

## ÉTATS-UNIS

10

## ÉTATS-UNIS: UNE CROISSANCE À DEUX VITESSES

La croissance des États-Unis devrait se rapprocher de son rythme potentiel en 2026. Cette résilience masquerait une croissance « en forme de K » soutenue par l'investissement lié à l'IA et la consommation des plus aisés. L'investissement dans les autres postes de l'économie n'est pas aussi dynamique, tandis que la plupart des Américains font face à une inflation persistante et à une détérioration du marché du travail. À la fin du T1 2026, la Fed devrait clore son cycle d'assouplissement monétaire lié à l'emphase sur la composante emploi de son mandat dual. L'impulsion budgétaire resterait légèrement négative en 2026 du fait des tarifs douaniers, dont la délimitation restera un sujet central.

## LA CROISSANCE SOUTENUE PAR L'OPTIMISME AUTOUR DE L'IA

La croissance a connu une variabilité inhabituelle en 2025 en raison de facteurs temporaires : la volatilité des importations de biens (S1 2025) et le *shutdown* du gouvernement fédéral (T4 2025). D'après nous, ce dernier a réduit à +0,0% t/t le résultat du T4 2025 (une perte qui sera rattrapée ultérieurement) vs. +0,8% t/t au T3<sup>1</sup>. Les avancées du PIB seraient plus stables en 2026, à près de +0,4% t/t par trimestre (à partir du T2) avec +1,9% en moyenne annuelle (stable par rapport à 2025). La croissance serait ainsi proche de son rythme potentiel, mais marquée par une modification de ses supports et une modération de l'emploi.

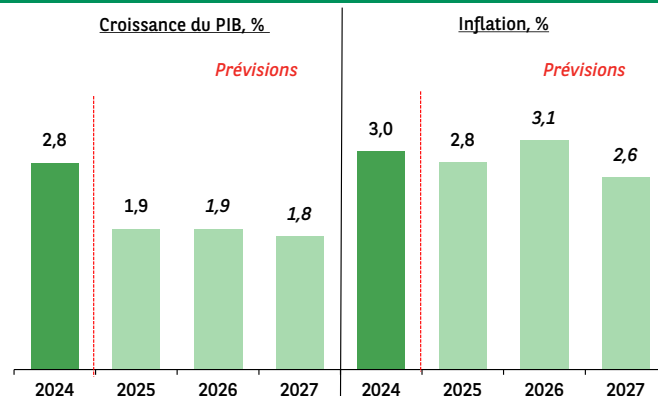
Le dynamisme des investissements sur fond d'optimisme lié à l'intelligence artificielle (IA) constitue l'élément distinctif de la croissance. En revanche, les autres composantes de l'investissement se sont repliées (*graphique 2*). Au S1 2025, les catégories liées à l'IA représentent 9% du PIB, mais expliquent 40% de sa croissance. Toutefois, cela s'accompagne d'une hausse des importations associées, relativisant le résultat précédent et témoignant d'une dépendance extérieure des États-Unis dans ce domaine. De plus, la valorisation des « sept magnifiques » (*Magnificent Seven*) du secteur de la tech<sup>2</sup> a contribué significativement à la hausse récente de la richesse financière des ménages (+30 points depuis le T3 2023, à 420% du PIB au T2 2025), ce qui soutient la consommation de ceux d'entre eux détenant des actions.

La croissance américaine est donc « en forme de K » (*K-Shaped*). Le caractère divergent de l'investissement devrait perdurer en 2026-27 et la consommation des ménages devrait continuer d'être soutenue par le haut de la distribution des revenus et du patrimoine (*voir L'Ecolnsight Consommation*). Le sentiment des ménages porte la trace de ces contrastes : il reste particulièrement dégradé au niveau agrégé (au plus bas depuis 2015), avec un accroissement du différentiel entre le segment supérieur des revenus (USD > 120 000/an) et la quasi-totalité du reste de la distribution en 2025, selon le *Conference Board*. La croissance se trouve dès lors vulnérable à une forte correction des valorisations boursières, qui sont historiquement élevées.

## BAISSE DU TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Le taux d'endettement des ménages s'est replié à 93,6% du PIB au T2 2025, un plus bas sur plus de vingt ans. Celui des entreprises a également baissé, à 46,1%, mais reste proche de ses plus hauts historiques (hors Covid). La progression de l'encours des prêts hypothécaires aux ménages reste assez dynamique (+2,9% a/a au S1 2025), mais la capacité d'achat immobilière demeure faible (niveau élevé des taux et des prix). Si les taux fixes à 30 ans (90% de la production nouvelle de crédits) ont reculé depuis mai (-65 pb à 6,3% en novembre), la poursuite du mouvement semble peu probable au regard de notre scénario de hausse des taux longs souverains (*voir ci-après*). Les demandes de refinancement demeureront par ailleurs modestes, la grande majorité des prêts ayant été souscrite à des taux fixes inférieurs à 6% (78% de l'encours au T2 2025). La demande de crédits à la consommation, à l'encours quasi-stable a/a en septembre, reste déprimée. À l'inverse, les flux de financements des entreprises (production nouvelle de crédits,

## CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

émissions de titres de dette) se sont accrus au S1 2025, contribuant à soutenir l'investissement. Le mouvement pourrait se poursuivre, porté par la baisse des taux courts.

## EMPLOI : MOINS DE DEMANDE, MOINS D'OFFRE

En 2026, le taux de chômage devrait avoisiner 4,4%, proche du plein-emploi. Les créations d'emploi ont diminué (*nonfarm payrolls* à +59k en moyenne semestrielle en septembre 2025, contre +133k un an plus tôt), et la révision annuelle confirme cette tendance (-911k d'emplois salariés entre avril 2024 et mars 2025). La main d'œuvre disponible diminue aussi avec l'objectif de « zéro immigration nette » de l'administration. Il en résulte une situation paradoxale où la détérioration des embauches n'engendre pas de hausse du chômage, mais où la croissance potentielle est réduite par la politique migratoire.

Le soutien lié à l'IA à la croissance ne se répercute pas significativement sur l'emploi, directement ou indirectement. L'emploi salarié a même reculé dans les secteurs concernés depuis janvier 2023 (*graphique 3*). De plus, le marché du travail fait écho à la croissance « en forme de K » : au T3 2025, le différentiel de croissance des salaires entre le premier et le quatrième quartiles atteint un plus haut depuis 2013 (Fed d'Atlanta). Les enjeux associés en matière de consommation des ménages en sont plus importants du fait de la stabilité de la croissance agrégée des salaires (+3,8% a/a en septembre, stable en 2025), du rebond de l'inflation et de craintes accrues des ménages sur l'emploi.

## INFLATION : PAS DE RETOUR À LA CIBLE AVANT 2028

L'inflation (CPI) dépasserait les +2% a/a jusqu'en 2028 au moins, selon nos prévisions, avec un pic à +3,3% a/a à la mi-2026 pour les indices *headline* et sous-jacent. La hausse a été amorcée en avril 2025, le CPI passant de +2,3% à +3,0% a/a en septembre (+2,8% à +3,0% pour le

<sup>1</sup> La publication des données officielles a été perturbée par le *shutdown* fédéral. Le PIB du T3 et les chiffres d'emploi et d'inflation CPI de novembre ne sont pas disponibles à ce jour.  
<sup>2</sup> Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

core). Les droits de douane supplémentaires constituent le facteur principal, du fait de l'accroissement du tarif effectif moyen sur les importations (15,9% contre 2,3% en 2024, même si les recettes effectivement collectées indiquent 11,5% pour le moment). Toutefois, jusqu'ici la transmission aux prix à la consommation s'est révélée moins forte que prévu. La détérioration des perspectives des ménages pourrait avoir occasionné une absorption plus importante des hausses de droits de douane par les entreprises. Néanmoins, la désinflation serait lente après le pic de la mi-2026, le CPI atteignant +2,5% a/a au T4 2027, au-dessus du niveau « pré-tarifs » d'avril 2025.

### LA FED AU DÉFI DE LA NEUTRALITÉ

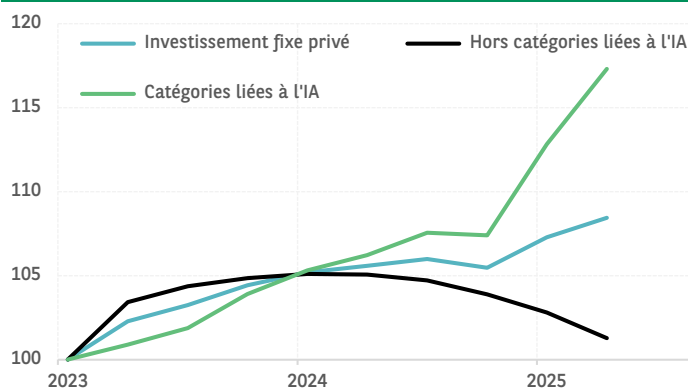
La Réserve fédérale (Fed) a repris, en septembre 2025, son assouplissement monétaire du fait du rééquilibrage des risques entre emploi et inflation, procédant à trois baisses de taux (-25 pb) et réduisant un biais restrictif. Nous anticipons une dernière baisse en mars 2026, avec une cible de taux à +3,25% - +3,50% (légèrement en-dessous de notre estimation du taux neutre, de 3,75%). Les risques sont orientés vers davantage d'assouplissement, du fait du biais pour l'emploi des membres les plus influents du FOMC. Par ailleurs, le comité est très divisé à propos des baisses de taux dans un contexte de persistance de l'inflation. Dans le même temps, l'USD devrait s'affaiblir modérément face à l'euro (1,20 fin 2026, contre 1,16 à ce jour) sur fond de croissance plus importante que prévu dans la zone euro (*voir le chapitre*) et de réduction du différentiel de taux directeur.

La décision de la Cour suprême (SCOTUS) dans l'affaire Trump vs. Cook et le remplacement du président J. Powell sont des enjeux majeurs pour l'avenir de la politique monétaire. Un jugement favorable à l'administration accorderait un pouvoir discrétionnaire étendu au président américain sur la composition du FOMC, alors que le futur président de la Fed pourrait être choisi pour son biais en faveur de l'assouplissement. Un autre risque tient à la possibilité de démissions au *board*, dont celle de J. Powell, qui, pouvant occasionner une recomposition plus profonde, ouvrant la porte à un changement de structure institutionnelle et à une forte perte d'indépendance. Il pourrait alors en résulter une érosion de la crédibilité de la Fed et de son engagement pour la stabilité des prix. Toutefois, ce n'est pas notre scénario (voir l'éditorial, [Fed : l'héritage de Powell devrait lui survivre](#)) : les décisions resteraient guidées par les fondamentaux économiques, malgré un déséquilibre persistant en faveur de la partie « emploi » du mandat dual.

### UNE IMPULSION BUDGÉTAIRE MODÉRÉMENT NÉGATIVE

Le déficit budgétaire total atteindrait 6,5% du PIB en 2025 et 6,3% en 2026, des niveaux particulièrement élevés mais en repli (7,0% en 2024) du fait de la réforme des emprunts étudiants et de la hausse des revenus douaniers. Ces derniers devraient permettre de réduire le déficit primaire, fluctuant entre 1,0% et 1,5% du PIB entre 2025 et 2027, mais restent mouvants (exemptions récentes sur l'alimentaire) et incertains (voir ci-après). Dans le même temps, la charge d'intérêts pèse sur le déficit total (5,0% du PIB en 2026, en hausse ininterrompue depuis 2020). L'impulsion budgétaire a des effets distributifs négatifs pour la croissance et participe de l'économie « en forme de K » : les tarifs douaniers sont supportés par les ménages les plus modestes, et le *One, Big, Beautiful Bill Act* (OBBA) prolonge essentiellement une fiscalité favorable aux hauts revenus. Ainsi, la hausse du ratio de dette publique devrait se poursuivre (126,4% du PIB en 2027 contre 124,7% en 2025), mais sera limitée par une croissance nominale toujours élevée. Par ailleurs, le risque d'un nouveau *shutdown* est élevé. La réduction du déficit et les baisses de taux du FOMC ne devraient pas enrayer l'accroissement de la pression obligatoire en 2026. Selon nos projections, les taux à 10 et 30 ans atteindraient, respectivement, 4,5% et 5,0% au T4 2026, contre 4,2% et 4,8% au 9 décembre. La persistance de l'inflation et des déficits, avec une croissance meilleure que prévu contribuent à cette

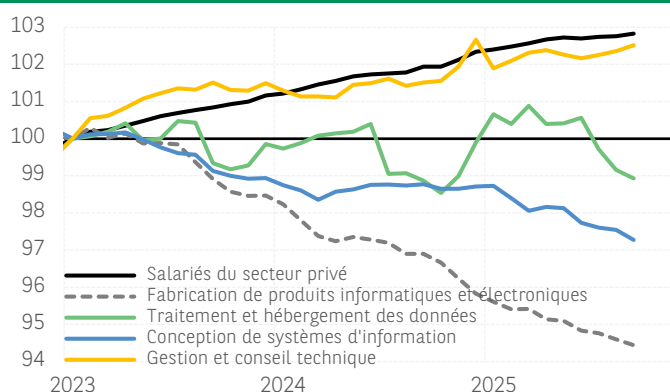
### PIB AMÉRICAIN : UN INVESTISSEMENT EN FORME DE K (100 = T1 2023)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, CALCULS BNP PARIBAS

### ÉTATS-UNIS : L'EMPLOI DES SECTEURS LIÉS À L'IA EN DÉLICATESSE (100 = 01/2023)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

prévision. Par ailleurs, le T3 a vu une modération de l'absorption de la dette américaine par les investisseurs étrangers, dont la demande s'est élargie en volume mais modérée en proportion des émissions nettes du Trésor, particulièrement importantes après le relèvement du plafond de la dette cet été.

### COMMERCE EXTÉRIEUR : L'INCERTITUDE RESTE SIGNIFICATIVE

Les données disponibles pour le T3 (juillet, août) placent la balance commerciale à USD -68,9 mds en moyenne mensuelle, contre -75,2 en 2024. Les importations s'inscrivent dans la lignée du T2 qui fut marqué par un net contrecoup insécuteur au *frontloading* du T1, et les exportations sont généralement stables depuis janvier. Un équilibre relatif apparaît sur la question des tarifs douaniers, avec, notamment, une trêve d'un an (jusqu'au 10 novembre 2026) avec la Chine. L'incertitude en matière commerciale a donc nettement reflué depuis le pic du printemps 2025, mais dépasse largement niveau pré-tarifs. Cependant, il existe une forte possibilité d'invalidation des tarifs réciproques ouvrant la porte à davantage de tarifs sectoriels compensatoires. Enfin, d'autres tarifs sectoriels sont possibles, notamment sur les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques.

Achevé de rédiger le 11 décembre 2025

Anis Bensaidani et Céline Choulet



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change