

ÉTATS-UNIS : CROISSANCE ET PLEIN-EMPLOI À L'ÉPREUVE DES INCERTITUDES

Le rythme de la croissance américaine est élevé et celle-ci bénéficie d'un momentum solide, mais repose sur une base étroite – l'IA pour l'activité, la santé pour l'emploi. Le choc énergétique représente, dans ce contexte, un nouveau défi. Son impact dépendra de la durée et de l'intensité de la guerre en Iran. Mais il amplifiera certainement une inflation déjà au-dessus de la cible. Notre scénario central anticipe une croissance du PIB de +2,4% en 2026 (révisée de -0,3pp par rapport à nos prévisions pré-guerre) et de +2,3% en 2027 (+0,3pp). L'inflation est attendue à +3,3% en 2026. Nous nous attendons, dès lors, à ce que la Fed adopte une posture symétrique autour d'un scénario central de *statu quo*. L'évolution des droits de douane reste une source d'inquiétude, de même que la trajectoire du déficit budgétaire fédéral, qui devrait se creuser, pénalisé notamment par le coût du conflit.

CROISSANCE : LA SURPERFORMANCE LIÉE À L'IA RÉSISTERA-T-ELLE À LA HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE ?

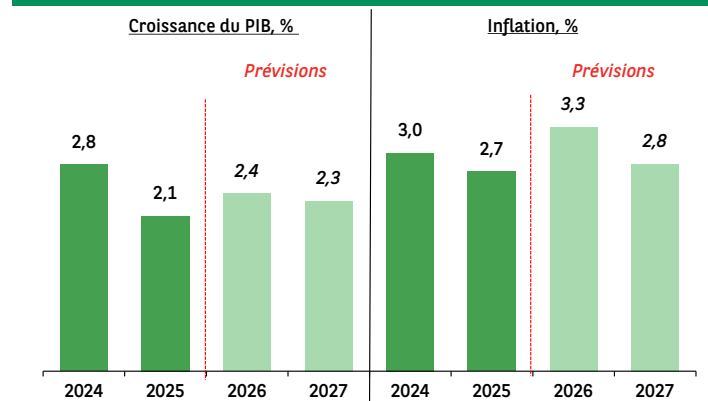
En 2026, la croissance américaine serait portée par les mêmes facteurs qu'en 2025 : investissements liés à IA, effet richesse induit par des capitalisations boursières élevées (jusqu'en février) et hausse des dépenses de santé (+0,4pp à 6,0% du PIB en 2025, attendu stable en 2026). L'essor de l'IA, combiné à la quasi-stagnation de l'emploi, soutient le dynamisme des gains de productivité, supérieurs à leur rythme pré-pandémique (+2,3% a/a en moyenne depuis 2023, +1,4% entre 2014 et 2019 ; *graphique 2*). D'après le *Congressional Budget Office* (CBO), ces gains perduraient en 2026 (+2,2%). Toutefois, la croissance repose sur une base étroite, les autres secteurs ne bénéficiant pas des mêmes dynamiques, avec une croissance de l'investissement « en forme de K » (*voir notre Graphique de la semaine*).

Le conflit en Iran crée un risque baissier. De plus, le statut d'exportateur net d'hydrocarbures ne protège pas totalement l'économie américaine des effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat et de la hausse des coûts sur les marges des entreprises (déjà pénalisées par les tarifs douaniers). Ainsi, la croissance pourrait être amputée de quelques dixièmes de points de pourcentage en 2026 en fonction de la durée et de la sévérité du conflit. Au global, le risque n'est pas tant celui d'une croissance américaine en deçà de son potentiel (1,8%), mais plutôt d'une croissance encore plus inégalement répartie, avec une économie davantage affaiblie en dehors du paravent de l'IA.

UN COUP DE POUCE AUX PRÊTS BANCAIRES ?

Le 19 mars, les régulateurs bancaires américains ont proposé une vaste réforme du cadre réglementaire. L'ambition est, notamment, d'inciter les banques à prêter davantage aux ménages et aux entreprises, en allégeant la charge en capital associée à l'activité de crédits, et de contrer la concurrence de la sphère non bancaire, peu régulée. Si le bénéfice attendu ne devrait pas se matérialiser à court terme (le temps que les règles soient finalisées puis mises en œuvre), son ampleur à moyen ou long terme pourrait être limitée par d'autres facteurs (les formalités administratives comme les contraintes de levier demeureront inchangées, une partie du capital libéré pourrait être allouée à d'autres activités). À plus brève échéance, les incertitudes et pressions inflationnistes provoquées par le conflit au Moyen-Orient risquent de peser sur la demande de crédits. Alors que les taux hypothécaires à 30 ans étaient orientés à la baisse depuis mai 2025 (-90pb), ils ont rebondi de 25 pb depuis la fin février pour s'établir à 6,23% fin avril. La bonne dynamique au S2 2025 des encours de prêts aux ménages comme des flux de financement aux entreprises pourrait dès lors s'essouffler.

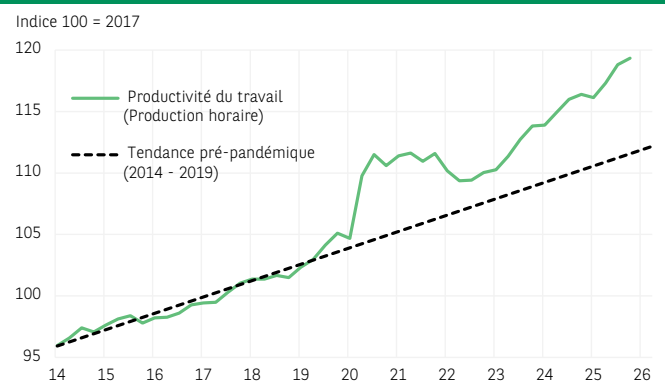
Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La surperformance de la productivité soutient la croissance



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

MOINS DE CRÉATIONS D'EMPLOI, MAIS PERSISTANCE DU PLEIN-EMPLOI

Le marché du travail devrait rester proche du plein-emploi, avec un taux de chômage qui évolue autour de 4,3% - 4,4%, contre un niveau de long terme de 4,2%¹. L'emploi ralentit nettement depuis quelques trimestres. La croissance de l'emploi salarié (*nonfarm payrolls*) est à un plus bas depuis 2003 (hors récession) de +0,2% a/a au T4 2025. De plus, elle repose sur les services d'éducation et de santé (+682k a/a en 2025,

¹ Summary of Economic Projections, Federal Reserve, mars 2026.



contre +116k agrégé, graphique 3), soit des emplois non-cycliques, ce qui est plutôt positif, mais à faible valeur ajoutée (17% de l'emploi, 9% du PIB), ce qui l'est moins. La faible proportion de licenciements (taux à 1,1% en 2025, comme en 2024) participe du maintien du plein-emploi. L'économie américaine reste dans un régime combinant peu d'embauches et peu de licenciements, les entreprises apparaissant à la fois rétives à embaucher et à licencier dans le contexte actuel d'incertitude.

L'INFLATION DE RETOUR AU CENTRE DE L'ATTENTION

L'inflation CPI et le Core CPI devraient se maintenir au-dessus de la cible des +2% a/a, au minimum jusqu'en 2028. La transmission de la hausse du prix du pétrole et les effets de second tour plausibles, liés à l'accroissement des coûts de production, conduisent nos prévisions à la hausse. En effet, les entreprises ont déjà absorbé la hausse des droits de douane dans leurs marges au cours de l'année écoulée et ont donc moins la capacité de la faire désormais.

Les aléas entourant ce scénario sont élevés, tant l'évolution du conflit au Moyen-Orient, sa durée et sa sévérité restent incertaines. Une prolongation ou une aggravation joueraient à la hausse sur l'inflation. Toutefois, la remontée de cette dernière devrait, en toute probabilité, être nettement moins forte qu'en 2022, lorsque le CPI avait atteint un pic de +9,1% (en juin). Les conditions actuelles sont moins propices aux effets de second tour, tant en matière d'offre que de demande (voir notre Graphique de la semaine).

POLITIQUE MONÉTAIRE : ÉQUILIBRE DES RISQUES ET STABILITÉ DU TAUX DIRECTEUR

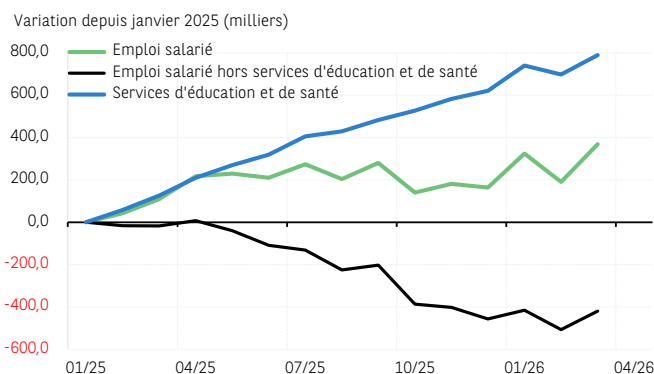
Entre l'anticipation d'une accélération mesurée de l'inflation et les inquiétudes quant à l'emploi, les risques paraissent équilibrés. Dans ces conditions, la cible des Fed Funds devrait être maintenue à 3,5% - 3,75% jusqu'en 2027. Toutefois, le FOMC devrait basculer vers des perspectives à « deux têtes », c'est-à-dire signaler qu'il se tient désormais prêt à augmenter ou à baisser la cible de taux si nécessaire (contre un biais à la baisse jusqu'ici). Cela permettrait d'attendre de voir comment l'inflation sous-jacente et l'activité évoluent, tout en préservant l'ancrage des anticipations d'inflation de marchés et la possibilité d'un changement d'orientation rapide.

La politique monétaire devrait donc être plus axée sur la communication que sur les taux. Ceci s'explique par les conditions macroéconomiques préexistantes au choc, notamment comparativement à 2022, avec un taux directeur initial nettement plus haut (+3,75% en février 2026, +0,25% en février 2022) et une inflation CPI plus basse (+2,9% a/a au T4 2025, +6,8% a/a au T4 2021). De plus, la Fed répond plus fermement quand l'inflation est générée par la demande que par l'offre (NBER Working Paper, 2026), ses outils ayant moins de prise sur la dernière (Powell, 2022). Enfin, le remplacement prochain de Jerome Powell (président depuis 2018) n'affecte pas notre scénario. Le futur président, Kevin Warsh, a certes récemment appelé à des baisses de taux, à rebours d'une réputation de « faucon » construite lors de son gouvernorat (2007 - 2011). Mais, le FOMC continuera d'être gouverné par le fait majoritaire, et nous n'envisageons pas de tournant *dovish* qui ne soit pas guidé par les données macroéconomiques (voir notre Eco Insight : Kevin Warsh à la tête de la Fed, quelles implications ?).

LE RISQUE BUDGÉTAIRE DE LA GUERRE

Le déficit fédéral des États-Unis est exposé à une détérioration à court ou moyen terme, après s'être réduit à -5,9% du PIB (+0,4pp) lors de l'année fiscale 2025, du fait de la réforme des emprunts étudiants et de la hausse des revenus douaniers. La pérennisation de ces derniers

La faible croissance de l'emploi salarié est disproportionnellement soutenue par les services d'éducation et de santé



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

(autour de USD 300 mds/an) aurait dû permettre une stabilisation du déficit budgétaire à -5,8% en 2026 et en 2027. Toutefois, la décision de la Cour suprême mettant fin aux tarifs « réciproques » pourrait engendrer un remboursement des tarifs prélevés en 2025. La guerre en Iran devrait aussi peser, notamment par un surcroît de dépenses militaires, alors qu'aucune mesure tangible de soutien à la demande n'a été introduite pour l'heure. La pression haussière sur les rendements obligataires devrait se poursuivre, en particulier sur les taux longs (10 ans à 4,55% et 30 ans à 5,15% à horizon fin-2026), reflétant notamment les risques budgétaires du conflit.

Au global, le déficit fédéral pourrait atteindre -6,5% dès cette année, selon nos prévisions. D'après nos estimations, une matérialisation des projets d'accroissement des dépenses militaires (Donald Trump souhaite une hausse permanente de USD 500 mds/an, soit 1,6% du PIB), sur fond de poursuite de la guerre (avec les coûts associés), pourrait pousser le déficit au-delà de -8,0% du PIB à horizon 2027. Le service de la dette, évalué à 3,3% du PIB en 2026 - 2027, pourrait aussi être plus élevé encore. Quel que soit le scénario effectif, la dette publique fédérale poursuivra sa tendance haussière et dépassera les 100% du PIB dès 2026.

COMMERCE EXTÉRIEUR : L'INCERTITUDE CONTINUE DE PLANER

À la suite du jugement de la Cour suprême mettant fin aux droits de douane « réciproques » et liés aux opioïdes, un tarif universel de 10% (hors accords nationaux et exemptions) a été mis en place sous l'égide de la Section 122 du *Trade Act* de 1974², et ce jusqu'au 24 juillet 2026. D'ici là, le président Trump devrait annoncer de nouveaux tarifs i/ sectoriels, sous la Section 232 du *Trade Expansion Act* de 1962 (« sécurité nationale ») et ii/ nationaux, sous la Section 301 du *Trade Act* de 1974 (« pratiques illégitimes »). Selon nos estimations, le tarif effectif moyen atteindrait 8,4% à 10,6% en 2026, contre 10,1% au S2 2025 et 2,3% fin 2024. Si l'incertitude devrait persister (notamment sur le devenir de l'USMCA), l'administration américaine apparaît au moins encline à respecter les accords commerciaux conclus en 2025, notamment avec l'UE ou avec le Japon.

Anis Bensaidani et Céline Choulet

Achevé de rédiger le 8 avril 2026

anis.bensaidani@bnpparibas.comcéline.choulet@bnpparibas.com

² Celle-ci « autorise le président des États-Unis à imposer des surcharges temporaires sur les importations (...) pour traiter d'importants et sérieux déficits de la balance des paiements » (Congrès américain)

