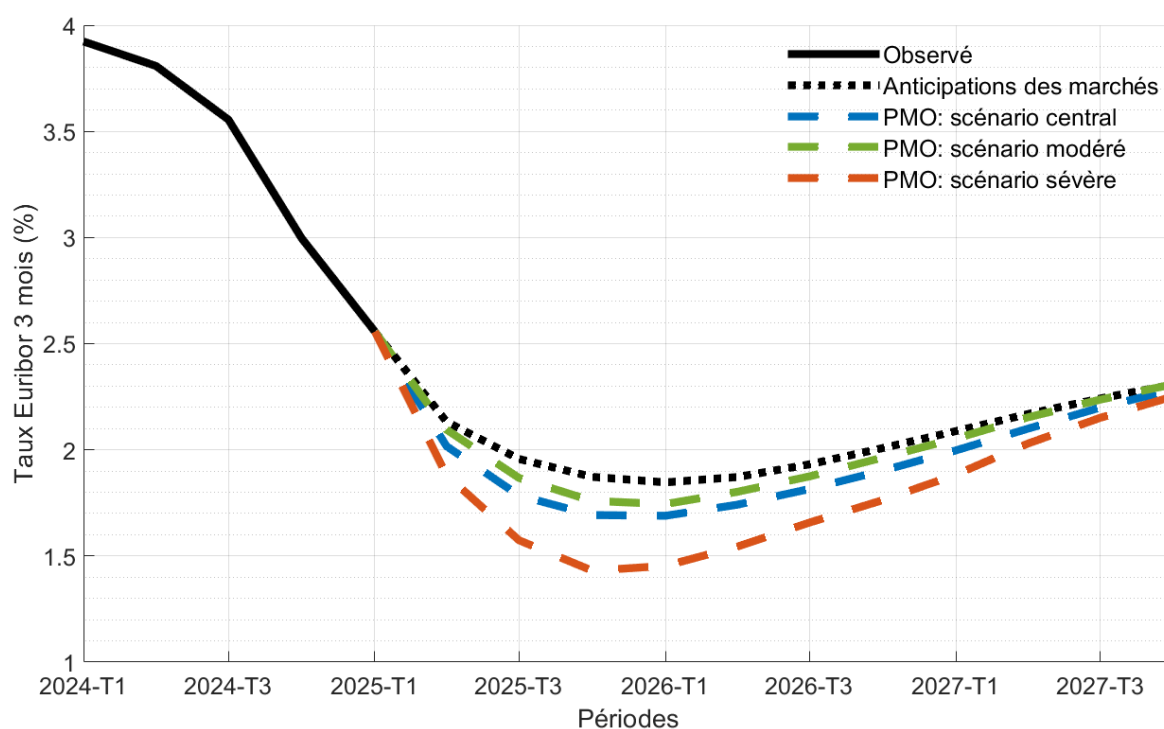


Vers une méthode pour guider la politique monétaire en période de grande incertitude

Par [Stéphane Lhuissier](#)

En période d'incertitude économique élevée, les banques centrales font face à plusieurs futurs possibles, parfois contradictoires. Plutôt que de choisir un scénario unique, ce billet montre comment pondérer différents scénarios économiques pour informer et guider la prise d'une décision de politique monétaire.

Graphique 1 – Selon le scénario retenu, la trajectoire de politique monétaire optimale diffère



Source : Eurosystem, Bloomberg, et calculs de l'auteur.

Note : Trajectoires de politique monétaire optimale (PMO) calculées à partir des différents scénarios macroéconomiques de l'Eurosystem (juin 2025).

Les décisions de politique monétaire prises par les banques centrales reposent généralement sur un scénario central de projections macroéconomiques, correspondant à la trajectoire attendue la plus probable du PIB réel et de l'inflation. Récemment, cette approche a été critiquée par [Bernanke \(2024\)](#) dans son rapport destiné à la Banque d'Angleterre. Selon le prix Nobel d'Économie 2022, le recours à un scénario unique pour orienter la politique monétaire s'avère à la fois insuffisant et inadapté en période d'incertitude. Bernanke recommande de réduire l'importance accordée à la prévision centrale dans les discussions et la communication de politique monétaire, et de donner davantage de visibilité à des scénarios alternatifs. La [revue stratégique 2025 de la Banque Centrale Européenne](#) (BCE) a également souligné l'utilité des scénarios alternatifs en complément du

scénario central des projections, en temps d'incertitude élevée, afin d'évaluer les trajectoires alternatives de politique monétaire dans le cadre de ces scénarios alternatifs.

Cela étant, une question reste ouverte concernant les scénarios : lorsque plusieurs scénarios économiques sont envisagés, chacun impliquant une trajectoire différente de politique monétaire, comment tenir compte de façon adéquate de la diversité de ces scénarios pour guider l'action ?

Plutôt que de traiter tous les scénarios de manière égale ou de se focaliser uniquement sur le scénario central, ce billet de blog propose une approche (statistique) qui consiste à attribuer à chaque scénario une *pondération explicite*, reflétant sa plausibilité économique. Ces pondérations permettent ensuite de construire une trajectoire unique de politique monétaire, intégrant ainsi à la fois les scénarios envisagés et leur vraisemblance.

Cette approche prolonge la réflexion présentée par le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, lors du [symposium annuel du CEPR en décembre 2025](#), où un cadre de gestion des risques fondé sur la synthèse pondérée de scénarios avait déjà été évoqué.

La trajectoire de politique monétaire optimale diffère selon le scénario retenu

Prenons, à titre d'exemple, les [projections macroéconomiques de juin 2025](#) de l'Eurosystème. À cette période, une forte incertitude en matière de politique commerciale américaine régnait et l'Eurosystème devait concevoir ses projections macroéconomiques sans connaître l'issue des négociations commerciales entre l'Union européenne et les États-Unis. Deux scénarios alternatifs au scénario central de projections ont donc été envisagés : un scénario plus modéré et un plus sévère, suivant une modification des hypothèses techniques sur le taux des droits de douane et le niveau de l'incertitude commerciale. Dans chacun de ces scénarios, les projections ne se résument pas à une seule trajectoire, mais à une distribution possible de trajectoires (appelée « distribution prédictive »), qui reflète à la fois l'incertitude entourant l'évolution future de l'économie et les marges d'erreur inhérentes aux outils de projection.

Les projections macroéconomiques associées à chaque scénario reposent par ailleurs sur la trajectoire de politique monétaire anticipée par les marchés, utilisée comme hypothèse technique dans l'exercice de prévision. Cette trajectoire ne correspond toutefois pas nécessairement à celle qui serait optimale au regard des objectifs de stabilité macroéconomique de la BCE. Une simulation de politique monétaire optimale est donc ensuite réalisée pour chaque scénario, afin d'identifier la trajectoire du taux d'intérêt la plus appropriée pour réduire les écarts de l'inflation à sa cible et de la production à son potentiel ([Barnichon et Mesters, 2023](#); [Lhuissier, 2025](#)). Cette trajectoire optimale fournit ainsi un point de référence pour orienter la conduite de la politique monétaire.

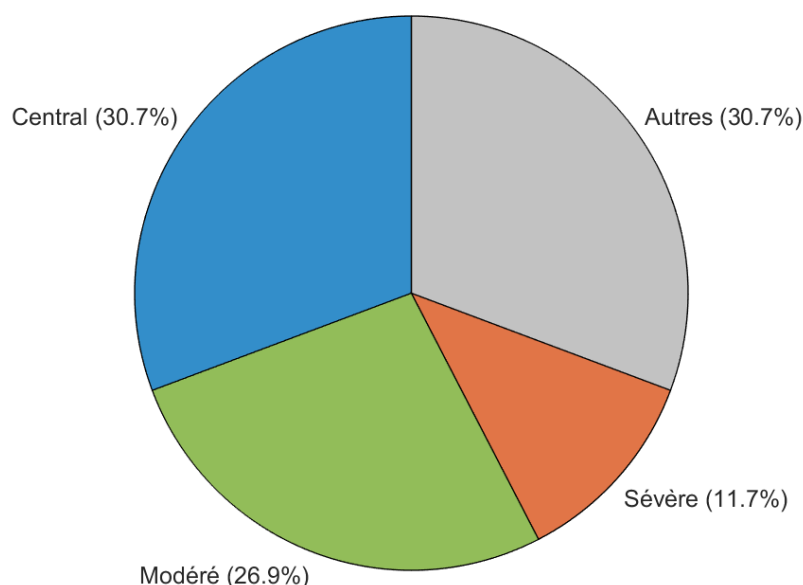
Le résultat de ces simulations soutient la décision de baisse du taux d'intérêt à 2% en juin 2025 telle qu'anticipée par les marchés, et ce, quel que soit le scénario considéré (Graphique 1). Toutefois, la trajectoire de politique monétaire à moyen terme diverge selon le scénario choisi. La simulation de politique optimale fondée sur le scénario central ou modéré indique une orientation légèrement plus accommodante que la trajectoire attendue par les marchés, avec une baisse supplémentaire de 25 points de base avant la fin 2025. La simulation de politique optimale autour du scénario sévère suggère une orientation beaucoup plus accommodante, avec deux baisses supplémentaires dans la seconde moitié de 2025.

La pondération des scénarios est déterminée par leur plausibilité

Étant donné que chaque scénario implique une trajectoire différente de politique monétaire optimale, la question de leur plausibilité apparaît essentielle. Afin d'évaluer la vraisemblance de chaque scénario, une adaptation de la méthode dite de *synthèse prédictive bayésienne* proposée par [Tallman et West \(2023\)](#) et [Adrian, Giannone, Luciani et West \(2025\)](#) est employée. Le principe consiste à combiner les différents scénarios afin d'obtenir une distribution synthétique (c'est-à-dire une moyenne pondérée des distributions prédictives associées à chaque scénario), puis à ajuster les poids de chaque scénario de manière à ce que cette distribution agrégée se rapproche le plus possible d'une prévision de référence indépendante, en l'occurrence [l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels de la BCE](#), datée du 25 juillet 2025. Les scénarios qui contribuent davantage à reproduire les anticipations des prévisionnistes reçoivent ainsi un poids plus élevé. Les poids estimés ne reflètent donc pas la probabilité qu'un scénario se réalise, mais plutôt leur plausibilité d'après les prévisionnistes.

L'analyse intègre également un scénario complémentaire dit « artificiel », conçu pour pallier une éventuelle incomplétude de l'ensemble des scénarios définis par l'Eurosystème. Ce scénario, appelé « Autres », ne correspond pas à une hypothèse économique spécifique, mais constitue une catégorie résiduelle regroupant l'ensemble des évolutions macroéconomiques non couvertes par les scénarios de l'Eurosystème, et susceptibles de refléter les points de vue des prévisionnistes.

Graphique 2 – La pondération des scénarios reflète leur plausibilité d'après les prévisionnistes



Source : Calculs de l'auteur.

Note : Les pondérations sont obtenues à partir des scénarios de prévisions du PIB réel 2026 de l'Eurosystème (juin 2025).

Les pondérations, estimées à partir des prévisions du PIB réel 2026, révèlent que le scénario central et le scénario artificiel reçoivent chacun un poids d'environ 30 %, suivis par le scénario modéré, avec une pondération proche de 27 %. Le scénario sévère se voit quant à lui attribuer un poids plus modeste, de l'ordre de 12 % (Graphique 2). Le poids relativement élevé du scénario artificiel indique

que l'éventail de scénarios retenu par l'Eurosystème est incomplet et ne reflète qu'imparfaitement les anticipations des prévisionnistes professionnels.

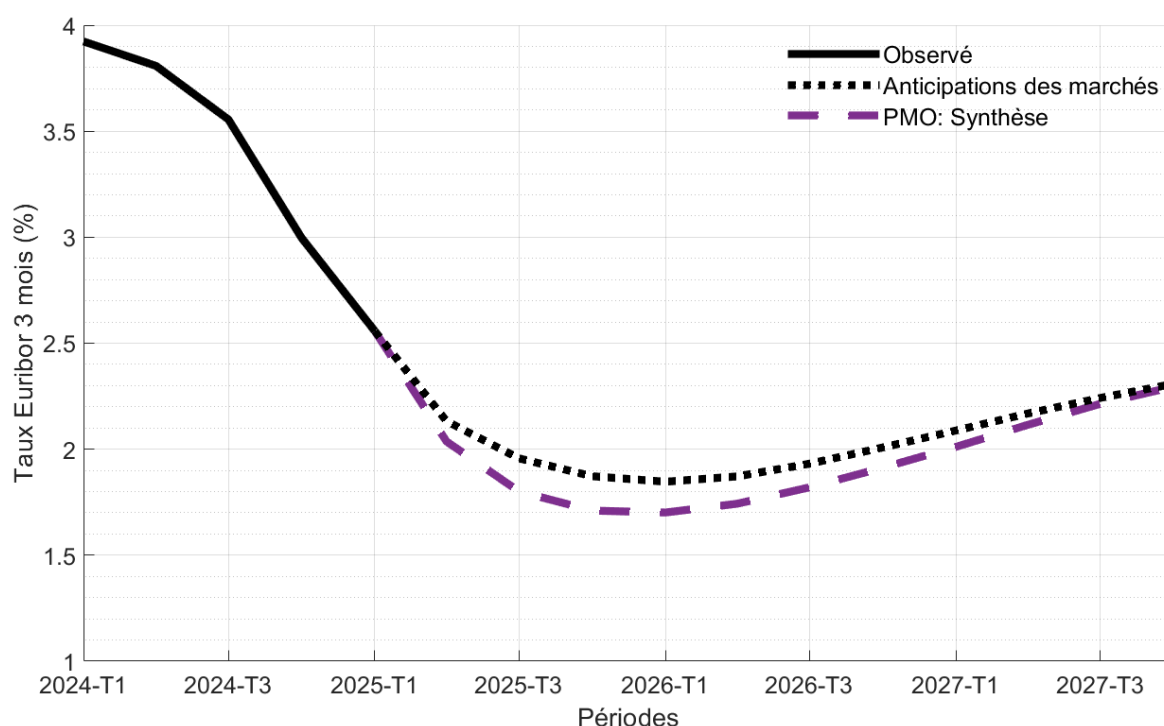
En combinant les scénarios, une orientation claire de politique monétaire se dégage

À l'aide des poids estimés, il est maintenant possible d'obtenir une synthèse de la trajectoire optimale du taux d'intérêt prenant en compte à la fois le scénario central et les scénarios alternatifs (Graphique 3). Cette synthèse suggère une baisse du taux d'intérêt en juin 2025 pour atteindre 2%, ainsi qu'une réduction supplémentaire de 25 points de base avant la fin de 2025, par rapport à la trajectoire anticipée par les marchés. (Dans la réalité, la seconde baisse n'a pas été mise en œuvre, l'économie étant restée plus résiliente que prévu au cours de la seconde moitié de l'année.)

Cette synthèse optimale est très similaire à la politique optimale obtenue avec les scénarios central et modéré, et cela pour deux raisons. Premièrement, ces scénarios ont les poids les plus élevés et impliquent des trajectoires de politique optimale très similaires. Deuxièmement, le scénario sévère, qui implique une trajectoire optimale très différente, reçoit un poids limité, de sorte que son influence sur la décision globale de politique monétaire est faible.

La synthèse de politique monétaire optimale permet donc d'intégrer explicitement l'incertitude dans la décision de politique monétaire, intégrant à la fois les scénarios envisagés et leur vraisemblance, plutôt que de s'appuyer sur un futur unique et incertain.

Graphique 3 – Trajectoire de politique optimale prenant en compte les trois scénarios possibles



Source : Eurosystème, Bloomberg, et calculs de l'auteur.

Note : La synthèse se définit comme la trajectoire de politique monétaire optimale intégrant à la fois les scénarios macroéconomiques envisagés (juin 2025) et leur vraisemblance.