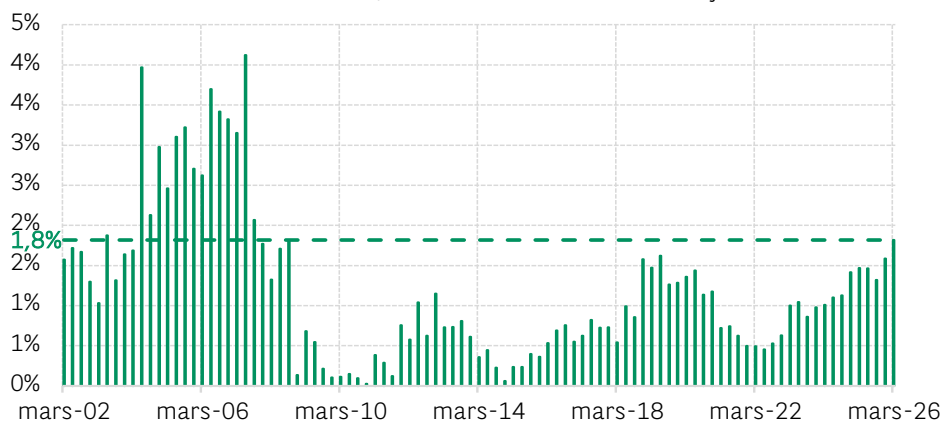


ÉTATS-UNIS : UNE RÉGLEMENTATION PLUS SOUPLE POUR UN SOUTIEN MODÉRÉ AU MARCHÉ DES *TREASURIES*

Céline Choulet

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

Position nette en valeur absolue, en % de l'encours de la dette fédérale



SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK, BNP PARIBAS

Un assouplissement réglementaire favorable aux conditions d'intermédiation du marché des *Treasuries*

L'an dernier, 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 américains¹. La contrainte bilancielle était, en effet, sur le point de devenir plus forte que l'exigence de fonds propres pondérée des risques. Elle risquait 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, encore plus en période de stress. En vertu de la nouvelle formule en vigueur², les exigences eSLR des 8 plus grandes banques américaines (les G-SIB) s'établissent, depuis le 1^{er} janvier³, dans une fourchette allant de 3,5% à 4,25% contre une exigence uniforme de 5% précédemment⁴.

Comme l'espéraient les régulateurs, cet assouplissement a été favorable aux conditions d'intermédiation des titres du Trésor. 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 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. En renfort des programmes d'achats de titres de la Réserve fédérale (*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.

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. Mais leurs portefeuilles d'investissement en *Treasuries* (détenus jusqu'à échéance ou disponibles à la vente) sont restés quasi stables. Diverses contraintes 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 les grandes filiales de dépôts des G-SIB. Or, les portefeuilles d'investissement en *Treasuries* des grandes banques sont, pour l'essentiel, inscrits aux bilans de leurs filiales de dépôts. La réforme des surcouches de capital imposées aux G-SIB (encore au stade de proposition) devrait, à son tour, être favorable à la liquidité du marché des *Treasuries*, sans pour autant lever la contrainte bilancielle⁵.

celine.choulet@bnpparibas.com

1 Une norme de levier est une exigence de fonds propres non pondérée des risques. Elle vise à garantir que la taille d'une banque, indépendamment des risques qui y sont associés, n'excède pas un certain multiple de ses fonds propres. Cf. Bensaidani A. et Choulet C. (2025), [Le marché des *Treasuries*, un colosse aux pieds d'argile : Remettre de l'huile dans les rouages](#), Ecolnsight, BNP Paribas.

2 La nouvelle exigence eSLR est 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.

3 La date d'entrée en vigueur de la nouvelle règle eSLR était fixée au 1^{er} avril 2026 mais les banques étaient autorisées à l'appliquer, par anticipation, dès le 1^{er} janvier.

4 Le coussin de leurs filiales de dépôts est plafonné à 1%, de sorte que leur exigence eSLR ne peut excéder 4% (elle s'élevait précédemment à 6%).

5 Cf. Choulet C. (2026), *Un peu d'huile dans les rouages du marché des *Treasuries**, à paraître prochainement dans Ecolnsight.

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.

ECOWEEK

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

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOCHARTS

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

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

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER

voir la page **twitter** des études économiques



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 déterminer 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, Taiwan, 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 **ÉCO**NOMIQUES



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change