenariat avec des sociétés de gestion.



Source : données PitchBook, NVC.

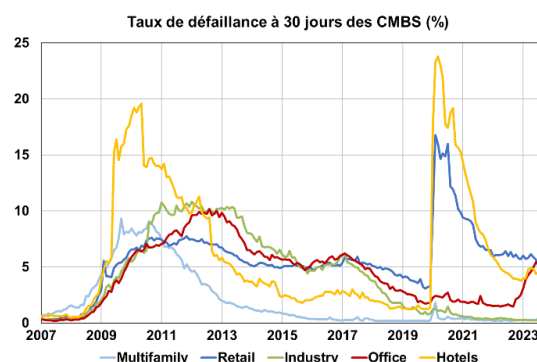
Le marché de l'immobilier de bureaux traverse une période de tension

Le marché de l'immobilier commercial américain traverse une période de tension, particulièrement marquée sur le segment des immeubles de bureau dont le taux de vacance a fortement progressé dans de nombreuses agglomérations.

Selon l'indice *Commercial Property Price Index* (CPPI) publié par Green Street, les

prix de l'immobilier commercial (bureaux, commerces, hôtels, entrepôts et immeubles d'appartements) ont baissé de -10 % en 2023 et de -22 % depuis le pic de début 2022. Sur le segment des bureaux, la baisse des prix atteint -25 % en 2023 et -35 % depuis début 2022. Si l'ensemble du secteur est affecté par le niveau élevé des taux d'intérêt, le segment des bureaux subit également une forte hausse du taux de vacance, qui a atteint 18,3 % en décembre 2023 (+1,8 % depuis fin 2022). Selon la FDIC, le niveau de présence au bureau reste encore 50 % inférieur à son niveau pré-pandémique.

Ce contexte, conjugué à la hausse des taux d'intérêt, rend complexe le refinancement de la dette des immeubles de bureaux, alors que 40 % de l'encours de dette d'immobilier commercial non-résidentiel arrivent à échéance entre 2023 et 2025. Près de la moitié de la dette du secteur de l'immobilier commercial est portée par les banques, dont 2/3 par les banques régionales, ce qui fait peser un risque important sur leur bilan en cas de défaut.



Source : données Bloomberg.

Depuis janvier 2023, le taux de défaillance de plus de 30 jours sur des titres adossés à des emprunts (*Commercial Mortgage-Backed Securities – CMBS*) à l'immobilier de bureau est passé de 1,47 % à 5,70 % selon des données Bloomberg. Les taux de défaillance à 30 jours des autres segments restent plus faibles (1,74 % pour l'ensemble de l'immobilier commercial, 0,46 % pour les appartements).

Selon le cabinet de conseil en investissement immobilier JLL, le dernier trimestre 2023 a toutefois été marqué par des signaux encourageants pour le segment des bureaux en 2024 (hausse des obligations de retour au bureau des employeurs, hausse des volumes des baux conclus, baisse du taux de vacance des sous-locations, etc.