

## Comment analyser le brouillard Warsh et ses implications ?

**Allons à l'essentiel.** Dans l'ensemble, le message de Warsh est assez confus. Mais au-delà, le nouveau Président de la Fed, notamment dans ses déclarations du 17 juin, soulève 4 points clés sur l'avenir de la politique monétaire américaine. Trois d'entre eux sont plutôt structurels, le 4<sup>ème</sup> est conjoncturel.

**1/ D'abord, c'est un Président potentiellement novateur.** K. Warsh a annoncé plusieurs groupes de travail, consacrés à la communication de la Fed, à son bilan, à la qualité des données macroéconomiques, aux implications de la technologie pour la productivité et l'emploi, ainsi qu'au cadre d'analyse de l'inflation. On verra ce qui en ressortira effectivement, mais c'est un point important.

### **2/ La transparence de la Fed risque probablement de reculer**

D'abord, le communiqué de la Fed publié à l'issue du FOMC a été nettement plus court, moins analytique et a supprimé la forward guidance.

K. Warsh a également refusé de soumettre ses propres projections de taux, jugeant l'exercice peu productif dans le cadre des projections de la Fed.

Surtout, il ne cherche pas réellement à préciser la fonction de réaction de la banque centrale. L'argument de K. Warsh est qu'une communication trop abondante peut polluer le signal de marché. Si les prix de marché ne font que refléter la fonction de réaction de la Fed et ses prévisions, ils cessent d'être une source indépendante d'information. Ainsi, moins guider le marché permettrait de récupérer un signal de prix plus « pur ».

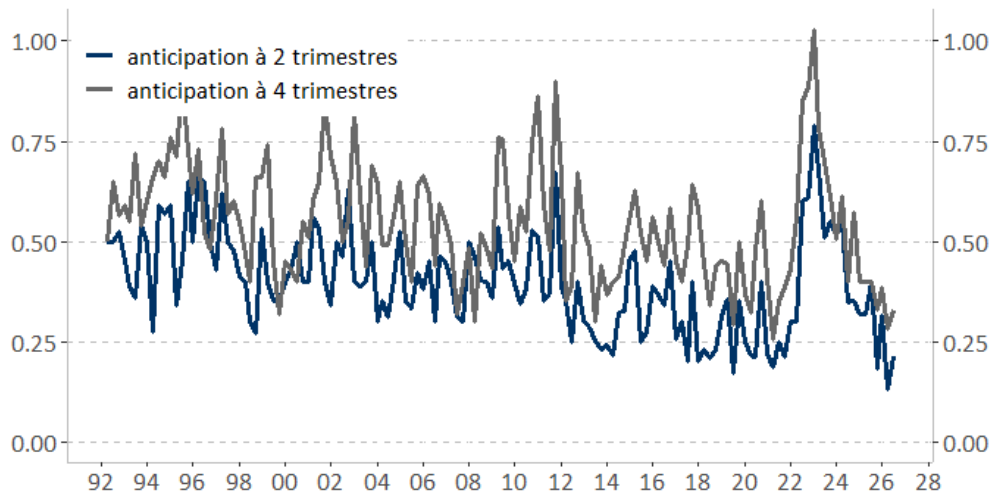
**C'est un peu un retour aux années Greenspan (1987-2006)**, qui avait pourtant nettement amélioré la transparence<sup>1</sup> de la Fed à partir des années 90 par rapport à la période précédente. Mais Greenspan cultivait néanmoins une certaine opacité, au point d'associer son style à l'idée qu'une communication trop claire pouvait être contreproductive (« *si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé* »).

**Le véritable architecte de la forward guidance moderne fut B. Bernanke (2006-14), notamment pendant la crise financière de 2008.** La forward guidance devient alors un véritable instrument de politique monétaire. Les taux étant ramenés à zéro (Zero Lower Bound), la Fed utilise ses communications pour influencer les anticipations de marché. Les étapes marquantes se produisent ainsi en décembre 2008 (la Fed indique que les taux resteront faibles « *pendant un certain temps* ») et en août 2011 : elle introduit même une guidance fondée sur le calendrier (« *at least through mid-2013* »). Cette stratégie fut pour l'essentiel poursuivie par J. Yellen (2014-18) et J Powell (2018-26).

**Ce qui est remis en cause aujourd'hui est la lisibilité de la politique monétaire.**

Le risque est évidemment d'augmenter la volatilité sur l'ensemble de la courbe des taux. Ainsi, la meilleure lisibilité de la politique monétaire de la Fed ces 30 dernières années s'est illustrée par un recul de la dispersion des prévisions de taux (cf. graphique ci-dessous).

Etats-Unis: écart 3e quartile - 1er quartile pour les prévisions de T-Note 10 ans dans l'enquête auprès des prévisionnistes



Source: Philadelphia Fed, Les Cahiers verts de l'économie

<sup>1</sup>Avant lui et notamment sous Paul Volcker (1979-87), les décisions n'étaient parfois connues qu'en observant les opérations d'open market (pas de communiqué après les réunions, aucune conférence de presse, aucune projection économique, aucun guidage sur les prochaines décisions).

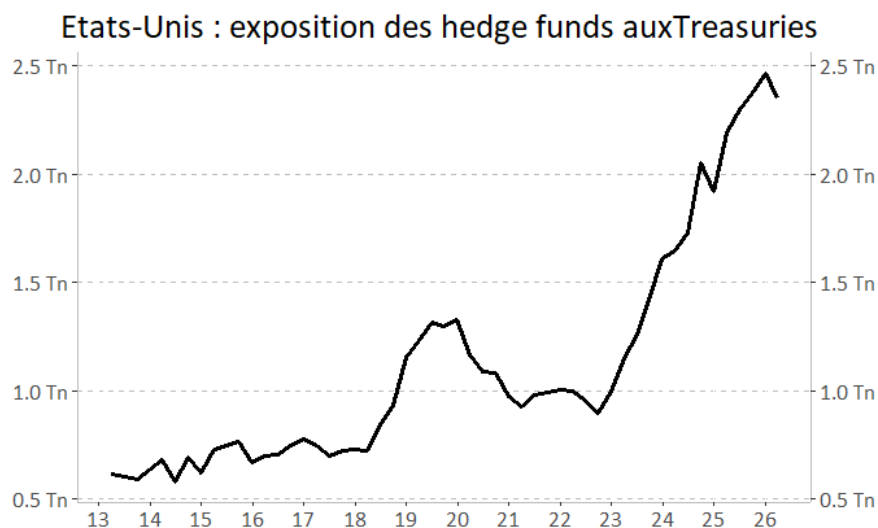
Les taux longs dépendent en effet, outre du taux directeur courant, de la trajectoire anticipée des taux courts. Or, cette trajectoire dépend de la compréhension par les marchés de la fonction de réaction de la Fed. Une compréhension précise de celle-ci permet un ajustement graduel des taux de moyen et long terme en fonction des évolutions macro et de marché. La Fed peut ensuite valider, corriger ou guider ces anticipations.

Ce mécanisme réduit les à-coups. Il rend la politique monétaire plus prévisible, limite les surprises de taux et réduit la volatilité sur l'ensemble de la courbe.

À l'inverse, si la fonction de réaction devient plus opaque, les marchés doivent estimer non seulement l'état de l'économie, mais aussi la manière dont la Fed interprétera cet état. Une même statistique d'inflation ou d'emploi peut alors conduire à des anticipations de taux beaucoup plus dispersées.

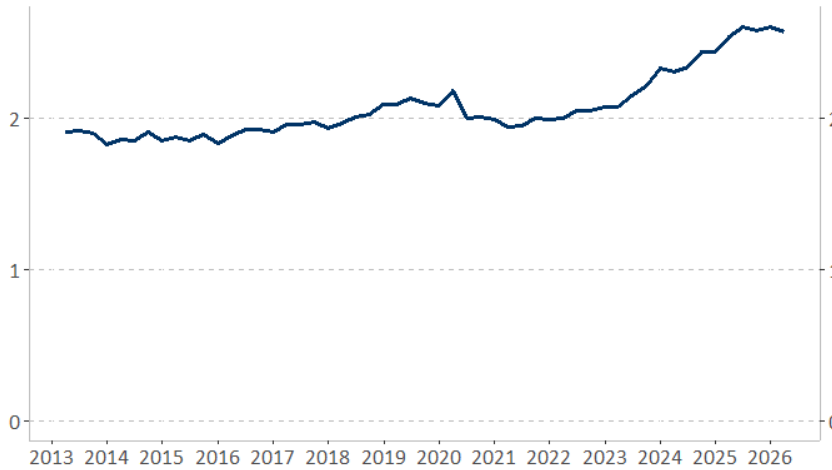
De même, on pourrait s'attendre à une hausse de la prime de terme : les investisseurs exigeraient un surplus de rendement pour investir dans un actif plus à même d'être impacté par des chocs monétaires.

Ajoutons par ailleurs que les hedge funds constituent désormais des intervenants majeurs sur le marché des Treasuries (environ 9% de l'encours) avec un recours croissant à l'effet de levier (cf. graphiques ci-dessous).



Source : OFR Hedge Fund Monitor, Les Cahiers verts de l'économie

Etats-Unis: levier bilan des hedge funds



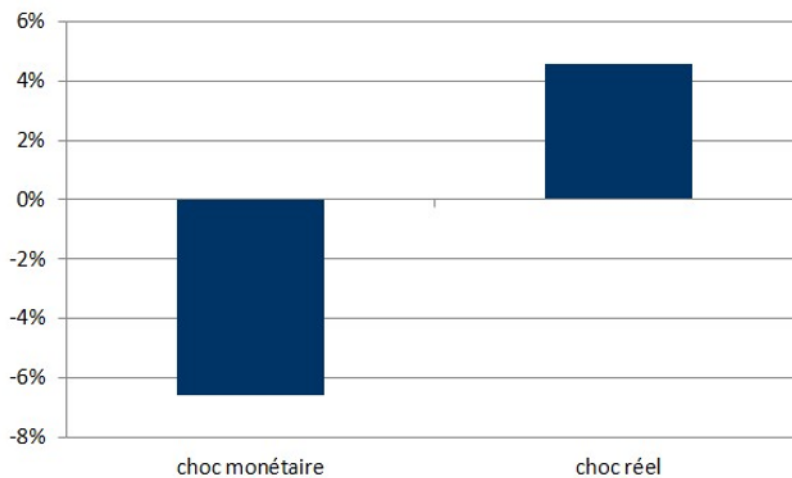
Source: OFR, Les Cahiers verts de l'économie

Une volatilité accrue sur les Treasuries pourrait être une source autonome de débouclage de positions avec des effets boule de neige. Cela n'est pas théorique : cela s'était produit en 2020 au début du Covid avec une hausse brutale et paradoxale des taux longs.

L'effet est également défavorable pour le reste des actifs financiers. Dans un environnement déjà marqué par des chocs politiques, géopolitiques et technologiques, cette opacité supplémentaire peut devenir une source autonome de volatilité sur les autres classes d'actifs.

Des chocs monétaires plus importants/fréquents constituent des sources de volatilité pour les actions (cf. graphique ci-dessous).

Impact d'un choc de taux longs de 25pb sur les actions américaines selon l'origine (2004-2024)



Source: Datastream, Les Cahiers verts

**Rappelons à cet égard que la sensibilité des actions aux chocs de taux d'origine monétaire est très intense.** Ainsi, la corrélation entre actions et obligations dans un tel monde aurait tendance à se renforcer, réduisant l'intérêt de la diversification obtenue en combinant actions et obligations dans les portefeuilles.

Des à-coups sur la politique monétaire américaine seraient aussi particulièrement préjudiciables pour les actifs émergents : nombre de pays émergents important de facto la politique monétaire américaine (ancrage du change, dette en dollars...). L'or serait de même pénalisé en raison de sa sensibilité aux taux réels et au dollar.

En réalité, un glissement vers une Fed moins transparente favoriserait essentiellement les produits à duration courte. Les produits de dette des pays à la politique monétaire plus lisible seraient de leur côté privilégiés.

Pour le moment, les marchés n'ont pas du tout intégré un tel changement de pratique : les taux longs ont eu tendance à reculer dernièrement, bénéficiant de la baisse des prix du pétrole. En outre, le convenience yield des Treasuries ne s'est pas spécialement approfondi. De même, la prime de terme a eu tendance à baisser.

**3/ Kevin Warsh est disposé à envisager l'idée que les gains de productivité, notamment ceux liés à l'intelligence artificielle, exerceront à terme un effet expansif et désinflationniste à moyen terme.**

Ce point serait évidemment plutôt favorable aux marchés. Cela rappellerait même la période de 1996-2000. Le raisonnement est simple : dans la 2<sup>ème</sup> moitié des années 1990, Greenspan (auquel Warsh a rendu hommage) avait compris que la révolution Internet augmentait durablement la productivité, ce qui fut avéré. Cela avait permis à l'économie de croître rapidement (plus de 4% l'an), avec un chômage faible, sans provoquer une accélération de l'inflation et donc sans resserrement monétaire<sup>2</sup>.

Warsh pense que l'intelligence artificielle pourrait produire le même phénomène aujourd'hui: une hausse du potentiel de croissance et un ralentissement des pressions inflationnistes grâce aux gains de productivité, reflétant un choc d'offre favorable.

---

<sup>2</sup> Une petite hausse des taux de 25 pb en mars 1997, suivie de 3 baisses à l'automne 1998. Ce n'est qu'à partir de juin 1999 que la Fed commencera (avec retard) à relever ses taux durablement.

**Cependant, on est encore loin de l'épisode de la fin des années 90.**

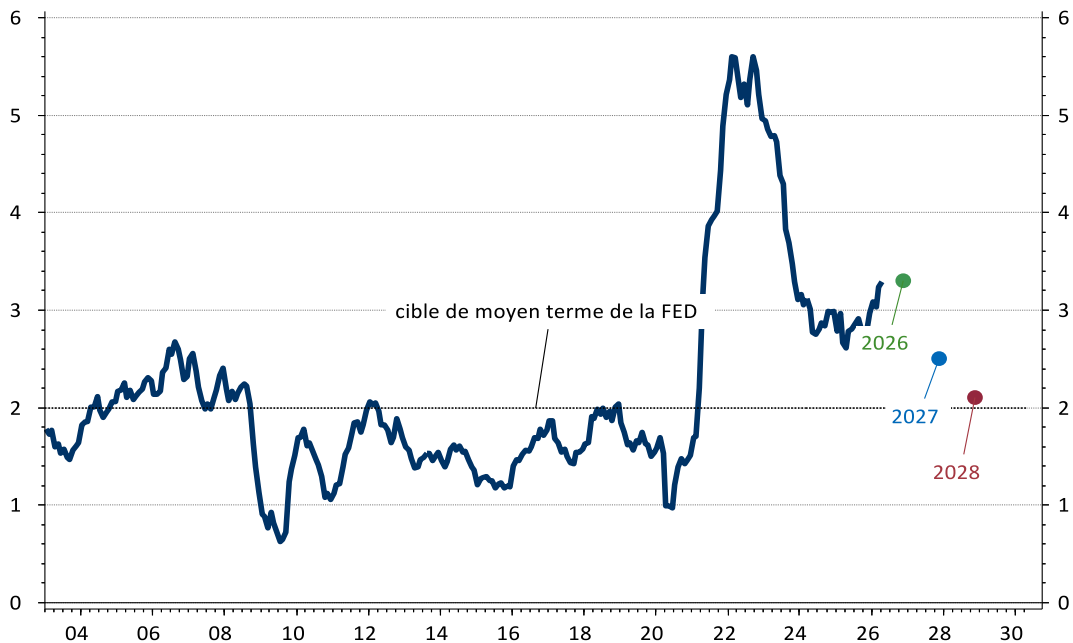
- Warsh ne considère d'ailleurs pas que cet effet soit déjà suffisamment visible pour justifier un assouplissement immédiat de la politique monétaire.
- Il y a en réalité une bataille entre offre et demande : on peut tout à fait envisager un certain effet inflationniste des investissements dans l'IA à court terme si l'offre ne s'ajuste pas assez vite. La hausse du prix de la mémoire RAM pourrait en être une illustration.
- La période actuelle diffère encore sensiblement de celle d'il y a 30 ans. A l'époque, l'économie « bénéficiait » de plusieurs facteurs désinflationnistes et la core PCE se situait à un niveau inférieur à 2% contre 2,5/2,7% sur les 3 derniers mois de 2026 :
  - o La mondialisation, qui faisait baisser les coûts de production ;
  - o Les dividendes de la fin de la Guerre froide, qui limitaient les dépenses militaires ;
  - o La succession de 3 chocs plutôt déflationnistes : crise asiatique (1997) ; défaut russe (1998) et quasi-faillite du hedge fund LTCM (1998) qui amenèrent même la Fed à réduire ses taux de 75 pb à l'automne 1998 ;
  - o Un déficit budgétaire fédéral en diminution, puis des excédents budgétaires à la fin des années 1990.

**4/ Enfin, un dernier point plus conjoncturel : la tonalité de l'intervention de K. Warsh a été plutôt hawkish.** Il a ainsi rappelé la cible d'inflation de 2% comme point d'ancrage de la politique monétaire.

Cela étant, cette position est assez logique eu égard au contexte actuel. Aujourd'hui, c'est bien le risque inflationniste qui l'emporte aux USA sur le risque en termes d'activité et d'emploi, celui-ci étant perçu par les membres de la Fed comme en recul. Et la « core PCE » est ainsi au-dessus des 2% depuis le début de 2021 (cf. graphique ci-dessous).

**Etats-Unis: déflateur des dépenses de consommation sous-jacentes**

et prévisions de la FED (glissement annuel, en %)

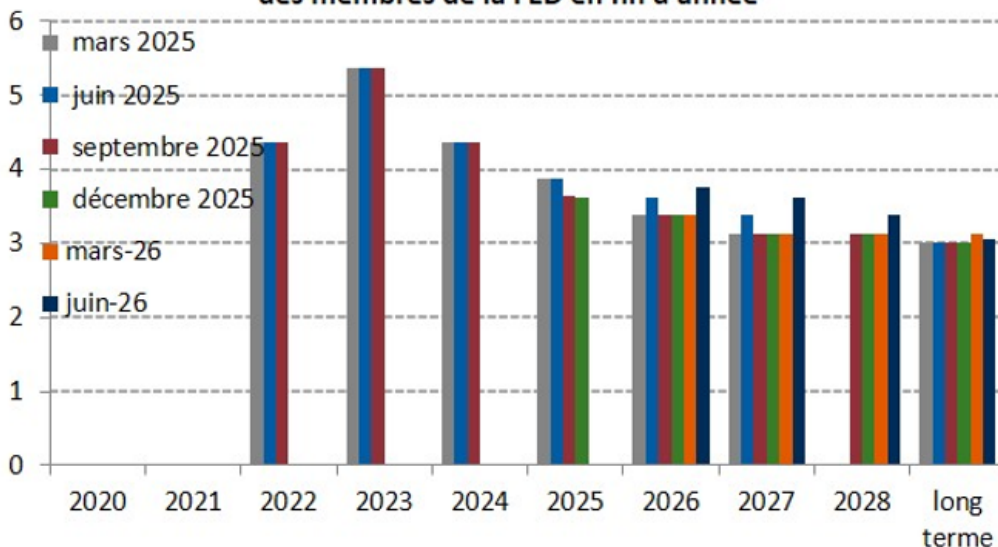


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Les chiffres actuels reflètent le choc énergétique d'une part, mais également une résilience évidente de l'inflation sous-jacente en dépit du ralentissement des salaires et de la faiblesse des coûts unitaires de production. La Fed a ainsi essentiellement revu en nette hausse ses prévisions d'inflation pour 2026 et 2027 (+0,6 point à 3,3% et +0,3 point à 2,5% pour le déflateur sous-jacent des dépenses de consommation).

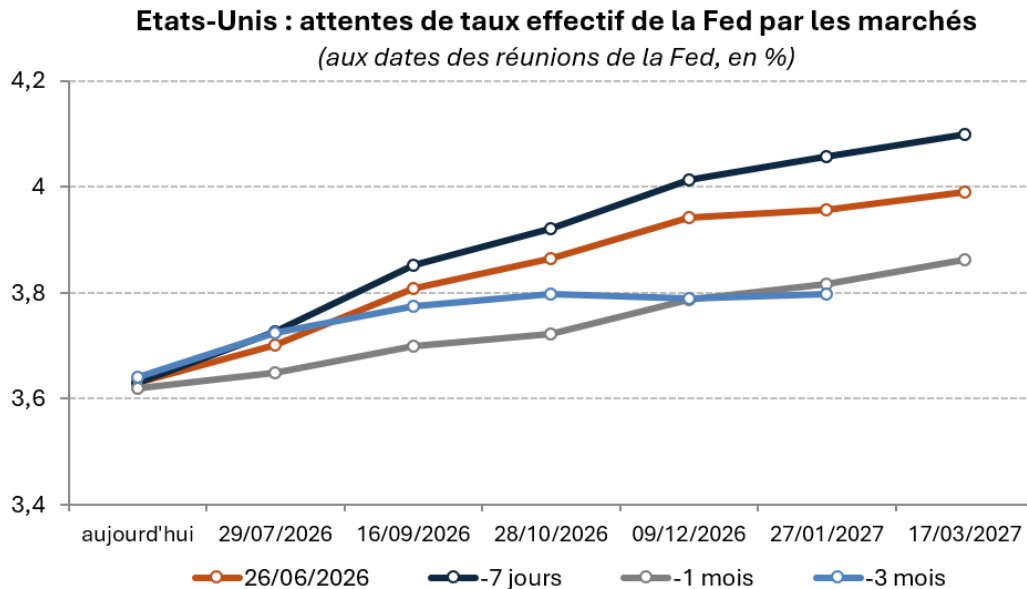
Dans ces conditions, les membres de la Fed ont revu leurs prévisions de taux directeur en hausse, ce qui semble en l'état assez raisonnable (cf. graphique ci-dessous).

**Prévision médiane de taux courts des membres de la FED en fin d'année**



Source: FED, Les Cahiers Verts

De son côté, le marché intègre complètement une hausse d'ici la fin d'année, ce qui semble également réaliste, même si l'on intègre la baisse du prix du pétrole (cf. graphique ci-dessous).



Selon nous, il faut envisager pour le moment un statu quo des taux de la Fed avec un risque de hausse au T4.

**Qu'en conclure en termes de stratégie d'investissement à horizon des prochaines semaines ?**

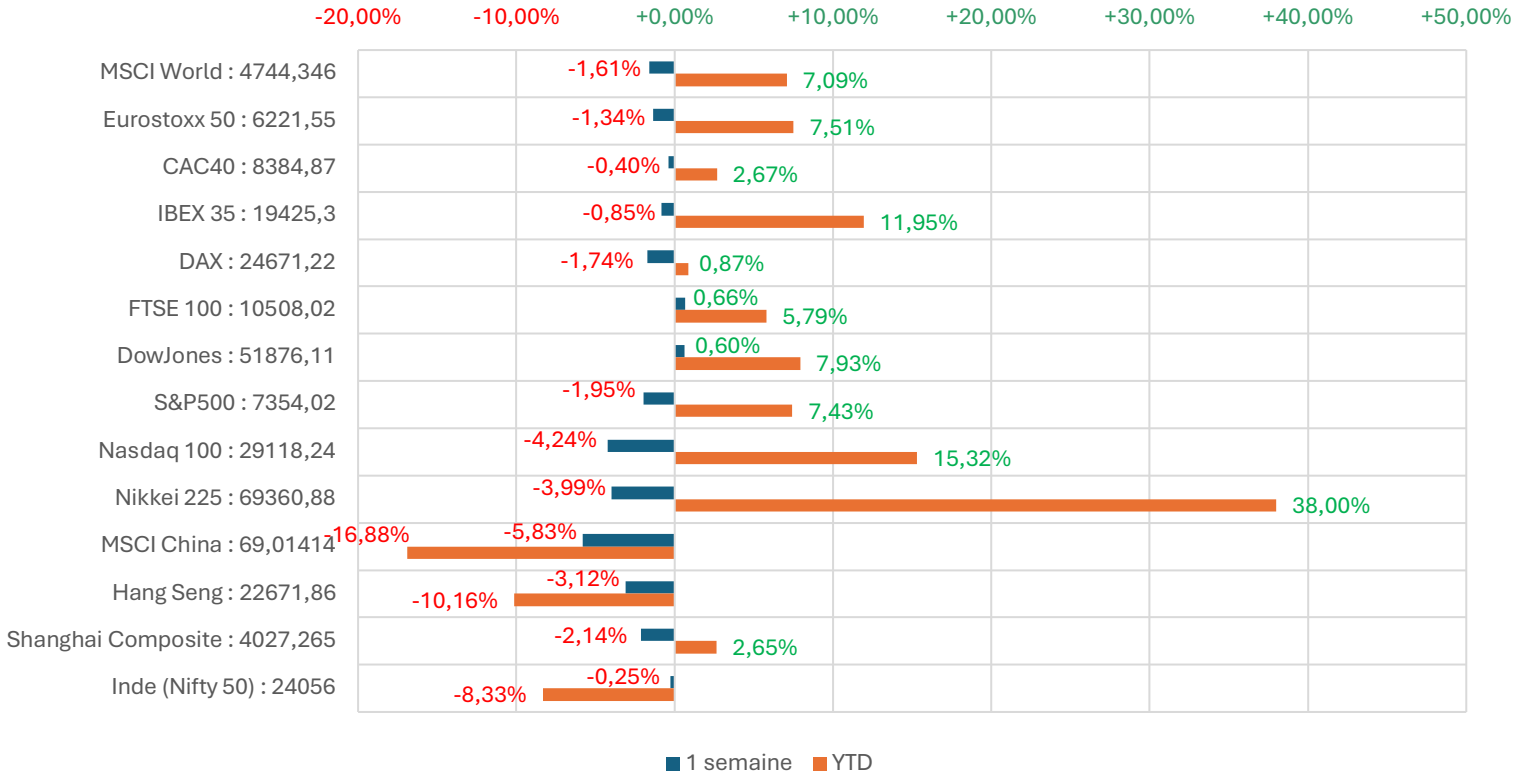
Seul le risque de volatilité des taux longs US et la dimension hawkish du discours de K. Warsh nous paraissent en l'état opérationnels pour l'allocation d'actifs. Nous voyons 5 conséquences :

- Un léger ajustement baissier pour l'euro-dollar
- Un écartement du spread T-note/Bund et une préférence pour les Govies européens
- Une prudence de court terme sur le marché actions américain (momentum très fort de la tech en avril-mai, montée des émissions nettes...) et une préférence de court terme pour les actions européennes vs américaines (point déjà développé dans une chronique précédente<sup>3</sup>) même si restons stratégiquement légèrement surpondérés sur les actions US à horizon 6-12 mois
- Sous-performance des secteurs américains de croissance à duration longue (logiciels, biotech, utilities) et/ou sensibles aux durcissements monétaires (REITs et staples)
- Un potentiel limité pour l'or et les actifs émergents

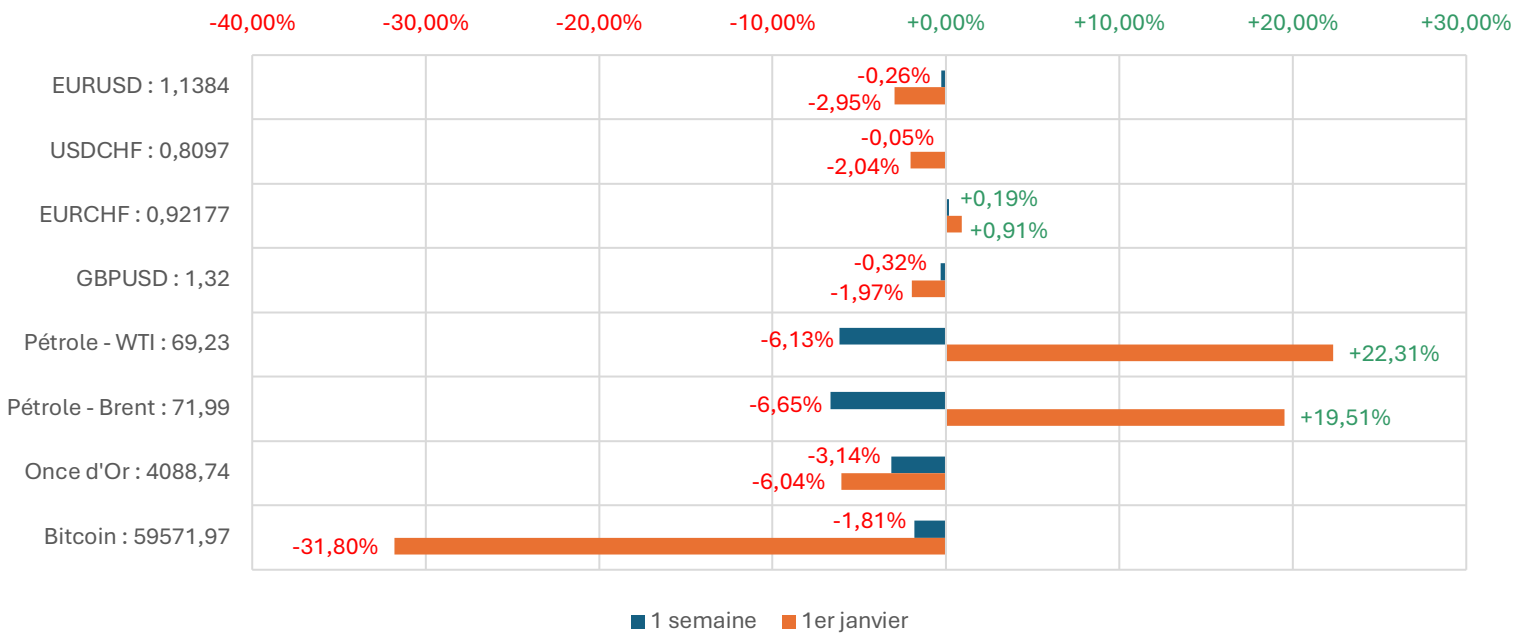
<sup>3</sup> Voir la Chronique hebdomadaire du 12 juin 2026 *Conjoncture européenne et marchés européens*

Tableau de bord des marchés

ACTIONS

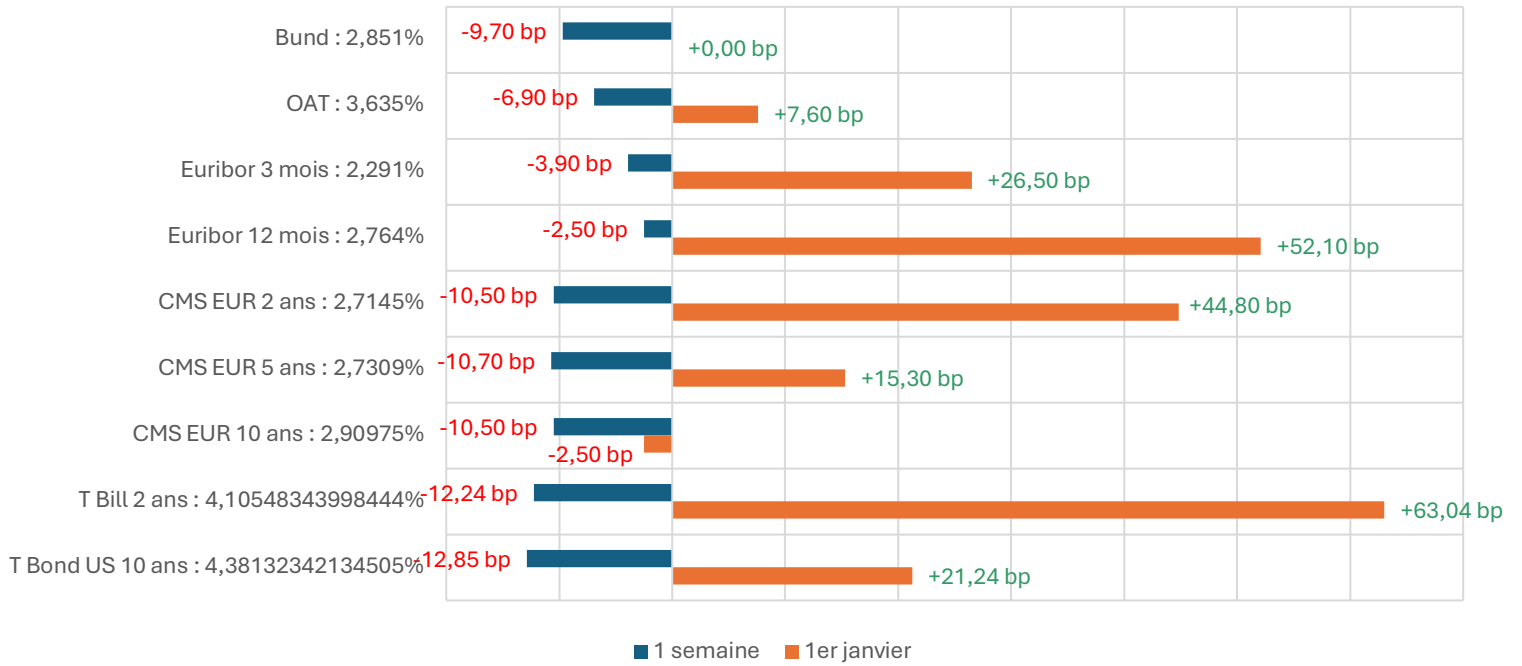


CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



### TAUX D'INTÉRÊT

-20,00 bp -10,00 bp +0,00 bp +10,00 bp +20,00 bp +30,00 bp +40,00 bp +50,00 bp +60,00 bp +70,00 bp



## Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

### À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi 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 aussi garantie par le fait que Socofi 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 Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi 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 Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. [socofi@socofi.com](mailto:socofi@socofi.com)

### À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

[www.apicil-is.com](http://www.apicil-is.com) – [hello@apicil-is.com](mailto:hello@apicil-is.com)

### Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

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 Socofi et APICIL IS 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 Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.