

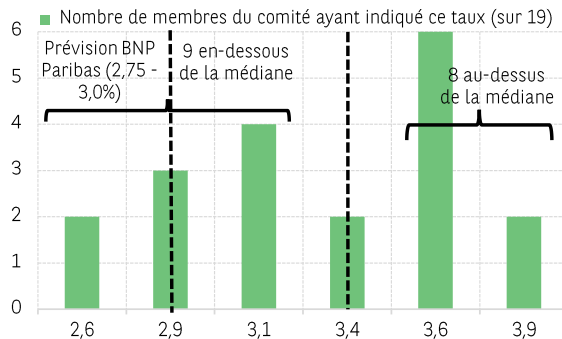
EcoFlash

Fed : assouplissement sous contraintes

À l'issue du FOMC des 16-17 septembre 2025, et comme largement anticipé, la Fed a réduit son taux directeur de 25 pb, tout en réaffirmant son indépendance. Si le net ralentissement des créations d'emplois a amené la Fed à abaisser sa cible de taux pour la première fois en 2025, elle a réaffirmé que ses futures décisions resteraient gouvernées par les données. Les risques baissiers pesant sur le marché du travail laissent, selon nous, peu de doutes sur la poursuite de la détente monétaire. Nous anticipons deux nouvelles baisses de 25 pb en octobre et décembre, portant la cible de taux à +3,5% - +3,75%, ce qui est aligné avec les anticipations des marchés. L'assouplissement devrait toutefois rester limité dans le temps et dans son ampleur, sous la contrainte du rebond effectif et attendu de l'inflation.

Comme prévu : la réunion du FOMC des 16-17 septembre 2025 a abouti à la baisse (-25 pb), unanimement attendue, de la cible de taux à +4,0% – +4,25%. La Fed diminue son taux directeur pour la première fois de l'année, après une diminution cumulée de 100 pb en cumulé entre septembre et décembre 2024. La nette détérioration du marché du travail et les risques baissiers entourant les perspectives d'évolution ont conduit la Fed à adopter une approche dite de « *risk management* » et à prioriser cette composante de son mandat dual par rapport aux risques haussiers pesant sur l'inflation¹. Contrairement à la précédente réunion du FOMC (fin juillet), marquée par deux votes dissidents (les gouverneurs M. Bowman et C. Waller, favorables à une baisse), celui-ci n'en a connu qu'un seul, mais remarquable puisqu'il s'agit de celui de S. Miran, gouverneur intérimaire fraîchement confirmé, qui a voté en faveur de -50 pb.

Risque inflationniste et situation du marché du travail ne sont pas alignés : Concernant l'inflation, la situation est bien différente d'il y a 1 an (lorsque la Fed avait abaissé de 50 pb sa cible de taux en réaction à un mauvais rapport sur l'emploi). Cette fois, la Fed opte pour la baisse des taux alors que l'inflation remonte sans même être revenue à la cible. L'inflation a atteint 2,9% a/a en août selon l'indice des prix à la consommation (CPI, contre 2,5% il y a un an) et 3,1% selon l'indice sous-jacent (3,2% un an plus tôt) et elle devrait continuer d'augmenter, avec un pic à 3,6% sur le CPI et le sous-jacent, que nous anticipons en mai 2026. Or, en même temps, les développements sur l'emploi sont plus préoccupants aujourd'hui (*nonfarm payrolls* à +64k en moyenne semestrielle en août 2025 contre +116k en août 2024, révisés à +132k par la suite). Le communiqué de septembre 2025 introduit notamment une référence nouvelle aux « risques baissiers » en la matière, qui n'était pas présente lors de la précédente phase de baisse des taux en 2024.



Graphique : Distribution des projections des membres du comité sur le niveau du taux des Fed Funds à la fin 2026
(sources : *Summary of Economic Projections* de la Réserve fédérale, BNP Paribas)

Gestion des risques... et des désaccords : Le *Summary of Economic Projections* (SEP) explicite l'approche par la gestion des risques, présentée comme telle par le président de la Fed, J. Powell, pour justifier la baisse de taux. Les projections indiquent que neuf membres du comité anticipent deux baisses supplémentaires avant la fin de l'année 2025 (et un *outlier* à 5), en dépit de révisions haussières, tant des projections d'inflation en 2026² que de croissance en 2025 et 2026³. Dans le même temps, la prévision de chômage est inchangée à 4,5% cette année et légèrement abaissée (de -0,1pp par an) pour 2026 et 2027 (4,4% et 4,3%). Toutefois, cette stabilité apparente du taux de chômage reflète des développements adverses à la fois sur la demande et sur l'offre de travail⁴, ce qui contribue aux risques baissiers. Ces derniers expliquent le choix de l'assouplissement malgré l'accélération de l'inflation. En effet, dans l'esprit de J. Powell, ces risques baissiers sur l'emploi impliquent que l'inflation ne devrait pas se révéler persistante (autrement dit, que la remontée due aux droits de douane ne devrait pas entraîner d'effets de second tour). La projection médiane des *Fed Funds* pour la fin 2025, qui incorpore deux baisses de taux, masque

¹ Voir notre EcoFlash du 05/09 : [États-Unis : l'été maussade de l'emploi va pousser la Fed à agir](#)

² +0,2pp à +2,6% a/a pour l'inflation PCE *headline* et sous-jacente au T4, après +3,0% et +3,1% en au T4 2025.

³ +0,2pp à respectivement +1,6% et +1,8% au T4.

⁴ Voir notre EcoFlash du 06/08 : [États-Unis : vigilance orange pour l'activité](#)

toutefois le fait que 9 membres sur 19 se situent en-deçà de ce nombre de baisses, dont six membres en faveur d'une absence de mouvement supplémentaire. Cet écart de points de vue est encore plus marqué en 2026, avec un *median dot plot* à +3,4% pour la fin de l'année, qui n'est, en réalité, la projection de seulement deux membres du FOMC (8 se situent au-dessus et 9 en-deçà – voir *graphique*). Dans ce contexte, une prochaine baisse de taux ne peut être considérée comme acquise et dépendra de l'évolution future des créations d'emplois.

Scénario BNP Paribas : Nous n'envisageons pas d'amélioration du marché du travail à court terme et anticipons une nouvelle baisse de taux (-25 pb) par réunion du FOMC d'ici la fin 2025, portant la cible de taux à +3,5% – +3,75%. Le processus se poursuivrait au S1 2026, compte tenu de l'affaiblissement anticipé de l'économie américaine, pour aboutir à un taux terminal de +3,0% (limite supérieure de la fourchette des *Fed Funds*) en juin. L'emphasis mise par la Fed sur la composante « emploi maximal » de son mandat dual suggère qu'un assouplissement plus ample et plus rapide pourrait advenir en cas de détérioration plus prononcée des données associées, notamment une remontée plus nette du taux de chômage.

Anis Bensaidani

Économiste États-Unis, Japon

anis.bensaidani@bnpparibas.com