



HAL
open science

Le banquier central, du mutisme à la communication permanente: la tonalité du discours de la B.C.E. et son impact

Mickaël Clévenot, Ludovic Desmedt, Matthieu Llorca

► To cite this version:

Mickaël Clévenot, Ludovic Desmedt, Matthieu Llorca. Le banquier central, du mutisme à la communication permanente: la tonalité du discours de la B.C.E. et son impact: la tonalité du discours de la B.C.E. et son impact. Crise de l'euro, Effets discursifs et changements institutionnels, Dec 2010, Amiens, France. hal-01089003v1

HAL Id: hal-01089003

<https://hal.science/hal-01089003v1>

Submitted on 30 Nov 2014 (v1), last revised 8 Sep 2016 (v2)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

Le banquier central, du mutisme à la communication permanente : la tonalité du discours de la B.C.E. et son impact

M. Clévenot, L. Desmedt, M. Llorca, Université de Bourgogne

Version provisoire /First Draft

Dans un court texte intitulé « *The triumph of central banking?* », Paul Volcker évoquait la possibilité pour les banquiers centraux de devenir un jour des “héros populaires modernes” (Volcker, 1990, p.3). De fait, la manière dont sont désormais examinées les déclarations de Mario Draghi, Janet Yellen ou Haruhiko Kuroda incite à penser que ces personnages se sont transformés en oracles omnipotents¹. Pourtant, avant les années 1990, la vision que l’on pouvait avoir de la politique de communication des Banques Centrales était celle d’un domaine crypté, entouré de mystères (Brunner, 1981). Peu de déclarations émanaient de la part des banquiers centraux, une codification extrême était de mise. En conséquence, la sobriété des locuteurs pouvait confiner à l’« ésotérisme »². Un quart de siècle plus tard, on considère au contraire que ce type de communication permet d’ancrer les anticipations des principaux acteurs économiques et que le banquier central doit mobiliser de multiples canaux de transmission pour « guider » l’économie. La question de l’indépendance des Banques Centrales au cours des années 1980-1990 fut accompagnée d’efforts accrus pour améliorer la transparence de ces institutions. Ces évolutions se sont traduites durant la décennie 2000 par la mise en avant d’un des volets de la transparence de la politique monétaire, celui de la communication. Blinder a utilisé le terme de « révolution silencieuse » pour qualifier cette mutation (Blinder, 2004). L’Institut Monétaire Européen puis la B.C.E. ont été créés au moment où, dans la littérature académique, ces thèmes (indépendance-transparence-communication) prédominaient³. La zone Euro a donc été un des lieux où les effets de cette révolution silencieuse se sont manifestés (après la Nouvelle-Zélande et l’Angleterre). Dans ce contexte, les discours émis par le banquier central tiennent de plus en plus lieu de stratégie. La performativité de ce type de message est donc en question (Austin, 1962 ; Callon, 1998). Si « dire », c’est « faire », des analyses croisées des discours et des conjonctures doivent permettre de mesurer la performativité des avis émanant du banquier central. Nous proposons dans ce travail d’appliquer à la B.C.E. la méthode de traitement textuel initiée par

¹ On pense par exemple aux deux phrases prononcées par Mario Draghi à Londres le 26 juillet 2012 (« *Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. Believe me, it will be enough.* ») qui ont provoqué des myriades de réactions.

² “*Central Banking... thrives on a pervasive impression that [it]... is an esoteric art. Access to this art and its proper execution is confined to the initiated elite. The esoteric nature of the art is moreover revealed by an inherent impossibility to articulate its insights in explicit and intelligible words and sentences.*”, Brunner, 1981, p.5

³ “*The Federal Reserve and other central banks have moved considerably away from mystique and toward transparency in recent years. For example, the new European Central Bank has incorporated a number of transparency aspects in its policy process and has emphasized the importance of communications*”, R. W. Ferguson jr, Vice Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, 19 April 2001.

Saddique et alii (2013) sur les éditoriaux des *Beige Book* de la FED afin d'étudier l'impact de la tonalité du discours de la BCE sur des variables monétaires et réelles.

Nous reviendrons dans un premier temps sur les justifications théoriques qui ont mis l'accent sur les thèmes de la communication et de la transparence des Banques Centrales, puis nous détaillerons les principaux canaux de transmission. Nous nous intéresserons ensuite à un cas concret, celui de la communication de la B.C.E. A partir de l'intégralité des éditoriaux inclus dans le Bulletin mensuel de la Banque et d'une analyse issue de la linguistique, il s'agit de déterminer une tonalité générale des messages. La méthode utilisée a l'avantage de constituer un traitement automatique des éditoriaux. On recense le nombre de mots de chaque éditorial puis, suivant leur connotation positive ou négative, on crée des indicateurs d'optimisme ou de pessimisme. Si le discours est performatif, la tonalité doit produire des effets sur le « réel ». Par conséquent, nous proposons de tester empiriquement l'impact de la tonalité des éditoriaux de la Banque sur les variables monétaires (le taux de refinancement et l'Euribor à 3 mois) et réelles (à savoir l'indice de production industrielle) en utilisant la méthode des Moindre Carrés Ordinaires et, ensuite, en étudiant la causalité au sens de Granger entre les différentes tonalités et les variables, afin de vérifier si il y a une cohérence entre le discours et les actes.

1) Du mutisme à la communication : contexte théorique

Historiquement, les Banques Centrales se sont construites sur un ensemble de décisions techniques, l'explicitation de leurs actes étant volontairement rejeté en dehors du périmètre de leurs missions. Le laconisme des décideurs en matière de politique monétaire devint ainsi au XXe siècle une de leurs caractéristiques centrales. Issing (2005) rapporte un débat pendant l'entre-deux guerres entre J.M. Keynes, membre du Comité Mc Millan, et Sir Ernest Harvey, *Deputy Governor* de la Banque d'Angleterre. Aux demandes de Keynes sur la logique et l'explicitation de certaines décisions, Harvey répondit qu'il était « dangereux » d'être trop clair...⁴ Décrivant une situation plus contemporaine, Harris écrit que : “*Paul Volker, a devote cigar-smoker and Fed chair from 1979 to 1987, would literarily and figuratively blow smoke at congressional hearings, baffling congressmen with complex economic arguments. Greenspan continued this tradition with “Fedspeak”—speeches with hidden code words that only experienced Fed watchers could understand. Only with great reluctance did Greenspan become more open during the second half of his term.*” (Harris, 2008, p.6). De fait, au cours du mandat de Greenspan à la tête du Fed, les banquiers centraux devinrent plus diserts sur leurs motivations et leurs objectifs.

Alan Blinder fut ainsi un des premiers à se demander si la communication des Banques Centrales importait vraiment ; à l'époque, il répondait que « jusqu'à présent, il n'y a pas eu de recherche pour conclure » (Blinder et al., 2001, p.9). Or, d'un point de vue académique (à travers une littérature croissante) et pratique, la communication des instituts d'émission est devenue une préoccupation majeure au cours de ces quinze dernières années. Cette dimension nouvelle a été intégrée à la conduite et à l'orientation de la politique monétaire (Woodford, 2003). Revenons sur l'argumentaire théorique qui a précédé cette mutation.

⁴ Keynes : “[...] is it a practice of the Bank of England never to explain what its policy is?”

Harvey: “Well, I think it has been our practice to leave our actions to explain our policy.”

Keynes: “Or the reasons for its policy?”

Harvey: “It is a dangerous thing to start to give reasons.”, Issing, 2005, p.1

Premiers jalons théoriques

En accord avec le corpus des nouveaux classiques, des auteurs se sont intéressés au cours des années 1980 à l'impact des discours de politique économique sur les anticipations du public. Rapidement, la question de la politique monétaire fut traitée de manière spécifique (Barro et Gordon, 1983). Dans ce cadre d'analyse, un gouvernement ne peut mener une politique de lutte contre l'inflation que s'il est crédible. Dans le cas contraire, il serait confronté au phénomène *d'incohérence temporelle* mis en avant par Kydland et Prescott (1977), avec un biais inflationniste repérable chez les décideurs. Pour Barro et Gordon, des groupes de pression peuvent influencer les décisions techniques concernant la monnaie et amener à des choix inflationnistes.

Dès 1985 -alors même que les banquiers centraux sont encore caractérisés par leur mutisme-, Backus et Drifill (1985) s'interrogent sur le degré de véracité que l'on peut attribuer aux annonces d'un gouvernement dans sa lutte contre l'inflation. Ces deux auteurs adoptent un raisonnement en termes de théorie des jeux et insistent sur le critère de réputation, en distinguant entre les gouvernements « *hard nosed* » et les « *wet* », selon qu'ils seraient plus ou moins tolérants vis-à-vis de l'inflation. On classera plus tard les gouvernants en « *hawks* » et « *doves* », en écho aux classifications dans le domaine politique. L'article de 1985 affirme que la parole politique en matière monétaire est dévalorisée « *it is commonplace to hear politicians reassure us that they are serious about beating inflation. These statements are correctly regarded with skepticism* » (Backus, Drifill, 1985, p.536). Les deux auteurs concluent que l'on devrait favoriser la mise en place de banquiers centraux autonomes vis-à-vis du pouvoir politique, de manière à rendre plus crédibles les politiques anti-inflationnistes⁵. Ainsi, les propositions théoriques des années 1980 mettant en avant les anticipations des agents et une lecture des politiques en termes de *public choice* auront des implications sur le type de mandat à accorder aux banquiers centraux. De ce point de vue, il existe une cohérence totale entre l'approche de Kydland/Prescott puis Barro/Gordon et Backus/Drifill.

Développements ultérieurs

Par la suite, la littérature théorique analysant la communication des Banques Centrales fut reprise au sein du courant néo-keynésien, avec une focalisation sur la formation des anticipations de marché à propos de la politique monétaire. L'importance des signaux émis par la Banque Centrale fut soulignée (Dow et Saville 1988), de sorte que les banquiers centraux devaient prendre conscience de l'importance du choix de leur vocabulaire.

Woodford (2005) confirma cette tendance en soulignant qu'une politique monétaire efficace ne devait pas seulement contrôler les taux au jour le jour mais affecter également l'évolution des anticipations du marché, en particulier en ce qui concerne l'inflation future.

Parallèlement, une cible d'inflation claire devint critique pour la crédibilité de la Banque Centrale. Une transparence accrue sur la façon d'atteindre la cible fut donc encouragée (voir Geraats 2002 ; Mishkin 2004 pour une revue de la littérature sur la transparence).

Un « consensus » sur la politique monétaire s'établit donc, reposant sur deux axes majeurs : un objectif de stabilisation macroéconomique (inflation et/ou production), une garantie

⁵ « *Autonomous central banks thus act as a precommitment device which may help to make noninflationary policies more credible and less costly.* », Backus, Drifill, 1985, p.537.

quant à l'indépendance (donc la crédibilité) des Banques Centrales⁶. Du point de vue des statuts, la B.C.E. nouvellement créée se voit instituée comme « le lieu de la souveraineté monétaire » au sein du Système Européen des Banques Centrales (Créel, Fayolle, 2002, p.181). Dans le domaine pratique, les principaux objectifs des deux décennies suivantes s'articuleront autour de la crédibilité et de la transparence. “*Central bank transparency could be defined as the absence of asymmetric information between monetary policy makers and other economic agents. This means that it reduces uncertainty and this is often believed to be beneficial.*” (Geraats 2002, p.533). En Europe, « L'objectif principal du SEBS est la stabilité des prix. » (Article 105 du Traité), ce « mandat clair et étroit » permettrait une efficacité maximale (voir Jabko, 2001).

Les travaux actuels s'interrogent sur les manières de rendre les instituts d'émission crédibles (reflétant l'importance de la communication sur la stabilité financière pour des objectifs de réputation) et responsables (Ehrmann et Fratzscher, 2011). La crédibilité ne se donne pas, elle se construit de manière permanente. Il convient dès lors pour les décideurs de la politique économique, et tout particulièrement les banquiers centraux, de déterminer des règles de conduite claires, de manière à ce que des écarts dans leur conduite puissent être identifiés immédiatement par les agents.

Parallèlement à ces travaux théoriques, on observe une mutation dans les pratiques des Banques Centrales au cours de la décennie 1990, notamment de la part de la FED. Dès février 1994⁷, le *Federal Open Market Comitee* annonce ses décisions quant à la cible concernant les taux directeurs. La stratégie de stabilité des prix explicitement annoncée (telle que le ciblage d'inflation) s'est traduit par une croissance du degré de communication avec le public sur les objectifs de la politique monétaire à mettre en œuvre.

Ainsi, au cours des années 1980 et 1990, le rôle de la communication des Banques Centrales comme un instrument majeur pour guider les anticipations a fait l'objet d'un consensus chez de nombreux théoriciens et praticiens. On considèrerait qu'une communication accrue améliorerait l'efficacité de la politique monétaire, de sorte que l'émission d'avis passait du statut de nuisance à celui d'outil-clé.

2) Canaux de transmission de la communication des Banques centrales

Rappelons les arguments théoriques en faveur de la communication des Banques Centrales :

- En se focalisant sur les objectifs que la Banque a fixé (qui peuvent varier), la communication améliore la crédibilité reflétant l'importance de la communication sur la stabilité financière pour des objectifs de réputation) auprès des agents privés (investisseurs et grand public) afin d'influencer leurs anticipation mais également son engagement à satisfaire les objectifs (Issing 1999, Woodford 2001 ou Mishkin 2004, Ehrmann, Fratzscher, 2011).

⁶ Voir Carré, 2005 et Carré, Le Héron, 2006.

⁷ En comparaison avec d'autres Banques centrales, la FED suit Banques Centrales de Nouvelle-Zélande et d'Angleterre ; notons également que la BCE, créée en 1998 semble plus transparente que la FED à cette même période. Aujourd'hui, les Banques Centrales de Suède et de Norvège sont considérées comme étant à l'avant-garde en matière de communication et de transparence.

- La communication de la Banque centrale permettrait de guider, d'orienter les anticipations des marchés financiers (Woodford, 2003, Bernanke, 2004, Trichet, 2005⁸) en créant des « nouvelles » (*news*, par exemple, en faire évoluer les taux courts dans la direction désirée) et en réduisant les bruits (*noise*, par exemple en réduisant l'incertitude sur les marchés) orientant ainsi les prix des actifs. Par conséquent, la communication des Banques centrales augmenterait la cohérence, la transparence et la prédictibilité des décisions de la politique monétaire. Cela réduirait ainsi la volatilité et l'incertitude des marchés financiers, pour au final améliorer le bien-être économique⁹. Ainsi, d'après la littérature empirique, une communication plus fréquente et de meilleure qualité améliore la politique monétaire en réduisant les bruits. En revanche, lorsqu'il y a plusieurs voix discordantes au sein de la Banque centrale, la prédictibilité de la politique monétaire se dégrade
- Ainsi, une politique de communication efficace améliorerait le degré de connaissances du public en réduisant l'asymétrie d'information entre celui-ci et l'institut d'émission. En effet, ce dernier est censé produire des informations « supérieures », significatives¹⁰ (plus précises) sur les anticipations d'inflation et les perspectives économiques du secteur privé (Eijffinger, Geraats, 2006).
- En outre, et aussi longtemps que les taux au jour le jour seront proches de zéro (ou nuls), la communication de la Banques centrales sur les taux futurs anticipés devient « l'essence » de la politique monétaire (Eggertsson et Woodford 2003 ; Bernanke, Reinhart et Sack, 2004). Le canal majeur porte sur l'effet des changements des taux courts sur les anticipations des taux courts futurs (Blinder, 1998), leur impact sur les taux longs et par conséquent sur la demande¹¹. En effet, les Banques centrales ne contrôlent directement qu'un seul taux d'intérêt (celui au jour le jour) or, la communication permettrait d'impacter les prix des actifs et les taux d'intérêt à plus longue échéance, qui agissent sur les décisions des investisseurs, des entreprises et des Etats (Bernanke, 2004).
- Enfin, le nouveau rôle assigné aux Banques Centrales en matière de stabilité financière, suite à la crise débutée en 2008, implique qu'elles communiquent régulièrement sur ce domaine (que ce soit via la publication de rapports de stabilité financière, des discours ou bien des interviews des membres du comité directeur). S'agissant de la BCE (2011), l'objectif du rapport de

⁸ « Financial markets evidence indeed indicates that we as a central bank have managed to be understood by market professionals. (...) One of the main goal of a responsible central bank now is to have a reliable communication guiding expectations in a rapidly changing environment » Trichet, 2005.

⁹ « Une interprétation correcte par le marché des décisions de politique monétaire prises par la Banque centrale réduit la volatilité du taux d'intérêt » et par conséquent « une bonne compréhension de la politique monétaire permet aux agents privés de mieux gérer et couvrir leurs risques, ce qui peut contribuer à réduire l'incertitude du marché et d'améliorer le bien-être économique », BCE, 2002, p. 62.

¹⁰ Encore que l'ancien gouverneur de la Fed, Alan Greenspan se décrivait lui-même comme émettant un marmonnement sans grande cohérence pour affirmer que si on l'avait compris, c'est qu'il s'était mal exprimé... « *Since becoming a central banker, I have learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said* » (discours au comité du Sénat, 1987 repris dans le *Guardian Weekly*, du 4 novembre 2005).

¹¹ « Lorsque le plancher zéro est atteint, les agents sont enclins à anticiper une remontée des taux ; ils en déduisent que le prix des titres va continuer de baisser et la crise s'approfondir ; ils anticipent une augmentation du risque de défaillance et la persistance de la déflation. Face à cela, l'objectif de la communication des banques centrales est de rassurer pour orienter les anticipations des agents vers la sortie de crise. Si les banques centrales annoncent que les taux resteront au plancher tant que la crise n'aura pas été jugulée, les agents anticiperont le maintien de taux courts bas (au lieu de leur hausse), un accès facilité à la liquidité (et donc une réduction des primes de risque) et, à la condition que la banque centrale leur apparaisse suffisamment crédible et déterminée, la fin de la déflation. » Couppey-Soubeyran, 2012, p.

stabilité financière (qui fournit un aperçu des sources de risques et de vulnérabilité) vise à promouvoir la prise de conscience dans l'industrie financière et au sein du public du rôle que joue l'institution dans la prévention des crises financières et la sauvegarde de la stabilité dans la zone euro. Or, dans la mesure où peu d'institutions autres que les Banques centrales communiquent sur la stabilité financière, toute publication peut contenir des nouvelles pertinentes. Dans ces conditions, un « canal de coordination » se met en place, réduisant l'hétérogénéité des anticipations et de l'information et conduisant les prix des actifs à refléter de façon plus proche les fondamentaux sous-jacents. Ce canal peut impliquer que la communication a des effets de durée plus longue car elle pourrait modifier les dynamiques sur les marchés financiers.

S'agissant des études empiriques, les recherches se sont focalisées principalement sur l'impact de la communication des Banques centrales (notamment de la Fed) auprès des marchés financiers (Blinder et al., 2008). En effet, les investisseurs constitueraient la cible première du discours des banquiers centraux. Ils sont en effet très sensibles à la communication directe de l'institution puisque sa politique monétaire doit avoir un impact sur les marchés des actions (Fair, 2002¹²). Sa communication peut par conséquent exercer des effets à travers ce qui a été labellisé dans la littérature (Kaminsky et Lewis, 1996) sous le terme de « canal de signalement ».

Ainsi, il ressort de cette vaste littérature que la communication des Banques Centrales à court terme (c'est-à-dire les déclarations officielles, rapports, éditoriaux ...) affecterait les marchés financiers et les ferait réagir (marché des actions, des obligations et FOREX) en créant des nouvelles. Toutefois, la mesure de l'impact exact du discours du banquier central sur ces marchés semble difficile à évaluer ; des évaluations empiriques supplémentaires sont nécessaires pour évaluer quelle forme de communication est la plus efficace, ainsi que la robustesse des effets d'annonce. Des recherches doivent également être menées sur le lien entre la communication et d'autres variables macroéconomiques, c'est justement ce que nous proposons dans la troisième partie à travers l'étude empirique sur l'influence de la tonalité des éditoriaux de la BCE sur des variables monétaires (le taux de refinancement et l'Euribor à 3 mois) et réelles (l'indice de la production industrielle).

3) Pratiques et outils de communication de la BCE

Sur le plan pratique, si les objectifs de la politique monétaire sont comparables, il n'existe toujours pas de consensus établi sur les meilleures pratiques, en raison de variantes de communication, évolutives au cours du temps et selon les Banques¹³.

S'agissant du contenu de la communication de la BCE, on peut relever quatre caractéristiques :

- L'institution a un objectif quantitatif qui constitue en temps normal une part importante de sa stratégie de politique monétaire.
- Concernant les perspectives économiques (prévisions quant à l'inflation future, à l'activité

¹² Selon lui, la plupart des fortes évolutions de prix des actions a pour origine les chocs de politique monétaire.

¹³ Voir Desmedt et Llorca, 2012, pour une comparaison des diversités des pratiques de communication de la FED, de la BCE et de la Banque d'Angleterre en fonction de leur contenu et de l'émetteur.

- économique et les tendances de la politique monétaire), la BCE livre ses anticipations d'inflation (quatre fois par an) et les anticipations officielles de l'activité économique ;
- A propos de la trajectoire future de la politique de taux, la BCE donne des signaux indirects avec des mots codés, comme « vigilance » par exemple.
 - La Banque communique notamment lors d'une conférence de presse qui se tient juste après les décisions de politique monétaire. Cependant, le choix des instruments de la communication dépend de l'émetteur, à savoir le *board*, ou un membre du comité.

Concernant la communication par des membres individuels du comité, on observe des différences par rapport à celle faite par le comité entier : on a en effet une plus grande flexibilité dans la communication des membres individuels dans le *timing*, le moment où elle est faite (la « fenêtre de tir ») par le biais de discours occasionnels et d'*interviews* ; mais cela peut poser le problème de cacophonie. S'agissant du type de communication (structure et fonctionnement du comité), celle mise en œuvre par la BCE apparaît comme collégiale.

La communication de la BCE diffère sur certains aspects par rapport à celles de la FED et de la Banque d'Angleterre. Ainsi, la conférence de presse de la BCE apparaît comme moins détaillée que les « minutes » de la Banque d'Angleterre et de la FED ; on n'a aucune information sur les votes des différents membres du directoire de la BCE. Certaines ambiguïtés sont clarifiées lors de la session questions/réponses avec la presse. On tente d'atteindre un public plus large lors des conférences de presse télévisées en direct. A propos des cibles, ou groupes d'audience, on trouve les participants des marchés financiers, le public¹⁴, les pouvoirs politiques, les « académiques » et des médias. Un spectre aussi large de cibles requiert une variété de canaux de transmission gérés à différents niveaux de complexité ou différents horizons temporel (Issing, 2005, p. 72).

Dans ces conditions, la BCE a accordé beaucoup d'attention à sa politique d'annonce et spécialement au choix du moyen, de la forme et du contenu. Ainsi, l'institution dispose de différents canaux de communication : bulletin mensuel ; conférence de presse mensuelle (et sa session de questions-réponses) ; minutes des réunions du conseil de décision ; témoignage du comité sur les affaires monétaires de l'Europe parlementaire (quatre fois par an) ; discours par le président et/ou les membres du conseil des gouverneurs ; interviews¹⁵. Toutefois, dans son bulletin mensuel de novembre 2002 (p. 64), la BCE précise que la conférence de presse mensuelle, tenue par le président et le vice-président, et le bulletin mensuel sont deux des plus importants canaux de transmission (de communication) adoptés par la BCE. Ils fournissent un résumé global de la politique de l'évaluation pertinente des indicateurs économiques. Il faut en outre signaler que l'éditorial du *Bulletin Mensuel de la BCE* et la déclaration introductive de la conférence de presse rapportent la même information concernant l'orientation de la politique

¹⁴ En accord avec les théories mentionnées plus haut, la cible du grand public est d'une importance cruciale pour la Banque dans la mesure où les anticipations d'inflation peuvent alimenter l'évolution actuelle de l'inflation (que ce soit à travers les revendications salariales, les décisions d'épargne, la consommation) et affecter au final l'objectif de lutte contre l'inflation. Toutefois, le public réagit rarement à la communication directe, de sorte que cette cible ne peut être touchée que par une communication indirecte à travers les médias.

¹⁵ Un problème qui se pose avec les discours émis par le gouverneur de la Banque Centrale est son irrégularité dans le temps, de sorte qu'il est difficile à identifier et à quantifier.

monétaire de la BCE. Ainsi, l'Editorial est rendu disponible au public en étant publié une semaine après chaque réunion de politique monétaire.

Le bulletin mensuel de la BCE se structure chaque mois en plusieurs composantes :

- l'éditorial qui résume les motivations qui sous-tendent les décisions de politique monétaire
- « Les évolutions économiques de la zone euro » exposent plus en détail ces questions
- « Les statistiques de la zone euro », c'est-à-dire la série de tableaux et de graphiques, qui sont supprimés pour la constitution du corpus, tout comme les tableaux et graphiques des autres parties
- Un ou deux articles sur des questions diverses liées à la conception et à la conduite de la politique monétaire ainsi que sur les autres points importantes pour la BCE.

Etant donnée la médiatisation de la conférence de presse et du bulletin mensuel de la BCE, il n'est pas étonnant que la littérature empirique se soit focalisée à analyser le contenu de ces deux outils de communication. On peut relever :

- d'une part, les travaux de Rosa et Verga 2005 (de janvier 2002 à décembre 2004), de Berger, De Haan et al. (2011) (de janvier 1999 à décembre 2004), Rosa et Verga (2006, 2007), Heinemann et Ullrich (2007) qui utilisent la déclaration introductive du président de la BCE durant la conférence de presse
- et d'autre part, les études de Gerlach, (2004, de janvier 1999 à juin 2004, et 2007) ; et de Bennani et Farvaque (2014, de 1999 à 2005) utilisent l'éditorial du Bulletin mensuel de la BCE.

4) Analyse de la tonalité du discours émis par la Banque Centrale Européenne

Pour ce qui concerne la méthode de traitement textuel du discours de la BCE, nous suivons la démarche initiée par Saddique et alii (2013) qui procèdent à l'étude des éditoriaux des *Beige Book* de la FED. Cette méthode a l'avantage de constituer un traitement automatique des éditoriaux sans recourir à l'interprétation qualitative du discours, comme c'était le cas dans les études précédentes (Armesto et alii 2009 ; Zadovny et Ginther, 2005). Il s'agit par conséquent de recenser le nombre de mots de chaque éditorial du Bulletin mensuel de la BCE, puis en fonction de leur connotation positive ou négative, on crée des indicateurs d'optimisme, de pessimisme mais également synthétique en faisant la somme des deux. Les connotations sont établies en suivant le dictionnaire Harvard IV. En outre, d'autres indicateurs de variation de tonalité sont créés avec des mots qui décrivent des augmentations ou des diminutions du sentiment à partir d'un indicateur synthétique de la variation du ton de la banque centrale (toujours en suivant le lexique proposé par le dictionnaire Harvard IV).

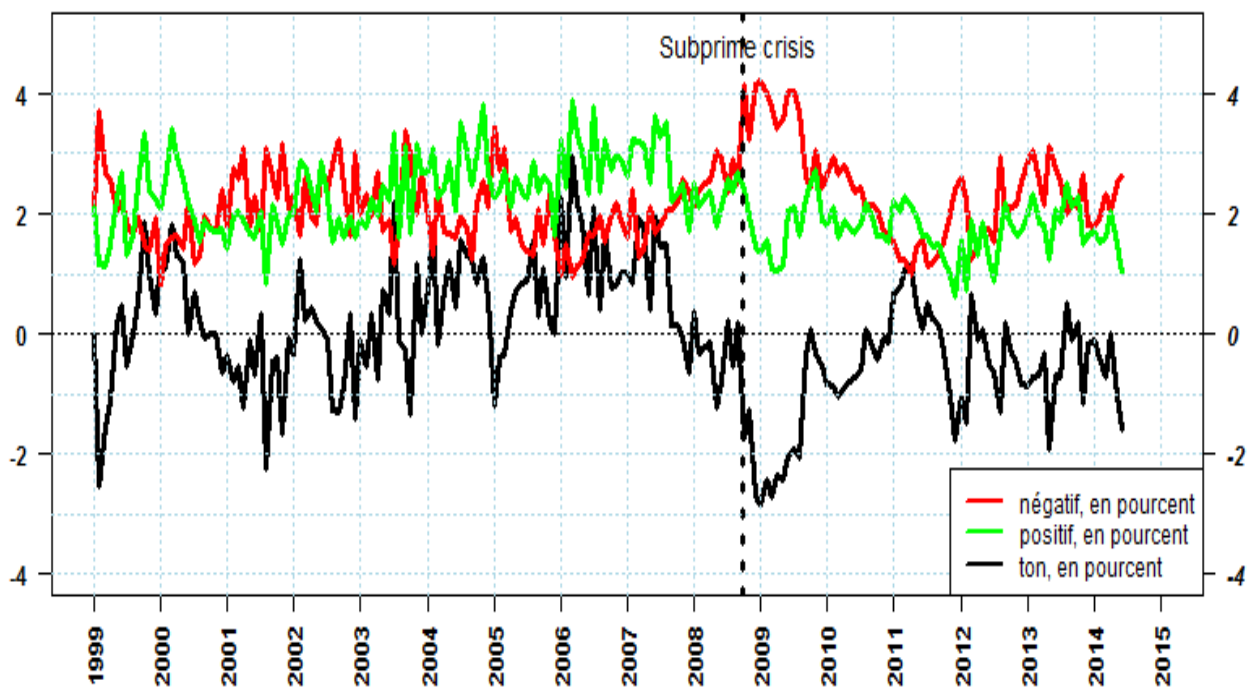
Nous synthétisons ainsi la tonalité du discours du banquier central européen à travers l'étude systématique des éditoriaux des bulletins mensuels de la BCE depuis février 1999 jusqu'à septembre 2014. Nous ne retenons donc pas les commentaires du banquier central, mais uniquement les éditos qui sont normalisés par l'institution. L'intérêt de recourir uniquement à cette source est d'avoir une base possédant un format relativement stable, d'une fréquence mensuelle.

Analyse descriptive de la tonalité des éditoriaux du bulletin de la BCE

Nous avons collecté les données dans les éditoriaux des bulletins mensuels de la BCE en anglais, disponibles sur le site de la BCE. Ils sont extraits grâce au logiciel R, et au package TM (*Text Mining*) qui permet de compter les mots en évacuant la ponctuation et les chiffres. On obtient ainsi un nombre de mot par éditos qui sont ensuite traités selon quatre tonalité : (i) positive, (ii) négative, (iii) amélioration et (iv) détérioration en suivant le dictionnaire Harvard IV. Les mots en fonction de leur catégorie sont sommés par bulletin mensuel. On obtient ainsi des séries temporelles mensuelles représentées dans les graphiques 1 et 2 ci-dessous.

L'indicateur de ton positif est obtenu de la manière suivante : les mots considérés comme positifs sont comptés et rapportés à l'ensemble des mots de l'édito du Bulletin mensuel de la BCE. Il en va de même pour la variable de ton négatif, en utilisant les mots considérés comme négatifs rapportés à l'ensemble des mots. Enfin, le ton global (exprimé en %) est obtenu par la soustraction entre les mots positifs et les mots négatifs sur l'ensemble des mots.

Graphique 1 : Ton des éditos en pourcentage de l'ensemble des mots



Ainsi sur le graphique 1, on observe au mois d'octobre 2008 une augmentation sensible des occurrences de mots à tonalité négative qui représentent habituellement autour de 2 % de l'ensemble de mots. Entre la fin 2008 et début 2009, leur fréquence va dépasser 4 % sur trois mois. La fréquence de mots négatifs est doublée par rapport à une situation normale, ce qui permet de valider la pertinence du comptage de mot par rapport pour la détection d'une situation de crise. L'écart entre la fréquence des mots positifs et négatif qui représente la variable de ton est centrée autour de zéro, et détecte également correctement la crise des *subprime*. On observe logiquement une symétrie entre les mots à tonalité négative et positive. Par ailleurs, lorsqu'on observe un pic du ton à 3 % en 2006, cela correspond bien à un croisement des courbes positives et négatives. Nos variables apparaissent relativement pertinentes. Enfin, on peut apercevoir à la naissance de l'euro un ton assez négatif sans doute lié aux craintes induites par le lancement de la

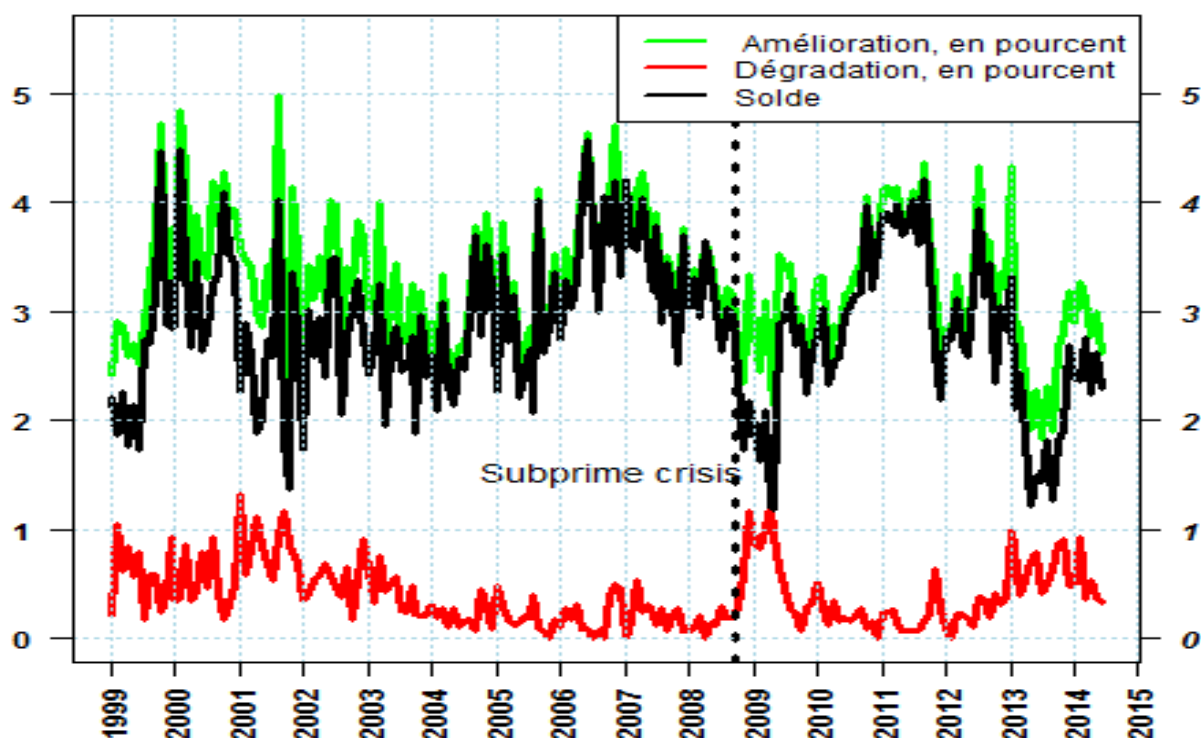
monnaie unique ; les autres points qui s'approchent de -2 % concernent le 11 septembre 2001, la crise de la zone euro fin 2011 et sa résurgence début 2013 lors de la crise chypriote.

S'agissant des indicateurs d'amélioration, de dégradation et de variation de ton, ils décrivent également bien les événements extrêmes mais semblent moins pertinentes que les variables de ton, dans la mesure où les mouvements d'ensemble de la variable d'amélioration et de dégradation paraissent assez proches. Ainsi, l'information apparaît plus bruitée et le signal moins précis. La faible variance de l'indicateur de changement (qui représente l'écart entre les deux variables précédentes) pourrait être liée au nombre de mots retenus pour chaque tonalité, mais également à l'ambivalence des termes lorsqu'on les analyse un à un. Autrement dit, fait-on face à une augmentation de l'activité ou bien à une augmentation du chômage ? Dans les deux cas l'analyse quantitative du comptage de mot retiendra une tonalité positive alors que la phrase pourra en fait décrire un phénomène négatif. Il s'agit d'une des limites de l'exercice par simple comptage de mot. Certes, cette technique permet de sortir de toute analyse qualitative du discours et d'éviter les biais d'interprétation, mais de fait, on perd une partie de l'information. Des techniques linguistiques plus avancées, à partir de l'analyse granulaire des corpus¹⁶, devraient permettre de poursuivre un comptage automatique non plus des mots mais des expressions à tonalité positive ou négative en fonction d'un nombre de mot défini. Toutefois, cela conduit immédiatement à une complexification du traitement de l'information. La technique la plus simple d'un comptage individuel des mots est donc retenue.

Notons également que cette technique peut générer un biais dans la représentativité des tonalités car dans le dictionnaire retenu, les mots correspondant au ton négatif sont beaucoup plus nombreux avec 2 349 occurrences contre seulement 354 occurrences pour les mots positifs. Les expressions représentant des variations de ton sont également beaucoup moins nombreuses (98 occurrence d'amélioration de ton et 79 pour identifier une dégradation de la tonalité). Ces écarts importants du nombre d'occurrence permettent sans doute d'expliquer l'impression de bruit ressenti à lecture du second graphique. Ceci peut également s'expliquer par le fait que malgré un faible nombre de termes, la fréquence d'apparition des termes indiquant une variation de ton est plus forte que celle des mots décrivant une tonalité (qui sont toutefois plus nombreux). Cette situation laisse à penser que le recours aux mots de variation de tonalité sont moins discriminants en fréquence absolue. En revanche, leur différence à travers la variable de changement permet de bien identifier les périodes de crise même si cette variable présente une variance moins forte que la variable de ton. Finalement, les variables de tonalité paraissent individuellement plus informatives, sans doute en raison du nombre de leur occurrence. En revanche, au niveau de l'indicateur représentant l'écart de ton, c'est l'indicateur de variation de ton qui semble le plus efficace pour indiquer un changement de tonalité.

¹⁶ Par analyse granulaire du corpus, on modifie le nombre de mots retenus, puisqu'en sélectionnant une série de mots au lieu d'un seul, le sens peut changer.

Graphique 2 : Variation de ton des éditos en pourcentage de l'ensemble des mots



Ces observations tirées de la lecture des graphiques 1 et 2 vont être confirmées par l'analyse économétrique qui consiste à vérifier si les variables de tonalité des éditos de la BCE peuvent expliquer le mouvement de variables telles que la production industrielle ou l'Euribor. Nous nous basons ici sur une fréquence mensuelle imposée par la fréquence des bulletins de la BCE. Certes, cela peut nous faire perdre une partie de l'information ; toutefois, les mouvements que l'on souhaite identifier sont ceux qui ont une influence sur l'économie réelle à moyen terme. Par conséquent, même si le long terme n'est qu'une succession de court période, il semble satisfaisant d'analyser l'influence du discours de la banque centrale en utilisant une fréquence mensuelle.

Analyse économétrique de l'impact de la tonalité des éditos de la BCE

Il s'agit de vérifier si les variables de la tonalité des éditoriaux de la BCE expliquent significativement la politique monétaire, le taux de référence du marché monétaire (l'Euribor à 3 mois) et l'indice de production industrielle. En effet, notre approche vise à vérifier si le discours de la BCE est cohérent avec ses actes. Autrement dit, si on suppose que la BCE est cohérente, on doit pouvoir expliquer la variation de la politique monétaire par les variables de ton.

S'agissant de la stationnarité des variables de ton¹⁷, ces dernières sont toutes stationnaires (intégrées d'ordre 0) alors que le taux de refinancement principal, l'Euribor à trois mois et l'indice de la production industrielle sont non-stationnaires (intégrés d'ordre 1). Nous employons donc la méthode des Moindre Carrés Ordinaires¹⁸ en utilisant des variables en différence première.

¹⁷ Nous utilisons les tests du Dickey-Fuller augmenté [ADF])

¹⁸ Un passage au modèle à correction d'erreur n'est pas pertinent puisqu'une seule variable dans les équations estimées est non stationnaire.

Treize modèles sont estimés, en considérant les six variables de ton¹⁹, afin d'identifier la meilleure équation et tester la robustesse de l'approche.

Lorsque l'on s'intéresse à l'influence de la tonalité des éditos de la BCE sur le taux de refinancement, il apparaît qu'en fonction du modèle retenu, on parvient à expliquer à partir de la variable d'amélioration de ton jusqu'à 39 % de la variance de la politique monétaire (pour le modèle 13 qui est le plus complet, contre 9% pour le modèle 5 qui est le moins pertinent). Quel que soit le modèle retenu, toutes les variables sont significatives et du signe attendu : les variables de ton, de changement de ton, de ton positif et d'amélioration de ton sont de signe positif, ce qui signifie que lorsque la BCE décrit un environnement porteur, elle a tendance à augmenter son taux de refinancement principal. En revanche, dans un environnement dégradé, elle a tendance à mettre en place une politique plus accommodante. Les variables de ton négatif et de détérioration du ton présentent une relation négative avec le Refi. Au final, ces résultats paraissent satisfaisants même s'il l'on doit les relativiser, en raison de la présence d'une autocorrélation des erreurs (cf. graphique 3 en annexes) qui s'explique par le fait que les taux de Refi ne sont pas modifiés à chaque réunion mensuelle de la Banque centrale.

L'analyse de l'influence des variables de ton sur la variation de l'Euribor à 3 mois semble meilleure de point de vue de l'autocorrélation des erreurs²⁰. En outre, toutes les variables sont significatives avec des t-stat parfois assez élevés. Concernant la variable synthétique de ton et celle de changement de ton, la première semble la plus explicative (avec un t-stat de 6,95 contre 5,68 pour cette dernière). Et, individuellement, c'est toujours la variable représentant la tonalité négative qui est la plus pertinente (avec un t-stat de -6,07). Dans les modèles à une variable (modèle 1 à 6), c'est la variable négative qui est la plus significative, suivi du ton positif (avec 5,68), la dégradation de ton (avec -4,29) et enfin, l'amélioration de ton (avec 3,85). Dans les modèles à deux variables (modèles 7 à 9), la hiérarchie peut s'inverser en allant jusqu'à décrire un pouvoir plus explicatif pour la variable d'amélioration de ton.

Le modèle 13, qui mobilise le plus de variables, s'avère être le plus robuste. Dans cette configuration, on retrouve la hiérarchie initiale avec un pouvoir plus explicatif pour la variable de ton négatif.

Au final, dans l'explication de la variation de l'Euribor²¹, toutes les variables sont significatives et la perturbation de l'inférence statistique est moins présente en raison d'une autocorrélation des erreurs. Économiquement, cela peut signifier que même si l'Euribor suit de près le Refi, il est déterminé par d'autres variables économiques. Enfin, la variabilité de l'Euribor contribue mécaniquement à réduire l'autocorrélation des erreurs (cf. graphique 4 en annexes), tout en réduisant le pouvoir explicatif des modèles. L'essentiel étant d'identifier une influence de ton sur la variable étudiée et qu'elle soit du signe attendu pour valider notre démarche.

¹⁹ Les modèles 1 à 6 prennent en compte une seule variable de ton ; les modèles 7 à 12, deux variables de ton et le modèle 13, quatre variables de ton différentes.

²⁰ Les tests de Durbin-Watson sont plus élevés, mais le pouvoir explicatif de ces modèles est plus faible, les coefficients de corrélation étant globalement compris entre 0,08 (modèle 5) et 0,27 pour le modèle 13 le plus complet.

²¹ Et cela, même si la pertinence des modèles est moins forte que dans l'explication de la variation du Refi.

Enfin, l'analyse de la variation de la production industrielle doit nous permettre de vérifier s'il existe un lien entre le discours de la Banque centrale et l'économie réelle. Globalement, la relation est nettement plus faible qu'avec les variables monétaires. Les coefficients de corrélation s'établissent entre 0 et 0,08. L'influence des variables de tonalité sur l'économie réelle paraît très faible. Néanmoins, on observe que dans les modèles à une variable (modèle 1 à 6), les variables de ton expliquent significativement la variation de l'indice de production industrielle, bien que ce ne soit plus systématiquement le cas comme dans les modèles précédents. C'est particulièrement sensible pour les variables synthétiques, le ton négatif et la dégradation de la tonalité. On retrouve l'asymétrie déjà perçue entre les variables à tonalité positive et négative, qui peut s'expliquer techniquement par le nombre de mots plus élevés pour la variable de ton négatif. C'est moins le cas pour celle de variation négative du ton. Il se pourrait donc que ceci soit plus qu'un simple artefact statistique et que cela décrive un biais dans la perception des messages par les agents, à savoir qu'un message à tonalité négative a une influence plus importante qu'un message positif. Dans les cinq modèles où la variable de ton négatif est présente, celle-ci est toujours significative. C'est un peu moins le cas pour la variable de dégradation de ton qui est significative trois fois sur cinq. Les autres variables sont beaucoup moins pertinentes pour expliquer la variation de l'indice de la production industrielle en zone euro.

Tableau 1 : Refi expliqué à partir des variables de ton, issues des bulletins mensuels de la BCE

Variation du Refi	Modèles													Significativité
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Constante	-0,13	-0,27	-0,18	0,21	-0,24	-0,22	0,07	-0,13	0,21	-0,36	-0,06	0,059	-0,03	
t-stat	-1,53	-7,1	-5,35	7,19	-4,59	-6,84	1,54	-2,66	7,79	-6,47	-1,55	0,92	-0,48	
Ton	0,07													
t-stat	8,79													
Changement de ton		0,09												
t-stat		6,92												
Ton positif			0,078				0,05			0,07	0,05		0,036	
t-stat			5,12				3,5			4,74	3,71		2,67	5/5
Ton négatif				-0,1			-0,09		-0,08			-0,09	-0,06	
t-stat				-8,09			-6,97		-6,09			-7,08	-4,66	5/5
Amélioration de ton					0,07			0,06		0,06		0,03	0,03	
t-stat					4,39			4,27		3,95		2,65	2,8	5/5
Dégradation de ton						-0,22		-0,21	-0,14		-0,18		-0,13	
t-stat						-6,84		-6,74	-4,55		-5,74		-4,19	5/5
R²	0,3	0,21	0,12	0,262	0,09	0,2	0,31	0,28	0,34	0,19	0,26	0,29	0,39	
DW	1,18	1,04	0,91	1,07	0,89	0,85	1,18	1	1,09	1,06	0,94	1,12	1,2	

Tableau 2 :EURIBOR expliqué à partir des variables de ton, issues des bulletins mensuels de la BCE

Variation de l'Euribor	Modèles													Significativité
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Constante	-0,01	-0,30	-0,21	0,21	-0,28	0,07	0,04	-0,17	0,22	-0,42	-0,09	0,89	-0,10	
t-stat	-1,17	-5,82	-4,73	5,39	-4,11	3,27	0,67	-2,56	5,66	-5,71	-1,82		-1,09	
Ton	0,07													
t-stat	6,95													
Changement de ton		0,10												
t-stat		5,68												
Ton positif			0,09				0,06			0,08	0,06		0,05	
t-stat			4,57				3,20			4,18	3,44		2,57	5/5
Ton négatif				-0,10			-0,09		-0,08			-0,09	-0,06	
t-stat				-6,07			-5,03		-4,53			-5,15	-3,20	5/5
Amélioration de ton					0,08			0,07		0,07		0,05	0,05	
t-stat					3,95			3,73		3,52		2,52	2,54	5/5
Dégradation de ton						-0,22		-0,20	-0,14		-0,17		-0,12	
t-stat						-4,29		-4,80	-3,08		-3,95		-2,54	5/5
R²	0,21	0,15	0,10	0,17	0,08	0,12	0,21	0,18	0,21	0,16	0,17	0,19	0,27	
DW	1,53	1,20	1,23	1,43	1,09	1,18	1,54	1,24	1,41	1,29	1,31	1,41	1,51	

Tableau 3 : Variation de l'indice de production industrielle, expliqué à partir des variables de ton, issues des bulletins mensuels de la BCE

Variation de la production industrielle	Modèles													Significativité
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Constante	0,05	-0,71	-0,40	0,97	-0,51	0,35	0,77	-0,10	0,98	-0,87	0,07	0,89	0,26	
t-stat	0,66	-2,14	-1,42	3,80	-1,18	2,71	1,75	-0,24	3,85	-1,77	0,21		1,12	
Ton	0,24													
t-stat	3,41													
Changement de ton		0,26												
t-stat		2,35												
Ton positif			0,21				0,07			0,19	0,11		0,04	
t-stat			1,66				0,53			1,54	0,90		0,30	0/5
Ton négatif				-0,42			-0,40		-0,34			-0,42	-0,29	
t-stat				-3,78			-3,40		-2,84			-3,20	-2,35	5/5
Amélioration de ton					0,17			0,13		0,15		0,01	0,07	
t-stat					1,32			1,07		1,16		0,13	0,55	0/5
Dégradation de ton						-0,78		-0,75	-0,45		-0,71		-0,44	
t-stat						-2,90		-2,78	-1,56		2,52		-1,52	3/5
R²	0,05	0,03	0,01	0,06	0,00	0,04	0,07	0,05	0,08	0,02	0,04	0,06	0,08	
DW	1,97	1,86	1,84	1,98	1,82	1,85	1,99	1,87	1,98	1,87	1,87	1,98	1,98	

Etude du sens de la causalité

Une étape supplémentaire de notre analyse est d'étudier la causalité dans la mesure où la significativité des variables n'implique pas un sens particulier de causalité. Autrement dit, est-ce le discours de la Banque centrale qui influence les variables réelles et financières, ou bien ce discours ne fait-il que retranscrire les variations économiques ? Dans ce dernier cas, la causalité irait des variables « expliquées » vers les variables « explicatives ». Dans ces conditions, le statut des variables s'inverse, ce qui conduirait à relativiser fortement l'influence du discours de la BCE sur le système économique. La question du sens de la causalité apparaît donc très importante dans la mesure où la présence de variables de tonalité expliquant significativement les variables étudiées ne suffit pas à prouver que le discours a des effets réels, on peut très bien avoir une causalité inverse.

Sur les trois tests de causalité (tests de Granger) réalisés uniquement avec les variables de tonalité (tableaux 4 en annexe), on observe que les variables monétaires sont causées (au sens de Granger) par ces variables de tonalité. En revanche, on ne peut considérer que l'indice de la production industrielle en zone euro soit causé par les variables de ton des bulletins mensuels. Au niveau individuel, aucune variable de ton ne peut être considérée comme explicative de l'indice de production industrielle. Au contraire, les variables de ton sont toutes la cause de la variation du Refi avec un retard de deux périodes. On vérifie là encore la cohérence de la BCE. Enfin, l'Euribor à 3 mois est surtout causé par la variable de ton négatif. Les résultats de l'Euribor à 3 mois décrivent des variations que les variables de ton ne parviennent pas seules à expliquer. En ce qui concerne les trois tests de causalité réalisés avec une variable différente des variables de tonalité (tableaux 5 en annexes), le Refi est causé par l'ensemble des variables de ton, hormis le ton positif lorsqu'on réintègre la variation de l'Euribor à 3 mois dans ces variables explicatives. Il en va de même lorsqu'on intègre la variation de l'indice de production industrielle. Il est probable que ces variables soient très corrélées et expliquent ainsi la perte de pouvoir explicatif de la variable de ton positif. Pour l'Euribor à 3 mois, toutes les variables sont significatives –à l'exclusion des tons positifs et d'amélioration de ton. L'indice de production industrielle peut être causé par les variables de ton dans un cas sur deux. Globalement, la liaison est surtout liée à la présence de la variation du Refi ou de l'Euribor, les variables de ton n'apportent pas d'information supplémentaire. Ainsi, ce n'est pas le ton qui importe mais le niveau des taux. En absence de cette information, les variables de tons corrélées au taux peuvent donner l'impression d'expliquer la variation de la production industrielle. Mais il apparaît nettement dans ces tests que c'est le niveau des taux qui sont déterminants.

S'agissant enfin du modèle complet avec variables monétaires et réelles (tableaux 6 en annexe), dans les trois cas, on accepte une relation de causalité. De manière plus détaillée, on voit que la causalité la plus forte du Refi est produite par l'indice de production industrielle ; l'Euribor à 3 mois suit de près. Ensuite reste l'amélioration du ton, mais globalement se sont les variables monétaires et réelles qui influencent le plus le Refi. Pour l'Euribor à 3 mois la configuration est assez proche. Le Refi et l'indice de production industrielle sont des causes essentielles de la variation de l'Euribor à 3 mois. Seule la variable de ton négatif ressort comme cause significative de la variation de l'Euribor à 3 mois. La variation de l'indice de production industrielle paraît

surtout causée par la variation de l'Euribor à 3 mois. La corrélation entre le Refi et l'Euribor à 3 mois conduit vraisemblablement à réduire le pouvoir explicatif du Refi sur l'indice de production industrielle.

Pour résumer ces résultats empiriques concernant l'influence de la tonalité des éditoriaux de la BCE sur des variables monétaires ou réelles, on aboutit à une causalité allant des variables monétaires et réelles vers le discours et non l'inverse. On peut dès lors s'interroger sur le degré de performativité du discours de la Banque.

CONCLUSION

Au final, malgré l'essor impressionnant de la littérature concernant l'impact de la communication des Banques Centrales sur le comportement des agents, il ressort de cette étude que le discours de la BCE, analysé à travers les bulletins mensuels, constitue une cause secondaire des variations monétaires et réelles. En éliminant de l'explication les variables de taux, l'analyse à partir des éléments de discours pourrait laisser penser qu'il joue un rôle performatif significatif sur les grandeurs monétaires et réelles. Ce phénomène relève plutôt d'une illusion induite par la cohérence de la politique monétaire et du discours de la BCE. En effet, les variables de ton permettent d'expliquer une part significative des variations de la politique monétaire. La colinéarité des variables de ton et de la variation du Refi et de l'Euribor permet d'expliquer l'impression que l'on pourrait se passer des taux pour expliquer les variations de l'environnement économique. Au final, la causalité globale semble se transmettre de l'économie réelle vers les taux monétaires, le Refi et enfin sur le discours de la banque centrale plutôt que dans le sens inverse (où ce serait le discours qui produirait les évolutions de l'économie réelle). La présence d'une double causalité laisse cependant à penser que la politique monétaire influence certaines données réelles. En revanche, les variables de discours jouent un rôle secondaire et ne peuvent prétendre au rôle de cause unique de la variation des variables monétaires et réelles. Elles traduisent plus la cohérence de la politique monétaire.

Notons qu'en période d'instabilité, la qualité de la communication et la clarté des messages émis deviennent des dimensions cruciales. La méthode employée ici ne permet pas de mesurer cette clarté mais, récemment, des arguments théoriques ont été développés dans ce sens : la clarté peut conduire à des bénéfices directs (Blinder, 2009) puisque l'émission de messages aisément déchiffrables améliore le rapport signal/bruit et conduit à la circulation d'une meilleure information. On a souligné également que dans le cas où une Banque centrale communique fréquemment mais de façon opaque, sa communication ne peut être qualifiée de « transparente » (Jansen, 2011). En temps de crise, où l'incertitude est grande, le choix des termes utilisés par le banquier central est plus ardu, alors que les agents privés sont à l'affût d'explications claires.

Au final, pour reprendre la question posée de manière provocante par une note récente de Natixis (2014), on peut se demander si la montée en puissance du thème de la communication des Banques Centrales ne se résume pas à « beaucoup de bruit pour rien » ? En effet, la présente étude est cohérente avec l'idée selon laquelle « Les décisions, les annonces de la BCE ont donc en réalité très peu de conséquences pratiques sur l'économie réelle. » (Flash Natixis, 2014, p.1)

Aurait-on surestimé la fonction performative du discours des banquiers centraux ? Si oui, pour quelles raisons ? En premier lieu, cet accent mis sur la communication était, on l'a vu, cohérent avec l'argumentaire défendant la transparence et l'indépendance des instituts d'émission. Dans la lignée idéologique de Kydland et Prescott, il convenait de confier la conduite de la politique monétaire à des responsables dénués de préoccupations électoralistes. Ceci aurait pour but de lester leur discours d'un poids conséquent, les politiques ne respectant pas suffisamment leur propre parole. Cette survalorisation du discours technique était donc théoriquement cohérente, mais discutable. Rappelons d'ailleurs que Milton Friedman était opposé à l'indépendance, qui aurait pour effet d'empêcher le contrôle démocratique des politiques monétaires²² et de rendre ces politiques « terriblement tributaire(s) des personnes » (Friedman, 1962, p.213). Ce qui nous amène au second point qui a pu favoriser cette mise en avant de la parole diffusée depuis les instituts d'émission : d'un point de vue sociologique, on peut considérer que « l'espace occupé par les banquiers centraux constitue un sous-espace du champ globalisé du pouvoir » (Lebaron, 2008, p.126). Dès lors, la hausse du volume de discours émis correspond à une volonté d'ancrage social. Face aux soupçons de dé-légitimation provoqués par l'indépendance des banquiers centraux - particulièrement sensibles dans le cas de la BCE qui apparaît comme « déterritorialisée »²³, il convenait de d'attribuer aux messages émis un poids symbolique. Ainsi a été disséminée l'idée que les discours émis étaient performatifs. D'où l'écho parfois exagéré qu'ils provoquent²⁴. Empiriquement, pourtant, l'existence de cette performativité pour les bulletins de la BCE n'est pas flagrant.

Bibliographie

- Aglietta, Michel, 2011, « Principaux enseignements du rapport », in *Finances publiques : l'épreuve de vérité pour la zone euro*, Institut CDC pour la Recherche, Paris, pp.4-15
- Armesto, Michelle T., Hernández-Murillo, Rubén; Owyang, Michael., Piger, Jeremy., 2008 *Measuring the information content of the Beige Book : a mixed data sampling approach*, Working paper series, Federal Reserve Bank of St. Louis, Research Division.
- Austin, John, 1962. *How to Do Things with Words*. Oxford : Oxford University Press.
- Backus, David, Driffill, John. 1985. "Inflation and Reputation", *The American Economic Review*, Vol. 75, No. 3, pp. 530-538
- Barro, Robert, Gordon, David, 1983, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, July, 12, 101-21.

²² C'est la raison pour laquelle Bibow (2010) qualifie de « douteuse » cette victoire de l'argumentaire en faveur de l'indépendance des Banques Centrales.

²³ « [...] le traité de Maastricht a conféré à la BCE un statut véritablement extraordinaire. Contrairement à toutes les autres banques centrales du monde, sa légitimité n'est fondée sur aucune souveraineté politique. Elle est véritablement déterritorialisée. » (Aglietta, 2011, p.11).

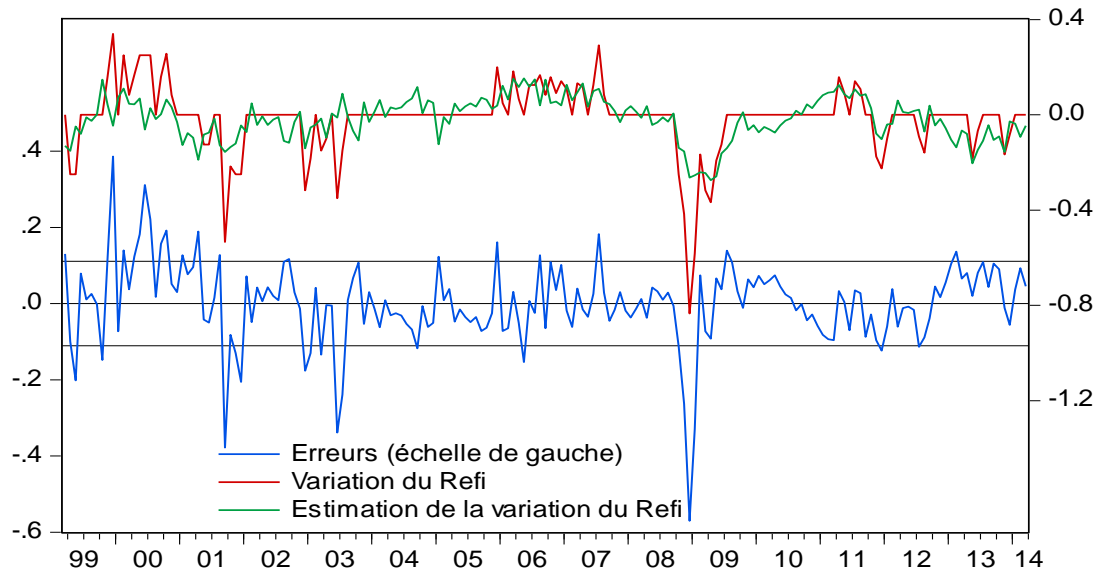
²⁴ Les deux phrases prononcées par Mario Draghi en juillet 2012, par exemple, n'ont pas à elles seules permis d'enrayer la crise de la zone Euro, mais ont pesé plus que de multiples allocutions d'élus nationaux. Rogoff vient d'évoquer la création d'« une bulle autour des prises de position et des décisions des banques centrales, qui exagère très largement leur importance économique. » (Rogoff, 2014)

- BCE, 2002, Bulletin Mensuel de la BCE, novembre 2002.
- Bennani, Hamza et Farvaque, Etienne, 2014, « Speaking in tongues ? Diagnosing the consistency of central banks' official communication », WP.
- Berger, Helge, De Haan, Jakob et Sturm, Jan-Egbert (2011), « Does money matter in the ECB Strategy ? new evidence based on ECB communication », *International Journal of Finance and Economics*, 16, 16-31.
- Bernanke, Ben S., 2004, "Gradualism", Speech 540, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bernanke, B., Reinhart, B. et Sack, B.P. (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1-100.
- Bibow Jörg (2010) "A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics", Levy Economics Institute, working paper 625
- Blinder, Alan. (2009), "Talking about Monetary Policy : The Virtues (and Vices ?) of Central Bank Communication", BIS Working Paper no. 274.
- Blinder, Alan (2004), *The Quiet Revolution, Central Banking goes modern*, Yale University Press
- Blinder, Alan, Ehrmann, Michael, Fratzscher, Marcel, De Haan, J. et Jansen, David-Jan (2008), "Central Bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence", *Journal of Economic Literature*, vol. 46 (4), 910-945, décembre.
- Brunner, Karl (1981), "The Art of Central Banking." *Center for Research in Government Policy and Business*, University of Rochester, Working Paper GPB 81-6.
- Callon, Michel (1998), "The embeddedness of economic markets in economics", in Callon, (1998) *The Laws of the Markets*, Oxford: Blackwell, pp. 1-57
- Carré, Emmanuel, 2005, "Central Bank Communication and the New Consensus", Sciences Po Bordeaux et Université Montesquieu-Bordeaux IV
- Carré, Emmanuel, Le Héron, Edwin (2006), « Credibility versus confidence in monetary policy », *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Edward Elgar, pp. 58-84
- Coupey-Soubeyran, Jézabel, 2012, *L'économie Mondiale 2012*, La Découverte, pp.52-67
- Créel J., Fayolle, J., 2002, "La Banque Central Européenne ou le seigneur des Euros", *Revue de l'OFCE*, pp.175-210
- Desmedt, Ludovic, Llorca, Matthieu (2012), "The 'Esoteric' Discourse of central bankers in time of crisis", Association of Heterodox Economics conference, Paris, juillet 2012.
- Dow, Sheila, Klaes, Matthias et Montagnoli, Alberto (2009), « Risk and uncertainty in central bank signals : an analysis of monetary policy committee minutes », *Metroeconomica*, 60 :4, 584-618.
- Dow, Sheila, J-Christopher.S. et Iain. Saville (1988), *A Critique of Monetary Policy : Theory and British Experience*. Oxford: Clarendon Press.
- Eggertsson, G. et Woodford, M. (2003), « The Zero Bound on Short-Term Interest Rates and Optimal Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 : 139-211.
- Ehrmann, Michael. et Fratzscher, Marcel. (2008), « Purdah – On the Rationale for Central Bank Silence Around Policy Meetings », *Journal of Money, Credit and Banking*, 41 : 517-528.
- Feinerer I. 2008 "An introduction to text mining" in *R. R News* , 8(2):19 {22, Oct..
- Feinerer, I. K. Hornik, and D. Meyer. 2008 "Text mining infrastructure" in *Journal of Statistical Software* , 25(5): 1, March.
- Friedman, Milton (1962), "Les solution institutionnelles au problème de la direction monétaire », in *Inflation et systèmes monétaires*, Calmann-Lévy, Paris, 1969
- Geraats, Petra.Maria., 2002. Central bank transparency. *Economic Journal* 112 (483), 532-565.
- Gerlach, Stephan., 2004. "Interest rate setting by the ECB: words and deeds". CEPR Discussion Paper, vol. 4775. *Centre for Economic and Policy Research*, London.
- Gerlach, Stephan. (2007). "Interest rate setting by the ECB, 1999–2006: Words and deeds". *International Journal of Central Banking*, 3, 1–45

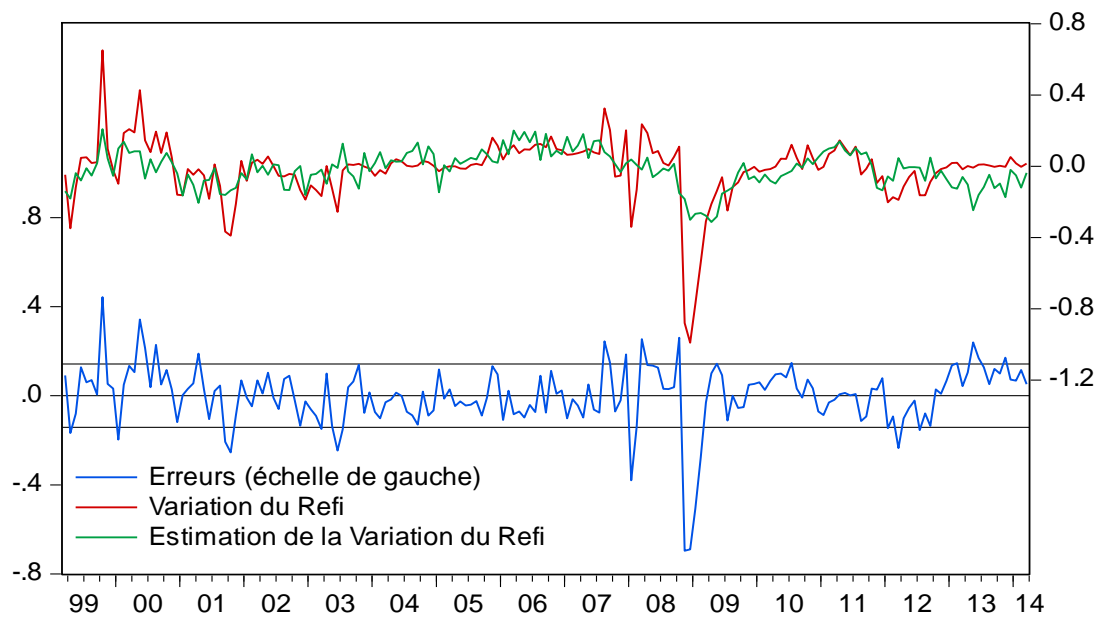
- Harris, Ethan. S., 2008, *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve After Greenspan*, Boston: Harvard Business Press.
- Heinemann, Friedrich., et Ullrich, Katrin. (2007). "Does it pay to watch central bankers lips? The information content of ECB wording". *Swiss Journal of Economics*, 143(2), 155–185
- Issing Otmar, 2005, "Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, 87(2, Part 1), pp. 65-83
- Jabko, 2001, « Expertise et politique à l'âge de l'Euro », *Revue Française de Science Politique*, vol.51, 6, pp.903-931
- Jansen, D-J (2011), « Has the clarity of central bank communication affected financial markets ? Evidence from Humhrey-Hawkings testimonies », *Contemporary Economic Policy*, vol. 29, no. 4, pp. 494-509.
- Kaminsky, Graciela et Lewis, Karen K. 1996. « Does foreign exchange intervention signal future monetary policy? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 37 (2-3), 285-312, avril 1996.
- Kydland, Finn, Prescott, Edward, 1977, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, June, 85, 473-93.
- Lebaron, Frédéric (2008), "Central bankers in the contemporary global field of power: a 'social space' approach", *Sociological Review*, Wiley-Blackwell, 2008, 56 (Monograph 1), pp.121-144
- Mishkin, Frederic, S., 2004, "Can Central Bank transparency go too far?", NBER Working Papers 10829, National Bureau of Economic Research.
- Natixis, 2014, "La BCE : "beaucoup de bruit pour rien", Flash 770, octobre
- R Development Core Team (2005). R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. ISBN 3-900051-07-0, URL: <http://www.R-project.org>. R et package TM
- Rogoff, Kenneth, 2014, « Faut-il faire des banquiers centraux les oracles modernes ? », *Les Echos*, 26/11/2014
- Rosa, Carlo et Verga, Giovanni, 2005, « Is ECB communication effective? » CEP Discussion Paper, vol. 682. LSE, London.
- Rosa, Carlo et Verga, Giovanni, 2006, « The impact of Central Bank announcements on asset prices in real time : testing the efficiency of the Euribor futures market », CEP Discussion Papers, 0764, Centre for Economic Performance, LSE.
- Rosa, Carlo et Verga, Giovanni, 2007, « On the consistency and effectiveness of central bank communication : evidence from the ECB », *European Journal of Political Economy*, 23, 146-175.
- Sadique, Shibley, In, Francis, Veeraraghavan, Madhu, Wachtel, Paul (2013), « Soft information and economic activity : evidence from the Beige Book », *Journal of Macroeconomics*, Vol. 37, 81-92.
- Trichet Jean-Claude, 2005, "Communication, Transparency and the ECB's Monetary Policy." Keynote speech at the New Year's reception of the International Club of Frankfurt Economic Journalists, Frankfurt am Main, Germany, 24 January
- Volcker, Paul (2009), « *The triumph of central banking ?* », The Per Jacobsson Lecture, Washington
- Woodford, Michael. (2001), "Monetary Policy in the Information Economy" in *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 297-370
- Woodford, Michael., 2003. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Woodford, Michael., 2005. Central-bank communication and policy effectiveness. NBER Working Paper, vol. 11898. National Bureau of Economic Research, Cambridge MA.
- Zadovny, Madeline. et Ginther, Donna.K. (2005), « Does the Beige Book Move Financial Markets? », *Southern Economic Journal*, 2005, 72 (1), 138-151.

ANNEXES

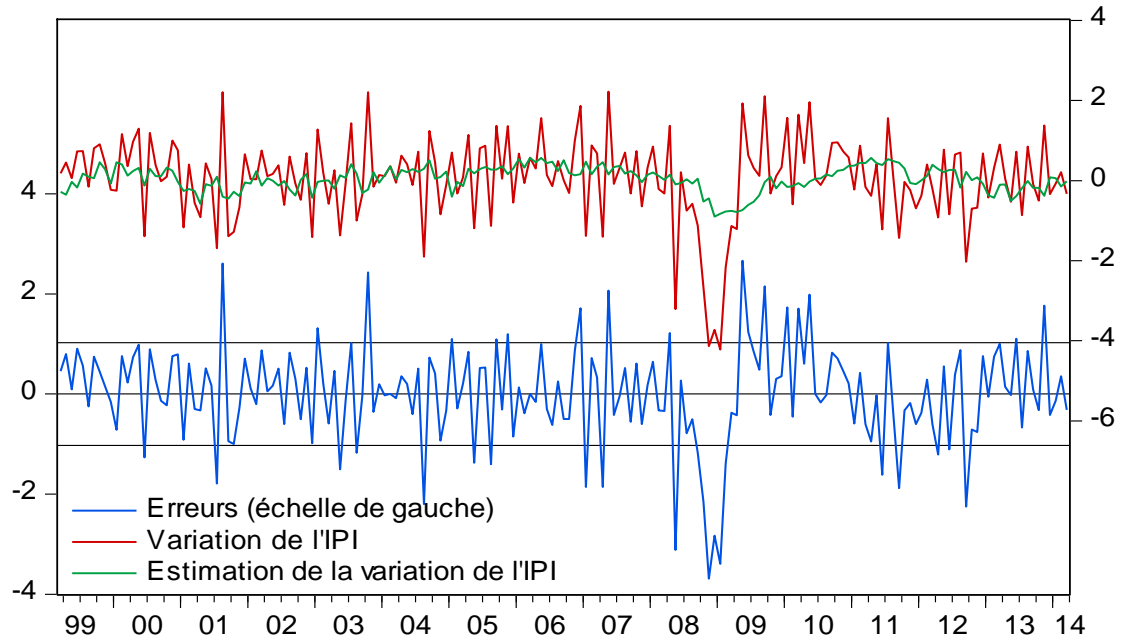
Graphique 3. Estimation de la variation du Refi (modèle 13)



**Graphique 4. Estimation de la variation de l'EURIBOR 3 mois
Modèle 13**



Graphique 5. Estimation de la variation de l'indice de production industrielle (modèle 13)



Tableaux 4. Modèles avec les seules variables de ton

Test de causalité à la Granger : variation du Refi			
Exclusion	khi ²	dl ²⁵	Probabilité
Ton positif	6,97	2	0,03
Ton négatif	7,32	2	0,03
Amélioration du ton	7,06	2	0,03
Dégradation du ton	12,75	2	0,00
Global	38,99	8	0,00

Test de causalité à la Granger : variation de l'Euribor à 3 mois			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Ton positif	4,149802	2	0,1256
Ton négatif	15,59772	2	0,0004
Amélioration du ton	0,142202	2	0,9314
Dégradation du ton	1,638199	2	0,4408
Global	21,9342	8	0,005

Test de causalité à la Granger : variation de l'indice de production industrielle			
Exclusion	khi ²	Dl	Probabilité
Ton positif	1,46	4	0,83
Ton négatif	4,15	4	0,39
Amélioration du ton	3,94	4	0,41
Dégradation du ton	4,84	4	0,30
Global	14,38	16	0,57

²⁵ Retards

Tableau 5. Modèle avec une variable différente des variables de tonalités

Test de causalité à la Granger : variation du Refi			
Exclusion	khi ²	DI	Probabilité
Variation de l'euribor à 3 mois	21,74	2	0,00
Ton positif	4,23	2	0,12
Ton négatif	4,66	2	0,10
Amélioration du ton	9,61	2	0,01
Dégradation du ton	6,47	2	0,04
Global	65,32	10	0,00

Test de causalité à la Granger : variation du Refi			
Exclusion	khi ²	DI	Probabilité
Variation de l'indice de production industrielle	20,47	4	0,00
Ton positif	5,43	4	0,25
Ton négatif	8,16	4	0,09
Amélioration du ton	11,63	4	0,02
Dégradation du ton	8,75	4	0,07
Global	64,38	20	0,00

Test de causalité à la Granger : variation de l'Euribor à 3 mois			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation du refi	20,49	2	0,00
Ton positif	4,20	2	0,12
Ton négatif	11,38	2	0,00
Amélioration du ton	1,48	2	0,48
Dégradation du ton	4,29	2	0,12
Global	44,83	10	0,00

Test de causalité à la Granger : variation de l'Euribor à 3 mois			
Exclusion	khi ²	DI	Probabilité
Variation de l'IPI	16,47	3	0,00
Ton positif	4,28	3	0,23
Ton négatif	11,17	3	0,01
Amélioration du ton	0,13	3	0,99
Dégradation du ton	1,75	3	0,63
Global	39,27	15	0,00

Test de causalité à la Granger ; variation de l'indice de production industrielle			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation du refi	11,74	4,00	0,02
Ton positif	0,99	4,00	0,91
Ton négatif	3,26	4,00	0,51
Amélioration du ton	3,73	4,00	0,44
Dégradation du ton	5,91	4,00	0,21
Global	26,83	20,00	0,14

Test de causalité à la Granger : variation de l'indice de production industrielle			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation de l'Euribor à 3 mois	14,18	3,00	0,00
Ton positif	2,19	3,00	0,53
Ton négatif	3,44	3,00	0,33
Amélioration du ton	3,50	3,00	0,32
Dégradation du ton	3,12	3,00	0,37
Global	26,74	15,00	0,03

Tableaux 6. Modèle complet avec variables monétaires et réelles

Test de causalité à la Granger : variation du Refi			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation de l'IPI	15,53519	3	0,0014
Variation euribor 3	13,57303	3	0,0035
Ton positif	2,837911	3	0,4173
Ton négatif	3,535252	3	0,3162
Amélioration du ton	9,396732	3	0,0245
Dégradation du ton	5,523917	3	0,1372
Global	76,4965	18	0

Test de causalité à la Granger : variation de l'Euribor à 3 mois			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation du refi	15,26485	4	0,0042
Variation de l'indice de production industrielle	10,05519	4	0,0395
Ton positif	5,790285	4	0,2154
Ton négatif	12,32561	4	0,0151
Amélioration du ton	0,706136	4	0,9506
Dégradation du ton	4,349298	4	0,3608
Global	62,04959	24	0

Test de causalité à la Granger : Variation de l'IPI			
Exclusion	khi ²	dl	Probabilité
Variation du refi	7,071984	4	0,1321
Variation Euribor à 3 mois	9,218984	4	0,0559
Ton positif	2,027401	4	0,7307
Ton négatif	3,164253	4	0,5307
Amélioration du ton	2,908869	4	0,5732
Dégradation du ton	5,092683	4	0,2779
Global	36,97186	24	0,044