ECOINSIGHT

numéro 18
18 juin 2026

ÉTATS-UNIS : UN PEU D'HUILE DANS LES ROUAGES DU MARCHÉ DES *TREASURIES*

Céline Choulet

Le cadre réglementaire américain devient plus favorable aux conditions d'intermédiation du marché des titres du Trésor américain. L'allègement des exigences de levier a permis aux très grandes banques (les G-SIB) de jouer pleinement leur rôle d'intermédiaires au cours des premiers mois de l'année. La révision en cours de la méthode de calcul des surcouches de fonds propres G-SIB pourrait, elle aussi, être bénéfique à la liquidité du marché. En revanche, la capacité des grandes banques américaines à absorber la dette fédérale devrait demeurer restreinte

La norme de levier joue à nouveau son rôle de filet de sécurité

En 2025, la nécessité de recalibrer la norme de levier renforcée (*enhanced Supplementary Leverage Ratio*, eSLR) imposée aux groupes bancaires d'importance systémique (G-SIB) s'était invitée à l'agenda des régulateurs américains[1]. La contrainte bilancielle était, en effet, sur le point de devenir plus forte que l'exigence de fonds propres pondérée des risques (*cf.* encadré). Elle menaçait d'empêcher, voire de désinciter, certaines grandes banques à assurer leur rôle d'intermédiaires sur le marché des *Treasuries*. Une situation indésirable en temps normal, et encore plus en période de stress.

En novembre dernier[2], l'exigence eSLR a été ramenée au niveau de la recommandation bâloise, c'est-à-dire à 3% augmenté d'un coussin fixé à 50% de la surcharge G-SIB calculée selon la méthode du Conseil de stabilité financière, dite « méthode 1 » dans le cadre réglementaire américain[3]. La date d'entrée en vigueur de cette nouvelle règle eSLR était fixée au 1er avril 2026 (délai légal). Parce qu'elle introduisait un assouplissement, les banques ont toutefois été autorisées à l'appliquer par anticipation dès le 1er janvier. En vertu de la nouvelle formule, les exigences eSLR des 8 plus grandes banques américaines (les G-SIB) s'établissent depuis cette date dans une fourchette de 3,5% à 4,25%, contre une exigence uniforme de 5% précédemment. Le coussin imposé à leurs filiales de dépôts (au-delà de l'exigence de base de 3%) a été plafonné à 1%, de sorte que leurs exigences eSLR ne peuvent excéder 4%. Elles s'établissent ainsi dans une fourchette de 3,5% à 4%, contre une exigence uniforme de 6% précédemment.

Les exigences eSLR des 8-GSIB sont désormais moins contraignantes que leurs exigences pondérées des risques (*graphique 1*, cadrant de gauche). En d'autres termes, le montant de capital (Tier 1) requis pour satisfaire la norme de levier eSLR est moins important que celui requis par l'exigence pondérée. Cela signifie qu'à l'échelle consolidée, toutes les G-SIB ont la capacité d'élargir leur bilan au profit d'actifs sans risque, sans mobiliser de fonds propres Tier 1 supplémentaires. La norme de levier eSLR n'est plus « mordante ».

Quelques définitions

Les banques sont soumises à diverses exigences de solvabilité. Certaines règles sont pondérées des risques, d'autres non :

L'exigence Tier 1 pondérée des risques impose aux banques de mobiliser suffisamment de fonds propres durs en fonction des risques (risques de crédit et de contrepartie, risque de marché, risque opérationnel) associés à leurs expositions. Elle rapporte le capital *Tier 1* aux actifs pondérés des risques.

Les normes de levier sont des exigences de fonds propres non pondérées des risques. Elles visent à garantir que les avoirs ou engagements d'une banque, indépendamment des risques qui y sont associés, n'excèdent pas un certain multiple de ses fonds propres. De ce fait, les titres du Trésor américain, bien qu'ils soient considérés comme des actifs « sûrs » et assortis d'une pondération en risque nulle pour le calcul des ratios de fonds propres pondérés des risques, comptent à part entière dans le calcul des expositions (dénominateur des ratios de levier) comme tout autre actif, même très risqué. Une norme de levier contraint la taille des bilans bancaires. Son calibrage doit lui permettre de s'imposer en qualité de limite extrême (filet de sécurité) et non de contrainte permanente. À défaut, elle deviendrait déterminante dans les choix de portefeuille. Elle inciterait les banques à arbitrer en faveur d'actifs plus risqués et plus coûteux en termes de fonds propres, mais plus rentables.

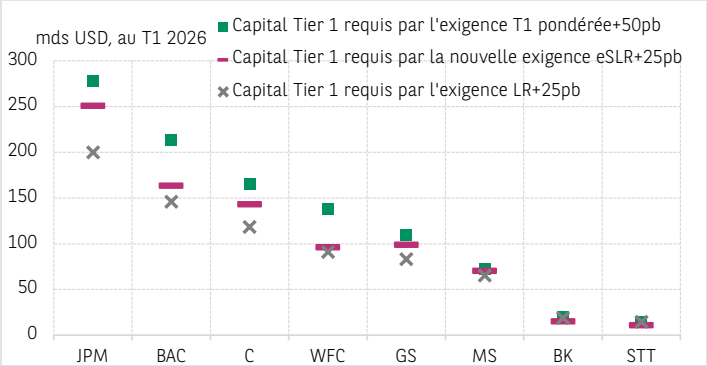
L'ensemble des établissements bancaires américains sont soumis à une exigence de levier simple (Leverage ratio, LR) qui rapporte les fonds propres de base (capital *Tier 1*) **aux actifs bilanciels moyens.** Les plus grandes banques (celles dont le bilan consolidé excède USD 250 mds ou ayant au moins USD 75 mds d'actifs non bancaires, de dette de marché de court terme ou d'expositions de hors bilan) et leurs filiales de dépôts sont assujetties, en complément, à la règle de levier bâloise (*Supplementary Leverage Ratio* ou SLR). Celle-ci rapporte le capital *Tier 1* à l'exposition levier, qui comprend tous les actifs de bilan (conformément aux règles comptables en vigueur, hors dérivés et cessions temporaires de titres comptabilisés pour leurs valeurs brutes) et une mesure allégée des engagements de hors bilan. L'exigence SLR des 8 G-SIB est plus sévère, elle est dite « renforcée » (*enhanced Supplementary Leverage Ratio* ou eSLR).

1 *Cf.* Le marché des *Treasuries*, un colosse aux pieds d'argile : remettre de l'huile dans les rouages.
2 Federal Reserve Board - Agencies issue final rule to modify certain regulatory capital standards.
3 Aux États-Unis, la surcouche de capital imposée aux G-SIB est déterminée à l'appui de deux méthodes : celle du Conseil de stabilité financière (dite « méthode 1 ») et celle de la Fed (« méthode 2 »). La plus sévère des deux méthodes (généralement la méthode 2) est retenue pour calibrer l'exigence globale de fonds propres pondérée des risques. Le résultat de la méthode 1 est désormais utilisé pour fixer l'exigence eSLR.

BNP PARIBAS

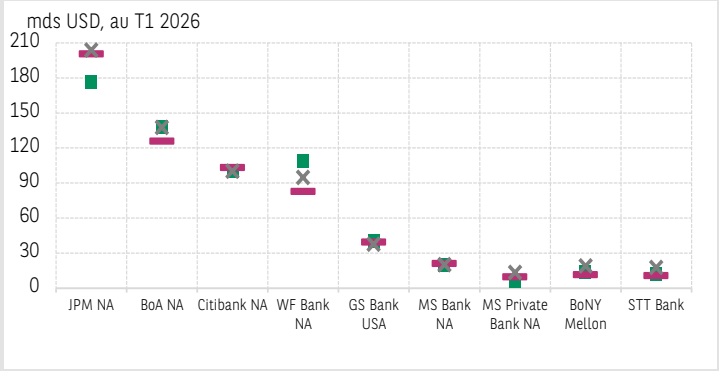
La banque d'un monde qui change

La norme de levier eSLR joue à nouveau son rôle de filet de sécurité pour les 8 G-SIB



SOURCES : RAPPORTS FINANCIERS, S&P CAPITAL IQ, BNP PARIBAS

... mais reste contraignante pour leurs principales filiales de dépôts



SOURCES : RAPPORTS FINANCIERS, S&P CAPITAL IQ, BNP PARIBAS

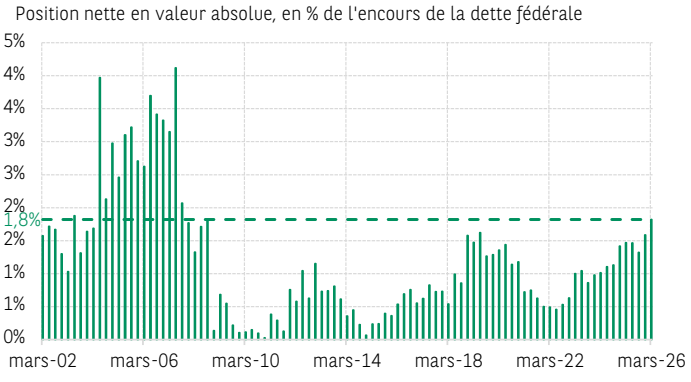
Note : Le graphique indique le montant de fonds propres Tier 1 nécessaire pour respecter différentes exigences de solvabilité.
Cadrant de gauche : dans le cas des 8 G-SIB, l'exigence Tier 1 pondérée des risques (augmentée d'une marge de sécurité de 50 pb) est plus forte que les normes de levier LR et eSLR (augmentées d'une marge de sécurité de 25 pb. La norme de levier eSLR est plus contraignante que la norme de levier LR pour 6 des 8 G-SIB.
Cadrant de droite : à l'exception de Wells Fargo Bank NA, les grandes filiales de dépôts des G-SIB sont contraintes par les normes de levier. La norme eSLR est plus forte que l'exigence T1 pondérée pour 4 des 9 grandes filiales et proche de l'être pour 3 autres. La norme LR est plus contraignante que la norme eSLR pour 6 filiales et légèrement moins contraignante pour les 3 autres.

GRAPHIQUE 1

Une règlementation plus souple en faveur de la liquidité du marché des *Treasuries*

Comme l'espéraient les régulateurs, cet assouplissement a été favorable aux conditions d'intermédiation des titres du Trésor au cours des premiers mois de l'année. Dans un contexte de fortes incertitudes provoquées par le conflit en Iran, il a permis aux grandes banques d'absorber une partie des *Treasuries* qui ne trouvaient pas preneur sur le marché. En témoigne le gonflement de la position nette des *primary dealers* (pour la plupart des filiales de G-SIB), qui a atteint 1,8% de l'encours de la dette fédérale en mars et avril dernier, un plus haut depuis la crise financière de 2008 (*graphique 2*). Cette progression est d'autant plus remarquable que la Réserve fédérale (Fed) a absorbé, entre mi-décembre et mi-avril, une part importante des nouvelles émissions de *T-bills* (tandis que les périodes 2014-2019 et 2022-2025 avaient été marquées par une réduction du bilan de la Fed). En renfort des programmes d'achats de titres de la Fed (*Reserve Management Purchases*) et du Trésor (*Treasury buybacks*), le relâchement de la norme de levier a ainsi pu contribuer à préserver la liquidité du marché des *Treasuries* et concourir à la détente des taux d'intérêt sur les marchés de mises en pension de titres (repo).

Les inventaires de *Treasuries* des *primary dealers* à leur plus haut depuis 2008



GRAPHIQUE 2

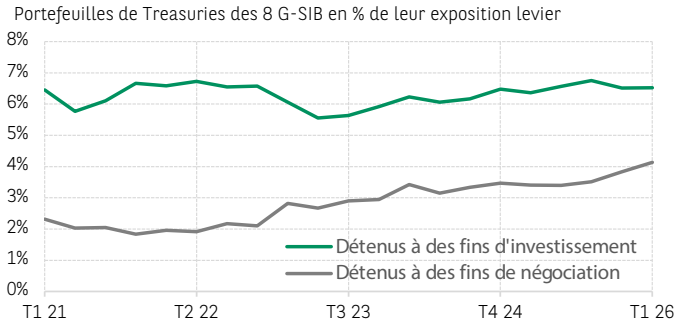
SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK, BNP PARIBAS

Mais une capacité d'absorption de la dette fédérale encore restreinte

L'allègement de la norme eSLR n'a, en revanche, pas provoqué le regain d'appétit attendu pour ces titres. Certes, les portefeuilles de négociation des G-SIB, qui abritent les titres portés par leurs filiales de courtage, se sont élargis (4,13% en moyenne de l'exposition levier au T1 2026 contre 3,54% en moyenne en 2025). Mais leurs portefeuilles d'investissement en *Treasuries* (détenus jusqu'à échéance ou disponibles à la vente) sont restés quasi stables[4] (respectivement 6,52% contre 6,55%, *graphique 3*). Diverses contraintes[5] ont empêché l'appel d'air espéré par le secrétaire au Trésor. Parmi elles, la norme eSLR. Elle demeure en effet « mordante », ou proche de l'être, pour 7 des 9 grandes filiales de dépôts des G-SIB (*graphique 1*, cadrant de droite). Or, les portefeuilles

4 À l'exception de JP Morgan et Goldman Sachs.
5 Des achats massifs auraient accru les surcharges G-SIB en gonflant l'indicateur de taille, dégradé les ratios de levier simples et ratios eSLR (qui sont contraignants pour certaines filiales de dépôts), augmenté l'exposition des banques aux risques de transformation et de taux d'intérêt ou seraient entrés en conflit avec les limites d'expositions internes aux risques de marché.

L'allègement de la norme eSLR n'a pas provoqué d'achats massifs de *Treasuries*



L'exposition levier est un proxy des avoirs et engagements totaux d'une banque, utilisée comme dénominateur du ratio de levier bâlois (SLR et eSLR aux Etats-Unis)

GRAPHIQUE 3 SOURCES : S&P CAPITAL IQ, BNP PARIBAS

d'investissement en *Treasuries* des grandes banques sont, pour l'essentiel, inscrits aux bilans de leurs filiales de dépôts.

La révision proposée des surcouches de capital G-SIB devrait, à son tour, ajouter un peu d'huile dans les rouages

L'activité d'intermédiaire suppose l'inscription au bilan des teneurs de marché d'un large inventaire de titres et de nombreuses opérations de mise et prise en pension de titres. Elle a tendance, non seulement, à dégrader les ratios de levier des maisons mères des dealers (en élargissant leurs bilans) mais, aussi, leurs scores de systémicité (en gonflant les indicateurs de taille, de dépendance aux financements courts de marché et de complexité). Des scores dont sont déduites les surcouches de capital qui leur sont imposées (surcharges G-SIB).

La Fed a récemment proposé de réviser sa méthodologie[6]. Elle prévoit de revoir l'ensemble des coefficients de sa formule (afin de tenir compte de la croissance économique et de l'inflation), de réduire le poids de l'indicateur de dépendance aux financements courts de marché, d'introduire des tranches de surcharge plus étroites (afin d'atténuer les effets de seuil) et de calculer les positions sur la base des données en moyenne annuelle plutôt qu'en fin de période. Ces révisions devraient offrir aux G-SIB de nouvelles marges de manœuvre dans leurs activités d'intermédiation et être favorables à la liquidité du marché des *Treasuries*. Elles réduiront la pression sur la taille des bilans, en abaissant le niveau et le rythme de progression des surcharges. Elles permettront, en outre, de lisser l'offre de liquidités sur l'année et d'atténuer les mouvements de taux *repo* au moment des clôtures de comptes.

Néanmoins, cette réforme ne devrait pas non plus conduire à des achats massifs de *Treasuries*. D'une part, car les normes de levier LR et eSLR demeureront contraignantes pour la plupart des grandes filiales de dépôts des G-SIB. D'autre part, car l'allègement proposé des exigences de fonds propres pondérées des risques risque d'inverser la hiérarchie des exigences. La norme de levier pourrait redevenir « mordante » au niveau consolidé[7] et empêcher, ou désinciter, les grandes banques à jouer leur rôle d'intermédiaires de marché.

La poursuite de l'essor du champ de la compensation centralisée des opérations de pensions livrées de *Treasuries* devrait être bénéfique à la liquidité du marché. Mais, à défaut d'une maîtrise de la trajectoire de la dette fédérale, il est à craindre que les autorités américaines n'aient de cesse de déployer des efforts pour préserver le rôle des dealers sur le marché des *Treasuries*.

Céline Choulet

Achevé de rédiger le 13 juin 2026

6 Federal Register: Regulatory Capital Rule (Regulation Q): Risk-Based Capital Surcharges for Global Systemically Important Bank Holding Companies; Systemic Risk Report (FR Y-15). La proposition est ouverte aux commentaires jusqu'au 18 juin.

7 Pour rappel, la surcouche de capital imposée aux G-SIB américaines est déterminée à l'appui de la « méthode 2 », en cours de révision, tandis que la surcouche utilisée pour calibrer l'exigence eSLR est définie à l'appui de la « méthode 1 », moins sévère mais figée.

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Allemagne, Italie, Espagne	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies Avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie, Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFLASH
Un indicateur, un évènement économique majeur

ECOWEEK
L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOCHARTS
Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOATLAS
Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE
Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV
Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE
Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : RozenskiP

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparibas.com.
Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :
https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :
ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change