



HAL
open science

L'euro, le bourdon et le banquier central

Ludovic Desmedt, Matthieu Llorca

► **To cite this version:**

Ludovic Desmedt, Matthieu Llorca. L'euro, le bourdon et le banquier central. Institutionalismes monétaires francophones : bilan, perspectives et regards internationaux, Sciences Po Lyon, Jun 2016, Lyon, France. hal-01430375

HAL Id: hal-01430375

<https://u-bourgogne.hal.science/hal-01430375>

Submitted on 16 Jan 2017

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

L'EURO, LE BOURDON ET LE BANQUIER CENTRAL

L. Desmedt, M. Llorca

Université de Bourgogne Franche-Comté,

LEDi (UMR CNRS 6307, U 1200 Inserm)

Cet article s'interroge sur les raisons de la montée en puissance de la politique de communication des banques centrales, notamment celle de la BCE.

Nous commençons par présenter les arguments mis en avant par la théorie économique standard, qui justifie à la fois l'indépendance des Banques Centrales (à l'égard du pouvoir politique) et le « gouvernement des anticipations » des agents économiques. Les thèmes de la transparence, de la crédibilité et de l'indépendance ont été associés au cours des années 1980, aboutissant à la nécessité de mettre en place des banquiers centraux « conservateurs », c'est-à-dire hostiles à l'inflation. Cette littérature a influencé les pratiques, notamment celles de la BCE en matière de communication.

Nous revenons ensuite sur certains « actes de langage » de la BCE en étudiant les procédures et les outils employés. Nous évoquons en particulier la répercussion des discours au moment de la mise en œuvre de la politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*).

Il ressort au final que la crise financière débutée en 2008 a augmenté l'audience du discours des banquiers centraux, tout en réduisant paradoxalement leur degré d'indépendance.

Lors d'une conférence de presse le 26 juillet 2012, Mario Draghi, le président du directoire de la BCE, commença par évoquer un « mystère de la nature » : « *The euro is like a bumblebee. This is a mystery of nature because it shouldn't fly but instead it does.* ». Ainsi, malgré une constitution défaillante, l'euro aurait mystérieusement subsisté. Le président de la BCE n'expliqua pas les raisons de cette défaillance, mais annonça ensuite que l'institution était « prête à tout » pour soutenir la monnaie unique, c'est-à-dire à outrepasser certaines limites statutaires¹. Il ajouta un « *believe me* » qui évoquait plus l'acte de foi que l'appréciation objective. Armé de la confiance de ses auditeurs, l'euro pourrait donc reprendre son envol... L'impact de ces mots fut immédiat, puisque la prime de risque sur le taux des obligations des pays en difficulté de la zone (Espagne, en particulier) diminua. Les tensions au sein de l'Euroland s'atténuèrent temporairement, alors même qu'aucune action concrète ne fut engagée par la BCE. Dans les médias, on commença alors à qualifier Draghi de « magicien » et à souligner le pouvoir de certains mots.

De manière générale, le décryptage des déclarations de Mario Draghi, comme celles de Janet Yellen ou Haruhiko Kuroda, incite à penser que les dirigeants de la BCE, de la *Fed* ou de la Banque du Japon, se sont transformés en « oracles » omnipotents². Toute inflexion de leur

¹ « *Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.* » European Central Bank (2012), « *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi – Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012* », www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

² Voir Rogoff K. (2014). Il y a peu, Lebaron (2006, p. 8) notait encore que « Le discours d'un banquier central en période de crise sociale peut sembler anecdotique si on le compare aux interventions des acteurs politiques et

discours, l'utilisation de tel mot plutôt que tel autre ou l'expression d'un jugement sur l'avenir tiendraient désormais lieu de politique monétaire. Les banquiers centraux diffusent eux-mêmes cette conception. S'exprimant à propos de la publication des discussions du principal Comité de politique monétaire de la Fed (le FOMC), Janet Yellen -alors vice-présidente du Conseil- corroborait cette idée en 2013 (p.8-9) : « You know that the FOMC pays very close attention to what it says in the statements it issues after each meeting. [...] Montagu Norman, governor of the Bank of England in the early 20th century, reputedly lived by the motto "never explain, never excuse," and that approach was still firmly in place at the Federal Reserve when I went to work there as a staff economist in 1977. [En Août 2003] For the first time, **the Committee was using communication—mere words—as its primary monetary policy tool.** [...] The FOMC had journeyed from "never explain" to a point where **sometimes the explanation is the policy.** » Yellen, J. (2013, p. 8-9).

Historiquement les banquiers centraux étaient caractérisés par leur mutisme, communiquant le moins possible, de sorte que la politique monétaire apparaissait comme un art ésotérique. Or, l'accroissement du volume de discours émis a été préparé par une théorisation de la politique économique. À partir du phénomène d'incohérence temporelle mis en avant par Kydland et Prescott (1977) et d'un biais inflationniste repérable chez les décideurs, les théoriciens ont favorisé la mise en place de banquiers centraux autonomes vis-à-vis du pouvoir politique, de manière à crédibiliser les politiques anti-inflationnistes. En zone euro, on le sait, le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne assigna à la BCE la mission principale de maintenir la stabilité des prix. Toutefois, « Les banques centrales, à l'image des économies et des sociétés dans lesquelles elles interviennent, se transforment sans cesse, adaptant leurs outils, leurs normes et leurs missions aux conditions d'un environnement toujours changeant » (Feiertag, 2012). De fait, dans le contexte actuel de crise et de reformulation des politiques monétaires, les Banques centrales ont connu une double mutation : particulièrement actives dans les domaines de la communication, leurs interventions ont néanmoins réduit leur indépendance. À partir de la BCE, nous reviendrons sur ces deux points dans ce chapitre.

Dans un premier temps, nous allons nous pencher sur la façon dont la théorie a mis en exergue le banquier central pour « performer » le monde³. Nous montrons comment le passage des banquiers centraux du mutisme à la communication permanente a été appuyé par toute une littérature économique : suite aux travaux consacrés à la diffusion du « dogme économique » de l'indépendance (Adalid, 2016), plusieurs auteurs ont justifié une politique de communication active de la part des instituts d'émission (Blinder, 2004, 2009 ; Blinder et al. 2008 ; Mishkin 2004 ; Gerlach, 2004, 2007 ; Issing, 2005, Rosa et Verga, 2005, 2007 ; Woodford 2005 ; Jansen, 2011). Un consensus a émergé, d'abord sur le plan théorique, puis pratique, considérant que l'information détenue par les Banques centrales devait être largement diffusée, de manière à ancrer et guider les anticipations des acteurs économiques.

Dans un second temps, nous reviendrons sur le « tournant lexical », (expression utilisée par Lebaron, 2010, p. 74), pris lors de la crise financière débutée en 2008, tout spécialement en Europe. Très récemment, plusieurs travaux (Velthuis, 2015 ; Braun, 2015) ont souligné les inflexions du « *bank talk* » (Karl, 2013). L'important travail de Holmes (2014) étudie précisément les transformations dans la rhétorique utilisée par les instituts d'émission. Nous nous centrerons plus précisément sur la communication de la BCE relative à sa politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*).

médiatiques dominants, et il paraît en effet particulièrement opaque à première vue. » Le contexte financier actuel a bouleversé cette vision.

³ Callon et Muniesa (2008, p. 1) définissent ainsi la performativité : « En linguistique, on dit d'un énoncé qu'il est performatif quand il instaure ce dont il parle ».

En conclusion, on remarque que la crise financière débutée en 2008 a augmenté l'audience du discours des banquiers centraux, tout en réduisant paradoxalement leur degré d'indépendance.

1. Indépendance, crédibilité et communication des Banques centrales : arguments théoriques

Il y a un demi-siècle, le fondateur de « l'École de Chicago », Milton Friedman, passait en revue les principes qui pourraient fonder une politique monétaire efficace. Après avoir rappelé que « La monnaie est une chose trop importante pour être laissée entre les mains des banques centrales » (Friedman, 1962, p. 191), il examinait successivement trois moyens de limiter les erreurs manifestes en termes de politiques monétaires : ancrage sur un bien étalon (or ou argent), indépendance de l'institution, définition de règles strictes. Dans ce texte, Friedman montrait sa préférence pour la troisième solution et s'opposait à l'indépendance des Banques Centrales, qui aurait pour effet de restreindre le contrôle démocratique des politiques monétaires. Il craignait également que cette configuration rende les politiques « terriblement tributaire(s) des personnes » (Friedman, 1962, p.213). Comme le prévoyait l'ancien président du Système de Réserve Fédéral nord-américain, Paul Volcker, les banquiers centraux sont en passe de devenir des « héros populaires modernes » (Volcker, 1990, p.3).

Paradoxalement, des auteurs proches de l'École de Chicago défendirent au cours des années 1980 la nécessaire indépendance des instituts d'émission, qui fut mise en pratique en Europe lors de la création de la BCE.

Longtemps, la vision que l'on pouvait avoir de la politique de communication des Banques centrales était celle d'un domaine crypté, entouré de mystères : sur le long terme, Peu de déclarations émanaient de la part des banquiers centraux, une codification extrême était de mise ; une explication tient en partie à la « Technicité de la matière, nécessité du secret parfois et de la rapidité d'exécution le plus souvent » (Dubois, 1988, p. 488). Le premier communiqué de la Fed explicitant une action de politique monétaire date de février 1994.

D'un point de vue académique, la communication des instituts d'émission est aujourd'hui un outil de politique monétaire à part entière, utilisé pour orienter les anticipations des marchés. Elle est ainsi devenue une préoccupation majeure au cours de ces quinze dernières années, avec une littérature abondante sur le sujet. Un tel revirement s'inscrit dans le débat théorique à propos de l'efficacité des politiques budgétaire et monétaire sur la stabilisation macroéconomique : l'arme budgétaire a été progressivement discréditée et on a considéré que la politique monétaire jouerait seule un rôle significatif. La production de prévisions, d'informations et un discours de la Banque centrale expliquant ses objectifs et les moyens d'y parvenir ancreraient de manière satisfaisante les anticipations des agents. Ainsi, les stratégies de communication mises en pratique par les Banque centrales pour modifier les taux d'intérêt sont appelées des opérations de « bouche ouverte » (*open mouth*) et ont des effets plus puissants que les opérations d'*open market* (Guthrie et Wright, 2000). Lavoie (2005) souligne ainsi que lorsqu'une banque centrale souhaite augmenter ou baisser ses taux à court terme, elle peut se limiter à une annonce, le taux actuel s'ajustera au nouvel ancrage, affectant ainsi la structure de la courbe des taux.

1.1. L'inflation, les « faucons » et les « colombes »

Les fondements théoriques mettant en exergue la communication des Banques Centrales peuvent être trouvés dans la mouvance de l'École de Chicago, au sein de laquelle des auteurs se sont intéressés à l'impact des discours de politique économique sur les anticipations du public.

Dans une démarche qui insistait sur les relations entre « autorités » et « public », le souci de la cohérence devait conduire les décideurs politiques à ne pas tromper les agents. Dans le cas contraire, les autorités seraient confrontées au phénomène *d'incohérence temporelle* (Kydland et Prescott, 1977). Selon Kydland et Prescott, les décideurs feraient preuve d'une tolérance coupable vis-à-vis de l'inflation car « les autorités politiques issues du processus électoral, plus soucieuses de satisfaire immédiatement leur électorat que d'assurer le bien-être économique à moyen et long terme de leurs administrés et de leurs descendants, auraient en effet tendance à laisser augmenter l'inflation en échange d'un surcroît de bien-être temporaire et factice. » (Lebaron, 2006, p.21). Dans ce modèle, « pour qu'une mesure de politique économique annoncée pour le futur soit prise au sérieux par les agents privés, il faut que ceux-ci soient certains que la question : « le gouvernement aura-t-il intérêt à mettre en œuvre demain ce qu'il annonce aujourd'hui ? » recevra une réponse positive. » (De Vroey et Malgrange, 2007, p. 19). En accord avec ces prémisses, la question de la politique monétaire fut traitée de manière spécifique : un gouvernement ne pourrait mener une politique efficace de lutte contre l'inflation que s'il est jugé crédible. Le gouvernement ayant un horizon temporel réduit sera toujours tenté de se servir de la politique monétaire afin de réaliser un arbitrage entre le chômage et l'inflation qui conduira inmanquablement à une augmentation de celle-ci. En conséquence, une politique monétaire crédible ne pourrait être assurée que par une instance d'émission monétaire indépendante. Pour Barro et Gordon (1983), on réduirait ainsi l'effet des groupes de pression pouvant influencer les décisions techniques concernant la monnaie (et amener à des choix inflationnistes).

Par la suite, Backus et Drifill (1985) s'interrogèrent sur le degré de véracité que l'on pouvait attribuer aux annonces d'un gouvernement dans sa lutte contre l'inflation. Ces deux auteurs adoptèrent un raisonnement en termes de théorie des jeux et insistèrent sur le critère de réputation, en distinguant entre les gouvernements « *hard nosed* » et les « *wet* », selon leur degré de tolérance vis-à-vis de l'inflation. On classera plus tard les gouvernants en « faucons » (*hawks*), partisans d'une politique monétaire moins accommodante ou en « colombes » (*doves*), plus tolérants. 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 et Drifill, 1985, p. 536). Les deux auteurs concluaient 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 de lutte contre l'inflation. Dans la même veine, Rogoff proposa un modèle analysant la conduite de « banquiers centraux conservateurs » (lire : « avec des visées anti-inflationnistes »). Ces propositions théoriques des années 1980 mettant en avant les anticipations des agents et une lecture des politiques en termes de crédibilité auront des implications sur le type de mandat à accorder aux banquiers centraux.

Une part importante de la crédibilité est donc construite sur le discours qui doit permettre aux agents de guider leurs anticipations par rapport aux variations de l'environnement économique, dans la mesure où l'information dont dispose la Banque centrale est supposée exacte. Ainsi, le discours de la Banque centrale doit expliciter les objectifs qu'elle se fixe et les moyens pour y parvenir. Autrement dit, une Banque centrale crédible émet des messages clairs et défend une stratégie prévisible : la communication améliore la crédibilité de l'institution concernant son engagement à satisfaire les objectifs. En outre, la stratégie de ciblage d'inflation - qui consiste pour la Banque centrale à annoncer le taux d'inflation souhaité au cours d'un horizon de temps donné - repose, entre autres, sur des efforts importants de communication (Bernanke et al., 1999).

Au début des années 2000, les nouveaux keynésiens ont souligné les liens entre communication et gestion des anticipations (Woodford, 2003). Blinder (2000) clarifie ainsi la notion de crédibilité en la définissant comme « des déclarations suivies d'actions » (passer de la

parole aux actes « Matching deeds to words ») : à savoir que le public croit à l'annonce de la Banque centrale. La communication pouvait devenir un instrument crucial de politique monétaire, favorisant l'ancrage des anticipations sur l'inflation, le PIB ou le taux d'intérêt à travers les prévisions de la Banque centrale sur ces variables. Cette politique améliorerait le degré de connaissances du public en réduisant l'asymétrie d'informations entre celui-ci et l'institut d'émission qui produit des informations « supérieures », significatives⁴ sur les anticipations d'inflation et perspectives économiques du secteur privé (Eijfinger et Geraats, 2006). Aux États-Unis, c'est au cours du mandat de Greenspan à la tête de la Fed que le banquier central devint plus disert sur les motivations et les objectifs poursuivis.

1.2 La BCE, l'indépendance et l'inflation

Au cours des années 1980 et 1990, le rôle de la communication des Banques centrales en tant qu'instrument majeur pour guider les anticipations a fait l'objet d'un consensus parmi de nombreux théoriciens. Ce paradigme dominant au sein des économistes s'est reflété au sein des équipes décisionnaires dans l'enceinte des instituts d'émission.

En 1999, la BCE se voit instituée comme « le lieu de la souveraineté monétaire » au sein du Système Européen des Banques Centrales (Creel et Fayolle, 2002, p. 181). Mais dès les discussions préparatoires, la question de l'indépendance s'avère être délicate. Jacques de Larosière, alors gouverneur de la Banque de France, relate les propos tenus au président Mitterrand en 1988, au moment où le Comité Delors travaillait à la mise en place de l'union monétaire : « il est évident qu'il n'y aura pas d'accord s'il n'y a pas d'indépendance complète de la future banque centrale européenne et des banques centrales qui la constitueront. Ce n'est qu'à cette condition que l'on pourra définitivement dissiper l'illusion que l'on peut négocier les taux d'intérêt entre la BCE et les gouvernements et que la politique monétaire cessera de dépendre des majorités et des pressions politiques. Si cette illusion persiste, il faut comprendre qu'elle est contraire à l'esprit même du projet d'union monétaire. Sans cela, les Allemands resteront à l'écart et il n'y aura pas de projet. » (de Larosière, 2012, p. 258).

Au final, l'institution sera indépendante du pouvoir politique : aujourd'hui, « Les membres de ses organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions européennes ou des gouvernements des États membres. » (Bénassy-Quéré et Coeuré, 2014, p. 22). La définition des statuts de la BCE est étroitement liée à la doctrine nouvelle classique reprise par les apports des auteurs néo-keynésiens. Dans le domaine pratique, les principaux objectifs des deux décennies suivantes s'articuleront autour de la crédibilité et de la transparence⁵ : l'institution intervient pour stabiliser les anticipations et réduire l'asymétrie d'information.

Un « consensus » sur les objectifs de la politique monétaire s'est établi autour du modèle néokeynésien de Clarida, Gali et Gelter (1999). La politique budgétaire est jugée inefficace, voire déstabilisatrice, seule la politique monétaire doit intervenir afin de transférer aux agents une information qu'ils ne possèdent pas. A cet effet, la Banque centrale produit des évaluations macroéconomiques, des prévisions et des analyses qui doivent réduire au minimum l'asymétrie d'information des acteurs privés et ainsi assurer une stabilisation des anticipations. Les erreurs de prévision des acteurs doivent être minimales de façon à se situer toujours au plus près du plein emploi des facteurs. La production d'information, leur mise en forme à travers les bulletins

⁴ Toutefois, 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).

⁵ « *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, P.M., (2002, p. 533).

mensuels, d'autres supports et les discours des banquiers centraux constituent finalement un instrument de la politique monétaire.

On considère qu'une institution « jeune » comme la BCE devra adopter une conduite de type « faucon » (adverse à l'inflation) afin d'assurer sa crédibilité. Dès lors, dans la zone euro, « l'objectif principal du SEBC est la stabilité des prix » (article 105 du traité de Maastricht), ce « mandat clair et étroit » permettrait une efficacité maximale (Jabko, 2001). En conséquence, un discours transparent devra accompagner et expliciter les actes de la politique monétaire (Carré, 2005 ; Carré et Le Héron, 2006).

Ainsi, au cours des années 1980 et 1990, le rôle de la communication des Banques centrales en tant qu'instrument majeur pour guider les anticipations a fait l'objet d'un consensus parmi de nombreux théoriciens mais ce paradigme est également présent au sein des équipes directrices des Banques centrales (Blinder, 2004). Dans un tel paradigme, la communication des Banques centrales sur l'orientation future de ses taux d'intérêt à court terme, appelée aussi *forward guidance*, vise à affecter les taux longs en influençant les taux courts anticipés. Une telle stratégie guide les anticipations des agents économiques : les annonces consistent à envoyer des signaux aux marchés, afin de ne pas les prendre par surprise, et ajoutent de la transparence sur la conduite future de la politique monétaire. La Fed est une adepte de cette nouvelle politique de communication 2003 et cet outil fut largement utilisé par la Fed les durant la crise financière de 2008 ("for some time"):"[...], the Committee anticipates that weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate"). Cette *forward guidance* est appliquée plus tardivement pour la BCE (juillet 2013)⁶, et la Banque d'Angleterre (août 2013).

Toutefois, si les marchés réagissent avec vigueur aux premières annonces surprise, le risque est constitué par un amoindrissement de l'impact (comme cela se passe au Japon). Les travaux empiriques qui ont testé l'efficacité des politiques *de forward guidance* dans des pays où cette politique a été durablement pratiquée (Nouvelle-Zélande, Suède, Norvège et États-Unis) sont mitigés. En effet, ce type de communication peut inciter les investisseurs à placer trop de confiance dans les annonces des banques centrales, au détriment d'autres informations importantes, créant des comportements moutonniers et des surréactions lors des annonces. De plus, cette politique nécessite pour être crédible, que les banques centrales tiennent leurs promesses, même si les conditions économiques ont changé. En effet, si le calendrier précis n'est pas respecté, l'institution perdra en crédibilité auprès du public.

La crise débutée en 2008 a contraint les banques centrales à innover en matière de communication en direction de plus de transparence, avec publication de comptes rendus des réunions, minutes, projections économiques à moyen terme, conférences de presse télévisées... ou en densifiant les communiqués de politique monétaire (qui dépassent désormais 800 mots pour la Fed contre moins de 300 en 2007).

Ben Bernanke, président de la FED de 2006 à 2014, dans un discours au *National Economists Club* en 2013, expliquait que l'une de ses priorités était de rendre la Reserve Fédérale et la politique monétaire plus transparente⁷. Pour Janet Yellen, la véritable révolution ne tient pas tant dans cet effort de transparence que dans la compréhension par les banquiers centraux que la

⁶ La BCE a utilisé pour la première fois une *forward guidance* en juillet 2013 sous les termes "The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time". Les journalistes ont alors demandé dès la seconde question de la conférence de presse ce que signifiait « extended ». Draghi répondit: "It is not six months, it is not 12 months, it is an extended period of time".

⁷ "Nearly eight years ago, when I began my time as Chairman, one of my priorities was to make the Federal Reserve more transparent--and, in particular, to make monetary policy as transparent and open as reasonably possible".

communication constitue en soi un acte de politique monétaire. En effet, les banques centrales ne se contentent plus seulement d'agir sur les quantités (taux directeur ou montant des actifs achetés), elles guident également les anticipations pour maximiser l'impact de leurs décisions.

2. La communication de la Banque centrale européenne

Au sein du paradigme dominant, l'indépendance des instituts d'émission aurait pour résultat de rendre crédible la lutte contre l'inflation et de stabiliser l'économie. Alors que l'organisation institutionnelle a validé les dispositifs mis en avant par la théorie dominante, le caractère systémique de la crise de 2008 surprit la majorité des analystes. Dès que l'importance du phénomène fut perçue, les principales Banques Centrales renversèrent leurs priorités pour placer la stabilisation financière loin devant la stabilisation des prix. En conséquence, elles abaissèrent leurs taux d'intérêt. Dans cette situation de taux proches de zéro (ou nuls), la communication de la Banque centrale sur les taux futurs anticipés est devenue « l'essence » de la politique monétaire (Eggertsson et Woodford, 2003 ; Bernanke et Reinhard, 2004 ; 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 demande⁸. Dès lors, les prises de parole des banquiers centraux sont particulièrement attendues par les milieux financiers. En effet, la communication permettrait d'impacter les prix des actifs (en créant des « nouvelles » faisant évoluer les taux courts dans la direction désirée, et en réduisant les « bruits » c'est-à-dire en diminuant l'incertitude sur les marchés financiers) et donc les taux d'intérêt à plus longue échéance, qui agissent sur les décisions des investisseurs, des entreprises et des États (Bernanke, 2004).

Avant de présenter une analyse textuelle succincte, nous montrons les pratiques concrètes de communication de la BCE, en nous focalisant sur les cibles et les instruments de communication utilisés ainsi que sur le vocabulaire spécifique employé par les présidents successifs, J.-C. Trichet, puis M. Draghi.

2.1 Evolution dans le temps des pratiques de communication de la BCE : une comparaison les interventions de Trichet et de Draghi

La communication de la Banque centrale sur le plan pratique est à destination de diverses audiences telles que les participants aux marchés financiers, le public, les pouvoirs politiques, les « académiques » et les médias.

Différents outils de communication sont ainsi à disposition de la BCE⁹. On peut répertorier :

- le bulletin mensuel de la BCE ;
- sa conférence de presse mensuelle (et sa session de questions-réponses avec la presse), afin de clarifier certaines ambiguïtés ;
- les minutes des réunions du directoire, publiées depuis février 2015, et qui donnent un compte rendu des réunions du Conseil des gouverneurs et des débats qui ont lieu. Cela augmente ainsi la

⁸ « 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.54.

⁹ Les banques centrales utilisent un nouveau média auprès du grand public : twitter. La Banque d'Angleterre et la BCE disposent ainsi d'un compte twitter depuis 2011, la Fed depuis mars 2012.

transparence de la BCE, même si le mystère perdure quant aux indications nominatives des votes ;

- le témoignage du comité sur les affaires monétaires de l'Europe parlementaire (quatre fois par an) ;

- les discours par le président et/ou les membres du conseil des gouverneurs ainsi que leurs interviews.

Toutefois, dans son bulletin mensuel de novembre 2002 (p. 64), l'institution 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 communication adoptés. 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 sa politique. Ainsi, l'éditorial est rendu disponible au public en étant publié une semaine après chaque réunion de politique monétaire.

Rituels

La déclaration introductive et la conférence de presse obéissent sont ritualisées : la décision de politique monétaire est annoncée aux marchés à 13h45 à travers la publication d'un communiqué synthétisant en quelques points la décision du conseil. Ensuite, une conférence de presse se tient à 14h30, précédée de la lecture d'une déclaration d'introduction (« introductory statement ») qui dure une quinzaine de minutes : le président de la Banque Centrale, accompagné de son vice-président, se présentent devant les médias afin de détailler les décisions de politique monétaire du jour (première partie) avant de répondre aux questions des journalistes (deuxième partie). Or, l'importance de la déclaration d'introduction du gouverneur de la BCE s'est accrue depuis 2003 : au cours du temps, la conférence de presse de la BCE (qui dure 44 minutes en moyenne avec 16 questions) a pris davantage d'importance que le communiqué de presse qui la précède. La conférence de presse qui suit permet alors de dissiper les malentendus et de préciser certaines questions. Les études montrent que c'est la conférence de presse de la BCE et sa session de questions-réponses qui ont plus d'impact sur les marchés que son communiqué officiel.

Par ailleurs, on peut observer une certaine évolution dans le temps des pratiques de communication de la BCE : d'après l'étude de Galardo et Guerrieri (2015) entre 2008 et 2014, la part consacrée à l'explication des décisions de politique monétaire et aux risques sur la stabilité financière, a plus que doublé durant cette période et représente 40 % du temps de la conférence de presse, contre moins de 10 % en 2002. Cela traduit, par conséquent, un certain apprentissage de la communication auprès des marchés, de la part de la BCE.

En outre, la communication dépend de l'émetteur (un membre individuel ou le directoire entier), ce qui peut poser des problèmes de « cacophonie » en cas de divergence entre les membres¹⁰.

De plus, on a récemment accordé beaucoup d'attention au vocabulaire employé (adjectifs, adverbes, emploi du futur) par les présidents de l'institution. On peut ainsi relever que Trichet (2003-2011) utilisait certaines connotations codées (De Haan et Jansen, 2009, p. 11): le mot « vigilance » traduisait un avertissement aux marchés sur une hausse prochaine des taux, l'adjectif « équilibrées » était relié aux anticipations d'inflation sur la stabilité des prix ou la croissance... Notons qu'après 2008, le terme « risque » fut beaucoup plus utilisé, particulièrement durant la crise de la zone euro en 2011 (Légé et Marques Pereira, 2013). Mario Draghi, devenu président de

¹⁰ Un autre type de problème surgit lors de la divulgation d'informations privilégiées, comme cela fut le cas le 18 mai 2015 : lors d'une rencontre entre un membre de la BCE (Benoît Coeuré) et des investisseurs (banques et *hedge funds*), une information sensible fut révélée, à savoir que la BCE allait accélérer son rachat d'actifs. Or, aucune information ne doit donner un avantage à un groupe d'investisseurs. L'information doit, en effet, être accessible à tous au même moment. Suite à cet « incident », la BCE a décidé de ne plus diffuser aux médias de copie de ses discours sous embargo, de sorte que l'information arrivera à tous au même moment.

la BCE en novembre 2011, se sert des adjectifs « modéré » concernant l'économie et l'inflation, ou bien « accommodant » pour la politique monétaire de soutien (Carré, 2015). Il emploie également des déclarations marquantes, dont le fameux « *Whatever it takes* » du 26 juillet 2012, le que la BCE restait « déterminée à tout faire » en juin et juillet 2014 ou bien plus récemment « *Whatever we must* » du 22 octobre 2015, « *Without undue delay ... No limits* » du 3 décembre 2015 ou bien encore « *We don't give up* » du 21 janvier 2016. Enfin, il évoque le futur à travers l'utilisation des mots « *forward guidance* » ou « éléments prospectifs », et n'hésite pas à utiliser des expressions claires telles que « les taux d'intérêt vont rester bas sur une période prolongée », ou bien celle du 4 juillet 2013, « Notre politique monétaire restera accommodante aussi longtemps que nécessaire ».

Tableau 1. Comparaison du contenu lexical de la communication de Trichet et de Draghi

Vocabulaire utilisé par Trichet (2003-2011)	Vocabulaire employé par Draghi (2011-...)
<u>Mots codés, noms et adjectifs</u> « Vigilance » « Stabilité » « Surveiller de près » « Ancrées » « En ligne » « Équilibrées » « Risque »	<u>Adjectifs</u> « Modéré » « Accommodant » <u>Emploi du futur</u> « <i>Forward guidance</i> » « Éléments prospectifs »

Source : Clévenot, Desmedt, Llorca (2015)

Au final, Mario Draghi a procédé à de nombreux changements au sein de la BCE et mis fin de nombreux tabous par rapport à son prédécesseur Jean-Claude Trichet (fin de la stérilisation des achats de titres, de la prudence sur le rachat des obligations souveraines). Il a également décidé depuis mai 2012, de commencer sa conférence de presse non plus par une analyse des agrégats monétaires (M3...) mais par une analyse économique plus générale identifiant les risques pour la stabilité des prix. Un tel changement traduit ainsi une moindre importance accordée par Draghi à l'évolution des agrégats monétaires dans la conduite de sa politique par rapport à celle menée par Trichet. Par ailleurs, Mario Draghi annonce en juillet 2014 la fin d'un tabou à travers un changement majeur dans la politique de communication de la BCE puisque les réunions de politique monétaire se tiendront à partir de janvier 2015 toutes les six semaines seulement, et non plus tous les mois. Cet espacement des réunions se justifie par le besoin de la BCE se trouver un peu moins sous la pression des attentes du marché. Selon Draghi, « une réunion chaque mois fait attendre des actions chaque mois et la BCE ne peut pas et ne doit pas agir chaque mois ». De plus, alors que Jean-Claude Trichet s'était toujours opposé à la publication de comptes rendus, estimant que la communication de la BCE était déjà « la plus complète du monde », un « compte-rendu » des discussions est publié depuis le 19 février 2015. Mais il ne s'agira pas, comme pour la Banque d'Angleterre ou la Fed de « minutes », autrement dit d'une retranscription exacte des débats, mais d'un résumé. De même, les noms des membres du Conseil n'apparaîtront pas afin de ne pas donner de couleurs « nationales » aux débats.

2.2 La communication de la BCE à travers le programme OMT

A l'été 2012, en pleine tension financière dans la zone euro, les bons du Trésor espagnol ont fortement augmenté, de sorte qu'on a craint une contagion au reste de la zone euro. La communication de Draghi repose alors en trois étapes et marque sans aucun doute un point de retournement dans la réaction de la BCE à la crise de l'euro.

Tout d'abord, lors d'un discours à Londres à Londres le 26 juillet 2012, il annonce que « dans le cadre de son mandat, la BCE est déjà prête à tout faire pour préserver l'euro, et croyez- moi, cela sera suffisant (BCE, 2012a¹¹). Draghi a également fait allusion au programme appelé OMT « Outright Monetary Transactions »¹² dans lequel l'Eurosystème pourrait acheter des bons du Trésor avec aucune limite quantitative définie *ex ante*.

Par ailleurs, le 2 août 2012 dans la déclaration introductive de la conférence de presse suivant sa conférence, le conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé les mots forts de Draghi de la fin de juillet 2012, et ont présenté le principe de l'OMT : « les primes de risque qui sont reliées aux peurs de la disparition de l'euro sont inacceptables, et ont besoin d'être traité d'une manière fondamentales. L'euro est irréversible (BCE, 2012b). L'OMT, appliqué sur le marché secondaire obligataire, serait conditionné « à la réalisation par le FESF/MES de leur rôle et de la taille adéquate pour atteindre cet objectif ». Aucune décision formelle ne fut prise par la BCE en août 2012, mais une ligne directrice fut donnée au comité de la BCE pour travailler sur le programme de l'OMT.

La seule annonce de l'OMT a contribué à une forte baisse des tensions sur les dettes publiques dans la zone euro et plus généralement à une forte amélioration des conditions de marché: le taux des obligations à 10 ans espagnol passe de 7,56 % en juillet 2012 à 4,04 % en mai 2013, sans que les BCE n'ait à acheter des Bons du Trésor espagnol.

2.3 La communication de la BCE en période d'assouplissement quantitatif

La stratégie de communication de la BCE mise en place depuis janvier 2015, au début de la politique d'assouplissement quantitatif (dit *quantitative easing*)¹³, repose sur de nouveaux langages, codes et formulations. Ces mesures rompent avec la politique conventionnelle, puisque l'institution agira par l'achat massif de titres privés et publics sur les marchés financiers, rejoignant les pratiques de la Fed ou de la Banque d'Angleterre.

L'analyse des déclarations introductives de Mario Draghi prononcées lors de chaque

¹¹ European Central Bank (2012a), "Verbatim of the remarks made by Mario Draghi – Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012", available at www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html (accessed 15 April 2013).

¹² La principale caractéristique de ce programme d'achat d'obligation publique de court terme (un à trois ans) est qu'il s'agit d'une aide financière européenne potentiellement illimitée (pas de limite *ex ante*) mais conditionné, que ce soit via le MESF ou le MES (qui offre une aide d'urgence aux Etats en difficulté, y compris en achetant de la dette sur le marché primaire) incluant une conditionnalité stricte d'application de réforme structurelle.

¹³ La BCE a en fait mis en place quatre politiques monétaires non conventionnelles, les trois premières étant réalisées conjointement (Le Héron, 2015, p. 8-9):

- (i) assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) avec un accroissement de la taille de son bilan afin de fournir des liquidités aux banques (pour un montant de 1 000 milliards d'euros lors du Q.E 2 avec respectivement 490 et 530 en décembre 2011 et en février 2012). La BCE joue ainsi son rôle de prêteur en dernier ressort.

- (ii) faciliter le crédit (*credit easing*) en acceptant en garantie pour le refinancement des banques des actifs de mauvaise qualité. La BCE joue alors un rôle de contrepartiste en dernier ressort en prenant en pension des titres désaffectés par les agents.

- (iii) l'allongement des procédures de refinancement à travers des opérations de refinancement à long terme (passant de deux mois à trois ans), appelées LTRO (*long term refinancing operations*)

(iv) rachat des dettes souveraines sur le marché secondaire des pays en difficulté de la zone euro pour un montant de 210 milliards d'euros, via le SMP (*Securities Market Programme*).

réunion du Conseil des gouverneurs (qui se déroulent depuis janvier 2015 toutes les six semaines au lieu de chaque mois) révèle que la BCE utilise ses déclarations de politique monétaire pour communiquer l'orientation future de sa politique, en incluant certaines dates-clés et périodes durant lesquelles la politique monétaire reste inchangée.

Dès le 22 janvier 2015, la BCE communique sur sa politique d'assouplissement en ajoutant qu'elle reste conforme à la stratégie adoptée de « *forward guidance* ». L'institut explique que le caractère accommodant de la politique monétaire n'a pas été « suffisant » pour faire face à la déflation. Il résulte de cette nouvelle politique une très forte augmentation de son bilan, rendant ainsi la politique encore plus accommodante. Puis, lors de la réunion du 16 juillet 2015, la BCE précise ses mesures de politique monétaire non conventionnelles en expliquant que son programme d'achat d'actifs (60 milliards d'euros par mois) « devrait être effectué jusque fin septembre 2016 et, en tout cas, jusqu'à ce que nous observions un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à notre objectif de taux proches de 2 % à moyen terme ».

A la réunion du 3 septembre 2015, la BCE ajoute que ce programme d'achats mensuels d'actifs devrait être effectué « jusque fin septembre 2016 ou au-delà si nécessaire ».

Le 22 octobre 2015, la BCE précise que « l'orientation accommodante de la politique monétaire devra faire l'objet d'un réexamen » lors de la prochaine réunion de décembre,

Enfin, le 3 décembre 2015, la BCE précise que les achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros, effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs, « devraient désormais se poursuivre jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire ».

Tableau 2. Expressions employées par la BCE depuis le lancement du *quantitative easing*

Dates des réunions de la BCE	Expression-clés employées
22/01/2015	« in line with our forward guidance ... » « the prevailing degree of monetary accommodation was insufficient ... » « The sizeable increase in our balance sheet ... »
16/07/2015	« are intended to run until the end of September 2016 and, in any case, until we see a sustained adjustment in the path of inflation that is consistent with our aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term »
03/09/2015	« They are intended to run until the end of September 2016, or beyond, if necessary »
22/10/2015	« the degree of monetary policy accommodation will need to be re-examined at our December monetary policy meeting, when the new Eurosystem staff macroeconomic projections will be available... »
03/12/2015	« The monthly purchases of €60 billion under the APP are now intended to run until the end of March 2017, or beyond, if necessary ... »

De telles informations communiquées à destination des investisseurs et acteurs sur les marchés financiers ont impacté le marché des actions et l'évolution du taux de change.

Tableau 3. Évolution du marché des actions (CAC40) et du taux de change (EURO/DOLLAR) le jour des déclarations introductives de Mario Draghi depuis le lancement du *Quantitative Easing*

Date des conférences de presse	Évolution du marché des actions (CAC 40)	Évolution du marché des actions (DAX)	Secteur bancaire (Eurostoxx bank)	Évolution du taux de change (EURO/DOLLAR)
22/01/2015	+ 1,47 %	+ 1,31 %	2,16 %	- 2,10 %
05/03/2015	+ 0,94 %	+ 1,00 %	1,08 %	- 0,43 %
15/04/2015	+ 0,70 %	+ 0,03 %	0,97 %	+ 0,31 %
03/06/2015	+ 0,59 %	+ 0,80 %	1,03 %	+ 1,08 %
16/07/2015	+ 1,47 %	+ 1,53 %	1,70 %	- 0,67 %
03/09/2015	+ 2,17 %	+ 2,68 %	1,81 %	- 0,92 %
22/10/2015	+ 2,28 %	+ 2,48 %	1,45 %	- 2,05 %
03/12/2015	- 3,58 %	- 3,58 %	-2,38 %	+ 3,07 %
21/01/2016	+ 1,97 %	+1,94 %	2,79 %	-0,16 %
10/03/2016	- 1,70 %	-2,31%	0,88 %	+1,62 %

Source : Desmedt et Llorca (2016)

On peut observer que, suite aux déclarations introductives de Mario Draghi effectuées lors des conférences de presse du 22 janvier 2015 (correspondant au lancement du *quantitative easing*), ou bien du 3 septembre et du 22 octobre 2015 dans lesquelles son président annonçait que la BCE était disposée à augmenter son engagement, les marchés des actions (que ce soit le CAC 40 ou le DAX) ont réagi positivement ainsi que sur le marché des changes avec la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. En revanche, lors de la réunion du 3 décembre 2015, la BCE a commis une erreur de communication en alimentant les prévisions des marchés quant à de nouveaux rachats d'actifs. Les annonces du 3 décembre 2015 d'une simple baisse du taux de dépôt et de changements mineurs dans son programme de rachats d'actifs ont ainsi déçu les marchés. Il en a résulté une forte chute des marchés des actions ainsi qu'une appréciation marquée de l'euro par rapport au dollar. Les investisseurs considéraient la réponse apportée insuffisante par rapport aux attentes espérées lors de la précédente réunion. Dans ces conditions, pour rassurer les marchés, la BCE doit les convaincre en permanence qu'il lui reste encore des munitions si jamais la situation se dégradait encore sur le plan de la déflation.

Dans ces conditions, Draghi explique en janvier 2016 que la BCE pourrait « réévaluer et sans doute revoir » sa politique monétaire en mars 2016. Un tel réexamen complet de l'orientation de sa politique monétaire est jugé « nécessaire » par la BCE et exige un recalibrage si les conditions économiques l'imposaient. Il prévient ainsi qu'il n'y avait « pas de limites » à l'utilisation par la BCE des instruments de politique monétaire. Une telle déclaration sur ce que pourrait faire la BCE en mars 2016 et donc sur la crédibilité de ses actions vise ainsi à convaincre les marchés financiers de la capacité de la BCE à faire face au risque de déflation. Cette mise au point de la BCE engendre beaucoup d'attente et est bien accueillie par les marchés en janvier 2016 (comme c'était le cas en octobre 2015).

3. Les relations entre le locuteur et les récepteurs des discours

La littérature économique des années 1980-90 a mis en avant la notion de crédibilité sensée conforter la parole des autorités publiques. Une crédibilité forte aurait d'autant plus de chances de modifier le comportement des acteurs. Les relations qu'entretiennent les échanges monétaires avec la confiance ont été soulignées à de multiples reprises (pour une synthèse, voir Aglietta, Orléan, 1998). Etymologiquement, *crédit* et *confiance* partagent la même racine latine. En revanche, l'attribution d'une dimension rituelle à la parole des banquiers centraux, « grands prêtres » de la monnaie, est plus récente.¹⁴ De fait, un dispositif institutionnel s'est mis en place autour de leurs prises de parole, en particulier en Europe. 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 » (Aglietta, 2011, p.11)-, il convenait de d'attribuer aux messages émis un poids symbolique. Mais pour exercer des effets significatifs, un discours doit respecter un certain nombre de conditions.

3.1 « Miracle monétaire » et valeur fiduciaire du porte-parole

Austin prévenait : « Nous pouvons certes obtenir certaines suites d'actes perlocutoires par des moyens non conventionnels (« pas très réguliers » comme on dit) » (Austin, 1962, p. 126). Prenons un exemple de prise de parole « non conventionnelle » qui peut aider à préciser certaines notions : ce discours a été proféré hors bulletin mensuel de la B.C.E lors d'une conférence de presse le 26 juillet 2012. Avant même d'évoquer le « *whatever it takes* », le président du directoire de la B.C.E. commence par l'évocation d'un « mystère de la nature » : « *The euro is like a bumblebee. This is a mystery of nature because it shouldn't fly but instead it does.* » Ainsi, malgré une constitution défaillante, l'euro aurait mystérieusement subsisté. Le président de la B.C.E. n'explique pas les raisons de cette défaillance, mais le miracle s'est bien produit. Ensuite, il avance que l'institution est « prête à tout », c'est-à-dire à outrepasser certaines limites. C'est l'aspect le plus communément retenu. Toutefois, Draghi ajoute un « *believe me* » qui évoque plus l'acte de foi que l'appréciation objective. Armé de la confiance de ses auditeurs, le « bourdon/euro » pourrait donc reprendre son envol ? Rappelons que la prime de risque sur le taux des obligations des pays de la zone euro en difficulté s'est bien produite, alors même qu'aucune action concrète ne fut engagée par la BCE. Dans les médias, on commença alors à qualifier Draghi de « magicien » ... Parfois qualifiée de « miracle monétaire » dans les médias, cette prise de parole apparaît plutôt comme un « miracle financier », puisque ce sont les créanciers qui se sont manifestés, pas les utilisateurs de la monnaie Euro¹⁵.

Sur le versant sociologique, cet acte de langage a été abordé par Holmes « *Draghi, in contrast to his predecessor, was carefully disentangling the ECB from the thrall of the Bundesbank. (...) The challenge he faced was to model a communicative relationship by which the public was persuaded to collaborate in the restoration of faith and credit in an irrevocable monetary union.* » (Holmes, 2015, p.12). Selon lui, en voulant restaurer la foi dans une union monétaire irrévocable, le président du directoire de la

¹⁴ Bourdieu, à partir d'un article du *Monde* qualifiant le président de la Bundesbank de « grand prêtre du Deutschemark » précisait « car c'est bien de religion qu'il s'agit », Bourdieu, 1996.

¹⁵ Dans les cas de « miracles monétaires » analysés par A. Orléan (Allemagne en 1923, France en 1926), c'est la population qui est concernée, pas uniquement les acquéreurs de titres. La première partie de la citation suivante précise ce qui peut être qualifié de miraculeux (« pur mouvement d'adhésion collective ») et le caractère monétaire de la transformation (« réunir la population ») : « Dans les deux épisodes, le retournement ne trouve pas sa source dans les mesures de politique économique. Il s'agit d'un pur mouvement d'adhésion collective, de croyance mimétique de tout le groupe, conforme à notre modèle. Cela explique sa brutalité et son caractère « miraculeux ». Sa réussite tient pour partie au rôle que jouent certains symboles forts, aptes à réunir la population autour de la nouvelle norme monétaire. », Orléan, 2011, p.225.

BCE reprenait le contrôle de la narration. « *What Draghi admitted was that the currency had, under pressure from the bond market, become untethered from narrative management of the technocratic officialdom of central banks. He further conceded that if central banks lose control of the monetary story, lose control of their communicative relationship with the public, there are alternative narratives available for stabilizing or destabilizing the link between money and the existential circumstances of the public.* » (Holmes, 2014, p.213).

Majoritairement, les études de type sociologiques insistent sur l'impact du discours dans les médias et sur le public : « *the public broadly must be recruited to collaborate with central banks in achieving the ends of monetary policy, namely 'stable prices and confidence in the currency'.* » (Holmes, 2015, p.2.). Lorsqu'il évoque l'impact des mots, Holmes reprend les outils économiques standard qui transforment les agents économiques en un « public » aux contours flous (mais aux anticipations extrêmement fines). Les agents sont sensés réagir, notamment lorsque le niveau de l'inflation risque d'être modifié, mais ils ne sont jamais caractérisés précisément (sphère publique/privée, créanciers/débiteurs...). Selon les présupposés de la théorie standard, on postule que ce public est à même d'interpréter correctement le vocabulaire utilisé.

A la suite de Butler, les sociologues commencent à étudier la théâtralité de certaines situations : dans les cas des banquiers centraux, cela amène à étudier l'effet de certaines tournures de phrase lors des rencontres avec la presse (dernier exemple, Velthuis, 2015). Dans ce cas, le « public » visé se restreint souvent aux journalistes présents lors de l'intervention. Mais quelle est l'audience visée en dernier ressort ?

En premier lieu, l'audience est constituée d'initiés car il existe un « caractère relativement ésotérique (en apparence tout au moins) des questions monétaires, entretenu par la formation de groupes d'interprètes savants qui maintient les profanes à bonne distance » (Lebaron, 2006, p.19). Dans ce type d'opération où l'acte de foi est déterminant, le moment de l'allocution importe beaucoup : « L'efficacité magique de ces *actes d'institution* est inséparable de l'existence d'une institution définissant les conditions (en matière d'agent, de lieu ou de moment...) qui doivent être remplies pour que la magie des mots puisse opérer. » (Bourdieu, 2001, p.108). Les liens entre le locuteur et son audience commencent à être précisés. Selon Bourdieu, toujours, « le porte-parole autorisé ne peut agir par les mots sur d'autres agents (...) que parce que sa parole concentre le capital symbolique accumulé par le groupe qui l'a mandaté et dont il est le *fondeur de pouvoir* » (Bourdieu, 2001, p.163). Si l'on suit cette analyse, le banquier central apparaît comme le porte-parole des créanciers. Bourdieu évoque la « valeur fiduciaire » du locuteur/mandataire (idem, p.241) qui indique bien les relations entre la Banque centrale et les marchés financiers.

3.2 Une gestion des anticipations

Le poids accordé aux énoncés de certains locuteurs est lié au caractère très incertain des prévisions financières (« *The weight of stories in financial markets can be understood as a response to the high level of uncertainty prevailing in these markets.* », Beckert, 2013, p.28). Dans ce contexte, le message émis par le banquier central fournit une référence aux investisseurs sensée réduire l'incertitude (« *Together with open market operations, the economic narratives of central banks thus become the second main determinant for price developments. Put differently, uncertainty is being reduced by discursive practices that rely on strategic rhetorical action* », Nelson et Katzenstein 2010, p. 32).

Il ressort de ces données que l'audience essentielle visée par le discours du banquier central n'est pas le grand public (comme le postulaient les articles des années 1980) mais les investisseurs. Dans ses travaux, André Orléan précise le fonctionnement des marchés financiers : « Les intervenants y sont perpétuellement à la recherche des saillances aptes à recueillir l'agrément du marché. Face à une nouvelle information, c'est à cette activité que sont centralement affectées les capacités cognitives des investisseurs : chacun mesure la capacité de telle ou telle information à répondre aux attentes conventionnelles du marché telles qu'elles s'expriment à un moment

donné. » (Orléan, 2004, p. 266).

Dans un premier temps, la mise en avant des anticipations dans la théorie a contribué à transformer l'exercice de la politique monétaire en un gouvernement des anticipations. A propos de la théorie des anticipations rationnelles, Aglietta et Orléan notaient qu'elles dotent « les sujets privés d'une omniscience vis-à-vis du système économique dans lequel ils vivent. (...) Les marchés privés se chargent de tout. L'action des autorités ne peut déterminer que les valeurs nominales. » (Aglietta, Orléan, 1984, p.228). Cela explique pourquoi, l'attention aux mots utilisés par les banquiers centraux est devenue très importante. Mais cette configuration (engagements réitérés quant à la lutte contre l'inflation) a pu amener les instituts d'émission à négliger la macro surveillance prudentielle. A partir de 2008-2009, la crise financière (invisagée par les modèles) a exigé l'intervention massive des instituts d'émission. Or, la monétisation de titres de dette publique a annihilé leur indépendance. L'objectif de neutralisation a failli du fait de la crise financière : « On a observé un tel « échec » récemment lorsque la Banque centrale européenne (BCE) s'est mise à acheter une partie de la dette publique de certains pays de la zone euro, en parfaite contradiction avec sa doctrine selon laquelle l'émission monétaire devait être radicalement séparée du politique. »¹⁶

CONCLUSION

L'accent mis sur la communication des Banques Centrales était, on l'a vu, cohérent avec l'argumentaire défendant l'indépendance des instituts d'émission. Dans la lignée des propositions de Kydland et Prescott, il convenait de confier la conduite de la politique monétaire à des responsables dénués de préoccupations électoralistes. Cela aurait pour but de lester leurs discours d'un poids conséquent, les politiques ne respectant pas suffisamment leur propre parole. Ce processus s'est concrétisé à travers la construction de la Banque centrale européenne. Seule l'indépendance vis-à-vis des pouvoirs élus autoriserait une politique monétaire crédible. On estimait qu'une rhétorique d'experts, soustraite aux préoccupations électoralistes, permettrait d'ancrer solidement les anticipations et d'agir sur certaines variables macro-économiques, mais les événements ont entraîné des révisions nécessaires.

L'idée défendue par théorie standard était qu'un environnement de prix stables serait favorable à la croissance. Mais une attention exagérée sur la lutte contre l'inflation a pu amener les instituts d'émission à négliger la surveillance prudentielle des marchés et intermédiaires financiers. A partir de 2008-2009, la crise financière (non envisagée par les modèles) a exigé l'intervention massive des instituts d'émission. Comme l'ont souligné Capie et Wood (2013), « l'indépendance des banques centrales n'a jamais survécu à une crise, et ne le peut pas ». En conséquence, les grandes Banques Centrales du monde seraient entrées dans un nouveau régime « tacite d'indépendance faible » (Blancheton, 2016). En Europe, selon Holmes, l'avenir de la monnaie unique dépendra en grande partie de la capacité narrative des banquiers centraux (« *Whatever the fate of the euro, the outcome in all likelihood will rest on the ability of central bankers to model the future with persuasive words that can sustain—enhance even—the operation of a public currency.* », Holmes, 2014, p.214.) Sans négliger cet aspect communicationnel de la politique monétaire, on peut cependant penser qu'une réflexion plus profonde sur la coordination entre monnaie et budgets est nécessaire, comme l'ont montré les prises de paroles récentes du président du directoire de la BCE.

¹⁶ Orléan, 2011, pp.215-6.

Bibliographie

- Adalid, S. (2016), « la Banque centrale européenne : une zone de non droit ? », p. 51-74, in Vabres, R. (eds), « La Banque centrale européenne : regards croisés, droit et économie », Editions Bruylant.
- Aglietta M. (2011), « Principaux enseignements du rapport », dans *Finances publiques : l'épreuve de vérité pour la zone euro*, Institut CDC pour la Recherche, Paris, pp. 4-15.
- Aglietta M. et A. Orléan, (1984), *La violence de la monnaie*, PUF, Paris.
- Aglietta, M. et A. Orléan, (1999), *La Monnaie souveraine*, O. Jacob, Paris.
- Austin J. (1962), *How to Do Things with Words*, Oxford University Press/ *Quand dire, c'est faire*, Seuil, Paris, 1970.
- Backus, D. et J. Driffill, (1985), « Inflation and Reputation », *The American Economic Review*, 75 (3), pp. 530-538.
- Barro, R. et D. Gordon, (1983), "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-21.
- Bénassy-Quéré, A., Coeuré, B. (2014) *Economie de l'euro*, Repères La Découverte.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin et A.S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bernanke B. (2004), "Gradualism", Speech 540, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bernanke, B., B. Reinhart (2004), "Conducting monetary policy at very low short-term interest rates", *The American Economic Review*, 94(2), pp. 85-90.
- Bernanke, B., B. Reinhart, et B.P. Sack, (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 1-100.
- Blancheton, B. (2016), « Central bank independence in a historical perspective. Myth, lessons and a new model », *Economic Modelling*, 52, pp.101-107.
- Blinder, A. (2000), « Central-bank credibility: why do we care? How do we build it? », *American Economic Review*, 90 (5), pp. 1421-31.
- Blinder, A. (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Blinder A. (2009), "Talking about Monetary Policy: The Virtues (and Vices ?) of Central Bank Communication", BIS Working Paper n° 274.
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, et D-J. Jansen, (2008), "Central Bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence", *Journal of Economic Literature*, 46 (4), pp. 910-945.
- Bourdieu P. (1996), "Contre la 'pensée Tietmeyer', un *welfare state* européen", *Libération*, 25 octobre.
- Bourdieu, P. (2001), *Langage et pouvoir symbolique*, Fayard, Paris
- Braun, B., (2015) « Governing the future: The European Central Bank's expectation management during the Great Moderation », *Economy and Society*, 44 (3), pp.367-391.
- Brunner K. (1981, p.5), « The Art of Central Banking », Center for Research in Government Policy and Business, University of Rochester, Working Paper GPB 81-6.
- Callon M. et M. Muniesa, (2008), "La performativité des sciences économiques", *CSI working papers series*, 10, pp. .
- Capie, F. et Wood, G. (2013), « Central bank independence: a victim of the crisis? », *Economic Affairs*, 33 (3), pp.379-385.
- Carré E. (2005), "Central Bank Communication and the New Consensus", Sciences Po Bordeaux et Université Montesquieu-Bordeaux IV.
- Carré, E. et E. Le Héron, (2006), "Credibility versus confidence in monetary policy" in Wray, L.R. et M. Forstater, (eds), *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Edward Elgar, pp. 58-84.
- Carré E. (2015), « Communication de la BCE et crise financière », *Economie et Institutions*, n° 22, 1^{er} semestre 2015, pp. 97-143.
- Clarida, R., J. Galí, et M. Gertler, (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, pp. 1661-1707.
- Clevenot, M., Desmedt, L. et Llorca, M. (2015), « Le pouvoir des mots : émission et réception du discours du banquier central », *Économie et Institutions*, n° 22, 1^{er} semestre 2015, p. 143-178.
- Coupepy-Soubeyran J. (2012), *L'économie Mondiale 2012*, La Découverte, pp. 52-67.
- Creel J. et J. Fayolle, (2002), « La Banque Central Européenne ou le Seigneur des euros », *Revue de l'OFCE*, pp.175-210.
- De Haan, J. et D-J. Jansen, (2009), "The communication policy of the European Central Bank: an overview of the first decade", *DNB Working Paper*, 212, juin.
- de Larosière, J., (2012) « La conversion des banques centrales européennes à l'Euro », in *Les banques centrales à l'échelle du monde*, Presses de Sciences Po, pp.251-261.
- De Vroey, M. et P. Malgrange, (2007), « Théorie et modélisation macro-économiques, d'hier à aujourd'hui », *Revue française d'économie*. 21 (3), pp. 3-38, p.19.
- Desmedt, L. et Llorca, M. (2016), " Analyse du discours du banquier central: théorie et pratique de la communication de la BCE ", p. 89-102, in Vabres, R. (eds), « La Banque centrale européenne : regards croisés, droit et économie », Editions Bruylant.

- Dubois, J-P. (1988), « L'exercice de la puissance publique monétaire : le cas français », dans *Droit et monnaie*, éd. par P. Kahn, Litec, pp.475- 492.
- Eggertsson, G. et M. Woodford, (2003), "The Zero Bound on Short-Term Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139-211.
- Eijffinger, S. et P. Geraats,(2006), "How transparent are central banks?", *European Journal of Political Economy*, 22(1), pp. 1-21.
- Feiertag, O., (2012) « Introduction », in *Les banques centrales à l'échelle du monde*, Presses de Sciences Po, pp.13-23
- Friedman, M., (1962), « Les solutions institutionnelles au problème de la direction monétaire », traduit dans *Inflation et systèmes monétaires*, Calmann-Lévy, 1969, pp.191-227.
- Galardo, M. et C. Guerrieri, (2015), "More than words: communication as a new monetary policy instrument", Working Paper University Luiss Guido Carli.
- Geraats, P.M., (2002), « Central bank transparency », *Economic Journal*, 112 (483), pp. 532-565, p.533.
- Gerlach S. (2004), "Interest rate setting by the ECB: words and deeds", CEPR Discussion Paper, 4775, *Centre for Economic and Policy Research*, London.
- Gerlach S. (2007), "Interest rate setting by the ECB, 1999–2006: Words and deeds", *International Journal of Central Banking*, 3, pp. 1–45.
- Guthrie, G. et J. Wright (2000), "Open mouth operations", *Journal of Monetary Economics*, 46 (2), pp. 489–516.
- Holmes D.R. (2014), *Economy of Words: Communicative Imperatives in Central Banks*, University of Chicago Press, Chicago.
- Issing O. (2005), "Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87 (2), pp. 65-83.
- Jabko N. (2001), « Expertise et politique à l'âge de l'Euro », *Revue Française de Science Politique*, 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*, 29 (4), pp. 494-509.
- Karl A. (2013), "Bank talk", performativity and financial markets", *Journal of Cultural Economy*, 6 (1), pp.63-77
- Kydland, F. et E. Prescott, (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-93.
- Lavoie, M. (2005), "Monetary base endogeneity and the new procedures of the asset-based Canadian and American monetary systems", *Journal of Post Keynesian Economics*, 27 (4), pp. 687–707
- Lebaron F. (2006), *Ordre monétaire ou chaos social ? La BCE et la révolution néolibérale*, Éditions du Croquant.
- Lebaron F. (2010), *La crise de la croyance économique*, Éditions du Croquant, Broissieux.
- Légé, P. et J. Marques Pereira, (2013), "Les bégaiements de la parole autorisée durant la crise de la zone euro", communication aux journées d'études *Discours de la crise et crise du discours*, 5-6 décembre, Amiens.
- Mishkin F.S., (2004), "Can Central Bank transparency go too far?", NBER Working Papers 10829, National Bureau of Economic Research.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, O. Jacob.
- Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in *Les crises financières, rapport du CAE*, pp. 241-270.
- Orléan A. (2011), *L'empire de la valeur*, Seuil, pp. 215-6.
- Rogoff K. (2014), « Faut-il faire des banquiers centraux les oracles modernes ? », *Les Échos*, 26/11/2014.
- Rosa, C. et G. Verga, (2005), "Is ECB communication effective?", Centre for Economic Performance Discussion Paper, 0682, LSE, Londres.
- Rosa, C. et G. Verga, (2007), "On the consistency and effectiveness of central bank communication : evidence from the ECB", *European Journal of Political Economy*, 23, pp. 146-175
- Velthuis O., (2015), "Making monetary markets transparent: the European Central Bank's communication policy and its interactions with the media", *Economy and Society*, 44 (2), pp. 316-340.
- Volcker P. (2009), "The triumph of central banking?", The Per Jacobsson Lecture, Washington.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Woodford, M., 2005, « Central-Bank Communication and Policy Effectiveness », *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium*, Jackson Hole, 25–27 Août, p. 2.
- Yellen J., 2013, « Communication in Monetary Policy », *Society of American Business Editors and Writers*, Washington D.C., 4 avril 2013.