



SOMMAIRE

Conjoncture

- La croissance au 4^{ème} trimestre 2022 est légèrement revue à la baisse lors de la 2^{ème} estimation

Politiques macroéconomiques

- Le procès-verbal du FOMC de janvier illustre la diversité des points de vue des responsables de la Fed quant au rythme du resserrement
- La Maison-Blanche annonce la réduction des primes d'assurance des crédits immobiliers

Services financiers

- Les gestionnaires d'actifs se mobilisent contre le projet de réforme de la liquidité des fonds ouverts
- Les régulateurs bancaires mettent en garde contre les risques de liquidité liés aux acteurs des marchés de crypto-actifs

Situation des marchés

Brèves

CONJONCTURE

La croissance au 4^{ème} trimestre 2022 est légèrement revue à la baisse lors de la 2^{ème} estimation

Selon la 2^{ème} [estimation](#) du *Bureau of Economic Analysis* (BEA), la croissance du PIB a été légèrement revue à la baisse au 4^{ème} trimestre, à +0,7 % (+2,7 % en rythme annualisé contre +2,9 % lors de la 1^{ère} estimation). En croissance annuelle,

le PIB a augmenté de +2,1 % après +5,9 % en 2021 et -2,8 % en 2020.

La contribution à la croissance du PIB de la consommation des ménages a été revue à la baisse (+0,2 point de contribution, révisé de -0,2 point) alors que celle des investissements non-résidentiels a été revue à la hausse (+0,1 point, révisé de +0,1 point). La contribution des autres composantes est restée stable par rapport à l'estimation précédente.

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Le procès-verbal du FOMC de janvier illustre la diversité des points de vue des responsables de la Fed quant au rythme du resserrement

Selon le [procès-verbal](#) (*minutes*) du dernier comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) qui s'est tenu les 31 janvier et 1^{er} février 2023, les responsables ont indiqué leur volonté de poursuivre le resserrement monétaire tout en

signalant une amélioration de la situation économique courante, notamment une baisse plus marquée de l'inflation. Les responsables se sont donc accordés sur l'ajustement du resserrement en fonction des données entrantes.

Sur les perspectives économiques, les responsables de la Fed ont souligné une baisse de l'inflation plus rapide qu'anticipé, rendue possible grâce à l'apaisement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, même si globalement, l'inflation reste encore trop élevée par rapport à la cible de 2 % de la Fed. L'inflation des services de logement devrait fléchir au cours de l'année mais celle des services hors logement aurait une trajectoire plus incertaine du fait notamment des tensions persistantes du marché du travail. En effet, la demande de travail excède toujours l'offre de travail, même si des signes d'améliorations sont observés dans certains secteurs.

Sur la politique monétaire, les responsables se sont accordés pour une poursuite du resserrement monétaire, tout en affichant une divergence sur son intensité : certains proposaient de ralentir davantage afin de mieux gérer les risques d'un resserrement excessif (*over-tightening*) et évaluer les effets cumulés des hausses précédentes tout en prenant en compte le délai de transmission de la politique monétaire à l'activité économique. D'autres préféraient une hausse de 50 points de base (pb) (au lieu de 25 pb décidé et annoncé) afin de ramener plus vite le taux *fed funds* à un niveau « suffisamment restrictif ». Le FOMC a finalement décidé à l'unanimité d'une hausse de 25 pb. Enfin, les responsables ont soutenu à l'unanimité la poursuite de la réduction du bilan suivant les principes directeurs publiés en janvier 2022.

À la date du 23 février, les marchés [estiment](#) à 73 % la probabilité d'une hausse de 25 pb lors de la réunion du FOMC des 21 et 22 mars, contre 27 % celle d'une hausse de 50 pb.

La Maison-Blanche annonce la réduction des primes d'assurances des crédits immobiliers

La Maison-Blanche a [annoncé](#) une mesure visant à réduire les primes d'assurances des crédits immobiliers. Cette réduction permettrait de compenser partiellement la forte augmentation du coût de financement liée à la hausse des taux d'intérêt.

Ce dispositif concerne les prêts assurés par l'administration fédérale du logement (*Federal Housing Administration* - FHA) et vise à réduire les primes d'assurance des contrats couverts par la FHA de 0,3 point de pourcentage, passant de 0,85 % à 0,55 % pour les nouveaux emprunteurs (estimés à 850 000 foyers en 2023), leur permettant d'économiser en moyenne 800 USD par an. Les crédits assurés par la FHA représentent 7,5 % des prêts octroyés au 3^{ème} trimestre 2022 mais plus de 80 % des primo-accédants. Dans le contexte de hausse des prix de l'immobilier et de l'amélioration de la situation financière des emprunteurs au cours des années passées, le niveau des réserves du fonds d'assurance des crédits couverts par la FHA s'élève à 5 fois celui requis par le Congrès.

À cette occasion, la Maison-Blanche a réitéré sa volonté de faciliter l'accès au logement et de protéger les propriétaires qui peuvent se trouver en difficulté.

SERVICES FINANCIERS

Les gestionnaires d'actifs se mobilisent contre le projet de réforme de la liquidité des fonds ouverts

L'*Investment Company Institute* (ICI), qui représente les intérêts des gestionnaires d'actifs,

a [publié](#) le 14 février une lettre ouverte s'opposant à la réforme de la liquidité des fonds ouverts proposée le 4 novembre 2022 par la *Securities and Exchange Commission* (SEC – le régulateur des marchés financiers).

Cette [réforme](#) prévoit de durcir les règles de classification des actifs des fonds selon leur liquidité et imposerait aux fonds de mettre en place un mécanisme d'ajustement de leur valeur liquidative (*swing pricing*) en période de tension sur la liquidité. Ce mécanisme vise notamment à dissuader les rachats précoces durant ces périodes et à éviter de faire porter intégralement le coût de la liquidité aux porteurs restants.

La critique de l'ICI se concentre d'abord sur ce mécanisme de *swing pricing*, qu'elle juge complexe à mettre en œuvre et contraire aux intérêts des investisseurs. L'ICI remet en cause la nécessité de cette réforme et estime qu'elle nuirait à la lisibilité des prix par les investisseurs. BlackRock s'est également [positionné](#) contre la mise en place de ce mécanisme.

L'ICI critique une autre mesure de la réforme, qui imposerait aux fonds de clôturer à 16h l'enregistrement des ordres (*hard close*), afin de mettre un terme aux pratiques des fonds qui acceptent d'exécuter sur la valeur liquidative du jour certains ordres reçus après la fermeture des marchés. L'ICI estime que ces pratiques n'ont qu'un effet dilutif très limité sur les porteurs et que la mesure pénaliserait les investisseurs ayant des contraintes dans la transmission des ordres, notamment les fonds de pension.

Enfin, l'association de consommateurs *Consumer Federation of America* (CFA) a soutenu certains aspects de la réforme mais a manifesté son [opposition](#) à l'égard du mécanisme d'ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*), qu'elle juge trop complexe et coûteux, et de la clôture des ordres à 16h (*hard close*), estimant qu'elle poserait des difficultés aux investisseurs individuels passant par des intermédiaires.

L'entrée en vigueur de la réforme reste conditionnée à l'adoption, par la SEC, d'une règle

finale dans laquelle le régulateur pourra tenir compte des consultations.

Les régulateurs bancaires mettent en garde contre les risques de liquidité liés aux acteurs des marchés de crypto-actifs

Les régulateurs bancaires fédéraux (Fed, OCC, FDIC) ont [publié](#) un communiqué visant à souligner les risques de liquidité liés aux acteurs des marchés de crypto-actifs pour les banques. Le communiqué précise qu'il n'a pas vocation à décourager les banques de proposer des services à ces acteurs, mais à rappeler aux établissements bancaires d'appliquer les règles existantes en matière de gestion des risques.

Les régulateurs soulignent que les dépôts placés auprès des banques par certaines entités intervenant dans le secteur des crypto-actifs sont susceptibles de faire face à de forts mouvements de retraits. Il souligne deux aires de vulnérabilité: (i) les dépôts placés par une entreprise crypto pour le compte de ses clients, et donc susceptibles de faire l'objet de retraits massifs, en cas de panique, d'évènement de marché ou d'incertitude; (ii) les dépôts constituant une réserve pour l'émission de stablecoin, également susceptibles d'induire un stress de liquidité en cas de mouvements de rachat massif ou de dislocation de marchés.

Par ailleurs, un rapport du bureau de l'inspecteur général de la FDIC (agence chargée de la garantie des dépôts) [publié](#) le 21 février indique qu'il a identifié 136 banques couvertes par la garantie au niveau fédéral et ayant des activités liées aux crypto-actifs en cours ou prévues.

SITUATION DES MARCHES

Sur la semaine écoulée (vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 a reculé de -2,5 %, à 4 012 du fait d'une révision à la baisse des valorisations (*repricing*) sur fonds de craintes d'un resserrement monétaire plus fort qu'initialement anticipé par les marchés, comme évoqué dans les *minutes* de la Fed. Par ailleurs, lors de la publication de leurs

résultats, [Walmart](#) et [Home Depot](#) ont abaissé leurs prévisions de croissance, renforçant ainsi l'hypothèse d'un retournement de la consommation et donc de l'activité économique aux États-Unis.

Les rendements des obligations d'État américaines (*Treasuries*) à 2 ans et à 10 ans sont restés stables sur 5 jours, à 4,7% et à 3,9% respectivement, malgré une volatilité accrue. La

volatilité implicite sur le marché des *Treasuries* (MOVE Index) a rebondi à 117 mais demeure en-deçà du pic à 150 atteint en octobre 2022. Pour rappel, la moyenne annuelle 2021 était à 50.

BREVES

- Le 21 février, la SEC a annoncé avoir [sanctionné](#) l'Église de Jésus-Christ des Saints des Derniers Jours et une entreprise liée, à hauteur de 5 M USD. Il est reproché à l'église mormone de ne pas avoir déclaré auprès de la SEC l'intégralité de ses investissements entre 1997 et 2019, et d'avoir cherché à dissimuler via des sociétés écrans ses liens avec un portefeuille d'investissements qui représentait en 2018 près de 32 Md USD.
 - Le 22 février, trois élus républicains, dont Patrick McHenry, le président de commission sur les services financiers de la Chambre, et Tim Scott, le chef de l'opposition républicaine à la commission sur les affaires bancaires du Sénat, ont [adressé](#) un courrier au président de la SEC, Gary Gensler, au sujet de la [proposition](#) d'exigences de transparence climatique des sociétés cotées publiée en mars 2022. Ils dénoncent une approche activiste de la SEC, qui dépasserait le mandat confié à l'agence, et demande qu'elle détaille la méthode d'élaboration de cette proposition, notamment s'agissant de la coordination avec d'autres agences gouvernementales et la Maison-Blanche.
 - Le Département du Trésor et l'*Internal Revenue Service* ont publié une [directive](#) précisant les modalités d'application, pour le secteur de l'assurance, de l'impôt minimum à 15 % sur le revenu comptable (*book income*).
- Pour rappel, cet impôt minimum concerne toutes les entreprises réalisant plus de 1 Md USD de profits, et a été mis en place par l'*Inflation Reduction Act* de 2022. La directive précise notamment le traitement comptable des plus-values d'investissement réalisées dans le cadre de contrats d'assurance-vie, ou pour certains contrats de réassurance ou de co-assurance.
 - La banque Custodia, basée dans le Wyoming et spécialisée dans les crypto-actifs, a [initié](#) une action en justice à l'encontre de la [décision](#) du 27 janvier de la Fed du Kansas, par laquelle elle refuse que Custodia devienne membre du système de la Fed, en amendant une plainte existante auprès de la Cour du district du Wyoming, qui visait initialement les délais de traitement de sa demande. Par ailleurs, une motion de Custodia auprès du board de la Fed visant à faire appel de la décision du 27 janvier a été [rejetée](#), le 23 février.
 - La SEC a [annoncé](#) le 16 février qu'elle engageait des poursuites contre la société singapourienne Terraform Labs et son fondateur Do Hyeong Kwon. La SEC met en cause leur responsabilité dans la mise en place d'une fraude incitant les investisseurs à souscrire au stablecoin algorithmique Terra USD et au crypto-actif Luna, dont les valeurs se sont effondrées en mai 2022.

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 : Service économique pour les États-Unis
Rédacteurs : Dominique Chaubon, Raphaël Lee, Thibaut Houriez, Esther Salat-Baroux, Galina Natchev
Revu par : Cédric Garcin
Pour s'abonner : afws@dgtresor.gouv.fr
Crédits photo : [@Pexels](https://twitter.com/Pexels)