AVIS D'EXPERT

Marché de l'emploi américain : quand la tendance est bonne

L'analyse de Florent Wabont

CHEF ÉCONOMISTE CHEZ DNCA FINANCE. ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 12/11/2026.

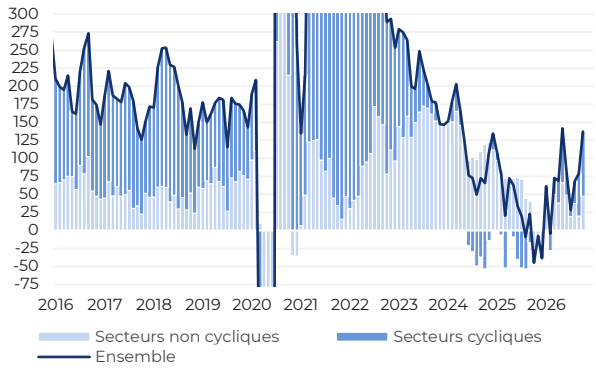


Florent Wabont

En octobre, 165 000 créations d'emplois non agricoles ont été recensées aux États-Unis, soit plus du double de ce qu'anticipait le consensus. Après une relative déception en septembre, d'aucuns pourraient dès lors être tentés d'invoquer l'une des expressions les plus populaires en économie et en finance : « Un mois ne fait pas une tendance ». Pourtant, les données accumulées depuis plusieurs mois semblent bel et bien dessiner une tendance à la réaccélération du marché de l'emploi. L'occasion toute trouvée pour examiner ces chiffres et en tirer les implications concernant le cycle économique, les pressions inflationnistes et in fine… l'orientation future de la politique monétaire de la Banque centrale américaine.

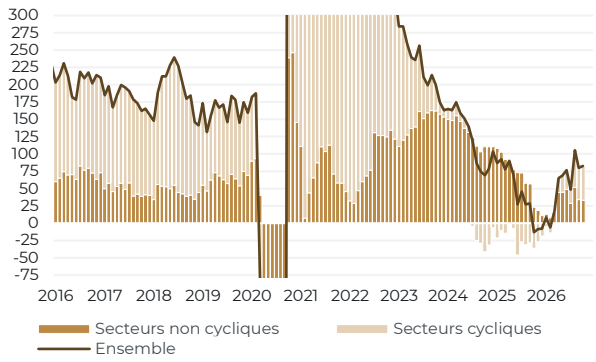
Après une première estimation faisant état de 29 000 embauches en septembre, contre 90 000 attendues, et une révision à la baisse de 60 000 emplois au cours des deux mois précédents, le marché du travail américain semblait avoir perdu de sa vigueur. Le rapport du mois d'octobre et ses 165 000 emplois créés, pour 70 000 attendus, couplé à une révision haussière de 84 000 pour les deux mois précédents (incluant donc le mois de septembre) ont ensuite modifié cette lecture. Un mois ne fait pas une tendance et deux non plus d'ailleurs. En revanche, les créations d'emplois calculées en moyenne sur trois et six mois glissants laissent apparaître une tendance plus franche à la réaccélération du marché du travail américain (voir graphiques 1 et 2).

Graphique 1 : Création d'emplois non agricoles sur 3 mois glissants



Source : BLS.[1]

Graphique 2 : Création d'emplois non agricoles sur 6 mois glissants



Source : BLS.[1]

Le marché de l'emploi américain s'est contracté au cours du second semestre 2025, dans le sillage notamment de l'incertitude générée par la guerre commerciale et l'instauration de droits de douane records ainsi que par les

[1]Les secteurs non cycliques sont composés des emplois dans le domaine gouvernemental, de l'éducation et dans les services de santé. Le reliquat est attribué aux secteurs cycliques. Les échelles sont représentées en milliers de personnes et sont volontairement tronquées. Dernières données mensuelles disponibles.

effets délétères du plus long *shutdown*[2] de l'histoire des États-Unis. Le rebond des créations d'emplois observé actuellement trouve ainsi son origine à l'issue de cette période et coïncide avec une atténuation de ces phénomènes, mais également avec les trois baisses de taux effectuées par la Fed[3] de septembre à décembre 2025 par crainte de voir le marché du travail se dégrader davantage.

Aussi, bien qu'entrecoupée par quelques à-coups liés à des événements climatiques ou des mouvements de grèves en début d'année, la part d'emplois créés dans des secteurs qualifiés de cycliques affiche une forte progression. Un renforcement de ce mouvement s'observe également depuis plusieurs mois, malgré un contexte géopolitique chahuté et des prix de l'énergie en hausse. Contrairement à la période 2022-2024, la répartition entre secteurs cycliques et non cycliques est désormais plus équilibrée. Cette meilleure composition s'accompagne cependant de quelques bémols. Si une dynamique favorable s'observe au sein du secteur manufacturier, celle-ci concerne encore majoritairement les sous-secteurs engagés dans le développement de l'intelligence artificielle (IA) et la construction des centres de données. L'émergence d'une franche réaccélération dans la partie manufacturière adjacente demeure à cet égard plus timide. En outre, certaines professions, notamment dans le domaine informatique, semblent par ailleurs avoir été négativement affectées par l'adoption de l'IA au sein des entreprises. Il reste toutefois difficile à ce stade de pouvoir démêler qui de l'IA, des « sur-recrutements » observés dans le secteur de la technologie en 2021-22 ou encore de l'incertitude générée par la guerre commerciale contribue le plus à cette faiblesse et dans quelle mesure.

D'autre part, le niveau moyen de créations d'emplois de ces derniers mois au regard des niveaux historiquement plus élevées par le passé pourrait amener à nuancer le phénomène. Il convient toutefois de noter que le durcissement de la politique migratoire américaine depuis 2025 a contribué à freiner la croissance de la population active. Par conséquent, il est désormais nécessaire de créer moins d'emplois qu'auparavant chaque mois pour absorber une plus faible croissance du nombre de nouveaux travailleurs et ainsi maintenir le taux de chômage inchangé. Les estimations chiffrées de ce nouveau référentiel varient grandement en fonction des différentes études et aboutissent à une fourchette comprise entre -3 000 et ~90 000, avec un point médian à ~50 000.

Cette réaccélération diffuse des créations d'emplois, couplée à ce nouveau référentiel, bien qu'encore incertain, amène finalement à qualifier la tendance actuelle de robuste, proche d'une situation compatible avec une légère surchauffe susceptible de déboucher sur un accroissement des pressions inflationnistes.

DÈS LORS, QUELLES IMPLICATIONS POUR LA FED ?

La Banque centrale américaine poursuit un double mandat : assurer la stabilité des prix, qui passe par l'atteinte d'une cible d'inflation de 2 %, tout en favorisant un taux d'emploi dit « maximum ».

À ce titre, le taux de chômage – calculé à partir d'une enquête différente de celle des créations d'emplois non agricoles – a diminué en octobre, passant de 4,18 % à 4,14 %. Depuis plusieurs mois maintenant, ce dernier gravite autour de niveaux similaires et se situe légèrement en-dessous des estimations du taux de chômage d'équilibre, suggérant également une forme de légère surchauffe. De plus, une décomposition de ce taux de chômage par facteurs explicatifs montre que la proportion de personnes ayant « perdu leur emploi ou achevé un emploi temporaire » a diminué en 2026, tandis que les autres catégories sont plutôt stables (démissionnaires, personnes réintégrant la population active et nouveaux entrants).

Ces éléments, couplés à d'autres indicateurs et enquêtes privés ou publics, convergent presque tous depuis plusieurs mois vers une réaccélération du marché de l'emploi appelée à se poursuivre.

Un risque, perceptible au travers d'une relation théorique historique, subsiste néanmoins.

En 1944, l'économiste britannique William Beveridge a mis en évidence une relation inverse entre l'évolution du taux d'emplois vacants et celle du taux de chômage. Ainsi, le taux d'emplois vacants augmente lorsque la situation économique est porteuse, tandis que le taux de chômage diminue ; inversement, lors des récessions (voir graphique 3).

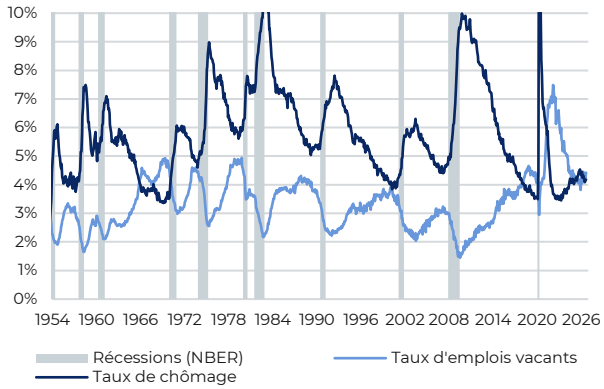
Depuis la pandémie, cette relation a pris une tout autre dimension. En raison de la tension profonde entre offre et demande de travail lors de la réouverture des économies, le taux d'emplois vacants a atteint des niveaux records en 2022. Une détente a ensuite eu lieu durant la phase de resserrement monétaire de la Fed, sans pour autant entraîner d'augmentation marquée du taux de chômage, les entreprises ayant préféré réduire leurs intentions d'embauches plutôt que licencier massivement du personnel. À partir de ce constat, plusieurs chercheurs ont remis cette relation au goût du jour, notamment P. Benigno & G. Eggertsson, dont les travaux ont été présentés lors du symposium de Jackson Hole en 2024.

[2]Le gouvernement fédéral américain a connu une paralysie budgétaire (*shutdown*) de 43 jours, du 1er octobre au 12 novembre 2025, constituant le plus long arrêt des activités fédérales de l'histoire des États-Unis jusqu'à aujourd'hui.
[3]Réserve fédérale des États-Unis.

Ces derniers introduisent en particulier la notion de « point de bascule », qui résulterait des interactions entre inflation, tension sur le marché du travail et taux de chômage.

Au moment d'écrire ces lignes, le taux de chômage se situe légèrement en-dessous de ces seuils estimés. Cela signifie que toute baisse de la demande pourrait se traduire par une remontée plus forte du taux de chômage à mesure que celui-ci s'approche d'un point de bascule. La situation n'est pas alarmante et ne plaide pas en faveur d'un tel scénario pour le moment, mais l'équilibre demeure fragile.

Graphique 3 : Un équilibre instable



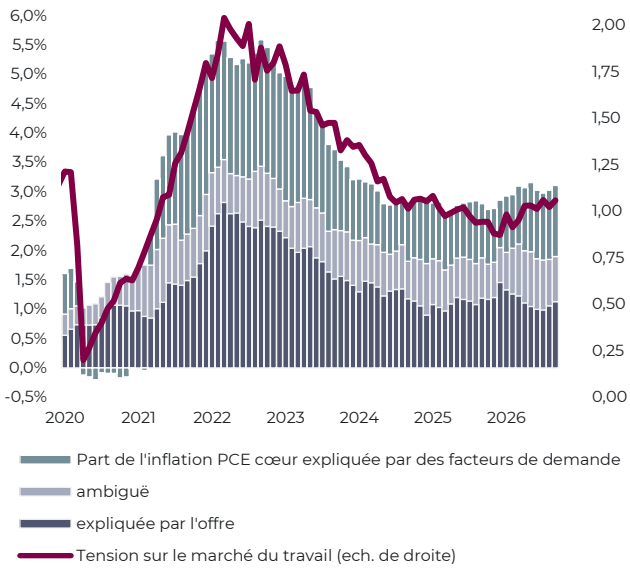
Source : Les données antérieures à 2000 sont reconstituées à partir des travaux de Barnichon (2010), Petrosky-Nadeau & Zhang (2020) et Michaillat & Saez (2022), puis avec les statistiques officielles du JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) et du BLS (Bureau of Labor Statistics). Les périodes de récessions sont datées par le NBER (National Bureau of Economic Research). Le taux d'emplois vacants se calcule en rapportant le nombre de postes vacants à la somme des postes occupés et des postes vacants. Une hausse de ce taux traduit un renforcement de la demande de main-d'œuvre non satisfaite. Dernières données mensuelles communes au 12/11/2026.

Puisque la Fed[4] dispose d'un double mandat, l'analyse ne serait pas complète sans évoquer la trajectoire de l'inflation. Cette semaine, l'indice des prix à la consommation CPI pour le mois d'octobre est ressorti en hausse de 0,35 % en rythme mensuel (vs 0,2 % anticipé par le consensus) et de 0,30 % (vs 0,2 %) pour la version hors alimentation et énergie. L'interruption de sa publication en octobre 2025 à cause du *shutdown* ne permet pas d'en obtenir la variation sur 12 mois habituellement publiée et commentée. Son allure sur 1, 3 et 6 mois en rythme annualisé montre néanmoins une réaccélération de l'inflation en octobre, tout particulièrement au sein de la catégorie des services hors immobilier. De cette statistique découle également une première estimation du niveau de l'inflation PCE[5] (qui constitue la cible d'inflation de la Fed) dont la publication est prévue pour la fin du mois.

Sur un an glissant, celle-ci devrait s'établir à ~3,8 % en octobre (après 3,6 % en septembre) et à ~3,3 %-3,4 % hors alimentation et énergie (3,1 %).

Comme nous l'écrivions en septembre (cf. nos précédents Avis d'expert), l'inflation sous-jacente était déjà élevée outre-Atlantique avant la guerre en Iran et continue de se renforcer depuis. Le rythme de croissance de l'activité est robuste grâce notamment à la consommation des ménages et aux dépenses d'investissement dans l'IA. Les estimations de croissance du PIB pour le quatrième trimestre s'échelonnent actuellement de ~2,7 % à ~3,3 % en rythme annualisé, après 3,4 % au troisième trimestre. S'ajoute à cela le renforcement des métriques de l'emploi. Notons également qu'en parallèle, depuis 2020 et en lien avec les éléments exposés plus haut, l'inflation expliquée par des facteurs liés à la demande a eu tendance à suivre la tension sur le marché du travail (voir graphique 4). Depuis plusieurs mois, ces deux variables sont toutes deux reparties à la hausse. Les précautions d'usage dans l'interprétation d'un graphique à deux échelles s'appliquent, à savoir que corrélation n'implique pas causalité. Seulement, au regard des travaux mentionnés plus haut ainsi que du lien entre croissance économique, tension sur le marché du travail, progression salariale et inflation, une attention particulière doit être portée au développement conjoint de ces variables.

Graphique 4 : Une pure coïncidence ?



Sources : BEA, BLS, JOLTS.[6]

[4]Réserve fédérale des États-Unis.
[5]Les indices CPI (Consumer Price Index ou indice des prix à la consommation) et PCE (Personal Consumption Expenditures ou déflateur de la consommation des ménages) se distinguent par leurs méthodes de construction et les poids alloués à certaines catégories.
[6]Décomposition de l'inflation PCE hors alimentation et énergie selon la méthodologie d'Adam Shapiro (Fed de San Francisco). Les contributions de l'offre et de la demande sont estimées en comparant l'évolution des prix et des quantités consommées : lorsqu'ils évoluent dans le même sens, la demande est privilégiée ; lorsqu'ils évoluent en sens inverse, l'offre. La composante « ambiguë » regroupe les variations ne pouvant être attribuées à l'un de ces deux facteurs. L'indicateur de tension sur le marché du travail est calculé en rapportant le taux d'emplois vacants au taux de chômage. Plus ce ratio est élevé, plus la demande de main-d'œuvre est importante relativement à l'offre disponible, traduisant des tensions accrues sur le marché du travail. Les données manquantes en raison du *shutdown* de 2025 ont été remplacées par des estimations au plus près. Dernières données mensuelles disponibles au 12/11/2026.

En incluant les chiffres à paraître fin octobre, l'inflation se situerait au-dessus de la cible de 2 % depuis 68 mois. Compte tenu de la persistance et du raffermissement des pressions inflationnistes, le rehaussement des taux directeurs de la Fed[7] devrait se poursuivre. La réaccélération avérée du marché de l'emploi ne constitue par ailleurs plus une excuse pour ne pas poursuivre le mouvement. De fait, le scénario que nous dépeignons depuis septembre nous semble toujours le plus probable : un retour, d'ici la fin du premier trimestre 2027, au niveau des taux directeurs qui prévalait avant les trois baisses effectuées en 2025, soit un taux directeur à 4,5 % fourchette haute (contre 4 % aujourd'hui).

Toutefois, deux questions se posent désormais. Premièrement, à quel rythme ? Christopher Waller[8] a évoqué cette semaine la possibilité d'effectuer une hausse de 50 pdb[9] lors d'une prochaine réunion. À ce stade, cela semble peu probable. Une accélération du rythme, soit deux hausses de 25 pdb consécutives en décembre et en janvier, est en revanche une possibilité. Deuxièmement, une seconde phase de politique monétaire plus restrictive visant à ralentir la demande après cette première phase de recalibration sera-t-elle nécessaire ? S'il est encore trop tôt pour faire de cette hypothèse un scénario central, celle-ci ne peut être totalement écartée et sa probabilité a augmenté. Dans ce cas de figure et comme illustré précédemment, abaisser les pressions inflationnistes pourrait conduire le taux de chômage à augmenter, rappelant ainsi les propos tenus par Jerome Powell lors du Symposium de Jackson Hole de 2022…

Ce document ne constitue pas une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les opinions exprimées reflètent celles de l'équipe de gestion et peuvent évoluer dans le temps.

Plus d'informations sur dnca-investments.com.

[7]Réserve fédérale des États-Unis.
[8]Christopher Waller est membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) depuis 2020. Il dispose à ce titre d'un droit de vote permanent au sein du Comité de politique monétaire.
[9]Points de base.

AVERTISSEMENT

Le document reprend les opinions de DNCA Finance qui ne peuvent être interprétées comme des recommandations d'acheter et de vendre. Ce document ne constitue ni une analyse financière ni une recommandation d'investissement de la part de DNCA Finance. Les analyses présentées ici ne s'inscrivent pas dans le cadre des dispositions légales relatives à la promotion de l'indépendance de la recherche en investissements et ne sont soumises à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions par DNCA Finance avant la diffusion dudit document. Il peut donc exister un conflit d'intérêts en raison des investissements ou désinvestissements effectués par les portefeuilles ou fonds gérés par DNCA Finance sur la valeur sur laquelle portent les analyses financières.

Les positions évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Texte achevé de rédiger le 12.11.2026.

DNCA FINANCE
19 PLACE VENDOME | 75001 PARIS | +33 (0)1 58 62 55 00 | DNCA-INVESTMENTS.COM

Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000. Conseiller en investissement financier non indépendant au sens de la Directive MIFID II. DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance.

DNCA Finance Luxembourg | 1 place d'Armes, L-1136 Luxembourg | +352 28 48 01 55 23

DNCA Finance Italie | Via Dante, 9, 20123 Milano | +39 02 00 62 281

DNCA Finance Espagne | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |

DNCA Finance Belgique | Rue Montoyer 14, 1000 Bruxelles |

L'INVESTISSEMENT SUR LES MARCHES FINANCIERS COMPORTE DES RISQUES, ET NOTAMMENT LES SUIVANTS :

- Risque de perte en **capital,**
- **Risque actions : en cas de baisse des marchés actions, la valeur d'un instrument financier peut baisser,**
- **Risque de taux : le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur de l'instrument financier en cas de variation des taux,**
- **Risque de crédit : le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements,**
- **Risque de change : il est lié** à l'exposition à une devise autre que la devise de référence de l'instrument financier.

DNCA INVESTMENTS