

L'orientation de la politique monétaire de la BCE à l'épreuve de l'incertitude économique

Christophe Blot, Jérôme Creel, François Geerolf, Giovanni Ricco, Davide Romelli

Ce document a été rédigé à la demande de la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen en vue du dialogue monétaire avec la présidente de la BCE le 23 juin 2025.

Résumé

Les facteurs ayant freiné la croissance économique de la zone euro devraient s'atténuer en 2025. Toutefois, l'incertitude mondiale reste élevée en raison de la guerre commerciale et de la menace d'une hausse des droits de douane. Dans ce contexte, le recul de l'inflation a ouvert un espace pour un assouplissement monétaire dans la zone euro : le taux de facilité de dépôt de la BCE a ainsi été abaissé de 4 % en mai 2024 à 2 % depuis juin 2025.

Jusqu'à présent, l'hétérogénéité de l'inflation n'a pas constitué un obstacle majeur, contrairement aux craintes exprimées au début de l'épisode inflationniste de 2022-2023. Cette dispersion des taux d'inflation s'expliquait en grande partie par les écarts de prix de l'énergie entre pays. Avec le repli des prix de l'énergie, les taux d'inflation nationaux convergent à nouveau en zone euro. Les pays ayant accordé un soutien public plus limité pour faire face à des factures énergétiques plus élevées ont connu une inflation plus forte lors de la phase de hausses de prix. Mais ils bénéficient aujourd'hui de baisses plus marquées.

L'orientation monétaire actuelle traduit des signaux ambivalents. D'un côté, la baisse continue des taux d'intérêt à court terme reflète un assouplissement de la politique monétaire conventionnelle. De l'autre, la poursuite de la réduction du bilan de la BCE peut être interprétée comme un signal de resserrement de sa politique non conventionnelle.

En définitive, c'est à travers les coûts d'emprunt supportés par les entreprises, les ménages et les États que l'orientation de la politique monétaire se manifeste le plus clairement. Si les taux des emprunts publics ont nettement reculé pour les échéances courtes, la tendance est plus incertaine pour les échéances plus longues, où la dynamique du marché demeure plus ambivalente. Du côté des taux bancaires, la baisse du coût du crédit immobilier pour les ménages reste modeste, mais réelle. En agrégeant ces évolutions à travers un taux synthétique (ou *proxy rate*, en anglais) on constate que le resserrement monétaire est sans doute moins marqué que ne le laisserait penser la seule trajectoire des taux directeurs.

Au cours de la dernière décennie, la BCE a progressivement délaissé un langage technique et opaque au profit d'une communication plus claire et accessible. Entre janvier 2015 et avril 2025, la lisibilité moyenne des déclarations en conférence de presse s'est nettement améliorée. En revanche, les comptes-rendus des réunions du Conseil des gouverneurs demeurent, quant à eux, plus complexes et techniques.

Le ton de la communication de la BCE a sensiblement évolué : les références aux droits de douane sont désormais plus fréquentes, plus explicites et intégrées à des analyses plus larges sur l'incertitude mondiale et les risques pesant sur la politique monétaire. Cela suggère que la BCE utilise de plus en plus ce canal pour explorer et anticiper des arbitrages politiques complexes, fournissant potentiellement aux acteurs du marché un aperçu plus précoce des délibérations internes du Conseil des gouverneurs que par le passé.

L'incertitude économique et politique occupe une place croissante dans la communication de la BCE, tant dans ses conférences de presse que dans les comptes-rendus. Cette insistance accrue semble relever d'un choix stratégique : en soulignant cette incertitude, la BCE cherche sans doute à gérer les attentes et à signaler une certaine forme de prudence à destination d'un public plus large.

Les responsables politiques du monde entier évoluent depuis plusieurs années dans un climat d'incertitude persistante, largement alimenté par les tensions géopolitiques et les guerres commerciales. Plus récemment, de nouvelles menaces de mesures protectionnistes émanant de l'administration américaine – et les ripostes potentielles de la Chine et de l'UE – viennent assombrir la reprise économique encore fragile de l'après-Covid-19. Signe de cette incertitude mondiale élevée, l'indice du risque géopolitique (GPR), élaboré par Caldara et Iacoviello (2022), a enregistré un net rebond après avril 2025 dans le sillage du « jour de la libération » (*Liberation Day*, en anglais) proclamé par le Président Trump. Il a alors atteint des niveaux comparables à ceux observés après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022.

À ces incertitudes s'ajoute un autre facteur majeur : la flambée exceptionnelle des prix à la consommation et à la production observée durant la période 2022-2023. Face à ce choc inflationniste d'une ampleur inédite depuis plusieurs décennies, les banques centrales ont réalisé un tournant radical de leur politique monétaire, passant d'une politique historiquement accommodante à un resserrement marqué. Si le rôle exact de cette inflexion monétaire dans le reflux de l'inflation – dans un contexte par ailleurs caractérisé par une nette détente des prix de l'énergie et d'importantes pressions déflationnistes dans l'économie chinoise – fera encore longtemps l'objet de débats, il est indéniable que l'inflation a reculé. Dans le cas de la zone euro, elle s'est même stabilisée à un niveau proche, voire inférieur à la cible de 2 % fixée par la Banque centrale européenne (BCE).

Ce nouvel environnement macroéconomique a permis à la BCE d'abaisser ses taux directeurs à 2 % dans la zone euro depuis le 11 juin 2025. Lors sa dernière déclaration de politique monétaire, prononcée le 5 juin 2025, Christine Lagarde, présidente de la BCE, a insisté sur la révision à la baisse des prévisions d'inflation pour 2026, tout en mettant en garde contre un niveau d'incertitude toujours élevé, tant pour les perspectives d'inflation que pour la croissance à court terme.

La poursuite de la baisse des taux directeurs de la zone euro traduit une orientation monétaire plus accommodante. Elle témoigne toutefois aussi d'une forme de prudence face à des perspectives économiques susceptibles de se dégrader. Christine Lagarde a d'ailleurs souligné qu'une intensification des tensions commerciales pourrait peser à la fois sur la croissance économique et sur l'inflation. Dans ce contexte, la récente diminution de 25 points de base du taux de facilité de dépôt peut paraître modeste au regard des développements récents. À cet égard, le récent changement de politique semble moins expansionniste qu'il n'y paraissait à l'origine. En fin de compte, l'impact de toute décision de politique monétaire dépend de la référence par rapport à laquelle elle est évaluée.

La caractérisation de l'orientation monétaire effective est d'autant plus complexe que la banque centrale dispose d'un large éventail d'instruments. Si les taux directeurs peuvent être relevés ou abaissés, les politiques de bilan telles que l'assouplissement quantitatif (QE) ou le resserrement quantitatif (QT) peuvent quant à elles renforcer ou neutraliser les effets des changements de taux d'intérêt sur les conditions financières et monétaires.

L'analyse qui suit confronte les récentes décisions de la BCE en matière de taux directeurs à l'évolution de son bilan comptable. Dans quelle mesure les instruments de bilan ont-ils amplifié, ou au contraire atténué, l'impact des ajustements de taux ? Aux États-Unis, l'expérience récente montre clairement que la Réserve fédérale a renforcé sa politique de taux par un QT significatif. En zone euro, en revanche, les données suggèrent qu'un tel renforcement n'a pas eu lieu.

Cette configuration particulière – marquée par un recours limité au QT, tant lors de la phase de resserrement que de détente monétaire – introduit un degré de complexité supplémentaire. En effet, les variations de taux directeurs ne se répercutent pas pleinement sur les conditions de financement du secteur privé si elles ne sont pas accompagnées par une évolution cohérente du bilan. L'absence de QT peut ainsi freiner la transmission des hausses de taux, tandis qu'un QT maintenu pendant une phase de baisse peut en neutraliser les effets.

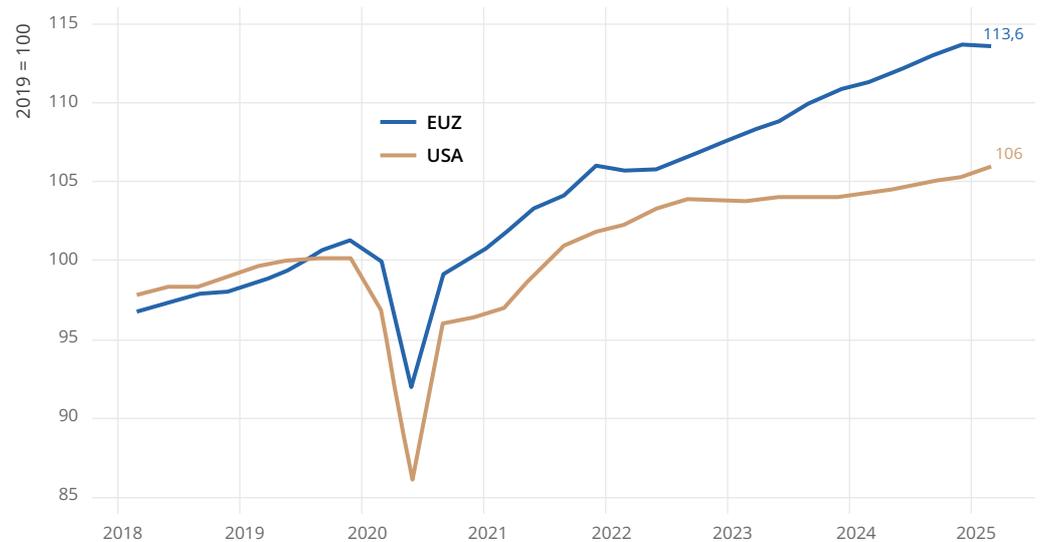
Enfin, notre analyse met en lumière une évolution notable de la stratégie de communication de la BCE au cours de la dernière décennie. Celle-ci s'est attachée non seulement à accroître la clarté de ses messages, mais aussi à intégrer davantage l'incertitude dans sa communication publique. Ce changement semble refléter une volonté délibérée de mieux gérer les anticipations du marché et de signaler une posture plus prudente et nuancée à un public élargi.

1. Perspectives économiques

1.1. Sous-performance économique dans la zone euro

Malgré la baisse des prix de l'énergie, la croissance économique de la zone euro est restée modérée en 2024, n'atteignant que 0,8 %, contrastant fortement avec le dynamisme de l'économie américaine qui a progressé de 2,8 %. Au premier trimestre 2025, l'activité économique a accéléré dans la zone euro (+0,6 %), mais ce rebond est notamment lié à la hausse exceptionnelle du PIB irlandais (+9,7 %). À l'inverse, le PIB s'est légèrement contracté aux États-Unis (-0,1 sur une base trimestrielle). Les importations ont fortement augmenté en prévision des futures hausses de tarifs douaniers. L'activité économique des quatre grands pays continue d'être tirée par l'Espagne (+0,6 %), tandis que le PIB rebondit en Allemagne (+0,4 %) et reste faible en France (+0,1 %) après avoir chuté au trimestre précédent dans les deux pays. La zone euro a encore du mal à se remettre complètement du double choc de la pandémie de Covid-19 et de la crise mondiale de l'énergie. Début 2025, le PIB de la zone euro ne dépasse son niveau de 2019 que de 6 % (graphique 1), soit une croissance annuelle moyenne d'à peine 1 % depuis la plus grave récession de la zone euro. En comparaison, le PIB des États-Unis est supérieur de 13,6 % à son niveau d'avant la pandémie, avec un taux de croissance annuel moyen d'environ 2,6 % au cours de la même période. Même si les perspectives démographiques des États-Unis sont plus favorables, le retard de l'Europe reste une préoccupation urgente, comme le soulignent le récent rapport de Mario Draghi ou l'évaluation de l'OFCE (2024). La crise énergétique mondiale a eu un impact plus prononcé dans la zone euro, où les prix de l'énergie ont été nettement plus élevés qu'aux États-Unis ou en Chine – une disparité soulignée par Mario Draghi – voir Geerolf (2022) pour une première évaluation. Ces effets ont probablement été exacerbés par les politiques de la BCE, aggravant les défis auxquels l'économie européenne est confrontée.

Graphique 1. PIB de la zone euro et des États-Unis (2019 = 100)

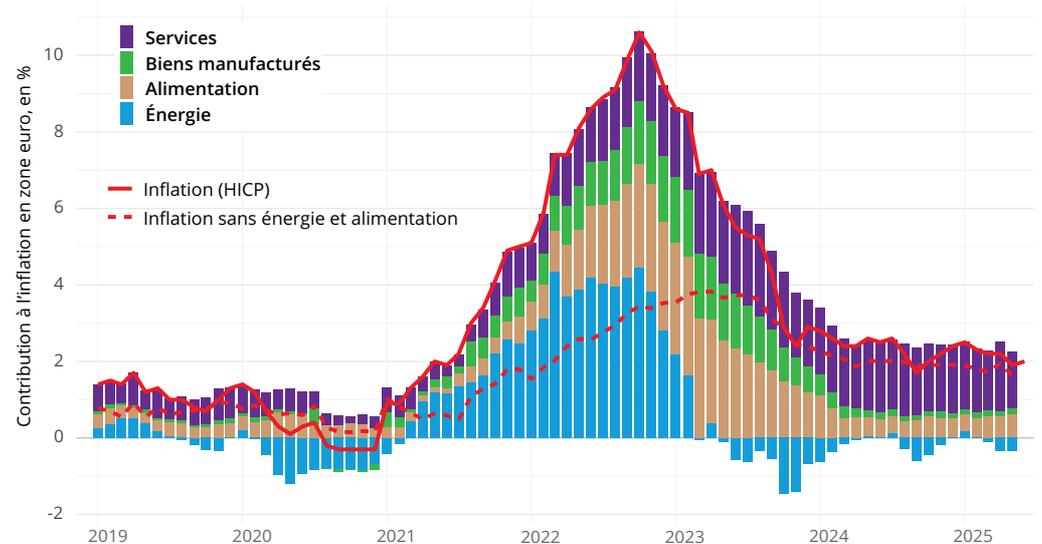


Sources : Eurostat, BEA.

Note : Le graphique présente l'évolution du PIB à prix constants (PIB réel) dans la zone euro et aux États-Unis depuis 2018 (année de base 2019 = 100). Il montre que la gravité de la crise de 2020 a été plus importante dans la zone euro qu'aux États-Unis, et que ces derniers se sont remis plus rapidement de la crise (PIB supérieur à 100) et ont connu une croissance économique plus forte depuis lors.

Après avoir fortement augmenté en 2021-2022, l'inflation dans la zone euro a continué à baisser en 2024, principalement en raison de la chute des prix de l'énergie. Une hausse temporaire s'est produite au début de 2025, atteignant 2,5 % en janvier, en raison d'un effet de base, mais elle a repris son déclin au cours des mois suivants, atteignant 1,9 % en mai. Depuis mai 2023, la contribution des prix de l'énergie à l'inflation globale est soit négative, soit modérée par rapport au pic de 4,8 % enregistré en mars 2022 (graphique 2). Les services sont désormais le principal moteur de l'inflation, avec une augmentation de 3,2 % en glissement annuel en mai, et ont contribué à hauteur

Graphique 2. Contributions à l'inflation globale dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

Note : Le graphique présente le taux d'inflation global dans la zone euro (ligne rouge), qui est l'objectif de la BCE, et les contributions des différentes composantes au taux d'inflation. Pour le dernier taux d'inflation disponible, la principale contribution positive se situe dans le secteur des services, tandis que l'énergie contribue à réduire le taux d'inflation.

de 1,8 point de pourcentage à l'indice global. L'inflation a lentement convergé vers l'objectif de 2 % de la BCE et les craintes d'une spirale inflationniste ne se sont pas matérialisées. La baisse de l'inflation a créé une marge de manœuvre pour l'assouplissement monétaire : le taux de facilité de dépôt de la BCE a été abaissé de 4 % en mai 2024 à 2 % depuis juin 2025.

1.2. La croissance reprend malgré la guerre commerciale

Les facteurs qui ont pesé sur la croissance économique devraient s'atténuer en 2025, mais l'incertitude mondiale reste élevée. Comme lors de son premier mandat, le président Trump a fait part de son intention d'utiliser les droits de douane pour promouvoir les intérêts des États-Unis. Une série d'annonces a déjà ravivé les tensions commerciales, même si le rythme et l'ampleur de la mise en œuvre varient. Le 2 avril, le président Trump a déclaré son intention d'imposer des droits de douane « réciproques » à tous les partenaires commerciaux afin d'éliminer les déficits commerciaux des États-Unis, y compris des droits de douane allant jusqu'à 20 % sur les produits de l'UE. Une semaine plus tard, ces mesures ont été reportées à juillet 2025, bien qu'un tarif minimum de 10 % ait été promulgué. Le 23 mai, invoquant l'impasse des négociations avec l'UE, il a annoncé des droits de douane de 50 %, qui ont été suspendus le lundi suivant.

S'il ne fait aucun doute que le second mandat de Trump se traduira par une augmentation globale des droits de douane américains, le scénario final reste difficile à prévoir, compte tenu des motivations contradictoires et de la rhétorique changeante qui sous-tendent ces décisions. À court terme, ces décisions entraînent une incertitude accrue quant à la politique commerciale, ce qui risque de freiner les investissements. Le commerce pourrait également en souffrir. Au-delà du canal de transmission par l'incertitude, les estimations de McKibbin *et al.* (2024) suggèrent qu'une augmentation de 10 points de pourcentage des droits de douane réduirait le PIB d'environ 0,1 point de pourcentage dans des pays tels que l'Allemagne ou la France. Bouët *et al.* (2025) estiment un coût à long terme pour l'UE de l'ordre de 0,2 (dans le scénario sans représailles européennes) ou 0,1 (scénario avec représailles) point de pourcentage¹.

Les perspectives économiques de la zone euro dépendront non seulement des droits de douane appliqués aux exportations européennes, mais aussi des mesures de rétorsion potentielles de l'UE, qui pourraient alimenter l'inflation et donc susciter une réaction plus prudente de la part de la politique monétaire. Dans l'hypothèse où l'UE ne prendrait pas de mesures de rétorsion majeures et où les prix du pétrole diminueraient pour atteindre une moyenne inférieure à 75 dollars le baril en 2025, l'inflation resterait probablement proche ou inférieure à l'objectif de 2 %. La BCE disposerait ainsi d'une marge de manœuvre supplémentaire pour réduire encore ses taux d'intérêt et soutenir la croissance en 2025 et plus encore en 2026. Selon les prévisions de l'OFCE, le PIB de la zone euro s'accélérait progressivement dans ce scénario, pour atteindre 1,1 % en 2025 et 1,5 % en 2026.

1.

Le scénario inclut également une hausse de 60 points de pourcentage sur les importations en provenance de Chine. Selon Bouët *et al.* (2025), la perte de PIB serait à long terme de -0,1 % pour la France dans les scénarios avec et sans représailles de l'UE. Pour l'Allemagne, l'effet sur le PIB serait plus élevé dans le scénario sans représailles de l'UE (-0,3 %) et plus faible en cas de mesures de représailles.

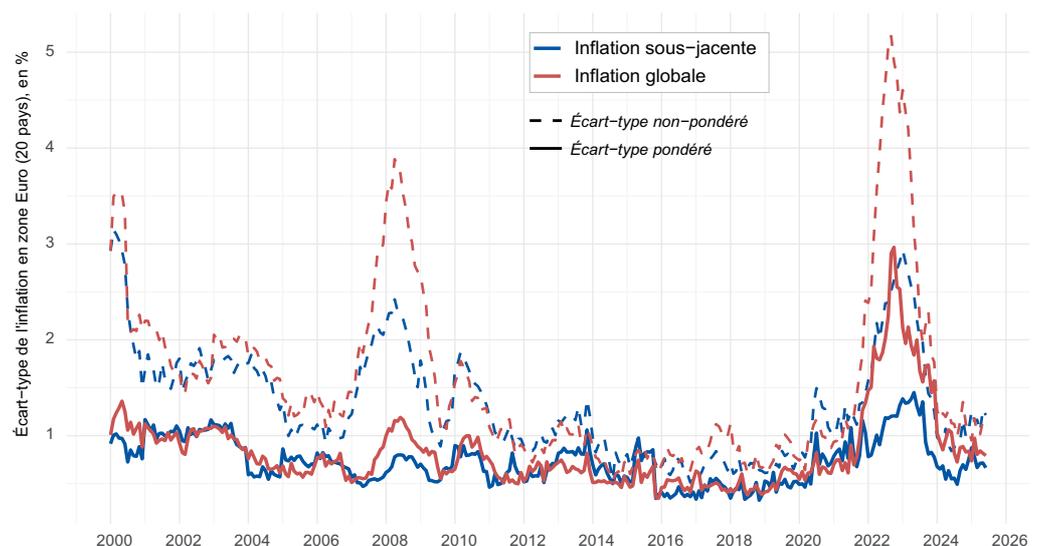
2. Hétérogénéité de l'inflation

L'hétérogénéité de l'inflation – autrement dit, les écarts marqués entre les taux d'inflation des différents pays de la zone euro – constitue potentiellement un défi pour la Banque centrale européenne. En effet, celle-ci mène une politique monétaire unique pour un ensemble d'économies nationales aux dynamiques parfois très contrastées. Or la fixation des taux d'intérêt sur la base de l'inflation moyenne dans la zone euro peut ne pas convenir à l'ensemble des États membres : un même taux directeur risque d'être trop accommodant pour certains pays, où l'inflation est déjà élevée, et trop restrictif pour d'autres, confrontés à une inflation faible voire négative. Pourtant, comme nous le montrons dans cette section, cette hétérogénéité n'a pas, jusqu'à présent, représenté un obstacle majeur à la conduite de la politique monétaire, contrairement à ce que l'on pouvait peut-être redouter au début de la période inflationniste. Il n'en demeure pas moins que la question de la mesure de l'inflation dans chaque pays reste sensible. Des écarts significatifs subsistent, liés notamment à des différences méthodologiques ou structurelles, et peuvent affecter la perception comme la transmission de la politique monétaire.

2.1. Différentiels d'inflation : mesures pondérées et non pondérées

Les écarts d'inflation entre pays de la zone euro sont fréquemment illustrés à l'aide de l'écart-type non pondéré des taux nationaux. Toutefois, d'un point de vue économique, l'écart-type pondéré, tenant compte du poids relatif de chaque pays dans l'économie de la zone euro – apparaît plus pertinent. Il permet d'éviter qu'un petit pays, dont le profil d'inflation peut être très spécifique, n'influence de manière excessive la mesure globale de l'hétérogénéité des taux d'inflation (voir Blot *et al.*, 2022). Cela étant, la version non pondérée conserve une réelle importance sur le plan politique. Une inflation élevée dans un petit pays peut saper le soutien de l'opinion publique aux décisions de la BCE, en particulier si les citoyens ont l'impression que leur situation nationale est ignorée dans les décisions prises à Francfort. Le graphique 3 illustre cette distinction : la ligne continue représente l'écart-type pondéré, plus faible et moins volatil, tandis que la ligne en pointillés montre la version non pondérée.

Graphique 3. Écarts types pondérés et non pondérés de l'inflation à un an



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

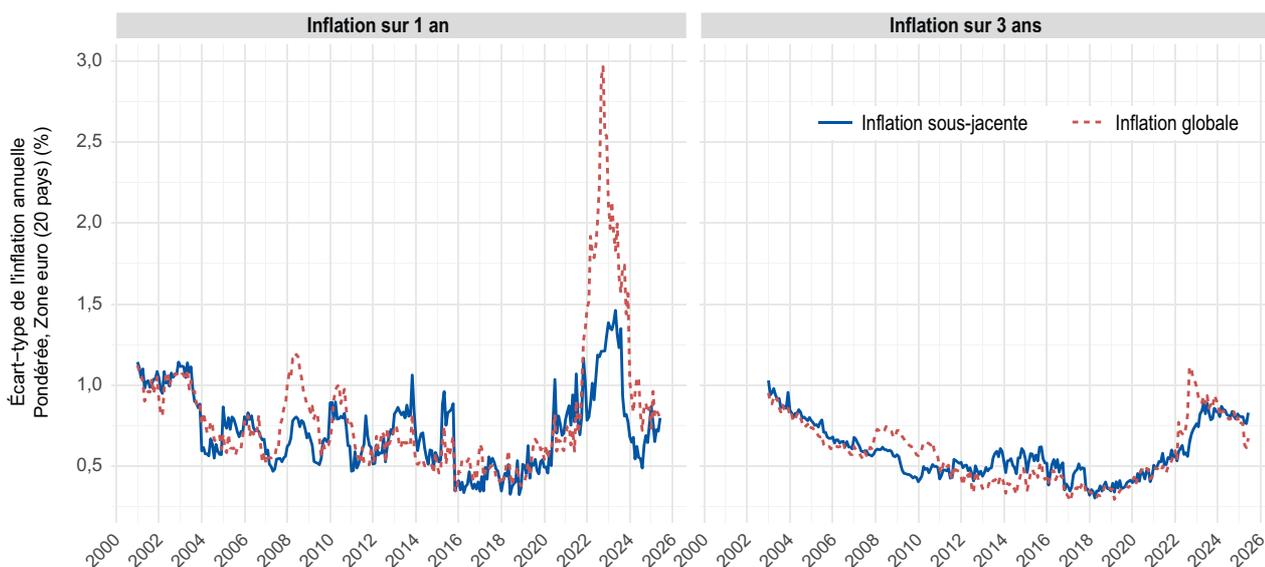
Notes : Ce graphique présente l'évolution de l'écart-type des taux d'inflation observés dans les 20 pays de la zone euro, en distinguant l' Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) global et l'inflation sous-jacente.

Ce graphique actualise l'analyse présentée lors du Dialogue monétaire de novembre 2022 (Blot *et al.*, 2022) et vient conforter la conclusion selon laquelle l'hétérogénéité de l'inflation au sein de la zone euro s'explique en grande partie par les divergences des prix de l'énergie. Une part importante de ces écarts reflète des différences structurelles entre pays, notamment la composition de leur mix énergétique et leur degré de dépendance relative au gaz naturel par rapport à l'électricité. Les politiques nationales de soutien public ont également joué un rôle déterminant : leur ampleur, leur durée et leur ciblage varient fortement d'un pays à l'autre. Lors que ces aides sont ciblées – c'est-à-dire non universelles – elles ne sont pas intégrées dans les indices d'inflation, ce qui accentue les divergences apparentes. Enfin, une partie non négligeable de l'hétérogénéité observée résulte de différences méthodologiques dans la mesure même de l'inflation entre États membres. Cet aspect, souvent sous-estimé dans le débat public et même l'expertise, fait l'objet d'une analyse approfondie dans l'encadré 1.

2.2. Retour à la moyenne

Si les écarts d'inflation énergétique entre les pays peuvent être significatifs à l'horizon d'un an, un retour progressif à la moyenne s'est produit au fil du temps. Ce phénomène s'explique en partie par des effets mécaniques : les pays ayant offert un soutien public plus limité aux factures d'énergie ont généralement connu une inflation énergétique plus marquée lors des flambées de prix... mais aussi des baisses plus prononcées lorsque les prix de l'énergie ont reflué. Les différences méthodologiques entre pays, abordées dans l'encadré 1, jouent également un rôle. Par exemple, les pays qui intègrent le flux des nouveaux contrats énergétiques dans leurs indices d'inflation enregistrent davantage d'inflation en phase ascendante et aussi une déflation plus marquée lorsque les prix baissent. En conséquence, lorsqu'on considère une période plus longue, comme un horizon de trois ans, les écarts entre pays tendent à s'atténuer. L'inflation apparaît alors historiquement moins hétérogène, comme le montre le graphique 4. Dans l'ensemble, l'hétérogénéité de l'inflation au sein de la zone euro s'est révélée, jusqu'ici, moins problématique qu'on ne pouvait le redouter au début de l'épisode inflationniste.

Graphique 4. Écart-type pondéré de l'inflation de base et de l'inflation globale sur 1 an et sur 3 ans (annualisé)



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

Notes : Ce graphique montre l'écart-type pondéré de l'inflation annuelle lorsque l'on calcule la variation de l'indice des prix sur 3 ans par rapport à 1 an. Il montre que, bien que l'inflation ait été très différente d'un pays à l'autre sur un an (panneau de gauche), l'inflation sous-jacente et l'inflation globale sont assez similaires lorsque l'on calcule l'inflation sur trois ans.

Encadré 1. Questions relatives à la mesure de l'inflation et différences méthodologiques

Depuis la création de l'euro, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), coordonné par Eurostat, vise à assurer une comparabilité maximale des taux d'inflation entre les États membres de l'UE. Cette harmonisation a conduit les instituts nationaux de statistique à aligner leurs méthodologies sur des normes européennes communes. Néanmoins, de nombreux pays ont choisi de conserver leur propre indice des prix à la consommation (IPC) à des fins domestiques, notamment pour mieux prendre en compte les coûts des logements des propriétaires-occupants. Malgré ces efforts, des écarts méthodologiques notables subsistent, compromettant en partie l'objectif d'une mesure uniforme de l'inflation.

La récente poussée inflationniste a mis en lumière d'importantes divergences à court terme, en particulier dans la manière dont les pays mesurent la composante énergétique de l'IPCH. Un exemple emblématique est celui des Pays-Bas, qui ont révisé leur méthodologie en juin 2023 afin de mieux refléter les prix effectivement payés par les consommateurs. Jusque-là, Statistics Netherlands (CBS) s'appuyait exclusivement sur les prix des nouveaux contrats d'énergie, ignorant les contrats existants à prix fixe. Ce biais méthodologique entraînait des surestimations de l'inflation lors des hausses de prix et des sous-estimations en période de baisse. La nouvelle approche, fondée sur les données de transaction des fournisseurs d'énergie, tient compte à la fois des nouveaux contrats et des contrats existants et offre donc une image plus précise des prix réels à la consommation. Toutefois, ce changement a également introduit une rupture de série, puisque les données antérieures n'ont pas été révisées. Plus largement, si certains pays ont réussi à saisir les prix moyens de l'énergie, comme le prévoient les lignes directrices de l'IPCH, beaucoup n'y sont pas parvenus, en raison de la lourdeur du processus de collecte de données. Les travaux d'harmonisation se poursuivent donc sur ce point.

À un horizon plus long, des divergences méthodologiques persistent, notamment dans le traitement des ajustements de qualité, même pour les biens importés et standardisés comme les smartphones ou les ordinateurs. Cela affecte directement la comparabilité des indices de prix dans certaines sous-composantes, comme les télécommunications, et se répercute inévitablement sur l'inflation globale. Ces écarts pourraient s'accroître avec la transition écologique. Par exemple, si un pays considère les véhicules électriques comme plus performants, cette amélioration de la qualité des voitures augmentera le PIB et la consommation en volume. À l'inverse, si un autre pays les perçoit simplement comme plus coûteux, sans ajustement de qualité, il enregistre une hausse moins importante du PIB en volume, et une inflation plus importante – un phénomène qualifié d'« inflation verte », ou « greenflation » en anglais. (Pour plus de détails, voir Pisani-Ferry et Mahfouz, 2023, et le rapport thématique sur l'inflation de Dees *et al.*, 2023).

Bien qu'Eurostat mène régulièrement des audits de conformité sur l'IPCH, des marges de progression demeurent. Eurostat (par l'intermédiaire de la Commission européenne) et la BCE peuvent encore jouer un rôle moteur pour renforcer l'harmonisation, en particulier sur les méthodes d'ajustement de qualité. Sans avancées dans ce domaine, la comparaison des taux d'inflation entre pays continuera de poser des difficultés structurelles, de même que l'agrégation au sein de la zone euro.

Sources : Statistics Netherlands, Eurostat, Dees *et al.* (2023), traitement et présentation des auteurs.

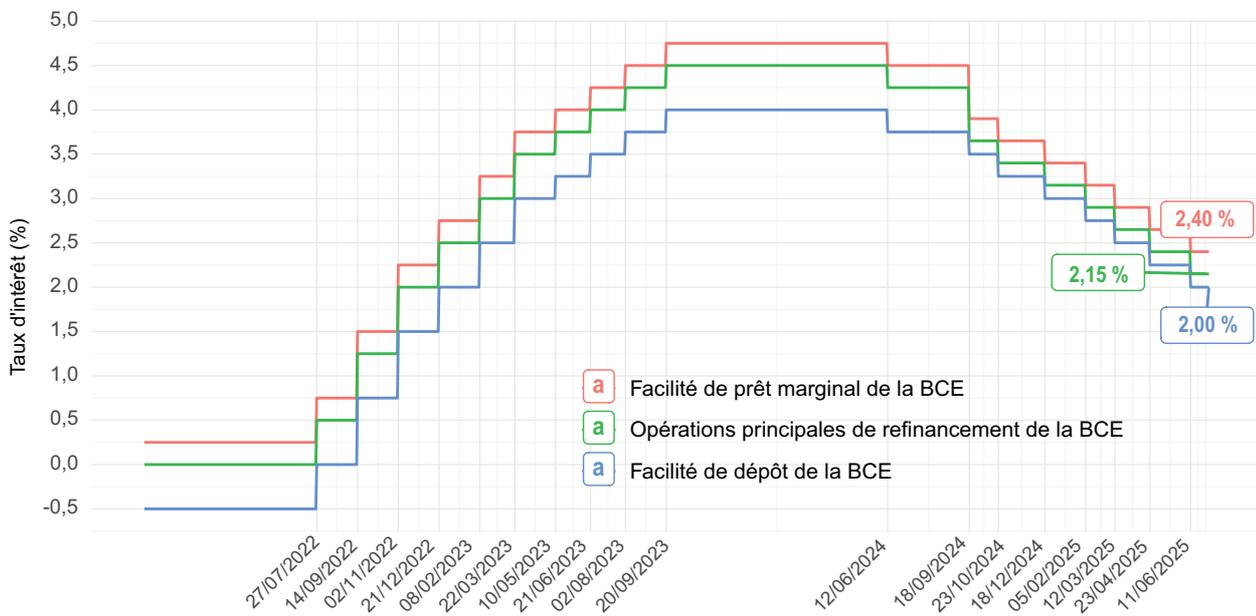
3. Conditions financières et orientation de la politique monétaire

L'orientation actuelle de la politique monétaire en zone euro envoie des signaux contradictoires. D'une part, la baisse continue des taux d'intérêt à court terme traduit un assouplissement de la politique monétaire conventionnelle. D'autre part, la poursuite de la réduction du bilan de la banque centrale suggère, au contraire, un resserrement de la politique quantitative. Pris ensemble, ces développements justifient d'adopter une approche nuancée en calculant un indicateur synthétique des variations des différentes composantes de la politique monétaire : décisions conventionnelles et moins conventionnelles (politique de bilan) et leurs différents canaux de transmission financiers (taux de crédit, taux obligataires privés et publics, du court au long terme).

3.1. Trajectoire des taux d'intérêt

La baisse des taux d'intérêt à court terme traduit un infléchissement vers une politique monétaire conventionnelle plus accommodante, visant sans doute à soutenir l'activité économique face à un ralentissement conjoncturel. Depuis le 12 juin 2024, la BCE a amorcé un cycle d'assouplissement progressif mais soutenu, marqué par huit baisses consécutives de ses taux directeurs. La dernière en date, annoncée le 5 juin 2025 et entrée en vigueur le 11 juin, a ramené le principal taux directeur à 2 %. Cette trajectoire témoigne de la volonté de la banque centrale de répondre aux tensions pesant sur la croissance et de garantir des conditions financières propices à la reprise économique.

Graphique 5. Principaux taux d'intérêt et dates de changement de taux



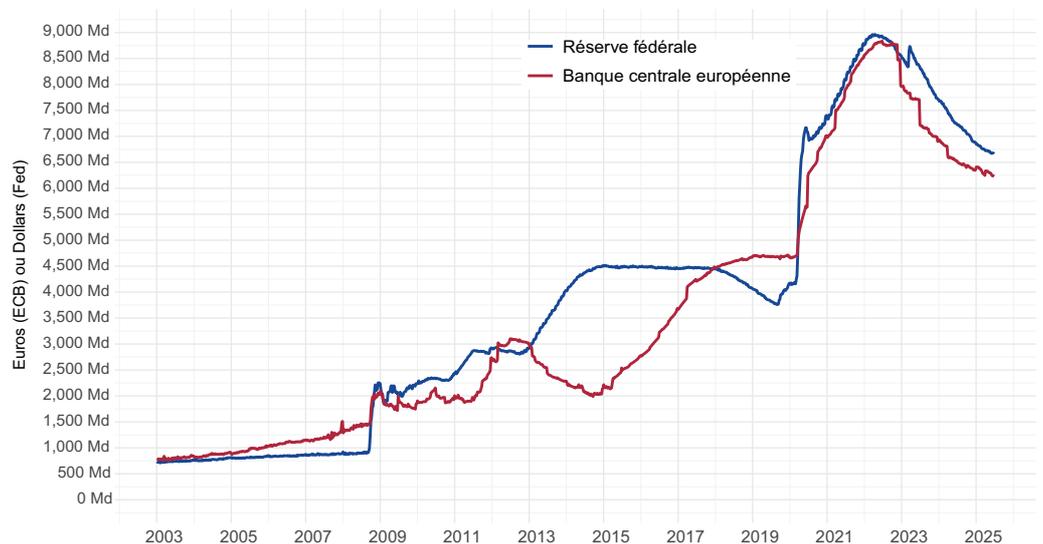
Source : Banque centrale européenne.

Notes : Le taux de la facilité de dépôt s'établit désormais à 2 % le 11 juin 2025, le taux des opérations principales de refinancement à 2,15 % et le taux de la facilité de prêt marginal à 2,4 %.

3.2. Évolution du bilan

Parallèlement, la réduction en cours du bilan de la banque centrale européenne signale un resserrement de la politique quantitative, marquant la fin progressive des programmes d'achats d'actifs. Ce processus, désigné sous le terme de resserrement quantitatif (QT), implique le dénouement actif ou passif des mesures d'assouplissement quantitatif précédentes, réduisant ainsi la liquidité sur les marchés financiers et entraînant éventuellement une hausse des taux d'intérêt sur les obligations souveraines. Le resserrement quantitatif a été légèrement plus important pour la BCE que pour la Fed (graphique 6), de sorte qu'à cet égard, la politique monétaire dans la zone euro n'a pas été aussi accommodante. Il reste que la baisse du bilan de la BCE s'explique principalement par le remboursement par les banques commerciales des opérations de refinancement à long terme engagées par la BCE (TLTRO), plus que par des ventes d'actifs financiers toujours détenus par la BCE, à l'inverse de la Fed qui a mené une politique de baisse de son bilan par la cession de ses actifs financiers.

Graphique 6. Taille du bilan de la BCE et de la Fed



Sources : BCE, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (États-Unis).

Notes : Ce graphique montre la taille des bilans de la Fed (total des actifs moins les éliminations dues à la consolidation) ainsi que celui de la Banque centrale européenne (actifs des banques centrales pour la zone euro, 11-19 pays). Au plus fort de l'assouplissement quantitatif, début 2022, les bilans de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale étaient à peu près du même ordre de grandeur, et ils ont diminué un peu plus pour la BCE.

3.3. Le rapport annuel de la BCE : quelques remarques

Le Rapport annuel 2024 de la BCE fournit un compte rendu détaillé du passage d'une période de resserrement monétaire agressif à une orientation plus accommodante, sur la base de chiffres clés et d'un résumé des activités de la Banque, dont certaines ont été discutées dans les sous-sections précédentes. Nous nous limiterons à quelques brèves remarques.

La stabilité des prix a été atteinte et la crédibilité de la BCE a bénéficié de l'évolution régulière de l'inflation vers l'objectif de 2 % de la Banque à un horizon raisonnable. Le processus de désinflation, comme l'indique le rapport, a été largement alimenté par des pressions déflationnistes sur le marché de l'énergie. La BCE a dû procéder à des arbitrages difficiles, car l'inflation était en grande partie due à des chocs énergétiques, à un déplacement temporaire de la demande des services vers les biens et éventuellement à

des retombées de la demande américaine – trois facteurs qui échappent largement à son contrôle direct, puisque les taux d'intérêt affectent principalement la demande intérieure au sein de la zone euro. Le fait qu'un différentiel de taux d'intérêt avec la Réserve fédérale puisse affaiblir davantage l'euro par rapport au dollar, augmentant le risque de répercussion de la hausse des prix de l'énergie libellés en dollars, a rendu la situation encore plus complexe. Les anticipations d'inflation à long terme sont restées ancrées tout au long du processus, ce que la BCE interprète comme un signe de la confiance des consommateurs et des prévisionnistes professionnels dans le mandat et la crédibilité de la BCE. On peut dire que les actions de la Banque ont protégé et renforcé son rôle. La zone euro a traversé le cycle de resserrement et la normalisation du bilan de la BCE sans connaître de turbulences financières sur le marché des obligations souveraines ni de crises dans le secteur bancaire. Notamment, l'instrument de protection de la transmission (TPI, en anglais, pour *Transmission Protection Instrument*) n'a pas été activé, même si sa simple existence a sans doute contribué à stabiliser les marchés lors des phases de resserrement antérieures. On peut considérer qu'il s'agit là d'une réussite du calibrage de la politique de la BCE. Le pivotement de la BCE vers une position plus accommodante, à la lumière de la désinflation et de la faible croissance, souligne la capacité proactive de la Banque et sa compréhension des retards avec lesquels les taux d'intérêt affectent la demande globale et, par conséquent, l'inflation.

La transformation stratégique était une autre caractéristique de l'agenda 2024 de la BCE. L'adoption du nouveau cadre opérationnel a été l'une des principales initiatives.

En 2024, la BCE a convenu des contours d'un nouveau cadre opérationnel, dépassant le système de plancher de facto adopté à la suite des crises financière et de la zone euro. Le nouveau cadre s'oriente vers un système de corridor réduit, tout en préservant des éléments du cadre plancher². En particulier, il stabilise l'utilisation du taux de la facilité de dépôt comme principal instrument de politique monétaire. Le corridor de taux se caractérise par un écart de 15 points de base entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt. Les opérations principales de refinancement continueront d'être effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois continueront également d'être effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Un élément clé du cadre opérationnel est le nouveau « portefeuille structurel de titres », qui doit encore être introduit, et dont les caractéristiques seront importantes pour définir le cadre opérationnel global.

L'abandon du système de plancher adopté pendant la crise, en présence d'un excès de liquidité dans le système financier, est un ajustement naturel à un environnement politique différent, mais il peut réduire la flexibilité de la BCE pour répondre aux chocs futurs, en particulier si la fragmentation financière réapparaît dans les pays de la zone euro. Le plan de la BCE pour la réabsorption progressive des liquidités n'a jusqu'à présent pas créé d'instabilité dans la dynamique du marché, mais pourrait devoir être inversé si les conditions financières se resserraient brusquement.

3.4. Conséquences sur les taux d'intérêt des ménages, des entreprises et des États membres

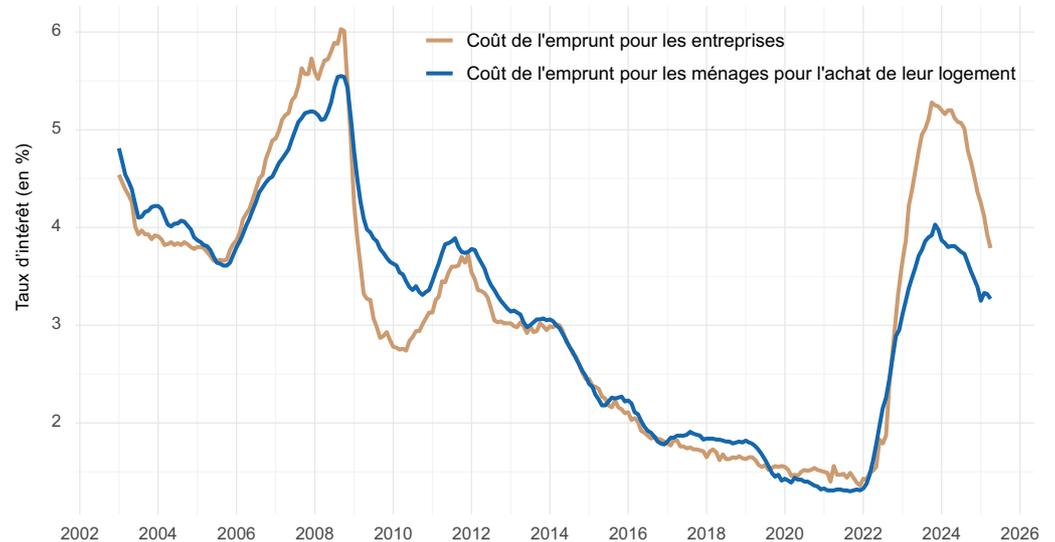
En fin de compte, ce qui importe le plus, c'est le coût de l'emprunt pour les entreprises, les ménages et les États souverains. Comme le montre le graphique 7, les coûts d'emprunt composites pour les entreprises ont diminué de manière significative – d'environ 150 points de base – ramenant le taux moyen dans la zone euro à 3,79 %. Si

2.

Le système de corridor qui a existé avant 2009 voyait le taux du marché monétaire (EONIA) fluctuer autour du taux principal de refinancement et entre les 2 bornes que constituaient le taux de facilité de prêt marginal (borne haute, ou plafond) et le taux de facilité de dépôt (borne basse, ou plancher). Les mesures non conventionnelles ont produit un excès de liquidité qui a conduit à une convergence du taux du marché monétaire (EONIA, puis €STR) vers le taux plancher (le taux de facilité de dépôt). Ce taux plancher est devenu le taux directeur de la BCE.

la baisse des coûts d'emprunt pour les ménages cherchant à acheter un logement a été un peu plus modeste, elle reste notable : les taux ont baissé d'environ 75 points de base pour atteindre 3,27 %.

Graphique 7. Coût composite des emprunts pour les entreprises et pour les ménages en vue de l'achat d'un logement



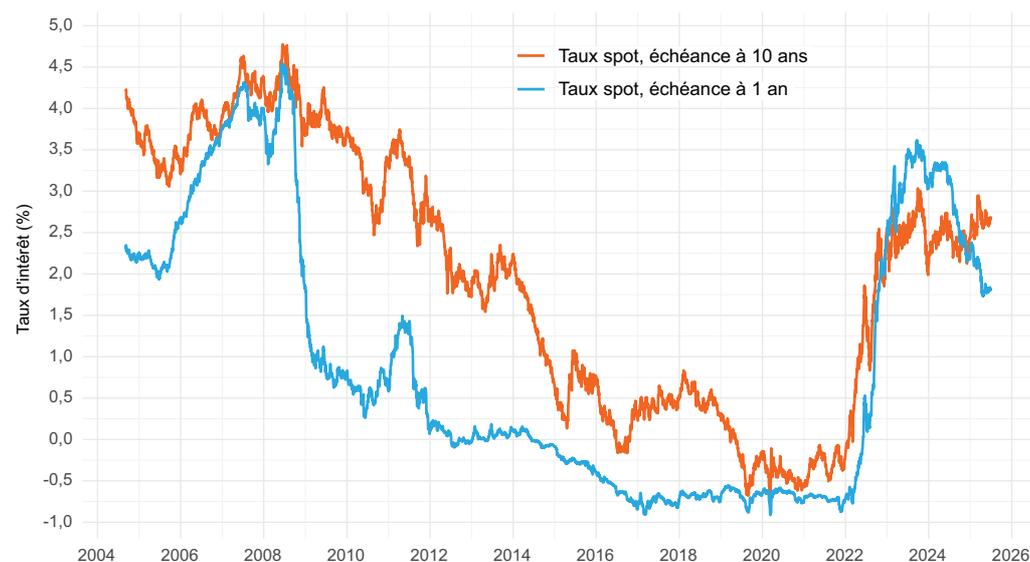
Source : Banque centrale européenne.

Notes : L'indicateur composite du coût d'emprunt pour les nouveaux prêts aux entreprises est actuellement de 3,79 %, tandis que l'indicateur pour les nouveaux prêts aux ménages pour l'achat d'un logement est actuellement de 3,27 %.

Les taux d'intérêt souverains sont importants parce qu'ils influencent la politique budgétaire, qui à son tour façonne l'activité économique globale. Des charges d'intérêt plus faibles créent une plus grande marge de manœuvre budgétaire, ce qui permet aux gouvernements de creuser les déficits primaires tout en maîtrisant les déficits totaux. Les rendements souverains à long terme sont influencés par une interaction complexe de facteurs : ils reflètent l'évolution actuelle et attendue des taux à court terme – par le biais de la loi des anticipations – ainsi que des facteurs structurels tels que les stratégies de gestion actif-passif des banques et la taille des bilans des banques centrales par le biais des programmes d'achat d'actifs. Alors que les rendements souverains ont baissé à l'extrémité courte de la courbe, comme le montre le graphique 8, à peu près autant que le coût de l'emprunt pour les entreprises, la situation est moins claire pour les échéances plus longues, pour lesquelles la dynamique du marché reste plus ambiguë. Cela reflète un phénomène mondial, avec une augmentation mondiale des taux souverains à 10 ans, plus particulièrement aux États-Unis et au Japon.

La dynamique récente des rendements souverains peut également refléter les attentes du marché concernant la décision future de la BCE, qui dépend également de sa propre évaluation de l'orientation de la politique monétaire et des perspectives économiques.

Graphique 8. Taux spot, échéance à 10 ans et échéance à 1 an



Source : Banque centrale européenne.

Notes : Cette figure montre les taux d'intérêt nominaux à 1 an et à 10 ans pour les obligations d'État, tous les émetteurs étant notés AAA.

3.5. Construction d'un taux synthétique

Les récentes hausses et baisses des taux d'intérêt signalent un retour à un cadre de politique monétaire plus conventionnel, après une longue période durant laquelle les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont restés à des niveaux exceptionnellement bas. Toutefois, l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire ne peut se fonder uniquement sur les décisions relatives aux taux d'intérêt. Comme le souligne la section 3.2., la normalisation de la politique de la BCE depuis 2022 a également inclus une réduction progressive de la taille de son bilan, qui s'était considérablement développé à la suite d'achats massifs d'actifs et d'injections de liquidités. Il est largement reconnu que les politiques de bilan – assouplissement quantitatif et qualitatif – ont joué un rôle clé dans le renforcement de l'orientation expansionniste mise en œuvre par les banques centrales après la crise financière mondiale³. Ces outils ont influencé les conditions financières en abaissant les taux d'intérêt du marché à différentes échéances, en réduisant les taux des crédits bancaires en banque de détail et en comprimant les écarts de taux. Par conséquent, le retrait progressif actuel de ces politiques pourrait impliquer un resserrement supplémentaire pendant le cycle de hausse des taux d'intérêt ou limiter le cycle d'assouplissement qui a commencé en juin 2024.

Pour mieux appréhender l'orientation générale de la politique monétaire, il est devenu utile de regrouper, sous une même mesure, les décisions de politique monétaire conventionnelle (c'est-à-dire les variations des taux d'intérêt directeurs) et non conventionnelle (c'est-à-dire liées au bilan). Naturellement, l'évaluation de l'efficacité de la politique monétaire nécessite de regarder au-delà des taux d'intérêt à court terme pour évaluer dans quelle mesure la politique se transmet à ses cibles ultimes : les États souverains, les entreprises et les ménages, qui sont les emprunteurs finaux de l'économie.

En agrégeant des informations financières à des horizons temporels différents ou captant les primes de risque, les taux synthétiques (ou *proxy*) permettent d'exprimer, dans une métrique unique interprétée comme un taux directeur, l'ensemble des

3.

Voir Rogers *et al.* (2014) et Bhattarai et Neely (2022) pour des revues de la littérature.

mesures conventionnelles et non conventionnelles qui ont été mises en œuvre. Nous mettons d'abord à jour l'indicateur présenté dans le Dialogue monétaire de septembre 2024 (Blot et Creel, 2024) pour tenir compte des décisions récentes de politique monétaire jusqu'en mars 2025 (voir l'encadré 2 pour les détails méthodologiques).

Le niveau du taux synthétique dans la zone euro suggère que le resserrement monétaire n'est pas aussi prononcé que celui indiqué par la variation des taux d'intérêt directs (graphique 9). En effet, en mars 2025, le taux synthétique s'élève à 0,7 %, contre 2,5 % pour le taux €STR. Cette conclusion doit toutefois être nuancée : si l'effet de la politique monétaire n'est pas mesuré par son niveau mais par sa variation sur une période donnée, l'orientation monétaire offre une image plus homogène durant la phase de resserrement. Entre juillet 2021 et octobre 2023, le taux synthétique a augmenté de 4,9 points de pourcentage, contre 4,5 points de pourcentage pour le taux directeur de la BCE. Durant la phase d'assouplissement, le taux de la facilité de dépôt a été ramené à 2,25 % jusqu'en mai 2025, soit une baisse de 1,75 point de pourcentage, tandis que le taux synthétique a diminué de 1,2 point de pourcentage. Cela suggère que la réduction en cours de la taille du bilan de la BCE compense partiellement l'assouplissement monétaire prévu.

Encadré 2. Construction d'un taux synthétique pour la zone euro

Le taux synthétique pour la zone euro est construit en suivant la méthode proposée par Choi *et al.* (2022) qu'ils appliquent aux États-Unis.

Toutefois, notre approche est adaptée pour refléter les caractéristiques spécifiques de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro, à savoir la présence de marchés de dette souveraine fragmentés et le rôle plus important du secteur bancaire.

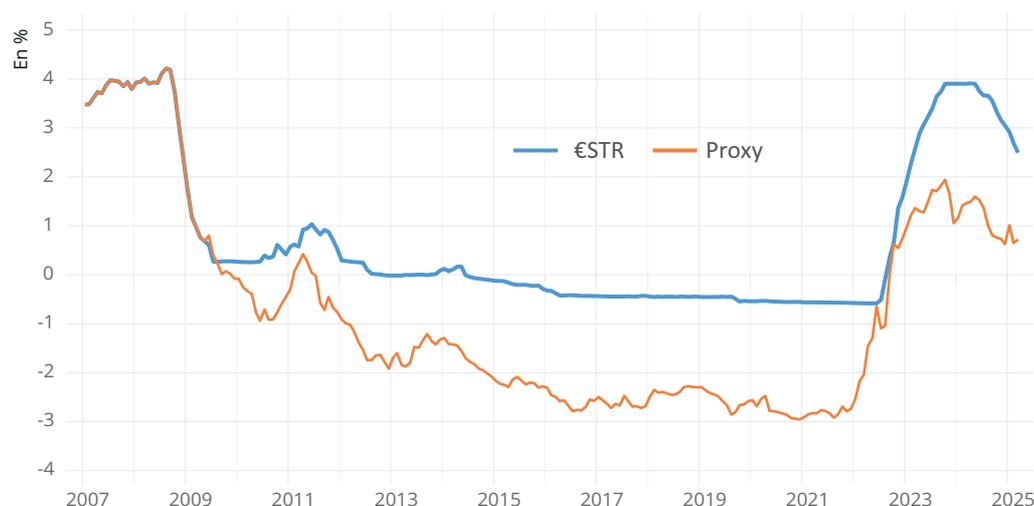
Dans un premier temps, nous extrayons trois facteurs latents à partir d'un ensemble de 24 variables financières (énumérées dans l'annexe), sélectionnées pour leur dépendance à l'égard des décisions de politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle. Le premier facteur est fortement corrélé à la courbe des taux souverains allemands pour les échéances allant de 2 à 30 ans et reflète les cycles sous-jacents d'assouplissement et de resserrement de la politique monétaire. Le deuxième facteur reflète principalement la dynamique des spreads souverains, tandis que le troisième facteur est associé à la prime de terme, définie comme la différence de rendement entre les obligations à 10 ans et à 2 ans.

Dans un deuxième temps, nous estimons la relation entre le taux d'intérêt au jour le jour et les trois facteurs sur la période précédant la borne inférieure du zéro (ZLB). La valeur prédite de cette relation est ensuite utilisée pour dériver le taux synthétique après mai 2009.

Source : Élaboration des auteurs.

Dans la section suivante, nous examinons la stratégie de communication de la BCE au cours des dix dernières années, c'est-à-dire depuis l'introduction des comptes-rendus du Conseil des gouverneurs de la BCE. Parallèlement à notre analyse du taux synthétique, nous mettons en évidence les changements dans le discours de la BCE et les nuances qui sont apparues au cours de la période récente de forte incertitude économique et géopolitique. Comment la BCE a-t-elle adapté sa communication pour naviguer dans un environnement plus imprévisible ?

Graphique 9. Un taux synthétique pour la zone euro



Sources : BCE, élaboration par les auteurs.

4. Évolution de la communication de la BCE lors des conférences de presse et des comptes de politique monétaire

Au cours de la dernière décennie, la BCE a rendu sa communication plus accessible et plus transparente en réduisant progressivement l'usage d'un langage technique et opaque. Cette évolution reflète la tendance plus large des banques centrales visant à améliorer la compréhension du public, à renforcer la responsabilité de la Banque vis-à-vis du public, et à renforcer la transmission de la politique monétaire. Pour apprécier cette évolution, nous analysons les déclarations introductives des conférences de presse de politique monétaire de la BCE et les comptes-rendus des réunions du Conseil des gouverneurs⁴ depuis la publication du premier compte-rendu le 19 février 2015.

4.1. Améliorer la clarté : lisibilité et longueur

Le graphique 10 illustre l'évolution du niveau de lecture Flesch-Kincaid, qui mesure la complexité textuelle, pour ces deux formats de communication⁵. Entre janvier 2015 et avril 2022, le score moyen de lisibilité des déclarations de conférence de presse correspondait à environ 14 années de scolarisation. Depuis juin 2022, ce chiffre est tombé à 11,75 ans, ce qui indique une amélioration substantielle de la clarté. Au cours de la même période, la longueur moyenne de ces déclarations est passée d'environ 1 370 à 1 500 mots.

En revanche, les comptes-rendus demeurent plus complexes, avec un niveau de lecture moyen de 15,75 avant juin 2022, qui ne diminue que légèrement pour atteindre 15 par la suite. Ces comptes-rendus, destinés à un public plus spécialisé, ont également gagné en longueur, passant de 6 900 à 9 600 mots, ce qui suggère des comptes-rendus plus détaillés des délibérations du Conseil des gouverneurs.

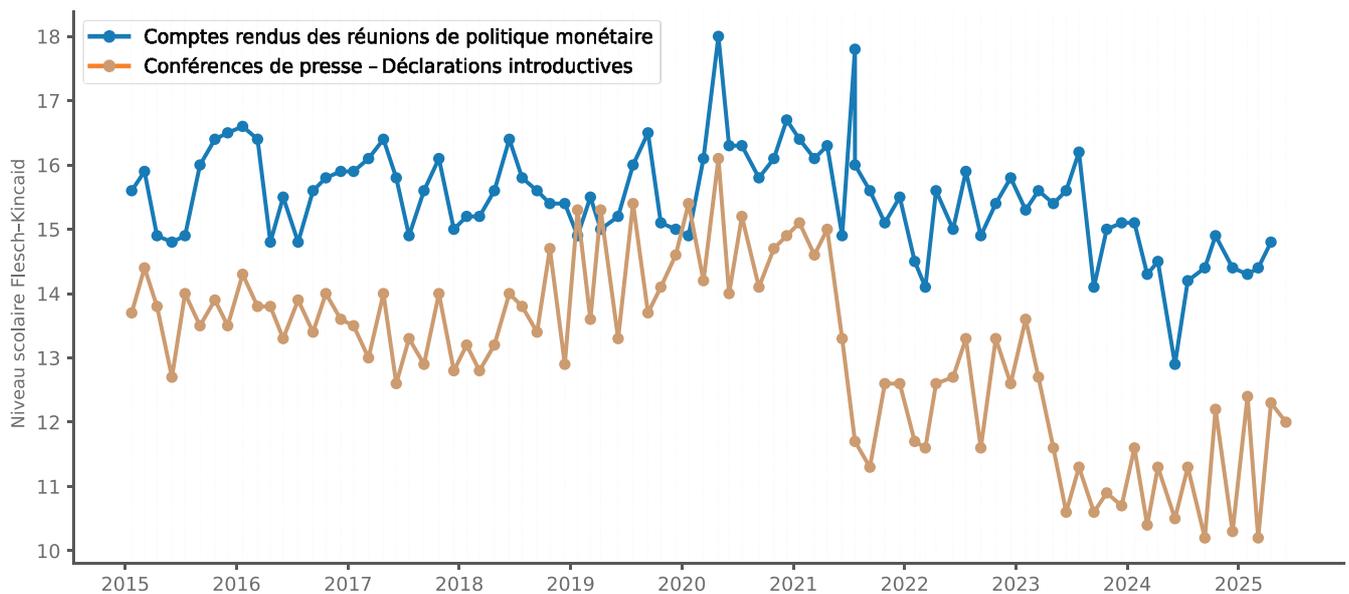
4.

On parlera par la suite des comptes-rendus de politique monétaire, pour évoquer ces comptes-rendus de réunions du Conseil des gouverneurs au cours duquel les membres du Directoire de la BCE et les gouverneurs des banques centrales des États-membres de la zone euro débattent et décident de l'orientation de la politique monétaire.

5.

L'indicateur de Flesch-Kincaid est un indicateur de lisibilité largement utilisé qui estime le niveau scolaire américain requis pour comprendre un texte. Par exemple, un score de 10 suggère que le texte est compréhensible pour une personne ayant suivi une scolarité jusqu'en 10^e année (environ 15-16 ans). Cette mesure est basée sur le nombre moyen de mots par phrase et de syllabes par mot.

Graphique 10. Lisibilité des déclarations introductives et des comptes-rendus de politique monétaire de la BCE



Source : Élaboration des auteurs.

4.2. Tensions commerciales : une augmentation de la communication liée aux tarifs douaniers

Si la lisibilité s'est améliorée, la présence d'un jargon politique complexe et de références à des mesures monétaires non conventionnelles (par exemple, PEPP, TLTRO) peut encore limiter l'intelligibilité des débats et des décisions pour le grand public. En outre, les risques géopolitiques et commerciaux croissants posent de nouveaux défis à la communication des banques centrales. En particulier, la résurgence des tensions tarifaires, liées à la seconde administration Trump, a réintroduit une couche d'incertitude économique.

Le graphique 11 présente l'évolution des termes de langage liés aux tarifs douaniers dans les communications de politique monétaire de la BCE, plus précisément la densité des mots liés aux tarifs douaniers pour 1 000 mots à la fois dans les déclarations introductives et dans les comptes-rendus. Les données mettent clairement en évidence deux périodes distinctes d'intensification de la communication liée au commerce, correspondant aux deux administrations Trump aux États-Unis.

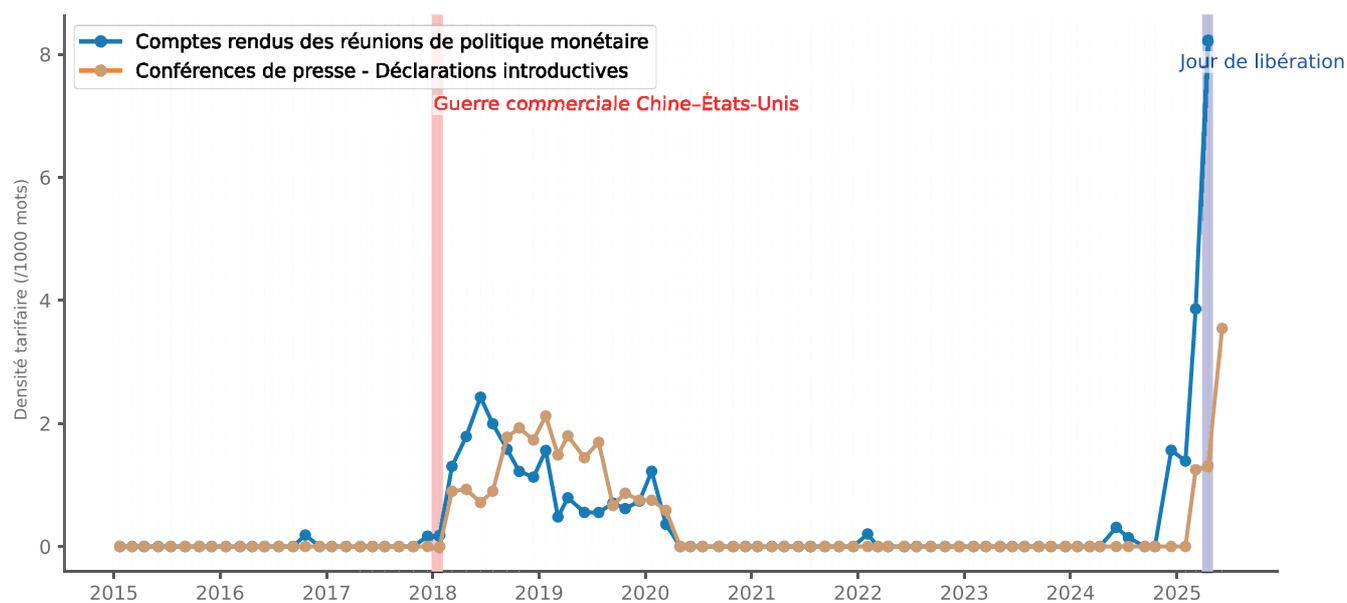
La première vague a commencé début 2018, lorsque les États-Unis ont annoncé une série de hausse des droits de douane visant principalement la Chine. La communication de la BCE a réagi rapidement, car les références aux droits de douane ont commencé à apparaître plus régulièrement, atteignant un pic à la fin de 2018 et au début de 2019. Ces références étaient souvent liées aux risques de baisse du commerce mondial, de l'état d'esprit des investisseurs et de la croissance. Bien que la BCE ait reconnu l'impact du conflit commercial, ses références sont restées prudentes, reflétant la répercussion limitée sur l'inflation de la zone euro à ce moment-là. Début 2020, toutefois, la mention des droits de douane avait largement disparu de la communication de la BCE, les tensions commerciales mondiales s'étant apaisées et la pandémie de Covid-19 ayant pris le devant de la scène.

La deuxième vague, qui a commencé au début de l'année 2025, semble plus large dans sa portée et plus intense dans les communications de la BCE. Avant même l'annonce officielle du « Jour de la libération » le 2 avril 2025, les responsables de la politique de la BCE avaient commencé à reconnaître le regain d'incertitude en matière de politique commerciale lié à la réélection de Donald Trump. Notamment, le compte-rendu de politique monétaire publié le 27 février 2025 a explicitement évoqué les préoccupations relatives à une nouvelle vague potentielle de droits de douane américains, notant une « incertitude considérable » quant à leurs effets inflationnistes et aux implications négatives pour la croissance de la zone euro. Cette reconnaissance précoce souligne la sensibilité accrue du Conseil des gouverneurs aux risques géopolitiques externes.

Depuis lors, les mentions relatives aux droits de douane ont bondi dans les deux canaux de communication, en particulier dans les comptes-rendus de politique monétaire. Dans les quatre derniers comptes-rendus et lors des trois dernières conférences de presse, la densité des mots liés aux tarifs douaniers a constamment augmenté, atteignant des niveaux environ quatre fois plus élevés que ceux observés au plus fort des tensions commerciales de 2018-2019. Cette forte augmentation reflète la portée géographique plus large des droits de douane proposés, qui ne se limitent plus à la Chine mais s'étendent également aux principaux partenaires commerciaux des États-Unis, y compris l'UE. Elle suggère également une plus grande inquiétude parmi les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE quant aux retombées potentielles sur la dynamique de l'inflation et la demande extérieure de la zone euro.

Le contraste entre les deux épisodes est frappant. Alors que le premier conflit commercial était souvent présenté comme un différend bilatéral ayant des effets indirects sur la zone euro, l'épisode actuel est davantage présenté comme un choc mondial. En outre, le ton de la communication de la BCE a évolué : les références récentes aux droits de douane sont plus explicites, plus fréquentes et s'inscrivent dans des discussions plus larges sur l'incertitude mondiale et l'évaluation des risques liés à la politique monétaire.

Graphique 11. Fréquence des mots relatifs aux tarifs douaniers dans les déclarations introductives et les comptes-rendus de politique monétaire de la BCE



Source : Élaboration des auteurs.

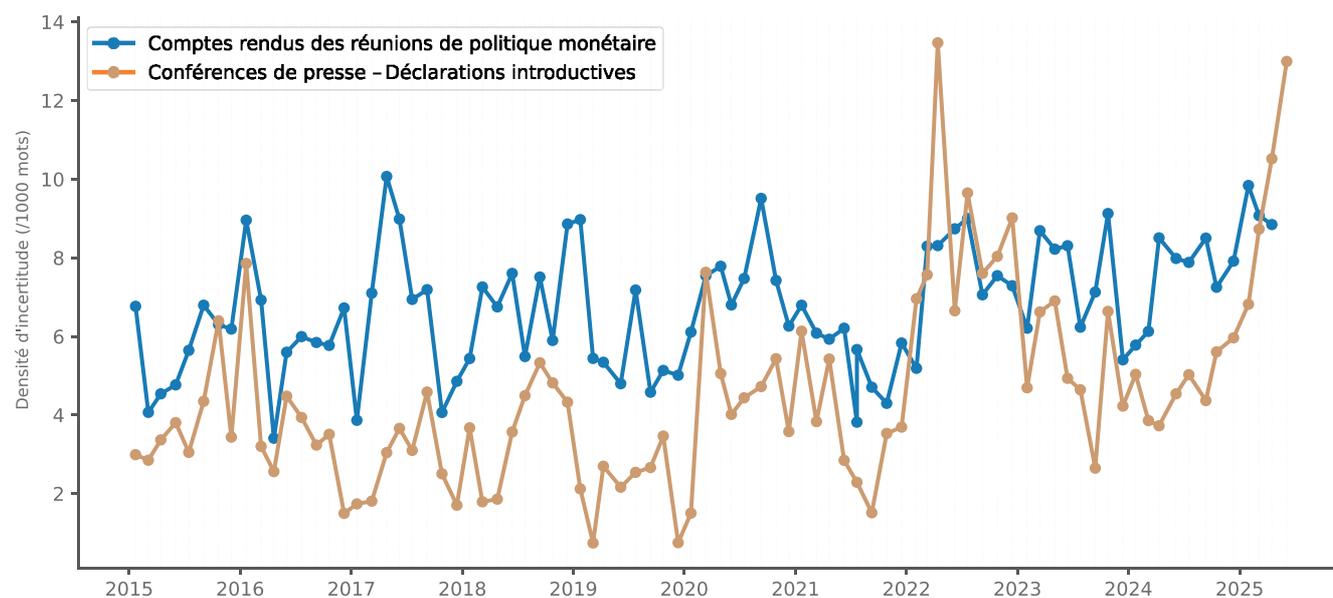
Ces modèles ont deux implications importantes pour la stratégie de communication de la BCE. Premièrement, ils confirment que la communication sur la politique monétaire doit rester flexible et réactive aux évolutions mondiales. Dans ce contexte, la flexibilité fait référence à la capacité de la BCE à adapter sa communication en temps réel pour refléter les nouveaux développements, comme l'illustre la récente augmentation des mentions liées aux droits de douane. Cela soutient la pertinence continue d'une approche fondée sur les données, dans laquelle les signaux de politique sont conditionnés par les informations reçues. Dans le même temps, afin d'améliorer la transparence et de mieux gérer les anticipations, la BCE pourrait renforcer davantage son recours aux analyses de scénarios, c'est-à-dire clarifier comment les taux d'intérêt réagiraient sous divers scénarios macroéconomiques. Cette approche renforcerait non seulement la crédibilité de la BCE, mais permettrait aussi aux différentes parties prenantes, y compris les acteurs de marché et le grand public, de mieux comprendre la fonction de réaction de la BCE en situation d'incertitude. Deuxièmement, l'importance accrue des risques liés aux droits de douane dans les récents comptes rendus suggère que la BCE utilise de plus en plus ce canal pour explorer et anticiper des arbitrages politiques complexes, offrant potentiellement aux acteurs de marché une vision plus précoce que par le passé des délibérations internes du Conseil des gouverneurs. Toutefois, le délai d'environ quatre semaines dans la publication des comptes rendus de politique monétaire nuit à la fois à la transparence et à l'interprétation des décisions de politique monétaire.

4.3. Incertitude élevée, maître-mot dans la communication de la BCE

Dans le contexte actuel, caractérisé par une incertitude géopolitique et économique accrue, il est essentiel d'analyser non seulement la manière dont la BCE communique sur les évolutions tarifaires, mais aussi son traitement plus général de l'incertitude. Le suivi de l'évolution du langage de l'incertitude peut fournir des informations importantes sur la perception du risque par la BCE et sur ses efforts pour guider les attentes du marché dans un contexte mondial changeant.

La BCE aborde de plus en plus l'incertitude économique et politique dans ses conférences de presse et ses comptes-rendus. Le graphique 12 montre la densité des termes liés à l'incertitude, par exemple "incertain", "volatile", "risque", etc., sur la base du vocabulaire étendu de Baker, Bloom et Davis (2016), qui montre une forte augmentation en 2025. Ce graphique montre également que les mentions de mots-clés liés à l'incertitude ont récemment atteint des niveaux dépassant ceux observés pendant la pandémie de Covid-19, soulignant la perception accrue du risque économique et politique dans l'environnement actuel. Notamment, la densité de ces termes (mesurée pour 1 000 mots) était plus élevée dans la dernière déclaration introductive que dans le compte-rendu de politique monétaire correspondant. Ceci suggère que la BCE a choisi de mettre l'accent sur l'incertitude de manière plus explicite dans sa communication destinée au public, ce qui pourrait constituer un outil de gestion des anticipations et un signal de prudence à l'intention d'un public plus large.

Graphique 12. Fréquence des mots liés à l'incertitude dans les déclarations introductives et les comptes-rendus de politique monétaire de la BCE



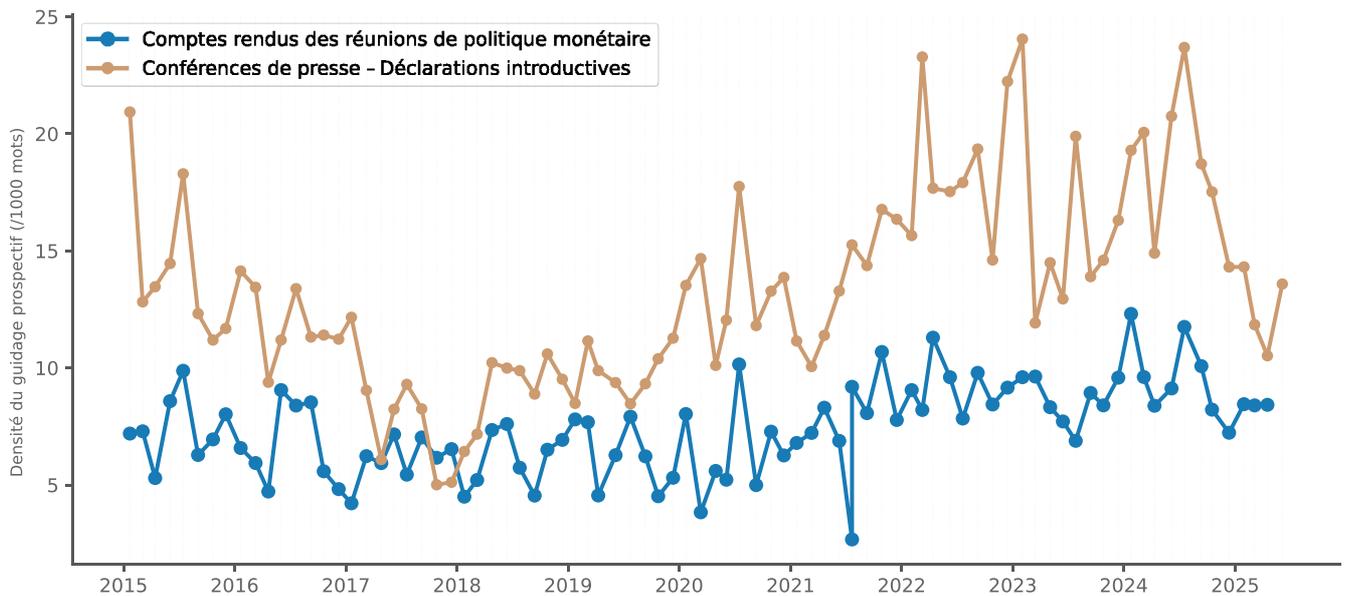
Source : Élaboration des auteurs basée sur des méthodes d'analyse de texte par mots-clés utilisées dans la littérature sur l'incertitude de la politique économique (EPU) (Baker *et al.*, 2016), étendue pour couvrir des expressions plus larges de l'incertitude linguistique pertinente pour la communication des banques centrales.

Comme on l'a vu lors de la crise financière mondiale et de la crise des dettes souveraines, la clarté ne suffit pas à garantir une communication efficace. La prospective est devenue un outil central dans l'arsenal des banques centrales modernes, en particulier dans les environnements où les instruments traditionnels peuvent être limités ou lorsque la gestion des anticipations est essentielle. Le graphique 13 présente la fréquence des expressions prospectives, par exemple "s'attendre à", "aller vers", "peut", "pourrait", "doit", "va" (voir Galardo et Guerrieri, 2017 ; et Coenen *et al.*, 2017), à la fois dans les déclarations introductives de la BCE et dans ses comptes-rendus de politique monétaire. Ces expressions permettent de comprendre dans quelle mesure la BCE cherche à donner des indications directionnelles sur la trajectoire probable de sa politique.

Les données révèlent un déclin du langage prospectif entre 2015 et 2018, une période marquée par une inflation modérée et une faible volatilité, lorsque la politique monétaire était relativement stable. Cette tendance s'est inversée pendant la pandémie de Covid-19, lorsque la BCE s'est davantage appuyée sur le langage prospectif pour rassurer les marchés et le public sur la continuité de sa politique accommodante. La fréquence de ces expressions a atteint un pic en 2022-2023, coïncidant avec l'évolution de la BCE vers un resserrement de sa politique en réponse à la poussée d'inflation post-pandémique.

Il est intéressant de noter que, si l'utilisation d'indications prévisionnelles dans les déclarations introductives a été plus volatile, la fréquence de ces termes dans les comptes-rendus de politique monétaire est restée plus stable, ce qui suggère que les délibérations internes continuent à trouver un équilibre entre prudence et flexibilité.

Graphique 13. Fréquence des termes prospectifs dans les déclarations introductives et le compte-rendu de politique monétaire de la BCE



Source : Élaboration des auteurs basée sur des méthodes d'analyse de texte par mots-clés utilisées dans la littérature sur l'incertitude de la politique économique (EPU) (Baker *et al.*, 2016), étendue pour couvrir des expressions plus larges de l'incertitude linguistique pertinente pour la communication des banques centrales.

5. Conclusion

Actuellement, la BCE est confrontée à de multiples défis en matière de politique et de communication, notamment pour transmettre clairement ses décisions monétaires dans un contexte d'incertitude économique élevée due à des chocs externes tels que les tensions commerciales. Bien que la reprise économique soit en cours et que l'inflation se rapproche de l'objectif de 2 %, ces évolutions restent fragiles, l'incertitude persistante et les perturbations liées au commerce mondial faisant peser des risques importants sur les perspectives économiques. Tant que les mesures de rétorsion commerciale resteront limitées, l'incertitude et l'augmentation des droits de douane pourraient n'avoir pour conséquence que de retarder ou freiner la reprise.

La politique monétaire actuelle reflète des signaux mitigés. D'une part, la baisse de l'inflation a créé une marge de manœuvre pour un assouplissement monétaire : le taux de la facilité de dépôt (DFR) de la BCE a été abaissé de 4 % en mai 2024 à 2 % en juin 2025. Cette baisse continue des taux d'intérêt à court terme suggère un assouplissement de la politique monétaire conventionnelle. D'autre part, la réduction continue du bilan de la banque centrale pourrait signaler un resserrement en termes de politique quantitative.

En fin de compte, ce qui importe le plus, c'est le coût de l'emprunt pour les entreprises, les ménages et les États. Si les rendements souverains ont baissé pour les échéances courtes, la situation est moins claire pour les échéances plus longues, où la dynamique du marché reste plus ambiguë. En ce qui concerne les taux d'intérêt bancaires, la baisse des coûts d'emprunt pour les ménages souhaitant acheter un logement a été un peu plus modeste, mais notable.

La synthèse de ces informations sous la forme d'un taux d'intérêt synthétique suggère que la récente phase d'assouplissement monétaire n'a pas été aussi prononcée

que l'indique l'évolution des taux d'intérêt directeurs (DFR). Dans ce contexte, la BCE dispose encore d'une marge de manœuvre pour utiliser des outils conventionnels et non conventionnels afin d'ajuster son orientation de politique monétaire.

La BCE aurait également intérêt à renforcer la transparence et la clarté de ses canaux de communication, en particulier en ce qui concerne ses comptes-rendus de réunion du Conseil des gouverneurs, qui sont publiés avec un retard de quatre semaines. Cela nuit à la transparence totale des décisions de politique monétaire. En outre, compte tenu de l'importance des discours des banquiers centraux (Swanson, 2024 ; Altavilla *et al.*, 2025 ; Campiglio *et al.*, 2025), la BCE pourrait améliorer ses communications basées sur des scénarios alternatifs. Clarifier la manière dont différents scénarios potentiels pourraient influencer les actions de la BCE permettrait d'aligner efficacement les attentes du marché sur les intentions politiques. Cela est particulièrement important à la lumière des développements récents, tels que la résurgence de l'incertitude liée aux droits de douane, qui a conduit à un changement dans le langage utilisé par la BCE dans ses communications. Les discours, compte tenu de leur fréquence et de leur flexibilité, sont bien adaptés pour transmettre des récits basés sur des scénarios et devraient être utilisés de manière plus systématique pour compléter la publication différée des comptes-rendus de politique monétaire.

En conclusion, l'adoption d'une approche de communication plus claire, fondée sur des scénarios alternatifs, qui met en évidence la dépendance de la BCE à l'égard des données et décrit les réponses politiques plausibles à divers résultats économiques, renforcera considérablement la crédibilité de la politique, réduira l'incertitude du marché et favorisera une transmission efficace de la politique monétaire. ■

Références

- Altavilla C., L. Brugnolini, R. S. Gürkaynak, R. Motto et G. Ragusa, 2019, « Mesurer la politique monétaire de la zone euro », *Journal of Monetary Economics*, 108, pp.162-179.
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.08.016>
- Baker S. R., N. Bloom, et S. J. Davis, 2016, « Mesurer l'incertitude de la politique économique ». *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bhattarai S. et C. J. Neely, 2022, « An analysis of the literature on international unconventional monetary policy », *Journal of Economic Literature*, 60(2), 527-597.
DOI : 10.1257/jel.20201493
- Blot C. et J. Creel, 2024, « The ECB's Monetary Policy Stance in Perspective », *Monetary Dialogue Paper*, septembre.
https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/288773/OFCE_Sept%202024%20-%20Final.pdf
- Blot C., J. Creel, F. Geerolf, et S. Levasseur, 2022, « Heterogeneity of inflation in the euro area : more complicated than it seems », *Monetary Dialogue Paper*, novembre.
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733999/IPOL_IDA\(2022\)733999_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733999/IPOL_IDA(2022)733999_EN.pdf)
- Bouët A., L.M. Sall, and Y. Zheng, 2025, « Towards a trade war in 2025: real threats for the world economy, false promises for the US », *CEPII Working Paper n°2025-03*, février.
https://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2025/wp2025-03.pdf
- Caldara D. et M. Iacoviello, 2022, « Measuring Geopolitical Risk », *American Economic Review*, avril, 112(4), pp.1194-1225.
https://www.matteoiacoviello.com/gpr_files/GPR_PAPER.pdf

- Campiglio E., J. Deyris, D. Romelli,, et G. Scalisi, 2025, « Warning words in a warming world : Central bank communication and climate change », *European Economic Review*, à paraître.
- Choi J., T. Doh, A. Foerster et Z. Martinez, 2022, « L'orientation de la politique monétaire est plus stricte que le taux des fonds fédéraux », *FRBSF Economic Letter* 2022-30, 7 novembre.
<https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2022/11/money-policy-stance-is-tighter-than-federal-funds-rate/>
- Coenen G., M. Ehrmann, G. Gaballo, P. Hoffmann, A. Nakov, S. Nardelli, E. Persson et G. Strasser, 2017, « Communication de la politique monétaire en période non conventionnelle », Banque centrale européenne, *Working Paper Series* 2080.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2080.it.pdf>
- Dees S., E. Belleprat, de A. Gaye, F. Geerolf, M. Lequien, R. Schweizer, A. Tettaravou et O. Wegner, 2023, « Les incidences économiques de l'action pour le climat : rapport thématique inflation », France stratégie, mai 2023.
https://www.strategie-plan.gouv.fr/files/files/Publications/Rapport/fs-2023-les_incidences_economiques_de_l'action_pour_le_climat-thematique-inflation.pdf
- Galardo M. et C. Guerrieri, 2017, « Les effets de l'orientation verbale des banques centrales : Evidence from the ECB », Banque d'Italie Temi di Discussione (*Working Paper*) No, 1129. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1129/en_tema_1129.pdf
- Geerolf F., 2022, « The Baqaee-Farhi approach and a Russian gas embargo », *Revue de l'OFCE*, 179(4), 143-165. <https://sciencespo.hal.science/hal-04015954/document>
- McKibbin W. J., M. Hoganet M. Noland, 2024, « The international economic implications of a second Trump presidency », Peterson Institute, *Working Paper* 24-20.
<https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>
- Pisani-Ferry J., S. Mahfouz, 2023, « Les implications économiques de l'action climatique », novembre 2023, France stratégie.
https://www.strategie-plan.gouv.fr/files/files/Publications/English%20Articles/Les%20incidences%20économiques%20de%20l'action%20pour%20le%20climat/2023-les_implications_économiques_du_climat_rapport_d'action_08nov-15h-couv.pdf
- Rogers J. H., C. Scotti,, & J. H. Wright, 2014, « Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review », *Economic Policy*, 29(80), 749-799.
<https://doi.org/10.1111/1468-0327.12042>

ANNEXE

Liste des variables utilisées pour le calcul du taux de remplacement

Rendements souverains	<i>Bund allemand</i> (échéances de 2, 5, 7, 10, 20 et 30 ans) Rendement souverain de l'obligation à 10 ans pour la France, l'Italie et l'Espagne
Rendement des obligations privées	Taux d'imposition des sociétés pour l'Allemagne
Taux d'intérêt du marché et de la banque de détail	Taux d'intérêt sur les <i>Pfandbriefe</i> allemands <i>Taux d'intérêt bancaires</i> : <ul style="list-style-type: none"> ■ Prêts à la consommation (jusqu'à un an) ■ Prêts pour l'achat d'un logement (5 à 10 ans) ■ Prêts aux sociétés non financières (inférieurs à 1 million d'euros et d'une durée de 5 à 10 ans) ■ Prêts aux sociétés non financières (supérieurs à 1 million d'euros et d'une durée de 5 à 10 ans)
Écarts de taux d'intérêt	<i>Pfandbriefe</i> à 10 ans – <i>Tbund</i> à 10 ans <i>Tbund</i> 10 ans – <i>Tbund</i> 2 ans <i>Marges des entreprises</i> <ul style="list-style-type: none"> ■ Écarts de taux souverains (France, Italie et Espagne – rendement allemand) ■ <i>Spread</i> prêts à la consommation – <i>Tbund</i> 10 ans ■ Prêts à taux variable pour l'achat d'un logement – <i>Tbund</i> 10 ans ■ Répartition des prêts aux NFC (inférieurs à 1M, €) – <i>Tbund</i> 10 ans ■ Répartition des prêts aux NFC (plus de 1M, €) – <i>Tbund</i> 10 ans

Source : BCE, Datastream Eikon Refinitivity BCE, Datastream Eikon Refinitiv.

Nos derniers Policy briefs

13 mai 2025 (*Policy brief 145*)

Décarboner Paris : Coûts et Bénéfices

Anne Epaulard, Gissela Landa, Valentin Laprie

09 avril 2025 (*Policy brief 144*)

France : l'incertaine croissance. Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

Éric Heyer (dir), Xavier Timbeau (dir), Mathieu Plane, Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Elsa Feltz, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec, Raul Sampognaro

09 avril 2025 (*Policy brief 143*)

Climats hostiles. Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

01 avril 2025 (*Policy brief 142*)

La productivité retrouve des couleurs

Bruno Coquet, Éric Heyer

12 mars 2025 (*Policy brief 141*)

Les enseignements de la 7e édition de l'Observatoire français des comptes de la nation. Retour sur les prévisions pour 2025 réalisées en 2024

Benoît Williatte, Anissa Saumtally

12 mars 2025 (*Policy brief 140*)

TRUMP II : une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir

Christophe Blot, Elsa Feltz, Mathieu Plane

02 décembre 2024 (*Policy brief 139*)

Growth up against fiscal recovery: The 2024-2025 outlook for the French economy

Éric Heyer (dir), Xavier Timbeau (dir), Mathieu Plane, Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Elsa Feltz, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec, Raul Sampognaro

28 octobre 2024 (*Policy brief 138*)

Economic governance in the next EU legislature: What agenda for fiscal and monetary policy?

Jérôme Creel, Francesco Saraceno

Christophe Blot, Jérôme Creel, François Geerolf, Giovanni Ricco, Davide Romelli, 2025, « L'orientation de la politique monétaire de la BCE à l'épreuve de l'incertitude économique », *OFCE Policy brief 147*, 15 juillet.

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédacteurs en chef du blog et des *Policy briefs* Elliot Aurissergues et Paul Malliet
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2025 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr  @ofceparis