

3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES «COMMUNICATION DE L'EUROSYSTÈME ET ANTICIPATIONS DES MARCHÉS FINANCIERS»


La communication d'une banque centrale est primordiale pour expliquer la politique monétaire aux marchés financiers et au grand public. Ceci est vrai pour plusieurs raisons. D'abord, la banque centrale se doit d'expliquer la décision la plus récente, donc la politique monétaire de court terme. Ensuite, il faut expliquer les actions de court terme dans le contexte plus large de l'orientation de la politique monétaire à moyen terme. En général, une bonne communication améliore l'efficacité du mécanisme de transmission et minimise la volatilité des marchés financiers. Pour assurer une communication exhaustive et compréhensible, toute décision de politique monétaire de l'Eurosystème lors de la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs est accompagnée par trois éléments de communication spécifiques: une déclaration de presse renseignant la décision prise, la *Déclaration introductive* et la session *Questions & Réponses*. Comme ces trois éléments de communication se déroulent chaque mois le jour même de la réunion des gouverneurs de l'Eurosystème, ils assurent un délai de communication et de clarification très court par rapport à d'autres banques centrales du monde industrialisé.

Le but de ce papier est d'analyser l'impact de la communication de l'Eurosystème sur les anticipations en matière des taux d'intérêts au sein de la zone euro. De plus, l'impact de la communication de l'Eurosystème sur les attentes en ce qui concerne les taux d'intérêt est comparé avec celui de la publication de chiffres clés se référant aux économies européenne et américaine. Nous étudions également l'impact de *mots clés* utilisés par le Président de la Banque centrale européenne (tels que «*strong vigilance*», «*accommodative*», «*monitor closely*») souvent interprétés par les médias comme indication sur l'orientation de la politique monétaire à court terme.

L'analyse consiste en deux parties principales:

La première partie de cette étude se focalise sur les anticipations du marché en matière de niveau des taux d'intérêt et la distribution de ces attentes autour de la moyenne. Elle se base sur l'analyse des prix d'options sur les contrats futurs sur les taux d'intérêt Euribor à 3 mois, selon la méthodologie des densités neutres au risque. À l'aide de la densité estimée, il est possible d'identifier les probabilités que les acteurs des marchés financiers attachent aux taux d'intérêt du marché interbancaire à 3 mois à différents horizons, ainsi que de déterminer le degré d'incertitude sous-jacente au futur niveau du taux d'intérêt et d'identifier une éventuelle asymétrie dans la distribution. En estimant les densités neutres au risque journalières à travers le temps, cette partie évalue l'impact de la communication ainsi que de la publication des données macroéconomiques sur le niveau et sur la distribution des anticipations des marchés financiers.

La deuxième partie de l'analyse évalue les effets de la communication à travers la structure par terme des taux d'intérêt. Pour cela, l'étude se base sur la structure par terme des taux d'intérêt implicites. Cette structure est obtenue par l'intermédiaire de l'estimation de la courbe de rendements des obligations à coupon zéro proposée par Nelson et Siegel (1987) et étendue par Svensson (1994), qui offrent une flexibilité élevée en ce qui concerne la structure par terme des taux d'intérêt (par exemple: courbe monotone, structure inversée, plusieurs soulèvements). Cette méthodologie permet d'estimer des taux d'intérêt à terme implicites et instantanés. Cet outil sert à identifier, à un temps donné, les attentes des marchés financiers concernant la future trajectoire des taux d'intérêt de court terme et, plus généralement, les attentes en ce qui concerne l'orientation future de la politique monétaire. L'estimation des taux d'intérêt implicites s'effectue sur base des prix journaliers des obligations d'Etat allemandes et françaises (principales obligations d'Etat de la zone euro) avec une échéance inférieure à 30 ans.



L'analyse de l'impact de la communication de l'Eurosystème se base sur des régressions de forme réduite, reliant des indicateurs clés des attentes sur le taux d'intérêt à des indicateurs de communication de l'Eurosystème ainsi qu'à la publication de données macroéconomiques. Les principaux résultats de l'analyse peuvent être résumés comme suit: Premièrement, les résultats montrent que le niveau, la dispersion et la symétrie des attentes sur les taux d'intérêt au sein de la zone euro sont significativement affectés le jour même d'une décision de politique monétaire. Néanmoins, de tels effets ont tendance à disparaître rapidement et peuvent être de courte durée. De plus, nos résultats suggèrent que la volatilité des attentes sur les taux d'intérêt est moins élevée pendant les sept jours antérieurs aux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs (période dite *black-out*). Deuxièmement, les réunions du Conseil des gouverneurs semblent affecter les attentes sur le taux d'intérêt de manière beaucoup plus forte que les publications de chiffres clés macroéconomiques. Troisièmement, l'impact des décisions de politique monétaire sur les attentes en ce qui concerne le niveau des taux d'intérêt est particulièrement important à un horizon de ½ - 1½ ans. Par contre, l'impact de la publication des chiffres clés se développe principalement à des horizons beaucoup plus longs. Finalement, l'utilisation de *mots clés* peut augmenter le degré de prédictibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème à très court terme. Par contre, leur utilisation ne semble pas avoir un impact systématique sur les attentes de taux d'intérêt à moyen et à long terme.