ÉTATS-UNIS

UNE EXPANSION À L'ÉPREUVE DES CHOCS

La croissance américaine se maintient malgré les chocs successifs. Elle devrait atteindre, selon nos prévisions, 2,2% en 2026 et 2,3% en 2027. Son principal moteur reste l'investissement lié à l'intelligence artificielle (IA) qui n'est nullement affecté par le choc énergétique. Le marché du travail se caractérise par une nette amélioration des créations d'emplois et la baisse du taux de chômage. L'inflation sous-jacente demeure rigide et au-dessus de la cible de la Réserve fédérale (Fed). Dans ces conditions, la Fed a initié un cycle de hausses de taux en septembre, qui porterait la cible des Fed Funds à 4,50% (limite supérieure) au T1 2027, d'après notre scénario. Dans le même temps, les taux longs subissent une pression haussière.

LE CHOC ÉNERGÉTIQUE N'ENRAYE PAS LA CROISSANCE

Portée par l'investissement lié à l'IA, la croissance américaine résiste malgré la hausse de l'inflation énergétique : nous l'anticipons à 2,2% en 2026 et 2,3% en 2027 en moyenne annuelle. Le cycle d'investissement lié à l'IA[1] (+14,8% a/a au S1 2026) devrait se poursuivre, assorti de possibles gains de productivité. Les autres segments de l'investissement privé (dont l'immobilier résidentiel) restent, en revanche, atones. Par ailleurs, le renchérissement du coût du capital pourrait accentuer son « profil en K ». La consommation des ménages devrait bénéficier, dans son ensemble, du rebond des créations d'emplois et se maintenir au-dessus de 2% a/a à l'horizon fin 2027. Au S1 2026, elle a résisté au regain d'inflation du fait de l'augmentation moyenne de 11,5% a/a des remboursements d'impôts et d'un taux d'épargne au plus bas depuis 2022 (2,8% au T2).

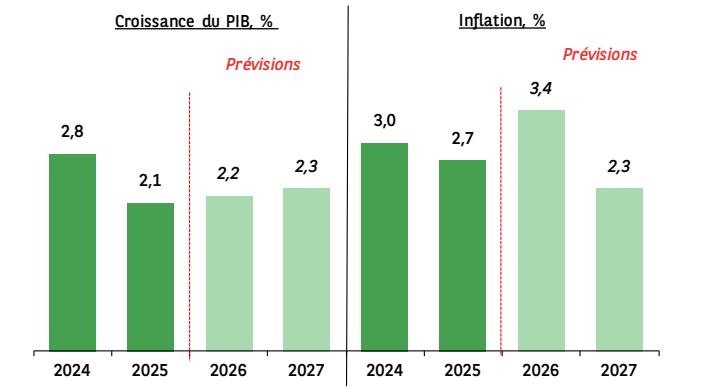
DES LEVÉES DE CAPITAUX RECORD PORTÉES PAR L'IA

Cette année, les investissements liés à l'IA stimulent des levées de fonds massives des entreprises sous forme d'emprunts, d'émissions obligataires ou d'actions. Le mouvement devrait se poursuivre tant les besoins paraissent colossaux, même si les primes de risque sur le marché obligataire commencent à s'élargir. D'après leurs déclarations, les cinq géants de la tech pourraient investir près de USD 900 mds cette année et plus de USD 1000 mds l'an prochain, soit plus du double de 2025. Encouragées par l'assouplissement de la réglementation, les grandes banques américaines ont annoncé qu'elles mobiliseraient d'importantes ressources pour soutenir les projets jugés stratégiques pour les États-Unis (IA, défense, énergie, infrastructures). Si le financement du boom de l'IA semble insensible à la hausse des taux longs, cette dernière devrait continuer de peser sur la demande de crédits hypothécaires des ménages. Depuis le début du conflit au Moyen-Orient, la hausse des taux hypothécaires à 30 ans atteint +78 pb (à 6,76% début septembre). Les prêts à la consommation sont, en revanche, restés dynamiques au S1 2026 et soutiennent les dépenses des ménages.

UNE CROISSANCE À DEUX VITESSES DANS L'INDUSTRIE

La production industrielle a légèrement rebondi en 2025 (+1,1%), portée par l'IA et l'aérospatial. Elle accélérerait à +1,5% en 2026 et +2% en 2027 selon nos prévisions. L'investissement en IA soutient l'électronique, tandis que l'aéronautique (civil et militaire) rebondit avec le traitement des retards de commandes et la hausse des besoins dans la défense. En revanche, les secteurs exposés à l'augmentation des droits de douane (acier, aluminium, automobile notamment) restent au second plan, à rebours de l'objectif de ces mesures. Ce momentum positif de la production industrielle, bien que concentré, devrait se maintenir, conforté par le rebond du climat des affaires. L'ISM manufacturier est en zone d'expansion depuis début 2026, et ce malgré les pressions continues sur les prix et les chaînes d'approvisionnement.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

MARCHÉ DU TRAVAIL : UN TAUX DE CHÔMAGE BAS ET ORIENTÉ À LA BAISSE

Les créations d'emplois (*nonfarm payrolls*) rebondissent, à +80k (moyenne mensuelle) depuis le début de l'année, contre +10k en 2025. Ces créations ne se limitent plus aux services de santé. Si on exclut ces derniers, elles progressent de +38k en moyenne en 2026 contre -47k en 2025. L'industrie et la construction, deux secteurs portés par l'IA, contribuent à ce rebond. En parallèle, la population active n'augmente plus depuis janvier 2025 en raison du repli de la main-d'œuvre née à l'étranger (-4,2% en cumulé sur la période). Hors Covid-19, le taux d'activité évolue au plus bas depuis la décennie 1970, autour de 61,5%. Le rebond de la demande de travail et la pression persistante sur l'offre ont ramené le taux de chômage à 4,1% en août 2026 (-0,3pp depuis le début de l'année). Il reculerait à 3,9% fin 2027 selon nos prévisions (4,2% correspond à une situation de plein-emploi selon le CBO) grâce à des créations d'emplois de l'ordre de 40k – 60k/mois.

INFLATION : STRUCTURELLEMENT AU-DESSUS DE LA CIBLE

La hausse du prix du pétrole a provoqué un rebond de l'inflation CPI. C'est la contribution de la composante énergétique (+1,2 pp) qui explique pour l'essentiel la hausse de l'inflation depuis février. Une décélération a été observée (de +4,2% à +3,4% a/a) entre le pic de mai et août. Elle devrait se poursuivre du fait d'effets de base sur le prix de l'énergie. Nous anticipons le point bas à +1,8% a/a au T2 2027 avant une stabilisation autour de +2,3% a/a au cours de l'année.

1 Il inclut : énergie et communications, centres de données (structures) ; équipements informatiques et périphériques, équipements de communication (équipements) ; logiciels, recherche et développement (produits de la propriété intellectuelle).

L'inflation sous-jacente, quant à elle, resterait au-dessus de la cible de 2% de la Fed, et au-dessus de +2,5% a/a en 2027. Cela souligne le caractère structurel de l'inflation au-delà des fluctuations de court terme liées à l'énergie. Les services hors logement montreraient une forte inertie avec une inflation qui oscillerait autour de +3% a/a d'ici à fin 2027. Le potentiel de désinflation semble également limité pour les services liés au logement, la hausse des loyers ne montrant pas de signes d'accalmie. Enfin, l'inflation sur les biens hors énergie freine avec la dissipation des effets liés aux droits de douane. Mais le cycle de l'IA se traduit, au contraire, par une pression haussière via le renchérissement global des produits électroniques.

FED : FEU VERT AUX HAUSSES DE TAUX

Le FOMC a entamé un cycle de hausses de taux. La cible des Fed Funds a été réhaussée à 4,0% (+25pb) lors de la réunion de septembre, et nous anticipons deux hausses additionnelles qui porteraient le taux directeur à 4,5% en janvier 2027. Ces trois hausses (permises par les développements rassurants pour l'emploi et l'activité) visent à inverser les trois baisses de 2025 décidées pour contrer les « risques baissiers » sur le marché du travail d'alors. Ainsi, le Comité peut recalibrer sa politique en direction de la « stabilité des prix » et traduire, par les décisions de taux, la priorité donnée à cet objectif dans ses communications. Les risques sont orientés vers davantage de resserrement monétaire : dans notre scénario central, l'inflation sous-jacente resterait rigide et la baisse du chômage donnerait au FOMC une marge de manœuvre pour aller plus loin dans les hausses de taux.

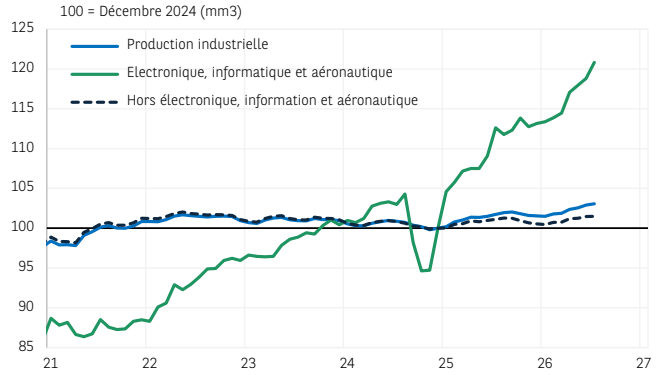
FINANCES PUBLIQUES : DÉTÉRIORATION TENDANCIELLE ET TENSIONS SUR LES TAUX LONGS

Le déficit fédéral se creuserait de 0,7pp à -6,6% du PIB en 2026 (de 0,4pp à -3,1% pour le déficit primaire) selon nos estimations, pénalisé par la baisse des revenus liés aux droits de douane (remboursement des droits déjà perçus et recettes inférieures aux anticipations). En 2027, la fin de cet effet exceptionnel permettrait une amélioration, à la marge, à -6,3% (à -2,8% pour le déficit primaire). Le poids croissant de la charge d'intérêts (3,5% du PIB en 2026 et 3,6% en 2027, après 3,2% en 2025) et du conflit en Iran (sur le budget militaire) pèse sur le solde budgétaire et sur la dynamique de l'endettement fédéral. Ce dernier poursuit sa hausse tendancielle, sans inflexion particulière, au-delà de 100% du PIB (101,9%, soit +3,3pp, en 2026 ; 103,5% en 2027). Il devrait atteindre 110% à la fin de la décennie sur fond de déficits budgétaires proches de 6% du PIB à politique budgétaire inchangée.

Par ailleurs, les élections de mi-mandat (qui renouvellent intégralement la Chambre des représentants et un tiers du Sénat) pourraient aboutir à un Congrès divisé ou à un basculement des deux chambres en faveur du Parti démocrate. Le premier scénario accroîtrait le risque de blocage législatif, tandis que dans le second le droit de veto présidentiel limiterait la capacité du camp démocrate à infléchir la politique budgétaire.

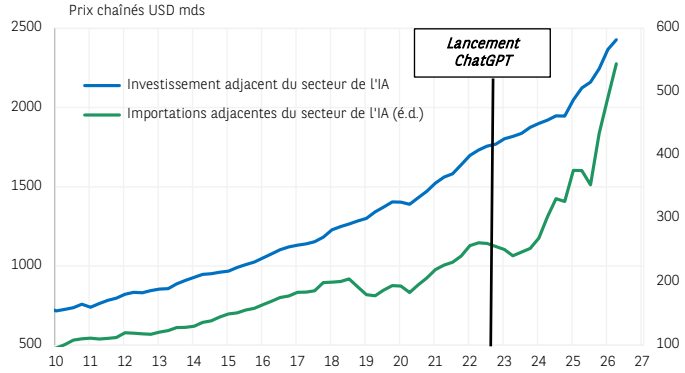
Dans ce contexte, la pression obligataire devrait se poursuivre dans les prochains mois. Les émissions de *Treasuries* s'accroissent, alimentées par des besoins de dépense en hausse (IA, défense, chaînes d'approvisionnement, etc.). En face, la déformation de la typologie des investisseurs accroît la volatilité de la demande, et les émissions des entreprises du secteur de l'intelligence artificielle intensifient la concurrence pour les capitaux. Nous anticipons un taux à 10 ans à 4,95% au T1 2027, avant une légère détente permise par les hausses de taux de la Fed qui crédibiliseraient l'objectif de stabilité des prix. Selon notre prévision, ce taux resterait toutefois proche d'un plus haut depuis 20 ans, à 4,80% au T4 2027.

La production industrielle est soutenue par le cycle de l'IA et le secteur aérospatial



GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Les importations liées à l'IA accélèrent plus vite que l'investissement associé



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

LES ÉTATS-UNIS IMPORTENT LEUR CROISSANCE

Le déficit commercial américain est récemment reparti à la hausse. Il devrait peser en 2026, d'après nos prévisions, autant dans le PIB qu'en 2024 (4,4%). Cette dynamique s'explique par les importations de biens d'équipement liées à l'IA, qui sont passées de 1,2% à 2,1% du PIB entre 2022 et 2026. L'investissement en IA est, en effet, intensif en produits importés (Graphique 3), ce qui atténue son effet positif sur la croissance et met en lumière la dépendance extérieure des États-Unis dans un cycle dont ils sont pourtant le fer de lance.

Les droits de douane additionnels n'ont pas permis d'inverser la trajectoire du déficit commercial. Par ailleurs, les tarifs IEEPA invalidés par la Cour suprême ont été remplacés, en juillet 2026, par des tarifs « Section 301 » (travail forcé) de 10% à 12,5%. Ceux-ci visent 60 pays et s'ajoutent à des tarifs sectoriels existants (acier, aluminium, automobile). Au terme de ces ajustements, le taux statutaire (mesuré sur la structure des importations de 2024) est resté légèrement supérieur à 10%. Les principaux risques tiennent à la possibilité de nouveaux droits de douane sectoriels et à la renégociation de l'USMCA.

Achevé de rédiger le 17 septembre 2026

Anis Bensaidani
anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet
celine.choulet@bnpparibas.com