

ÉDITORIAL

3

HUIT RAISONS POUR LESQUELLES LA FED DEVRAIT RELEVÉ SES TAUX

Le FOMC des 15 et 16 septembre prochains devrait marquer un point de bascule et se conclure par la première hausse de taux de la Réserve fédérale depuis mai 2023. Si des raisons économiques ont permis jusqu'ici de temporiser et prolonger le *statu quo* - des signaux défavorables sur le front de l'emploi, d'autres encourageants sur celui de l'inflation - les conditions d'un recalibrage semblent aujourd'hui réunies.

Entre janvier et le 11 septembre, sur un échantillon de près de 90 banques centrales dans le monde, 25 ont baissé leurs taux directeurs (-85 points de base en moyenne cumulée), 25 les ont augmentés (+75 pb en moyenne cumulée) et 36 n'y ont pas touché. La Réserve fédérale américaine fait partie du dernier groupe, celui du *statu quo*, tandis que la BCE a relevé son taux par deux fois. Laquelle de la Fed ou de la BCE dénote ? De prime abord, le *statu quo* de la Fed semble plus difficile à justifier que le relèvement de la BCE : la croissance et l'inflation américaines sont, en effet, significativement plus élevées qu'en zone euro. Alors pourquoi la situation justifierait-elle une hausse de taux pour l'une et pas (encore) pour l'autre ? L'explication réside dans le mandat dual de la Fed et son inquiétude plus marquée jusqu'à récemment pour la composante « emploi maximal » plutôt que vis-à-vis de la stabilité des prix.

La Fed se démarquera-t-elle encore de ses pairs cette semaine alors que la BCE a procédé à une nouvelle hausse le 10 septembre, et qu'un resserrement supplémentaire de la BoJ (17-18 septembre) est largement anticipé ? Par ailleurs, si l'on s'attend à un *statu quo* de la BoE (qui se réunit aussi ce jeudi 17), le vote s'annonce serré (6-3 selon nos prévisions, voire 6-4) et le ton *hawkish*. D'après notre nouveau scénario central, la Fed rejoindrait le camp des *hikers* cette semaine : elle n'attendrait plus décembre 2026 pour amorcer le (court) cycle de (trois) hausses de taux (de 25 pb chacune) que nous anticipons depuis plusieurs mois. L'issue du FOMC des 15-16 septembre demeure toutefois relativement incertaine : les conditions pour un réajustement monétaire seront-elles réunies aux yeux de la Fed, comme nous le pensons ?

CE QUI A RETENU LA FED JUSQU'ICI ? DES SIGNES DE FAIBLESSE DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET LA FORME EN K DE LA CROISSANCE

La croissance américaine évolue à un rythme plutôt élevé (2,2% en moyenne en glissement annuel depuis le T1 2025, le double de la zone euro) mais ses bases sont étroites et dépendent largement de l'essor de l'intelligence artificielle. Ce secteur dope l'investissement productif des entreprises américaines (avec, en contrepartie, des importations importantes), tandis que les effets de richesse découlant de la forte progression des indices boursiers, tirés par les valeurs de la *tech*, soutiennent, en grande partie, la consommation des ménages les plus aisés. À l'inverse, celle des plus modestes est à la peine, contrainte et affectée par la cherté du coût de la vie.

Forte en apparence mais fragile sous la surface, cette caractéristique de la croissance américaine a probablement contribué à faire pencher la balance en faveur du *statu quo* monétaire jusqu'ici. La Fed ne voulait probablement pas prendre le risque d'enrayer le moteur de l'IA ni accroître les difficultés financières des plus modestes.

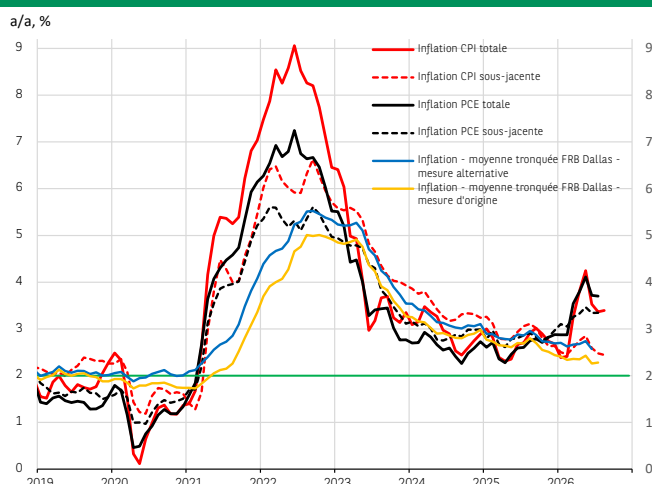
L'idée a aussi émergé que cette croissance forte, portée par les gains de productivité (supposément issus du déploiement de l'IA¹), puisse être désinflationniste, et non inflationniste. Cette thèse n'est, pour l'heure, pas validée par les chiffres. Au contraire, le déploiement de l'IA apparaît plutôt inflationniste à court terme, ce qui devrait amener la Fed à reconsidérer sa position.

Comme la croissance, le marché du travail américain a une face favorable et une autre plus préoccupante. La première est le taux du chômage bas et son orientation en baisse depuis quelques mois (qui devrait se poursuivre selon nos prévisions). La seconde tient à la volatilité et à la relative faiblesse des créations d'emplois jusqu'au mois de juillet, aux pressions baissières sur l'offre de travail ainsi qu'à l'équilibre inconfortable d'un régime combinant licenciements et créations d'emplois faibles. La Fed s'est montrée plus sensible à ces fragilités conformément à son mandat dual.

L'INFLATION ÉLEVÉE, MAIS ORIENTÉE EN BAISSÉ SELON CERTAINES MESURES ALTERNATIVES, ET DES ANTICIPATIONS ANCRÉES ONT AUSSI AMENÉ LA FED À TEMPORISER

L'inflation américaine est élevée et bien au-dessus de la cible de 2% depuis six ans selon les métriques les plus connues, des mesures alternatives étant plus proches de la cible (cf graphique 1). L'orientation, les déterminants et la composition de l'inflation importent également.

Indicateurs d'inflation aux États-Unis : des progrès mais ils restent au-dessus de la cible de 2 %



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BEA, FRB DALLAS, MACROBOND, BNP PARIBAS

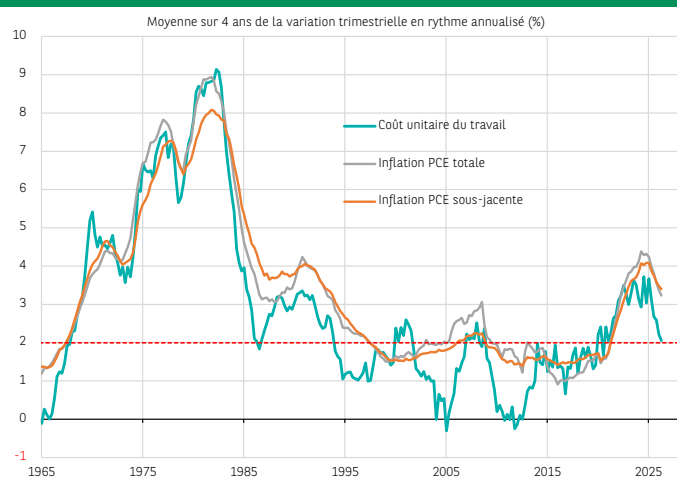
1 Les gains de productivité américains sont importants mais les attribuer au boom de l'IA est prématuré : cf. notre [Graphique de la Semaine du 27 mai 2026 États-Unis : Une croissance de la productivité du travail appelée à durer](#).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

États-Unis : désinflation en cours à en croire l'évolution du coût unitaire du travail



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BEA, MACROBOND, BNP PARIBAS

S'agissant de son orientation, les données de juin et juillet l'ont fait repartir légèrement à la baisse, un signal encourageant plutôt conforté par la stabilité (ou l'absence de hausse) du mois d'août (3,4% en glissement annuel pour le CPI *headline* et inflation sous-jacente en léger reflux de 2,5% à 2,4% a/a).

En revanche, si l'on regarde l'évolution des coûts unitaires du travail, un déterminant essentiel, comme le fait Richard Clarida (ancien vice-gouverneur de la Fed)², l'inflation apparaît clairement orientée à la baisse, avec la perspective d'une poursuite de la désinflation (cf graphique 2).

Enfin, concernant sa composition, la remontée actuelle de l'inflation est assez largement due au choc d'offre, haussier, sur les prix de l'énergie, provoqué par le conflit en Iran. Cette évolution ne nécessite pas de réaction immédiate de la part de la banque centrale³ tant que les anticipations d'inflation restent ancrées – ce qui est le cas pour le moment – et à la condition expresse que la poussée d'inflation reste transitoire, ne se généralise pas et n'entraîne pas d'effets de second tour. Or, cette dernière exigence ne peut être tenue totalement pour acquise à l'horizon des prochains mois. En cause : les tensions persistantes sur les prix de l'énergie combinées à la résistance de la croissance américaine.

POURQUOI LE STATU QUO MONÉTAIRE NE TIENT PLUS ? POUR SEPT RAISONS AU MOINS

Une combinaison d'éléments justifie que la Fed remonte ses taux directeurs dès septembre. Selon nous, elle aurait d'ailleurs déjà dû le faire au regard des données économiques et de l'inflation.

Premièrement, l'environnement actuel est complètement différent et nettement plus favorable que celui qui prévalait au moment des trois baisses de taux préventives de la fin 2025. Défaire cet assouplissement est amplement justifié aujourd'hui. **Deuxièmement**, le rythme de la croissance est bien supérieur à son potentiel. S'y ajoutent, **troisièmement**, l'orientation en baisse du taux de chômage, **quatrièmement**, l'inflation nettement au-dessus de la cible et, **cinquièmement**, le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation.

2 Article du 19 août 2026 dans le *Financial Times* : [The key inflation signal for investors](#).

3 Voir ce papier de la BRI pour une synthèse générale récente des termes du débat : [Energy shocks and inflation: challenges for monetary policy](#), 5 août 2026.

4 65 mois de dépassement de la cible pour l'inflation sous-jacente PCE.

Sixièmement, l'équilibre des risques entre les deux composantes du mandat de la Fed a bougé : la dissipation des inquiétudes vis-à-vis de l'emploi remet au premier plan la prégnance des risques haussiers sur l'inflation.

Septièmement, la politique monétaire américaine est vraisemblablement trop accommodante, à un degré, certes, difficile à évaluer précisément faute de connaître le niveau du taux neutre (compris, d'après nos estimations, dans une fourchette de 3,25 % à 4,25% en termes nominaux). Mais il est clair que les gains de productivité élevés actuels le poussent à la hausse. Un recalibrage de la politique monétaire paraît donc nécessaire pour ramener la cible des *Fed Funds* (3,50-3,75% aujourd'hui) au moins vers la fourchette haute de notre estimation du taux neutre, voire l'emmener en zone restrictive.

HUITIÈMEMENT, LA FED DOIT JOINDRE LE GESTE À LA PAROLE

S'agissant de l'issue du FOMC des 15-16 septembre, Kevin Warsh a montré son peu d'appétence pour prendre des décisions en réaction aux dernières données. Il souhaite une Fed moins *data-dependent* et plus guidée par les tendances de fond. C'est recevable et une telle réorientation pourrait advenir à la suite des groupes de travail lancés par le nouveau *Chairman*. Mais, outre le fait que K. Warsh ne décide pas seul, les dernières données pour le mois d'août penchent en faveur d'une hausse de taux : c'est clair au regard du fort rebond des créations nettes d'emplois salariés non agricoles, mais aussi de l'inflation, dans la mesure où la variation mensuelle (corrigée des variations saisonnières) du CPI sous-jacent (+0,29%) dépasse le seuil déclencheur que nous avons identifié d'un « gros » 0,2%. En fait, la persistance même de l'inflation à un niveau élevé⁴, combinée à un environnement économique intérieur comme extérieur qui demeure inflationniste, plaide pour une remontée de la cible des *Fed Funds*.

Il s'agirait aussi pour Kevin Warsh de joindre le geste à la parole. C'est l'occasion de conforter la crédibilité de son discours à Jackson Hole et son engagement renouvelé à veiller à la stabilité des prix. Il s'agit également de ne pas rajouter de la tension et de la nervosité à celles que subissent actuellement les marchés obligataires, quelle qu'en soit l'origine. Si la Fed prend en compte le signal des marchés – comme Kevin Warsh semble enclin à le faire lorsqu'il considère que la remontée des taux longs fait une partie du travail de la banque centrale et lorsqu'il souligne l'ancrage rassurant de leurs anticipations d'inflation –, elle doit remonter ses taux directeurs sans plus tarder. Les conditions économiques le justifient mais c'est aussi une question de gestion des risques.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change