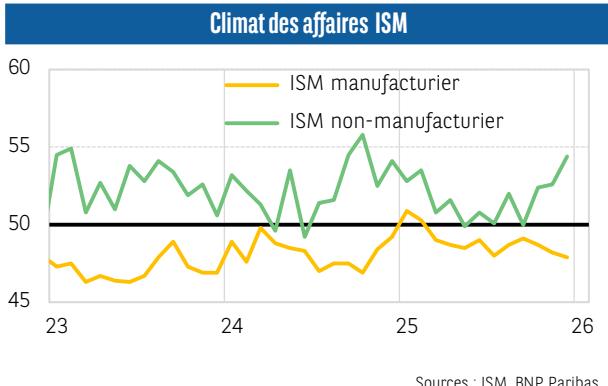
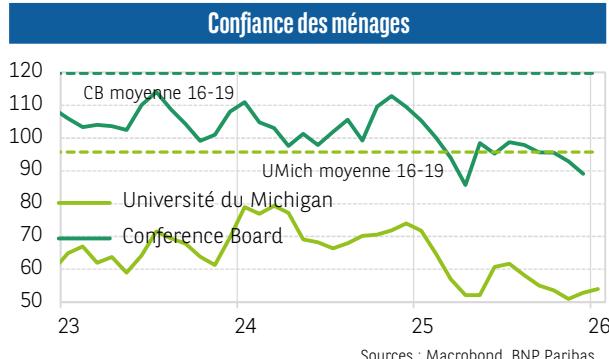


# États-Unis : Pas d'atterrissement



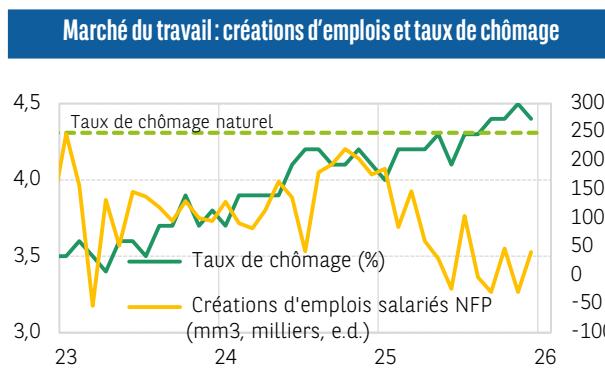
Sources : ISM, BNP Paribas.

**Le climat des affaires progresse nettement dans les services.** L'ISM non manufacturier termine 2025 à un plus haut sur 14 mois, à 54,4. La progression a été continue entre septembre et décembre. L'indice est porté par les nouvelles commandes (55,7) et l'activité (54,9). C'est l'inverse pour l'ISM manufacturier, à 47,9 en décembre (plus bas en 14 mois et en baisse continue entre septembre et décembre), du fait de la réduction des stocks et des nouvelles commandes.



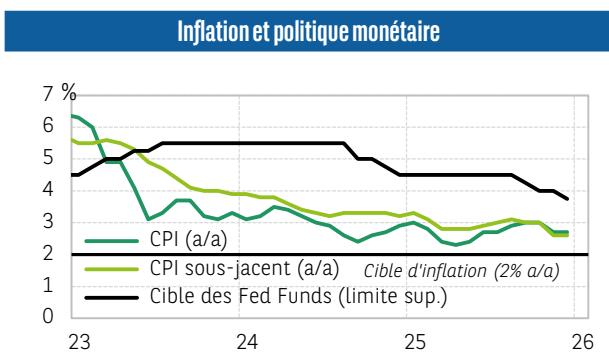
Sources : Macrobond, BNP Paribas.

**Le sentiment des ménages se détériore.** Les enquêtes du Conference Board (92,5, -4,9 points) et de l'Université du Michigan (52,5, -6,8 points) se sont détériorées au T4. Elles ont été pénalisées par le *shutdown* du gouvernement fédéral et les craintes liées à l'emploi (le solde entre emplois «abondants» et «difficiles à obtenir» est au plus bas depuis 2021 selon le Conference Board). Si les ventes au détail sous-jacentes étaient robustes (+0,4% m/m) en octobre-novembre, le *Beige Book* de la Fed (janvier 2026) indique une divergence entre un «accroissement de la dépense» des plus hauts revenus et une «augmentation de la sensibilité-prix» des bas à moyens revenus.



Sources : BLS, CBO, BNP Paribas.

**Le ralentissement des créations d'emplois salariés se confirme.** Les *nonfarm payrolls* reculent à une moyenne mensuelle de -22k au T4 2025 (+51k au T3), pénalisés par le *shutdown* (-174k en novembre). Les *payrolls* du seul secteur privé (total hors secteur du gouvernement) confirment la tendance au ralentissement, avec +29k contre +57k au T3 et +177k un an plus tôt. Le taux de chômage, entre 4,4% et 4,5%, reste bas mais excède l'estimation du CBO de son niveau d'équilibre (4,3%), tandis que la croissance des salaires est relativement stable (+3,7% a/a, -0,1pp).



Sources : BLS, Federal Reserve, BNP Paribas.

**Modération de l'inflation et baisse de taux.** L'inflation CPI se réduit à +2,7% a/a (-0,2pp) au T4 2025. La modération des biens hors énergie place l'indice *core* au même niveau (-0,4pp), alors que l'inflation alimentaire et énergétique est une problématique nouvelle. Les deux enquêtes ISM se caractérisent par la modération de la hausse des prix payés. Le FOMC a réduit la cible des Fed Funds de -25pb en novembre et en décembre (sans unanimité), portant celle-ci à 3,5% - 3,75%. La projection médiane, sujette à des disparités, maintient une baisse de taux en 2026.

ACQUIS	OBSERVÉ				GDP Now	PRÉVISION (t/t)				PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025		T4 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
1,0	-0,2	0,9	1,1	1,3	0,9	0,9	0,7	0,5	2,8	2,3	2,9	1,8	

Sources : BEA, Fed d'Atlanta, BNP Paribas

**Fort momentum pour la croissance.** Nous prévoyons une croissance du PIB de +0,9% t/t (+3,8% en rythme annualisé) au T4 2025. Ce chiffre, bien que particulièrement dynamique, suppose un ralentissement (+1,1% t/t au T3) qui devra être mis en perspective avec l'impact négatif sur l'activité du *shutdown* (1<sup>er</sup> octobre - 12 novembre 2025). À l'inverse, le recul du déficit commercial et l'importance des gains de productivité jouent à la hausse sur la prévision, ce qui soutient l'estimation élevée du *GDP Now* de la Fed d'Atlanta (+1,3% t/t, +5,3% en rythme annualisé).

Anis Bensaïdani (achevé de rédiger le 19 janvier 2026)



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change