

Fed : Kevin Warsh sur la réserve

Sans surprise, la Banque centrale américaine a de nouveau laissé ses taux inchangés le 17 juin dernier. Plus que la décision elle-même, l'attention s'est portée sur les premiers pas de Kevin Warsh en tant que nouveau président de la Fed, lors d'une conférence de presse abordée avec un style très personnel qui tranche avec celui de ses prédécesseurs. Une actualité qui coïncide également avec la signature d'un protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran la semaine dernière et les espoirs de réouverture du détroit d'Ormuz.

Dans ce contexte, quel regard porter sur cette réunion et quels scénarios dresser pour les prochains mois ?

La Fed a donc maintenu ses taux directeurs inchangés sur une fourchette comprise entre 3,50 % et 3,75 % à l'issue de sa réunion du 17 juin dernier. Il convient par ailleurs de noter que, contrairement aux précédentes, cette décision a été unanime et n'a fait l'objet d'aucun désaccord, y compris s'agissant des éléments de langage employés. Notons également qu'avec l'arrivée de Kevin Warsh, Stephen Miran (proche de Donald Trump et membre votant remplaçant jusqu'à présent) ne siège plus au sein du comité de politique monétaire. Jerome Powell y siège désormais comme « simple » gouverneur et membre votant.

L'actualisation des projections économiques de la Fed situent désormais l'inflation à 3,6 % pour 2026 (+0,9 % par rapport aux prévisions de mars dernier), 2,3 % pour 2027 (+0,1 %) et à 2 % pour 2028 (inchangée). La croissance du PIB est, quant à elle, attendue à 2,2 % pour 2026 (-0,2 %), à 2,3 % pour 2027, à 2,1 % pour 2028 (+0,1 %) puis à 2 % au-delà. A horizon identique, la version hors énergie et alimentation est attendue à 3,3 % (+0,6 %), 2,5 % (+0,2 %) et à 2,1 % (+0,1 %). Le taux de chômage est prévu à 4,3 % pour 2026 (-0,1 %), 4,3 % pour 2027 et 4,2 % ensuite. Les dots – prévisions anonymes du niveau des taux directeurs par chacun des membres de la Fed, y compris les non-votants – se sont resserrés. Sur les 18 prévisions formulées, neuf participants considèrent désormais qu'une ou plusieurs hausses de taux seraient appropriées en 2026, alors que la médiane des projections de mars suggérait encore une baisse possible. À cet égard, soulignons que Kevin Warsh s'est abstenu de participer à cet exercice, conformément aux critiques qu'il a souvent adressées à l'encontre de cet outil de communication et compte tenu de l'incertitude actuelle. Dans la même ligne, le communiqué de presse accompagnant cette décision de statu quo sur les taux s'est avéré particulièrement court et laconique, se contentant de noter la résilience de l'économie américaine, celle du marché de l'emploi, et le niveau élevé de l'inflation dû en partie à la guerre en Iran.

L'événement le plus attendu était sans nul doute la première conférence de presse de Kevin Warsh. Ce dernier s'est voulu fidèle à ses propos antérieurs en se montrant particulièrement évasif quant aux perspectives d'évolution possible de la politique monétaire, de l'inflation et de l'emploi. Kevin Warsh met donc délibérément fin à la *forward guidance* (communication sur l'orientation future de la politique monétaire), adoptée par ses prédécesseurs depuis les années 2000, mais une question demeure néanmoins : est-ce une attitude temporaire et opportune motivée par l'incertitude géopolitique ou bien le début d'un changement de paradigme profond ?

Par ailleurs, autre fait marquant, cinq groupes de travail (*task force*) vont être constitués dans le but de mener des réflexions de fond sur des sujets structurants pour la Fed : la communication (incluant une réflexion sur l'utilisation du *dot plot*), l'utilisation du bilan de la banque centrale, la pertinence et la qualité de la donnée (visant par exemple à collecter l'évolution des prix de manière plus fréquente), la productivité (en lien notamment avec l'IA) et les méthodes d'évaluation de l'inflation (liées au mandat de stabilité des prix).

Pistes de réflexions à l'issue de cette réunion

Cette première conférence de presse pose les bases d'un changement profond au sein de la Fed, notamment en matière de communication. Quelques éléments ont toutefois particulièrement attiré notre attention.

Bien que la communication ait été officiellement verrouillée, des messages subliminaux ont tout de même été distillés selon nous. Dans le communiqué de presse tout d'abord, qui note une inflation élevée due « en partie » aux conséquences des événements géopolitiques, laissant ainsi entendre que d'autres facteurs endogènes à l'économie américaine pourraient entrer en ligne de compte dans l'évaluation des pressions inflationnistes. Kevin Warsh a également tenu à rappeler, lors de la conférence de presse, sa détermination à vouloir ramener l'inflation à la cible de 2 % et a même implicitement érigé le mandat de stabilité des prix au-dessus de celui sur l'emploi, renforçant ainsi son positionnement historique au sein de la Fed (voir [ici](#)).

En outre, le *dot plot* a probablement servi de « bouteille à la mer » pour les autres membres, afin d'exprimer leurs craintes concernant les pressions inflationnistes et la diminution du risque de détérioration du marché de l'emploi. L'avenir nous dira si les travaux du groupe de travail dédié aboutiront à l'abandon ou non du *dot plot*.

Enfin, le pari de la sobriété peut s'avérer risqué. Certes, des critiques légitimes peuvent être émises à l'égard de la communication de la banque centrale américaine de manière générale et sur le *dot plot* en particulier ; le lancement d'un groupe de travail pourrait à cet égard apporter un regard neuf sur la question et mener à des améliorations. Toutefois, ne pas détailler un minimum la grille d'analyse de la Fed et les chemins possibles (même conditionnels) ouvre la porte à l'expression de plusieurs voix distinctes. En effet, puisque les membres de la Fed s'expriment régulièrement dans les médias, ne pas avoir de socle commun pourrait amener à devoir hiérarchiser les déclarations selon l'influence perçue de chaque membre.

Que les membres de la Fed s'expriment, avec des voix parfois en décalage, n'est pas nouveau. Certains d'entre eux sont également plus influents que d'autres. En revanche, en retirant la *forward guidance*, Kevin Warsh supprime le point d'ancrage commun servant de mécanisme de coordination et oblige à un travail de reconstitution de la fonction de réaction de la Fed, au risque d'ajouter de la confusion et de nuire à la lisibilité de la politique monétaire pour les ménages, les entreprises et les investisseurs. Les prochaines conférences de presse permettront d'affiner cette nouvelle méthode et l'analyse de celle-ci.

Dès lors, quels scénarios dresser pour les prochains mois ?

La réponse à cette question peut se décomposer en trois briques d'analyse complémentaires.

1. Marché de l'emploi

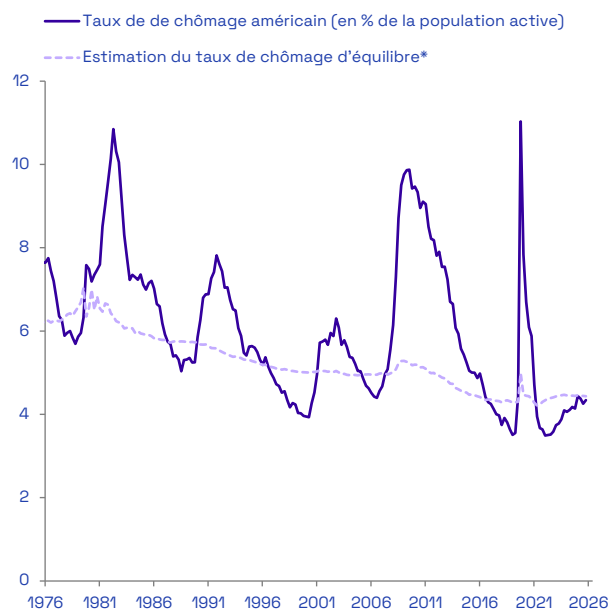
Après avoir augmenté de manière tendancielle depuis son point bas d'avril 2023 à 3,4%, le taux de chômage est désormais stable autour de 4,3%, malgré quelques tensions haussières observées au second semestre 2025. Un niveau se situant également proche de l'estimation du taux de chômage d'équilibre, celui qui n'engendre aucune pression sur l'inflation.

Les créations d'emplois non agricoles – estimées à partir d'une enquête auprès des entreprises, contrairement au calcul du taux de chômage qui sonde les ménages – semblent en revanche avoir amorcé une phase de nette réaccélération depuis plusieurs mois. La moyenne des créations de postes non agricoles sur trois mois glissants s'est établie à 188 000 en mai, après 79 000 en avril et 73 000 en mars. Cette augmentation tendancielle des créations d'emplois, succédant à une séquence négative et très volatile en 2025 causée par le choc d'incertitude lié à la politique économique erratique de Donald Trump, s'accompagne également d'une plus grande diffusion en termes de secteurs d'activité, qui s'étend notamment aux plus cycliques d'entre eux. En outre, le durcissement de la politique migratoire tant légale qu'illégale 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 la faible croissance du nombre de nouveaux travailleurs et maintenir le taux de chômage inchangé. Les estimations chiffrées de ce nouveau référentiel varient grandement en fonction des différentes méthodologies. On considère cependant que cette bande d'estimation serait comprise entre 0 et ~50 000, un niveau en tout cas plus faible que les chiffres observés actuellement. En outre, cette meilleure dynamique pourrait également se traduire avec un décalage par une baisse du taux de chômage.

Comme nous l'analysons d'une précédente publication, l'apaisement du choc géopolitique et la baisse des prix du pétrole (observée ces dernières semaines) pourraient remettre au goût du jour la thèse d'une réaccélération du marché de l'emploi que nous avons anticipée l'an dernier dans notre scénario 2026, au risque de raviver les pressions inflationnistes déjà élevées par ailleurs. A ce titre, il conviendra néanmoins de surveiller d'autres variables clés telles que les indicateurs de tension sur le marché du travail et la progression salariale, qui n'ont pour le moment pas montré de signaux aussi francs que les statistiques évoquées plus haut.

GRAPH. 1 : UN TAUX DE CHÔMAGE PROCHE DE L'ÉQUILIBRE



Sources : Ecofi, BLS, CBO, Fed du Kansas, Fed de Chicago ; Glover, Andrew, and Johnson Oliyide. 2026. «Introducing New Monthly Estimates of the Natural Rate of Interest and Natural Unemployment Rate.» Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Bulletin, February 2. * : estimation composite basée sur plusieurs méthodologies. Données trimestrielles.



UN NIVEAU SE SITUANT ÉGALEMENT PROCHE DE L'ESTIMATION DU TAUX DE CHÔMAGE D'ÉQUILIBRE, CELUI QUI N'ENGENDRE AUCUNE PRESSION SUR L'INFLATION.



Florent Wabont, Economiste

2. Inflation

L'inflation mesurée par l'indice CPI est ressortie à 4,2% sur un an en mai après 3,8% en avril, dans le sillage de la forte augmentation des prix de l'énergie. Sa version hors énergie et alimentation est passée de 2,8% en avril à 2,9% en mai. L'inflation mesurée par l'indice PCE (l'indice de prix servant de cible d'inflation pour la Fed), est quant à elle passée de 3,5% en mars à 3,8% en avril, tandis que sa version hors énergie et alimentation est passée de 3,2% à 3,3%. Selon les dernières données disponibles, ces chiffres sont également attendus en hausse pour le mois de mai.

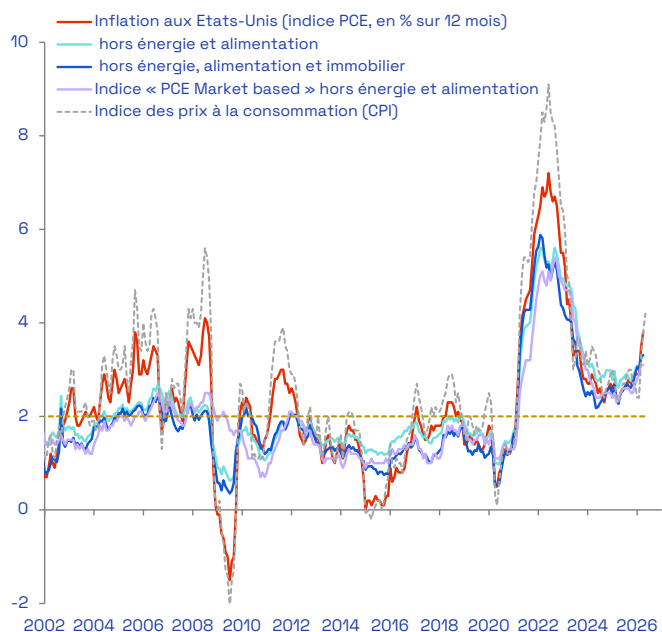
Si la récente détente des prix de l'énergie devrait indubitablement se traduire par une baisse de l'inflation globale, il n'en demeure pas moins que de nombreuses composantes et mesures d'inflation sous-jacente continuent de se renforcer depuis plusieurs mois, bien avant la guerre. Une tendance à la réaccélération qui s'explique à la fois par les effets retardés de l'augmentation des droits de douane (qui devraient toutefois progressivement s'atténuer), une forte inertie dans l'inflation des services et une plus large diffusion des pressions inflationnistes depuis la pandémie de Covid-19, mais aussi par le renchérissement récent du coût d'acquisition de certains équipements informatiques en lien avec le développement de l'intelligence artificielle. En conséquence, la perspective d'un retour à la cible des 2% s'éloigne.

3. Marges de manœuvre

L'analyse conjointe des points 1. et 2. met selon nous en évidence le fait que la politique monétaire de la Fed puisse ne pas être aussi restrictive, voire être plus accommodante qu'elle y paraît. Les taux directeurs de la Fed, actuellement compris dans une fourchette de 3,50%-3,75%, se situent dans la borne haute des estimations disponibles (et incertaines) pour le taux neutre. Déloger l'excès d'inflation dans les services, qui pénalise un retour durable de l'inflation autour de 2% à moyen terme pourrait ainsi nécessiter d'entrer dans une phase de politique monétaire modérément plus restrictive s'accompagnant d'une perspective de croissance en deçà de son potentiel, d'autant plus si le marché de l'emploi confirme sa reprise. En l'absence d'estimation « fiable » du taux neutre, la Fed pourrait procéder à un réajustement de sa politique monétaire par tâtonnement, en observant à chaque étape les résultats de chaque mouvement sur l'emploi et l'inflation. Une première phase consisterait à effacer progressivement tout ou partie des trois baisses de taux effectuées à partir de septembre de l'année dernière.

Après avoir depuis plusieurs mois privilégié un scénario de statu quo pour 2026, contrairement au marché et au consensus qui tablaient encore sur des baisses de taux, nous anticipons désormais une première hausse des taux directeurs de la Fed dès le troisième trimestre, compte tenu du raffermissement de l'inflation et de la résilience, voire de la réaccélération, de l'économie américaine. Il convient également de préciser que ce changement de cap dans nos prévisions est intervenu fin mai, soit avant le dernier rapport sur l'emploi et avant cette réunion de politique monétaire. Reste désormais à savoir quelle attitude en matière de communication adopteront les autres membres de la Fed. Des premiers éléments de réponse nous seront fournis dès cette semaine, avec la prise de parole d'un membre votant influent en la personne de Christopher Waller...

GRAPH. 2 : UNE INFLATION ÉLEVÉE



Sources : Ecofi, BEA, BLS. PCE = déflateur de la consommation des ménages et mesure d'inflation ciblée par la Réserve fédérale. CPI = indice des prix à la consommation. L'inflation américaine « PCE market-based » correspond à la variation des prix du panier de consommation, en ne retenant que les prix réellement observés (prix de marché), en excluant les prix imputés (prix estimés) ou administrés. Dernières données mensuelles disponibles au 22/06/2026.

Source : Ecofi, au 22 juin 2026.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel. Les analyses et les opinions mentionnées ci-dessus représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 22 juin 2026 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ecofi à partir de sources qu'elle estime fiables. Ecofi se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée.

Florent Wabont,
Économiste

