

Washington Wall Street Watch

N°2025-40 - Le 06 Novembre 2025

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

SOMMAIRE

Conjoncture

- L'emploi américain connaît une hausse modérée en octobre avec des fragilités sous-jacentes dans des secteurs clés

Politiques macroéconomiques

- Le Comité consultatif des emprunts du Treasury annonce le calendrier trimestriel de financement fédéral
- Le *shutdown* budgétaire atteint une durée historique et continue de peser sur l'économie et les programmes fédéraux américains

Services financiers

- Les gestionnaires d'actifs alternatifs publient des résultats marqués par des trajectoires divergentes du Private Equity et du Private Credit
- La Fed finalise l'assouplissement de sa grille de notation des grandes banques

Situation des marchés

CONJONCTURE

L'emploi américain connaît une hausse modérée en octobre avec des fragilités sous-jacentes dans des secteurs clés

En octobre 2025, l'emploi dans le secteur privé américain a augmenté de 42 000 postes, selon le [rapport d'ADP](#) (Automatic Data Processing - entreprise privée américaine spécialisée dans la gestion de la paie et des ressources humaines). Après une perte de 29 000 emplois en septembre, cette progression, supérieure aux attentes

(+ 28 000) demeure toutefois modeste et inégale selon les secteurs.

Les secteurs de l'éducation et de la santé (+25 000), ainsi que ceux du commerce, des transports et des services publics (+47 000), ont enregistré les plus fortes créations d'emplois.

À l'inverse, les secteurs des services professionnels et aux entreprises (-15 000), de l'information (-17 000) et des loisirs/hôtellerie (-5 000) ont continué à perdre des emplois pour le troisième mois consécutif.

La progression salariale est restée stable, avec des hausses annuelles d'environ 4,5 % pour les salariés restés en poste et 6,7 % pour ceux ayant changé d'emploi.

Globalement, le marché du travail américain fait donc preuve d'une résilience modérée, mais la concentration des créations d'emplois et la poursuite des

pertes dans plusieurs secteurs clés révèlent une fragilité sous-jacente. En l'absence de publication du *Job Report* mensuel du *Bureau of Labor Statistics* (BLS) en raison du shutdown fédéral toujours en cours, les données d'ADP constituent l'un des indicateurs de référence du marché du travail américain malgré leur portée partielle.

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Le Comité consultatif des emprunts du Treasury annonce le calendrier trimestriel de financement fédéral

Le Comité consultatif des emprunts du Treasury (*Treasury borrowing Advisory Committee – TBAC*) a [publié](#) le 4 novembre son rapport trimestriel sur le financement fédéral.

Le rapport présente une économie américaine solide et souligne la baisse de la volatilité sur les marchés financiers.

S'agissant des marchés financiers, cette baisse de la volatilité est attribuée à la baisse de l'incertitude sur la situation économique et à sa résilience au deuxième trimestre. L'absence de publication des principales données macroéconomiques depuis le début du *shutdown* y contribuent également. Les marchés actions atteignent des valorisations records alors que le rendement des Treasuries baissent tout au long de la courbe.

Les données publiées avant le déclenchement du *shutdown* mettent en évidence une croissance économique qui résiste mais ralentit (+1,6% annualisé au premier semestre 2025 contre +2,6% au second semestre 2024), la demande domestique augmentant également moins vite (+2,4% contre +3,1%) et les investissements des entreprises étant tirés principalement par l'intelligence artificielle. Le marché du travail ralentit, comme

l'illustre la faiblesse des créations d'emplois ces derniers mois (+29 000/mois en moyenne entre juin et août), mais le taux de chômage reste stable à 4,3%, l'offre de travail baissant avec le durcissement de la politique migratoire. Les créations d'emplois pourraient toutefois baisser en octobre, affectées par le départ de 150 000 agents fédéraux. L'inflation demeure supérieure à 2% (3% pour le CPI de septembre) reflétant notamment la transmission des hausses de droits de douanes aux prix des biens, même si celle-ci reste pour l'instant modeste.

L'équilibre entre l'offre et la demande de Treasuries est une préoccupation des investisseurs, qui anticipent une hausse continue du déficit pour 2026 et 2027 bien que partiellement compensée par celle des recettes douanières.

Au troisième trimestre le Treasury a emprunté 1 058 MdUSD, en hausse par rapport à la prévision de juillet, en raison d'une dégradation de 10 Md USD du flux net de recettes et de dépenses. Au cours du quatrième trimestre, le Treasury [prévoit](#) d'émettre 569 Md USD (+21 Md USD par rapport à la prévision de juillet) et 578 Md USD au premier trimestre 2026.

Le *shutdown* budgétaire atteint une durée historique et continue de peser sur l'économie et les programmes fédéraux

La fermeture du gouvernement fédéral a désormais atteint une durée record de 37 jours, dépassant la précédente fermeture de 35 jours, et devenant la plus longue de l'histoire des États-Unis.

Le Sénat a rejeté pour la 14^e fois la proposition de *continuing resolution* adoptée par la Chambre des représentants. Le président Trump, qui attribue les revers électoraux des Républicains lors des élections du 4 novembre au *shutdown*, a appelé les sénateurs à mettre fin à l'impasse budgétaire, ce qui a permis l'émergence de premières propositions adressées aux Démocrates, incités à maintenir leur position de négociation à la suite de leurs résultats électoraux favorables.

Parallèlement, les conséquences opérationnelles du *shutdown* se poursuivent. La Federal Aviation Administration (FAA) a annoncé une réduction de 10 % du trafic aérien dans les

40 aéroports les plus fréquentés du pays, en raison des contraintes opérationnelles et des pénuries de personnel. De son côté, Austan Goolsbee, président de la Federal Reserve Bank de Chicago, a souligné le risque pour la conduite de la politique monétaire lié à l'absence de données économiques officielles, notamment sur l'inflation et le marché du travail, en raison de la suspension des activités du Bureau of Labor Statistics (BLS).

La pression sur les principaux programmes fédéraux se maintient, en particulier sur le *Supplemental Nutrition Assistance Program* (SNAP). À la suite de récentes décisions judiciaires, l'administration a autorisé le recours à des fonds d'urgence pour assurer le versement temporaire des prestations alimentaires, mais cette mesure ne couvre qu'une partie des besoins du programme : 4,65 Md\$ sur les 8 Md\$ mensuels nécessaires.

SERVICES FINANCIERS

Les gestionnaires d'actifs alternatifs publient des résultats marqués par des trajectoires divergentes du Private Equity et du Private Credit

Quatre des principaux gestionnaires d'actifs alternatifs ont publié leurs résultats trimestriels : Blackstone, Apollo, Ares et Carlyle. KKR publiera ses résultats le 7 novembre.

Leurs levées de fonds sont en hausse mais accusent des écarts importants en fonction des stratégies. A l'exception de Blackstone qui croit sur les deux volets, l'augmentation des actifs sous gestion (AuM) est portée majoritairement par les activités de crédit, Carlyle accusant une baisse et Ares une stagnation sur le capital-investissement (Private equity). Les fonds de dette (Private Credit) ouverts ou semi-liquides, accessibles aux particuliers, soutiennent cet accroissement. La longévité de ces fonds « perpétuels » assure des revenus stables et prévisibles aux gestionnaires. Apollo accélère

son expansion grâce à l'acquisition d'un fonds d'immobilier commercial (Bridge Investment Group).

Les revenus évoluent en ordre dispersé sur un an. Les commissions de gestion et celles liées à la performance progressent principalement pour les activités de crédit. Les fonds centrés sur le crédit direct aux entreprises en profitent davantage et affichent de solides performances d'origination de prêts (+75Md USD sur le trimestre pour Apollo). Blackstone insiste sur sa réorientation stratégique vers la dette peu risquée (*investment grade*), et met en avant sa percée dans le secteur du financement de projets énergétiques.

A l'inverse, les commissions de performance liées à réalisation des plus-values de cession des actifs sous-jacents sont pénalisées par la baisse des transactions. Blackstone se démarque grâce à la vente de nombreuses participations de son portefeuille de capital-investissement, qui lui permettent

d'engranger +124% de commissions de performance sur le Private Equity. Les difficultés d'introduction en bourse ou de cessions à des acteurs stratégiques alimentent par ailleurs le marché secondaire (+167% de commissions sur ce segment pour Ares).

Les résultats nets des fonds sont plus solidement ancrés à la hausse, à l'exception de Carlyle qui pâtit d'une montée en puissance plus progressive de ses activités de gestion d'actifs d'assurance et d'investissement dans le marché secondaire des actifs non-cotés.

Les dirigeants des fonds se sont évertués à rassurer les investisseurs sur les récentes fraudes liées au crédit privé (First Brands, Tricolor), jugées idiosyncratiques et non systémiques. Pour autant, Blackstone estime que la dispersion des rendements entre fonds est amenée à s'accroître, au vu de la multiplication récente des défauts sur les créances, en particulier chez les entreprises de taille moyenne, qui ont bénéficié de standards de souscription complaisants de la part de certains prêteurs malgré leur profil plus risqué.

Résultats T3-25 (M USD) et évolution vs T3 2024	Revenus	Résultat net	Actifs sous gestion
Blackstone	3 088 -16%	1 889 48%	124 170 000 12%
Apollo	9 823 26%	1 357 20%	90 800 000 32%
ARES	1 657 47%	455 35%	59 500 000 28%
Carlyle	782 -13%	368 0%	47 400 000 6%

La Fed finalise l'assouplissement de sa grille de notation des grandes banques

Chargée de la supervision des holdings bancaires, la Fed a [publié](#) le 5 novembre la version finalisée de sa réglementation allégeant le mode de notation des holdings bancaires dont le bilan est supérieur ou égal à 100 Md USD (dit cadre « Large Financial Institution » - LFI), et aux holdings intermédiaires américaines de banques étrangères dont le bilan est supérieur ou égal à 50 Md USD.

Dans le cadre LFI, la Fed évalue les banques selon trois critères : (i) le niveau de capital et sa planification, (ii) le niveau de liquidité et la gestion du risque de liquidité, (iii) la gouvernance et les dispositifs de contrôle. Pour chaque critère, la banque reçoit une notation en fonction de 4 échelons, selon que la Fed considère que la banque : (1) remplit largement les attentes ; (2) remplit partiellement les attentes ; (3) est légèrement défaillante (*Deficient-1*) ; (4) est gravement défaillante (*Deficient-2*). Actuellement, pour être considérée comme « bien gérée » (*well managed*), la banque doit au moins « remplir partiellement les attentes » pour chacun des critères. Une banque qui n'est pas considérée comme bien gérée est contrainte par la Fed dans les acquisitions qu'elle peut envisager et dans le lancement de nouvelles activités.

Alors que la Fed estime que les grandes banques sont dans l'ensemble bien capitalisées, la majorité (64 %) des 36 groupes soumis au cadre LFI actuel ne sont pas considérées comme « bien gérées ». Par conséquent, conformément à sa proposition publiée le 10 juillet, la Fed a décidé qu'une légère défaillance (*Deficient-1*) sur un seul des trois critères ne suffirait plus à priver la banque de la reconnaissance de sa « bonne gestion ».

Le gouverneur Michael Barr, ancien vice-président à la supervision, a émis la seule opinion dissidente contre cette règle, jugeant qu'elle (i) permettrait à des banques cumulant une solvabilité fragile et des déficiences de gouvernance de se présenter comme bien gérées, (ii) affaiblirait le levier dont le superviseur dispose pour exiger des mesures de correction rapides (iii) pourrait encourager la croissance rapide de grandes banques mal gérées et accélérer la consolidation du secteur au détriment des banques locales (*community banks*), comme l'a soulignée l'association Indépendant Community Bankers of America.

SITUATION DES MARCHES

Au cours de la semaine écoulée (de vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 a légèrement baissé de -0,3 % pour atteindre 6 720 points, alors que le Nasdaq progresse de +0,5 % à 23 053 points, en dépit d'une forte volatilité. La semaine a oscillé entre des corrections boursières face aux craintes des investisseurs d'une survalorisation des entreprises technologiques, leur optimisme vis-à-vis de la position sceptique de la Cour Suprême à l'égard des tarifs commerciaux

imposés par l'administration Trump, et des anticipations de baisse de taux en réaction aux inquiétudes croissantes autour de l'emploi.

Suite aux annonces par les entreprises de réductions importantes de leurs effectifs, les taux des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) se sont stabilisés, à 2 ans, à 3,6%, et à 10 ans, à 4,1%, après une forte hausse la semaine précédente.

BREVES

- Le 3 novembre, la Réserve fédérale a publié son [enquête](#) sur les pratiques de prêt bancaire (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*), qui analyse les changements dans les conditions et la demande de crédit. Au T3 2025, les banques ont indiqué un durcissement général des critères pour les prêts commerciaux et industriels. L'enquête a aussi montré que les banques étaient plus enclines à financer les entreprises à faible exposition au commerce international.
- Le 30 octobre, en marge de la Conférence internationale bancaire organisée par Santander, la Vice-présidente chargée de la supervision à la Fed, Michelle Bowman, [a annoncé](#) son intention de réorganiser la division de supervision et de régulation et de réduire ses effectifs d'environ 30%. Cette réduction, qui ne concerne que le Board à Washington, s'inscrit dans un effort plus large de la Fed et de l'administration Trump visant à réduire les effectifs des régulateurs financiers et à recentrer la supervision bancaire.
- Le 3 novembre, à la conférence annuelle de l'opérateur de paiements The Clearing House, le Contrôleur de la monnaie (OCC), Jonathan Gould, a soutenu l'octroi d'agréments bancaires nationaux (*national charters*), nécessaires pour opérer en tant que banque, aux acteurs non bancaires, notamment les fintechs et entreprises crypto, afin d'assurer une supervision équitable avec les banques. Il a expliqué que seule l'adhésion volontaire au système permettrait de mettre ces acteurs sur un pied d'égalité avec les banques, en les soumettant à des standards et contrôles cohérents. Enfin, il a annoncé que l'OCC publierait prochainement des propositions de règles d'application du GENIUS Act pour encadrer les émetteurs de stablecoins et limiter les risques potentiels pour le système bancaire.
- Le 31 octobre, la SEC a publié un [ordre](#) reportant temporairement la mise en conformité avec la réglementation du marché national des actions (Regulation NMS). L'obligation de rendre les frais déterminables à l'exécution, visant à assurer que les traders connaissent les coûts exacts au moment de la transaction, est reportée au 1er février 2026. Les règles sur la diminution des incrément minimaux de cotation, qui fixent l'unité de mesure des écarts de prix entre ordres, et la baisse des

plafonds des frais d'accès, qui limitent les commissions que les bourses peuvent facturer pour l'accès aux flux de cotations, sont reportés jusqu'au 1er novembre 2026. L'obligation de rendre les frais déterminables à l'exécution, visant à assurer que les traders connaissent les coûts exacts au moment de la transaction, est reportée au 1^{er} février 2026.

- Au troisième trimestre 2025, quatre des plus grandes banques américaines — JPMorganChase, Bank of America, Citigroup et Wells Fargo — ont fortement accru leurs rachats d'actions, pour plus de 10 Md USD au total par rapport à la même période l'an dernier. Citigroup a multiplié par 5 ses rachats, Bank of America les a augmentés de plus de 50 % et JPMorgan Chase d'un tier.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :
www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international

Responsable de la publication : Antenne de New-York du Service économique régional de Washington

Rédaction : Cédric Garcin, Guillaume Bove, Laurie Bergia, Paul Cassavia, Mohamed El Guindi, Galina Natchev.

Abonnez-vous : afws@dgtresor.gouv.fr