

Finalement, géopolitique oblige, K. Warsh désobéit... un peu. Sans doute trop peu

Lequel s'en mord les doigts ? L'histoire ne le précise pas, mais le désaveu est de taille. Qu'à cela ne tienne, après moult tergiversations, la Fed a fait un premier pas vers la sagesse. Il était temps. Notons que ce n'est, à ce stade, qu'un tout petit pas : un quart de point de hausse des Fed Funds aujourd'hui, qui devrait être suivi d'un second d'ici la fin de l'année ; point barre. Portés entre 4 % et 4,25 % d'ici décembre, les Fed Funds conserveraient ce niveau tout au long de l'année prochaine, avant de refluer modestement pour retrouver en 2029 le niveau de 3,50 %-3,75 % auquel J. Powell les avait laissés.

Quelle que soit la détermination réaffirmée de K. Warsh de ramener l'inflation à son objectif, la Fed n'envisage pas de renverser la table. Selon son président, la trajectoire de l'inflation est conforme à l'analyse qu'il s'en faisait et aucun des membres du FOMC n'envisage que l'inflation PCE ne gagne plus d'un dixième de point entre son niveau du mois d'août (3,4 %) et la fin de l'année, avant de chuter d'un point et demi l'an prochain. Pourquoi donc, la décision de remonter les taux ? La raison géopolitique est évoquée à deux reprises au moins par le président de la Fed, lequel mentionne aussi la montée des tensions sur la partie longue de la courbe des taux.

S'il y a un changement notable dans les messages délivrés par le FOMC, c'est bien sur ces projections d'inflation qu'il se situe. Manifestement, comme pour la BCE, les gouverneurs de la Fed ont été surpris par le faible degré de diffusion du choc énergétique de ces derniers mois à l'inflation sous-jacente. Ainsi, alors qu'ils étaient un certain nombre mi-juin à envisager que cette dernière stationne à 3 % d'ici la fin de 2027, la projection actuelle la plus élevée ne dépasse pas 2,7 %. Or, ni ses prévisions de croissance ni celles du taux de chômage ne justifient, a priori, ce changement : les premières ont été revues à la hausse et la seconde à la baisse, à 4,1 % pour l'ensemble de l'exercice prévisionnel 2026 à 2029.

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2026

Percent

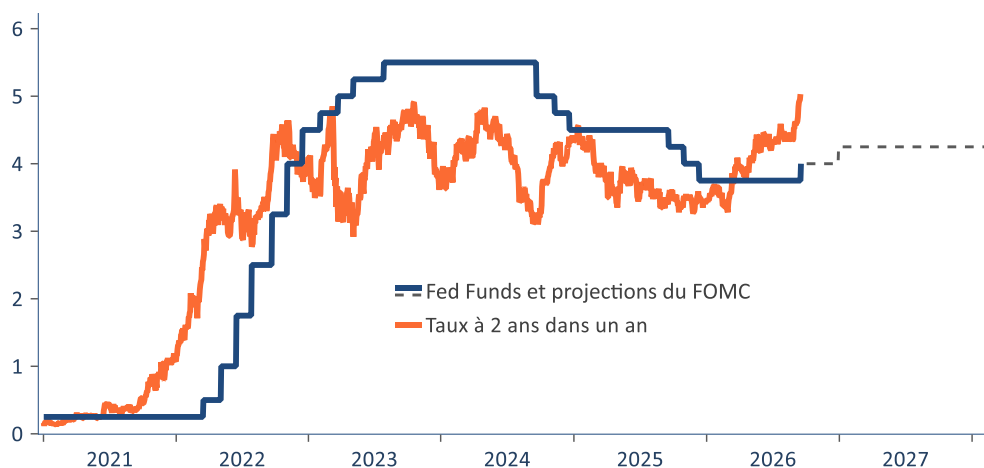
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2-2.4	2.2-2.6	2.1-2.3	2.0-2.2	2.0-2.2	2.1-2.6	2.0-2.9	1.8-2.6	1.8-2.4	1.7-2.5
June projection	2.2	2.3	2.2		2.0	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3		1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6		1.7-2.5
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1-4.2	4.0-4.2	4.0-4.2	4.0-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.0-4.5	3.9-4.4	3.8-4.4	3.8-4.4
June projection	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3		4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4		3.8-4.5
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.9-3.8	2.0-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
June projection	3.6	2.3	2.0		2.0	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1		2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.4	2.5	2.2	2.0		3.3-3.4	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0		2.8-3.5	2.1-2.7	2.0-2.3	2.0-2.1	
June projection	3.3	2.5	2.1			3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2			2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1-4.4	3.6-4.4	3.1-4.1	3.1-3.6	3.0-3.6	3.9-4.4	3.1-4.4	3.1-4.1	2.9-3.9	2.9-3.9
June projection	3.8	3.6	3.4		3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6		3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9		2.9-3.9

Ces nuances sont loin d'être anecdotiques. Elles suggèrent implicitement, en l'occurrence, un changement de régime relativement au modèle jusqu'alors privilégié par la Fed qui liait les changements apportés aux projections d'inflation à celles de la croissance du PIB et à l'évolution du taux de chômage. Démographie vieillissante et IA en sont-ils l'explication ? C'est probable, ce qui constituerait un signal majeur en faveur d'une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre. Manque, toutefois, la réconciliation de cette hypothèse avec la perspective de gains de productivité structurellement plus élevés, régulièrement soulignée par K. Warsh, à l'effet inverse sur le niveau d'équilibre des taux d'intérêt, sans parler des chocs d'offres exogènes que de plus en plus de modèles tentent d'intégrer dans les projections de moyen terme.

K. Warsh conserve, finalement, une posture ambiguë, moins éloignée qu'il n'y paraît de celle qu'il avait adoptée lors du FOMC du mois de juillet où sa communication était en substance : la Fed ramènera l'inflation à l'objectif de 2 % sans, forcément, avoir à modifier sa politique monétaire... Le message, incompris, ne lui avait pas porté chance et avait illico enflé les primes de risques sur les Treasuries. Sera-t-il mieux compris aujourd'hui ? Rien n'est moins sûr. Si la décision d'aujourd'hui est un gage de sagesse bienvenu, la perspective d'une seule hausse d'un quart de point encore à venir risque fort de paraître bien frileuse d'ici peu.

Avec des taux à deux ans de quasiment 4,75 %, très largement supérieurs aux projections du FOMC sur ses taux directeurs, le risque que la Fed soit confrontée à une nouvelle vague de défiance qui nécessitera qu'elle revoie ses projections en faveur d'un ajustement monétaire plus significatif, est encore relativement élevé. Au total, rien de tout cela ne nous incite à raboter notre prévision de quatre hausses des Fed Funds d'ici mars, seule hypothèse qui nous autorise à envisager que les taux à 10 ans plafonnent aux environs de 5,30 % d'ici là.

ANTICIPATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FED ET DES MARCHÉS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com