

L'incidence sur les marchés des déclarations prospectives concernant la politique monétaire : transparence ou prévisibilité?

Christine Fay, département des Marchés financiers, et Toni Gravelle, département de la Stabilité financière

- *La transparence est maintenant considérée comme un élément essentiel du cadre de mise en œuvre d'une politique monétaire efficace, et la stratégie de communication des banques centrales joue à cette fin un rôle crucial. C'est pourquoi ces institutions s'efforcent constamment d'améliorer la manière dont elles communiquent de l'information aux marchés et au public en général.*
- *Parce qu'elles veulent faire preuve de plus de transparence, des banques centrales, dont la Banque du Canada, ont commencé à intégrer dans leurs communications des indications sur l'évolution future de leur politique monétaire. Ainsi, la Banque du Canada insère des déclarations prospectives dans ses communiqués d'annonce du taux directeur et dans ses rapports sur la politique monétaire.*
- *Les avis sont actuellement partagés quant à l'utilité de cette démarche. Les données empiriques présentées dans cet article semblent indiquer qu'à ce jour les déclarations prospectives de la Banque du Canada ont rendu cette dernière plus prévisible, mais pas forcément plus transparente.*

Intensifier les communications de la Banque portant sur son évaluation des perspectives, y compris les déclarations prospectives concernant les mesures de politique monétaire, est particulièrement délicat et teste réellement les limites de la transparence. Quoi qu'il en soit, c'est un domaine où les possibilités d'accroître la transparence sont peut-être les plus grandes. Mais d'abord, nous devons déterminer s'il serait bénéfique de fournir plus d'information aux participants des marchés, aux entreprises et aux particuliers. Plus fondamentalement, est-ce que cela aurait pour effet d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire? Le cas échéant, comment pouvons-nous transmettre cette information d'une manière facile à comprendre, et surtout, qui ne prête pas à confusion? (Kennedy, 2008)

La transparence est généralement considérée à l'heure actuelle comme un élément essentiel du cadre de mise en œuvre d'une politique monétaire efficace, et les communications jouent un rôle important pour la renforcer. Ces dernières années, plusieurs grandes banques centrales ont cherché à rendre leur politique monétaire encore plus transparente en intégrant dans leurs communications officielles des indications relatives à leurs taux directeurs, sous forme soit d'énoncé sur l'orientation future de la politique (déclaration prospective) soit de trajectoire ou de prévision du taux directeur. Les avis demeurent toutefois partagés quant à l'opportunité de communiquer une telle information au public, et il existe des arguments solides de part et d'autre. Dans le présent article, nous examinons le

débat d'un point de vue théorique puis empirique¹. À la lumière de notre analyse des faits, il semble que si les déclarations prospectives incluses dans les communications officielles de la Banque du Canada ont rendu l'institution plus prévisible, elles n'ont pas forcément aidé les participants aux marchés à mieux comprendre la fonction de réaction de la politique monétaire de la banque centrale.

Transparence, prévisibilité et conditionnalité

La transparence peut contribuer à l'efficacité de la politique monétaire d'une banque centrale de trois façons. Premièrement, l'institution rehausse sa crédibilité en communiquant clairement son objectif, notamment ce qu'elle entend mettre en œuvre pour l'atteindre ainsi que sa capacité et son engagement à cet égard. Deuxièmement, la transparence impose à la banque centrale une certaine obligation de rendre des comptes, qui se traduit par la diffusion régulière de ses opinions et de son appréciation de l'activité économique actuelle et future, laquelle permet au public d'évaluer la cohérence des actions de l'institution (et son processus décisionnel en matière de politique monétaire) en regard de ses objectifs déclarés. Troisièmement — et c'est sur ce dernier aspect que porte le présent article —, la transparence pratiquée par une banque centrale devrait aider les participants aux marchés à mieux comprendre la fonction de réaction de la politique monétaire et, par là même, à mieux anticiper l'évolution du taux directeur. De fait, bien que la banque centrale maîtrise uniquement un taux d'intérêt à court terme (taux du financement à un jour ou taux directeur), comme les taux d'intérêt à court et à long terme sont liés selon l'hypothèse relative aux attentes, elle peut user de ses communications pour exercer une plus grande influence sur les taux d'intérêt à long terme en aidant les marchés à mieux comprendre sa fonction de réaction et son point de vue sur les perspectives économiques. Ce genre de communication peut améliorer l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire — c'est-à-dire du processus par lequel les changements attendus en matière de politique monétaire entrent en jeu dans l'évolution d'autres variables financières et, au bout du compte, dans les décisions d'investissement et de consommation qui, à leur tour, influent sur l'inflation.

1. Le présent article est fondé sur un document de travail de Fay et Gravelle qui sera publié prochainement (2009).

Au fil du temps, comme nombre d'autres banques centrales, la Banque du Canada a pris diverses mesures pour accroître la transparence et communiquer au public son opinion concernant les perspectives économiques. Ainsi, depuis 1995, elle publie en avril et en octobre le *Rapport sur la politique monétaire*, auquel elle a ajouté à partir de 2000 une *Mise à jour* de celui-ci, qui paraît en janvier et en juillet². De plus, depuis 1994, chacune de ses décisions concernant le taux directeur est accompagnée d'un communiqué. Par ailleurs, les discours prononcés par les membres du Conseil de direction (c'est-à-dire le gouverneur et les sous-gouverneurs) lui ont donné au cours des ans l'occasion d'informer le public au sujet de la politique monétaire. Enfin, en décembre 2000, elle a mis en place un régime de huit « dates d'annonce préétablies » échelonnées sur l'année et a ainsi éliminé l'incertitude entourant le moment de la prise de ses décisions en matière de politique monétaire.

Au fil du temps, la Banque du Canada a pris diverses mesures pour accroître la transparence et communiquer au public son opinion concernant les perspectives économiques.

Dernièrement, suivant la tendance observée parmi ses homologues, la Banque du Canada a commencé à inclure dans ses communiqués d'annonce du taux directeur ainsi que dans ses rapports sur la politique monétaire des déclarations prospectives, qui constituent des indications générales quant aux futurs taux directeurs³. D'après Rudebusch (2008), les banques centrales ont recours à trois types d'indices pour donner une idée de l'orientation future de leur politique monétaire. Les premiers, qualifiés de « signaux indirects », fournissent une information implicite au sujet de la trajectoire du taux directeur, grâce à des

2. Bien que la *Mise à jour* soit plus courte que le *Rapport*, aucune distinction n'est faite entre les deux publications dans le reste du texte.

3. À la Banque du Canada, les déclarations prospectives sont conçues comme des énoncés conditionnels. Ainsi, toute déclaration relative à l'orientation future de la politique monétaire est fondée sur la conjoncture actuelle et peut donc être modifiée à la lumière de nouvelles informations.

renseignements connexes tels que la résultante des risques ou à un scénario de risque indiquant la mesure dans laquelle l'inflation pourrait dévier de sa cible dans le contexte d'un taux directeur inchangé. Les seconds sont des « signaux qualitatifs directs », comme les déclarations relatives à l'orientation projetée (le « biais ») de la politique monétaire dont la Réserve fédérale des États-Unis a usé brièvement vers la fin des années 1990. Ces signaux peuvent aussi prendre la forme de phrases décrivant l'orientation visée sur un assez grand nombre de réunions de politique monétaire, comme celles auxquelles a eu recours la Réserve fédérale entre 2003 et 2006, pour indiquer par exemple que « le caractère accommodant de la politique peut être maintenu pendant une période considérable » ou qu'il « peut être supprimé à un rythme probablement mesuré » [*traduction*]. Enfin, la dernière catégorie d'indices, des « signaux quantitatifs directs », est celle qui décrit le mieux les projections numériques explicites du taux directeur publiées par les banques centrales de la Nouvelle-Zélande, de la Norvège, de la Suède, de la République tchèque et de l'Islande.

Selon ces définitions, les déclarations prospectives que la Banque du Canada incorpore à la plupart de ses communiqués d'annonce du taux directeur et la publication des rapports sur la politique monétaire depuis juillet 2004 fournissent aux marchés des « signaux qualitatifs directs ». Ces déclarations commencent habituellement par une expression telle que « À la lumière de cette projection » et contiennent des avis comme « une certaine hausse du taux cible du financement à un jour pourrait s'avérer nécessaire dans un proche avenir », « à l'heure actuelle, le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à court (ou à moyen) terme » ou « il faudra encore réduire le degré de détente monétaire au cours des quatre à six prochains trimestres ». Récemment, la Banque a aussi introduit des déclarations sur la résultante des risques, lesquelles pourraient entrer dans la catégorie des « signaux indirects ». En outre, elle fournit des indices qualitatifs tant directs qu'indirects dans ses rapports sur la politique monétaire et dans ses discours.

Quelle quantité d'information fournir?

La quantité d'information que les banques centrales devraient communiquer au public au sujet de leurs intentions en matière de taux directeur fait actuelle-

ment débat⁴. Parmi les avantages, Kahn (2007) et d'autres chercheurs relèvent que ces indices pourraient améliorer l'efficacité de la politique monétaire en lui donnant plus d'influence sur les taux à moyen et long terme, ces taux ayant plus tendance à réagir à des interventions des autorités monétaires si celles-ci accompagnent leurs mesures de renseignements sur la trajectoire des futurs taux directeurs⁵. En outre, ces indications peuvent rendre plus prévisibles les décisions prochaines de la banque centrale concernant le taux directeur ou, ce qui est équivalent, réduire le degré d'incertitude des marchés quant aux futures mesures de politique monétaire. Il devrait alors en résulter une diminution des primes de risques incorporées aux taux d'intérêt qui, en abaissant le coût global du capital, profiterait aux agents économiques.

Kohn (2005) et Issing (2005), entre autres, font ressortir certains inconvénients notables de la diffusion de renseignements sur l'orientation de la politique monétaire. En premier lieu, paradoxalement, les marchés pourraient accorder une importance excessive aux indications des banques centrales et ne pas comprendre ou apprécier comme il se doit la *conditionnalité* (c'est-à-dire le caractère hypothétique) de cette information. Il est vrai que les marchés ne voient pas forcément les indications relatives à la politique monétaire comme des données incontestables, mais ils sont enclins à les considérer comme moins hypothétiques, dans une certaine mesure, que ce que la banque centrale envisage. Ils pourraient ainsi prêter moins d'attention à leurs propres données ou à d'autres informations pertinentes (autrement dit, ils manqueraient à leurs responsabilités) dans la formulation de leurs attentes à l'égard de l'évolution future du taux directeur, au risque de réduire la valeur informative des prix du marché.

Deuxièmement, si la conditionnalité des indications données sur le taux directeur n'était pas bien comprise, les responsables de la politique monétaire pourraient être moins disposés à modifier leurs intentions relativement au taux directeur à la lumière de nouvelles informations, et ce, pour deux raisons. D'une part, une mise à jour fréquente de l'orientation projetée de la politique monétaire pourrait miner la confiance

4. On trouvera un résumé de la question dans Kahn (2007) ainsi que dans Moessner et Nelson (2008).

5. À notre connaissance, cette hypothèse n'a pas été directement soumise à des tests empiriques.

du public dans les capacités prévisionnelles de la banque centrale. D'autre part, même si l'évolution de la conjoncture amenait la banque centrale à réévaluer les mesures de politique monétaire qui s'imposent, ses décideurs pourraient craindre que les marchés financiers ne réagissent de manière exagérée à un changement d'orientation de la politique ou des indications fournies, ce qui entraînerait une volatilité excessive des marchés.

Une prévisibilité accrue de la banque centrale n'est pas nécessairement synonyme d'une plus grande transparence de la politique monétaire, tandis qu'une transparence accrue implique en général une plus grande prévisibilité.

En ce qui concerne l'inclusion d'indications sur l'orientation de la politique monétaire dans les communications officielles des banques centrales, il faut souligner qu'en matière de stratégie de communication, il existe une différence subtile entre « transparence » et « prévisibilité » (Moessler, Gravelle et Sinclair, 2005; Jen, 2007)⁶. Du point de vue conceptuel, si la banque centrale est plus prévisible, les participants aux marchés pourront plus facilement prévoir la prochaine décision (ou le prochain ensemble de décisions) de politique monétaire sans forcément mieux en comprendre les raisons sous-jacentes. Par contre, une banque centrale plus transparente sait communiquer la fonction de réaction de la politique monétaire aux marchés, ce qui leur permet de mieux anticiper ses décisions puisqu'ils entrevoient plus clairement les facteurs en jeu. Cependant, bien que les responsables de la politique monétaire puissent fournir des indications pour aider les marchés à mieux comprendre la fonction de réaction et, au bout du compte, renforcer l'efficacité de la politique monétaire, si les participants se focalisent

6. Blinder et ses collaborateurs (2008) font une distinction entre la prévisibilité à court terme (c'est-à-dire la capacité des marchés d'anticiper correctement la prochaine décision de politique monétaire) et la prévisibilité à long terme (c'est-à-dire la manière dont les communications d'une banque centrale contribuent à arrimer les attentes d'inflation). La prévisibilité à long terme est liée à la première raison qui pousse les banques à accroître la transparence, à savoir améliorer leur crédibilité.

sur l'information fournie, ils pourraient ne plus avoir intérêt à actualiser leurs connaissances sur la fonction de réaction de la politique monétaire et à recueillir et à analyser de nouvelles données. De plus, si les décisions de politique monétaire prises par la banque centrale corroborent constamment les indications qu'elle a communiquées au préalable, les participants seront moins tentés de s'informer et le marché aura tendance à considérer ces indications comme moins conditionnelles (en vertu du pouvoir de la répétition). Les marchés pourraient par conséquent devenir moins réactifs aux nouvelles macroéconomiques⁷. Ainsi, une *prévisibilité* accrue de la banque centrale n'est pas nécessairement synonyme d'une plus grande transparence de la politique monétaire, tandis qu'une *transparence* accrue (c'est-à-dire la communication d'informations qui amènent effectivement les marchés à mieux comprendre la fonction de réaction⁸) implique en général une plus grande prévisibilité.

Il n'est pas évident que les banques centrales qui publient une trajectoire de leur taux cible ou toute autre forme d'indication relative au taux directeur soient forcément « prévisibles », car cet aspect dépend dans une large mesure de la perception du degré (ou de l'absence) de conditionnalité des indications fournies par les institutions relativement à leur taux directeur. Il est possible que les banques centrales qui donnent des signaux quantitatifs directs (trajectoire du taux directeur) soient moins prévisibles (et plus transparentes) que celles qui fournissent des indices qualitatifs directs, si leur déclaration prospective est présentée explicitement (ou perçue implicitement) comme étant plus inconditionnelle que la trajectoire du taux. Une banque centrale pourrait, par exemple, expliquer que la trajectoire constitue simplement la moyenne ou le mode d'une distribution de probabilité, dont les intervalles de confiance indiquent le niveau et l'équilibre des risques. En outre, une banque centrale qui publie une trajectoire du taux cible pourrait se servir de celle-ci comme d'un outil pour « animer » sa vision des perspectives économiques et, notamment, pour illustrer comment les risques

7. Ce comportement, que plusieurs chercheurs qualifient d'« inattention rationnelle », est défini par Sims (2003) comme celui des agents économiques ou, dans ce cas, des participants aux marchés, qui choisissent de façon optimale l'information sur laquelle ils doivent se concentrer, compte tenu de la capacité limitée d'un individu de traiter l'information.

8. Beaucoup d'auteurs qui se penchent sur la transparence des banques centrales étudient bon nombre, voire l'ensemble, des aspects que recouvre cette notion. Dans le présent article, nous ne nous intéressons toutefois qu'à un seul aspect de la transparence; c'est pourquoi nous en employons une définition plus étroite que d'autres.

entourant ces perspectives pourraient se matérialiser, à l'aide de scénarios de rechange détaillés ou de projections des risques associés au scénario de référence.

Au dire de Moessner et Nelson (2008), l'inclusion *régulière* d'une trajectoire du taux directeur dans les communications d'une banque centrale peut, en soi, rendre ces communications plus conditionnelles que celles de banques centrales qui fourniraient des indices à intervalles irréguliers sous forme de signaux qualitatifs directs. On pourrait en effet croire que ces dernières agissent ainsi dans le but tactique de « manipuler » les attentes du marché, et leurs indications pourraient donc sembler plus inconditionnelles. Il reste qu'en général, les banques centrales qui fournissent des indications qualitatives ou quantitatives directes, en diffusant une déclaration prospective ou une trajectoire du taux directeur, ont plus à faire pour favoriser la compréhension de la conditionnalité inhérente à leurs communications.

En résumé, les facteurs pertinents pour mesurer la prévisibilité d'une banque centrale sont : 1) la mesure dans laquelle l'institution fait connaître la date et l'orientation des changements futurs du taux directeur et 2) le degré de conditionnalité de ses communications qui est explicitement inhérent à celles-ci ou — ce qui est plus important — implicitement perçu par le marché. Comme le fait remarquer Kahn (2007, p. 40), les banques centrales qui se limitent à des déclarations sur « la résultante des risques » laissent « aux marchés le soin d'interpréter toute implication possible de ces risques pour les taux directeurs (futurs) » [*traduction*]. Par contre, les énoncés de politique monétaire tels que les déclarations prospectives de la Banque du Canada ou les indications fournies par la Réserve fédérale peuvent être perçus par les participants aux marchés comme étant plus inconditionnels.

Les banques centrales qui sont de plus en plus prévisibles, sans être plus transparentes, devraient constater que les marchés financiers se fient moins aux nouvelles macroéconomiques pour prévoir l'évolution de la politique monétaire à court terme.

Les banques centrales qui sont de plus en plus prévisibles, sans être plus transparentes, devraient constater concrètement que les marchés financiers se fient moins aux nouvelles macroéconomiques pour prévoir l'évolution de la politique monétaire à court terme⁹. Dans la partie suivante, nous examinons si l'inclusion des déclarations prospectives dans les communications de la Banque du Canada a effectivement amené les marchés à moins réagir aux nouvelles macroéconomiques parce qu'ils considèrent les communications de l'institution comme moins conditionnelles — ce qui pourrait indiquer que celle-ci est devenue plus prévisible, mais pas nécessairement plus transparente.

Données empiriques

Notre étude empirique consiste à vérifier si l'intégration de déclarations prospectives a eu pour effet de réduire la perception du degré de conditionnalité des communications de la banque centrale, rendant ainsi l'institution plus prévisible, mais pas forcément plus transparente. Un tel effet se traduirait de deux façons. Premièrement, les marchés attacheraient moins d'importance à l'information entourant les perspectives économiques qui émanent de la Banque, et les taux à long terme enregistreraient alors moins de variations aux dates d'annonce préétablies. Deuxièmement, les marchés réagiraient moins aux nouvelles d'ordre macroéconomique.

Nous explorons ces questions en trois temps. Au moyen de données quotidiennes, nous mesurons d'abord la réaction des taux aux communications diffusées par la Banque du Canada entre le 30 octobre 2000, jour de l'adoption du régime de dates d'annonce préétablies, et le 31 mai 2007¹⁰. Nous scindons ensuite l'échantillon en deux au 22 juillet 2004, date à laquelle la Banque a commencé à faire systématiquement des déclarations prospectives, afin de déterminer si l's'est produit un changement dans la réaction des marchés à ces communications, d'une part, et aux annonces de données macroéconomiques, d'autre part. Enfin, pour rendre compte du fait que certains communiqués

9. En d'autres termes, les progrès d'une banque centrale au chapitre de la transparence devraient se traduire à la fois par une amélioration de la capacité du marché de prévoir les intentions de l'institution, mesurée dans la plupart des cas par une réduction de la part inattendue de ses décisions de politique monétaire (voir, par exemple, Poole et Rasche, 2003), et par une absence de diminution ou une augmentation de la sensibilité des taux d'intérêt du marché en réaction aux nouvelles macroéconomiques.

10. La période considérée débute le jour de la diffusion du premier calendrier de dates d'annonce préétablies. Nous excluons les données des trois mois qui ont suivi les attentats terroristes du 11 septembre 2001 en raison du risque de distorsion.

concernant le taux directeur diffusés avant le 22 juillet 2004 renferment une déclaration prospective, nous mesurons la réaction des taux d'intérêt aux communiqués qui comportent une telle déclaration par rapport à ceux qui n'en comportent pas.

Méthode et résultats

Mesurer la réaction des marchés aux communications de la banque centrale est un parcours semé d'embûches¹¹. En premier lieu, il est difficile d'apprécier la portée de ces communications, de même que leur orientation — vue sous l'angle de la conduite de la politique monétaire —, quand on ne peut quantifier et caractériser systématiquement leur contenu. Au surplus, on ne peut aisément mesurer les attentes des marchés quant à la substance de ces messages et, partant, évaluer la portée ou le signe d'une communication inattendue. Pour toutes ces raisons, nous ne cherchons pas à mesurer qualitativement la teneur des communications. Nous nous limitons plutôt à vérifier si les marchés ont perçu de nouveaux éléments d'information importants dans les messages de la banque centrale, ce qui se manifesterait par une volatilité des taux accrue les jours de diffusion d'une communication par rapport aux autres jours. Facteur de complication supplémentaire, d'autres événements coïncidant avec une communication de la Banque pourraient être à l'origine de la réaction des opérateurs et de la variation des taux d'intérêt. Pour isoler l'incidence des messages de la Banque sur les taux, nous utilisons un modèle de régression en deux étapes. Nous commençons par neutraliser la présence des autres nouvelles influant sur le marché, selon la description qui suit. Ainsi, nous obtenons :

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta ON_t + \beta_2 \Delta ff_t + \beta_3 \Delta ef_t + \beta_4 \Delta T2_t + \sum_{i=1}^n \alpha_i cmac_{i,t} + \sum_{j=1}^m \alpha_j usmac_{j,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Dans l'équation (1), nous rendons compte de la présence des autres nouvelles en calculant la régression de la variation d'un jour à l'autre de divers taux d'intérêt clés au Canada (Δy_t) sur la part inattendue des décisions de politique monétaire au pays (ΔON_t), la part inattendue des décisions de politique monétaire aux États-Unis (Δff_t), les variables de contrôle

11. Nous mesurons la réaction des marchés aux communications de la Banque du Canada à l'aide de la méthode présentée par Reeves et Sawicki (2007).

représentant les communications du Comité de l'open market de la Réserve fédérale (Δef_t et $\Delta T2_t$), et la part inattendue des nouvelles macroéconomiques au Canada et aux États-Unis ($cmac_{i,t}$ et $usmac_{j,t}$, respectivement)¹².

Une fois ces autres événements pris en compte, nous lions la variance inexpliquée des taux d'intérêt (c.-à-d. le carré des résidus de l'équation [1]) aux communications. Pour ce faire, nous procédons à la régression suivante :

$$\varepsilon_{i,t}^2 = \delta_0 + \delta_1 Vix_t + \sum_{j=1}^3 \gamma_j comm_{j,t} + \eta_{i,t}, \quad (2)$$

où $\varepsilon_{i,t}^2$ est le carré des résidus de l'équation (1) pour le taux d'intérêt i et où $comm_{j,t}$ désigne la j^e catégorie de communication, laquelle intervient comme une variable muette égale à 1 les jours de publication d'un communiqué d'annonce du taux directeur aux dates préétablies, d'une livraison du *Rapport sur la politique monétaire* ou d'un discours (c.-à-d. $j = 1, 2$ ou 3), et à 0 autrement. Nous comparons ensuite la variance des taux observée les jours de diffusion d'une communication par rapport à la variance moyenne pour tous les autres jours, et nous introduisons l'indice VIX (Vix_t) pour rendre compte de la diminution progressive de la volatilité des marchés sur la période étudiée¹³.

Nous répétons ces deux équations pour chacun des taux d'intérêt clés pris en considération, à savoir le taux CDOR à 3 mois, les taux des contrats à terme sur acceptations bancaires à échéance constante (BAX) à 90, 180 et 270 jours interpolés à partir des taux des quatre premiers contrats BAX, ainsi que les rendements, calculés à partir de la courbe de rendement coupon zéro, des obligations de référence à échéance constante de 2, 5 et 10 ans émises par le gouvernement du Canada^{14, 15}.

12. Voir la description détaillée de ces variables de contrôle en annexe.

13. L'indice VIX (surnommé fréquemment l'« indice de la peur ») est une mesure courante de la volatilité globale des marchés financiers mondiaux. Il mesure la volatilité implicite établie à partir de contrats d'option sur l'indice S&P 500.

14. Johnson (2003) a établi que le taux CDOR à trois mois, auquel sont réglés les contrats BAX, constituait une mesure fiable des attentes du marché.

15. Johnson (2003) établit empiriquement que les taux des trois premiers contrats BAX sont parmi les plus représentatifs des attentes au Canada (à moins d'un an). Selon Harvey (1996), les cours des contrats à terme constituent un indicateur avancé, en ce sens qu'ils ont tendance à réagir plus rapidement aux nouvelles économiques que les taux des autres instruments du marché monétaire. On trouvera de plus amples renseignements sur le marché des contrats BAX dans les articles de Johnson (2003) et de Harvey (1996).

Tableau 1

Incidence des communications de la Banque du Canada sur la volatilité des marchés

$$\varepsilon_{i,t}^2 = \delta_0 + \delta_1 \text{Vix}_t + \sum_{j=1}^3 \gamma_j \text{comm}_{j,t} + \eta_{i,t}$$

Taux d'intérêt	Communiqué d'annonce du taux directeur aux dates préétablies (γ_1)	Rapport sur la politique monétaire (γ_2)	Discours (γ_3)
Taux CDOR à 3 mois	0,772 (0,392)	5,944 (0,289)	0,261 (0,776)
Acceptations bancaires (BAX) à 90 jours	14,761 (0,001)	17,014 (0,295)	6,431 (0,060)
BAX à 180 jours	24,930 (0,004)	24,463 (0,212)	15,586 (0,021)
BAX à 270 jours	26,570 (0,010)	23,963 (0,234)	16,241 (0,037)
Obligations à 2 ans	14,975 (0,023)	14,333 (0,249)	5,236 (0,177)
Obligations à 5 ans	5,146 (0,283)	4,547 (0,519)	2,121 (0,460)
Obligations à 10 ans	-0,251 (0,934)	-0,833 (0,863)	0,432 (0,844)

Nota : Les résultats significatifs au seuil de 5 % figurent en gras. Le degré de signification (p) est indiqué entre parenthèses.

Sur l'ensemble de la période considérée (Tableau 1), nous constatons que les communiqués concernant le taux directeur ont une incidence marquée sur la volatilité des taux à court et à moyen terme, ce qui semble indiquer que ces messages renferment en général de « nouveaux » éléments d'information importants sur les perspectives à courte et moyenne échéances. Cela n'a rien d'étonnant, car les communiqués, en plus d'annoncer la décision relative au taux directeur, exposent les motifs de la décision, contiennent une mise à jour de l'opinion du Conseil de direction sur les perspectives économiques et, depuis quelque temps, des indications sur l'orientation future de la politique monétaire et une analyse de la résultante des risques entourant les perspectives.

Il est intéressant de noter que les taux du marché ne réagissent pas fortement à la parution du *Rapport sur la politique monétaire* (comme l'illustrent les coefficients non significatifs de la colonne 2 du Tableau 1), même si cette publication constitue le principal véhicule de diffusion et d'actualisation du point de vue de la

Banque sur l'état de l'économie et son évolution probable. La situation tient peut-être au fait que le *Rapport* paraît relativement tôt après le communiqué d'annonce du taux directeur. Vu la convergence intrinsèque des deux documents, le *Rapport* ne fournit pas nécessairement beaucoup d'information nouvelle pour les marchés, par comparaison au communiqué. Autre élément à souligner, les discours exercent un effet prononcé sur certains taux du marché. Si l'on considère que leur contenu s'écarte rarement de l'analyse présentée dans les pages du *Rapport*, c'est là un constat surprenant. Une analyse de sensibilité nous permettra d'en vérifier la robustesse. Nous observons de fait qu'il suffit de retirer 2 des 98 discours que compte notre échantillon — soit ceux qui ont provoqué la plus vive réaction sur les marchés — pour que les résultats ne soient plus significatifs au seuil de 5 %, ce qui nous amène à conclure qu'en général, les discours n'ont pas d'influence marquée sur les taux au cours de la période examinée.

Ces constatations donnent à penser que les marchés centrent leur attention sur les déclarations prospectives et y voient l'esquisse d'un engagement préalable.

Afin de déterminer si l'intégration de déclarations prospectives a réellement permis d'améliorer la transparence de la politique monétaire menée par la Banque, nous reprenons les régressions sur les deux sous-périodes divisées par le 22 juillet 2004 (date à laquelle la Banque a commencé à inclure systématiquement de telles déclarations à ses communications), et nous comparons les résultats de chaque sous-période avec ceux de l'échantillon complet. Durant la première sous-période (qui s'étend d'octobre 2000 à juillet 2004), alors que les déclarations prospectives sont rares et irrégulières, les communiqués concernant le taux directeur et les discours agissent fortement sur les taux à diverses échéances (ce constat se vérifie pour l'ensemble de l'échantillon). Dans la deuxième sous-période, en revanche, aucune communication n'a d'effet notable sur quelque taux que ce soit, à une exception près. Ces constatations semblent corroborer l'hypothèse selon laquelle les marchés centrent leur attention sur les déclarations prospectives et y voient l'esquisse d'un

engagement préalable car, contrairement à ce qui ressort des résultats précédents, les valeurs correspondant aux communiqués ne sont plus significatives au seuil de 5 %. Le changement pourrait toutefois être attribuable aux progrès enregistrés par les marchés dans leur compréhension de la fonction de réaction de la politique monétaire depuis l'instauration du régime de dates d'annonce préétablies. Autrement dit, les asymétries d'information à ce sujet seraient moins fréquentes, de sorte que les communications de la banque centrale comporteraient moins d'information nouvelle pour les marchés. Nous examinerons cette possibilité dans l'analyse qui suit.

Pour notre deuxième test, nous modifions l'équation (2) en y introduisant une variable muette croisée qui prend la valeur 1 lorsque le communiqué concernant le taux directeur contient une déclaration prospective, et la valeur 0 autrement. Le coefficient de cette variable muette correspond au changement observé dans la réaction des marchés lorsque le communiqué d'annonce du taux directeur renferme une déclaration prospective comparativement à l'ensemble des communiqués diffusés les jours d'annonce préétablis. Ainsi, nous obtenons :

$$\varepsilon_{i,t}^2 = \delta_0 + \delta_1 Vix_t + \gamma comm_{1,t} + \beta comm_{1,t} * DP_t + \eta_{i,t}, \quad (3)$$

où $comm_{1,t}$ est égal à 1 aux dates d'annonce préétablies, et à 0 autrement, tandis que DP_t prend la valeur 1 lorsque le communiqué relatif au taux directeur comprend une déclaration prospective, et la valeur 0 autrement. Nous estimons l'équation (3) sur l'ensemble de l'échantillon. La somme des valeurs estimées de γ et de β représente la réaction moyenne des marchés (c.-à-d. l'incidence moyenne sur la variance des taux d'intérêt) aux dates d'annonce préétablies pour lesquelles le communiqué inclut une déclaration prospective, alors que la valeur estimée de γ , prise isolément, correspond à la réaction moyenne des marchés aux dates d'annonce préétablies dans l'échantillon complet. Si les marchés ne tiennent aucun compte de l'information sur les perspectives économiques que contient le communiqué — hors la déclaration prospective elle-même —, la variable muette croisée supplémentaire devrait être affectée d'un coefficient β négatif et significatif. Le Tableau 2 montre que les coefficients des variables muettes croisées (dans chaque régression de taux d'intérêt clé) sont en général négatifs

Tableau 2

Incidence de l'intégration de déclarations prospectives aux communiqués d'annonce du taux directeur

$$\varepsilon_{i,t}^2 = \delta_0 + \delta_1 Vix_t + \gamma comm_{1,t} + \beta comm_{1,t} * DP_t + \eta_{i,t}$$

Taux d'intérêt	Coefficient de la variable du communiqué (γ)	Coefficient de la variable muette croisée du communiqué (β)
Taux CDOR à 3 mois	2,631 (0,098)	-3,875 (0,021)
Acceptations bancaires (BAX) à 90 jours	22,098 (0,001)	-15,633 (0,060)
BAX à 180 jours	41,124 (0,003)	-34,205 (0,036)
BAX à 270 jours	49,141 (0,003)	-46,766 (0,016)
Obligations à 2 ans	26,548 (0,019)	-23,285 (0,070)
Obligations à 5 ans	13,558 (0,104)	-16,551 (0,078)
Obligations à 10 ans	3,889 (0,437)	-7,979 (0,180)

Nota : Les résultats significatifs au seuil de 5 % figurent en gras. Le degré de signification (p) est indiqué entre parenthèses.

et significatifs, ce qui cadre avec notre hypothèse d'une prévisibilité accrue de la Banque du Canada dans la deuxième sous-période de l'échantillon.

Pour terminer, nous vérifions si les nouvelles d'ordre macroéconomique ont moins d'effet sur les variations des taux d'intérêt depuis que la Banque intègre systématiquement des déclarations prospectives à ses communiqués concernant le taux directeur. À cette fin, nous ajoutons à l'équation (1) des variables muettes croisées représentant les annonces macroéconomiques. Ces variables supplémentaires correspondent au produit des variables des annonces macroéconomiques par une variable muette égale à 1 pour la période du 22 juillet 2004 au 31 mai 2007, et égale à 0 autrement. Pour introduire ces variables additionnelles, nous modifions légèrement l'équation (1), de sorte que nous obtenons :

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta ON_t + \dots + \sum_{i=1}^n \alpha_i cmac_{i,t} + \sum_{i=1}^n \gamma_i cmac_{i,t} * Vmuette_t + \varepsilon_t, \quad (4)$$

où V_{muette_t} prend la valeur 1 entre le 22 juillet 2004 et le 31 mai 2007, et la valeur 0 autrement. Si les marchés comprennent mieux (moins bien) la fonction de réaction de la banque centrale, les variables muettes croisées représentant les nouvelles macroéconomiques relatives au Canada devraient être affectées de coefficients (γ_i) positifs (négatifs) et significatifs, indiquant que les opérateurs réagissent davantage (moins) à la diffusion de nouvelles sur l'économie intérieure. Nous observons que, pour tous les taux d'intérêt clés, la majeure partie (11 sur 14) des variables muettes croisées correspondant à la part inattendue des annonces macroéconomiques (γ_i) sont négatives. Il semble donc que les marchés réagissent moins aux nouvelles d'ordre macroéconomique touchant le Canada au cours de la deuxième sous-période, ce qui conforte notre hypothèse d'une prévisibilité accrue¹⁶.

Conclusion

À la lumière de notre analyse, il semble que les indications sur l'évolution du taux directeur que la Banque du Canada a intégrées récemment dans ses communications n'aient peut-être pas encore aidé les participants aux marchés à mieux comprendre sur quelles données économiques clés elle fonde ses décisions de politique monétaire. En fait, notre étude donne à penser que, bien qu'elles aient été conçues dans un souci de conditionnalité, les déclarations prospectives ont rendu plus prévisibles les décisions de la Banque concernant le taux directeur, mais n'ont pas nécessairement amélioré la compréhension des marchés à l'égard de sa fonction de réaction de la politique monétaire.

Comme n'importe quelle étude empirique, celle-ci comporte plusieurs lacunes importantes. Premièrement, nous avons constaté des problèmes découlant de la taille limitée de notre échantillon. Parce que nous nous sommes principalement concentrés sur la seconde sous-période, nous avons restreint le nombre de communications publiées aux dates d'annonces préétablies, ce qui a probablement réduit la robustesse de notre méthodologie empirique. Par ailleurs, l'étude présente certaines faiblesses liées à un contexte économique différent pendant la première et la seconde sous-période; ainsi, il n'y a eu que quelques changements d'orientation de la politique monétaire au cours de la période tout entière, mais aucune n'a eu lieu au cours de la seconde sous-période, qui est celle pendant

laquelle la publication de déclarations prospectives a été systématique. Cette sous-période présente donc un degré moindre d'incertitude et a connu un moins grand nombre de chocs et de nouvelles macroéconomiques incitant à une réaction, ce qui peut avoir contribué à certains de nos résultats indiquant, pour cet échantillon partiel, une perte d'influence des variables macroéconomiques sur les taux d'intérêt. En outre, notre travail empirique semble montrer que la forme préexistante de la courbe de rendement au moment de la communication a un effet sur la manière dont les marchés réagissent aux nouvelles sur toute la gamme des échéances.

Une mise en garde connexe tient au fait que la Banque du Canada n'a pas profondément modifié son point de vue sur les perspectives économiques en matière d'inflation dans la période de l'échantillon pendant laquelle elle a systématiquement incorporé une déclaration prospective aux communiqués d'annonce de son taux directeur. Dans ceux-ci, l'institution souligne d'ailleurs qu'elle ne réagit pas à un choc macroéconomique ou à un événement inattendu ponctuel. La réaction plus limitée des taux du marché aux nouvelles macroéconomiques au cours de la seconde sous-période pourrait refléter, en partie, une meilleure compréhension, par le marché, de la façon dont la Banque réagit à l'accumulation de données macroéconomiques. Par conséquent, au lieu d'une réaction vigoureuse à un choc macroéconomique ponctuel, on observe chez les participants aux marchés, qui disposent d'une quantité de données dont notre étude ne peut rendre compte, une évolution plus graduelle des attentes à l'égard du taux directeur.

Enfin, l'utilisation de données à une fréquence quotidienne peut aussi avoir influé sur nos résultats, car il est impossible de tenir compte de tous les autres chocs qui frappent le marché la même journée. Des données portant sur les échanges intrajournaliers pourraient engendrer des résultats différents.

Ceci dit, les dirigeants de banque centrale s'accordent généralement sur le fait que l'inclusion de la conditionnalité et de l'incertitude dans ce type d'indications relatives à la politique monétaire demeure problématique. Leurs discussions visent à soupeser les risques et les avantages de ces communications et à examiner les différents moyens préconisés pour intégrer la notion de conditionnalité aux stratégies de communication. Par conséquent, pour déterminer dans quelle mesure elles peuvent révéler leurs perspectives en matière de politique monétaire, les banques centrales ont recours

16. Plusieurs de ces variables muettes croisées à coefficient négatif sont également significatives au seuil de 5 %. Par ailleurs, sur les quelques-unes dont le coefficient est positif, aucune n'est significative au seuil de 5 %.

à tout un éventail de stratégies. À une extrémité de celui-ci, on trouve une stratégie qui revient à ne donner aucune indication quant à l'orientation future mais à être simplement plus explicite sur la manière dont un changement touchant les variables macroéconomiques clés peut se répercuter sur la résultante des risques entourant les vues de l'institution, et, à l'autre extrémité, une stratégie qui consiste à publier régulièrement des prévisions du taux directeur. Il n'existe peut-être pas de stratégie de communication « idéale » qui puisse atténuer suffisamment le risque que les marchés voient dans les indications sur la politique monétaire une information exempte de conditionnalité ou d'incertitude^{17, 18}. Toutefois, si l'on décide de fournir des

signaux ou des indications concernant la politique monétaire, il ne faut pas oublier que le but est de permettre aux marchés de mieux comprendre la fonction de réaction caractéristique de la politique monétaire de la banque centrale, et non simplement d'augmenter la capacité des marchés d'anticiper les futures mesures de politique monétaire. En adaptant sa stratégie de communication dans ce sens, la banque centrale sera bien placée pour obtenir le résultat recherché : accroître la transparence de la politique monétaire pour renforcer l'efficacité de son mécanisme de transmission.

17. Walsh (2008) établit une distinction connexe entre une *meilleure information* et un *surcroît d'information* que la banque centrale peut dispenser au sujet de ses perspectives économiques : une *meilleure information* se traduirait toujours par une amélioration du bien-être, tandis qu'un *surcroît d'information* aurait des effets incertains sur le bien-être.

18. Van der Cruysen, Eijffinger et Hoogduin (2008) montrent qu'il existe vraisemblablement un degré intermédiaire optimal de transparence pour les banques centrales, au-delà duquel les marchés pourraient commencer à attacher trop d'importance à leurs prévisions ou bien devenir « perdus » devant la quantité croissante d'information qu'ils reçoivent.

Ouvrages et articles cités

- Blinder, A. S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan et D.-J. Jansen (2008). *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, document de travail n° 161, Center for Economic Policy Studies.
- Fay, C., et T. Gravelle (2009). *Has the Inclusion of Forward-Looking Statements in Bank of Canada Communications Made the Bank More Transparent?*, document de travail, Banque du Canada. À paraître.
- Harvey, N. (1996). « Le marché des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 19-36.
- Issing, O. (2005). « Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 87, n° 2, p. 65-83.
- Jen, S. (2007). *Currency Economics: My Thoughts on Currencies*, Morgan Stanley, 26 février.
- Johnson, G. (2003). « La mesure des attentes de taux d'intérêt au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 19-29.
- Kahn, G. A. (2007). « Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency? », *Economic Review*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, vol. 92, n° 1, p. 25-51.
- Kennedy, S. (2008). *La transparence a-t-elle des limites?*, discours prononcé devant l'Association des femmes en finance du Québec, Montréal (Québec), 8 janvier.
- Kohn, D. L. (2005). *Central Bank Communication*, discours prononcé à la réunion annuelle de l'American Economic Association, Philadelphie (Pennsylvanie), 9 janvier, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale.
- Moessner R., T. Gravelle et P. Sinclair (2005). « Measures of Monetary Policy Transparency and the Transmission Mechanism », *How Monetary Policy Works*, sous la direction de L. Mahadeva et P. Sinclair, New York, Routledge, p. 257-294.
- Moessner, R., et W. Nelson (2008). *Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning*, document de travail n° 246, Banque des Règlements Internationaux.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Poole, W., et R. H. Rasche (2003). « The Impact of Changes in FOMC Disclosure Practices on the Transparency of Monetary Policy: Are Markets and the FOMC Better “Synched”? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 85, n° 1, p. 1-9.
- Reeves, R., et M. Sawicki (2007). « Do Financial Markets React to Bank of England Communication? », *European Journal of Political Economy*, vol. 23, n° 1, p. 207-227.
- Rudebusch, G. D. (2008). *Publishing Central Bank Interest Rate Forecasts*, FRBSF Economic Letter n° 2008-02, Banque fédérale de réserve de San Francisco.
- Sims, C. A. (2003). « Implications of Rational Inattention », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 3, p. 665-690.
- Van der Cruijssen, C. A. B., S. C. W. Eijffinger et L. Hoogduin (2008). *Optimal Central Bank Transparency*, Centre for Economic Policy Research, coll. « CEPR Discussion Papers », n° 6889.
- Walsh, C. E. (2008). « Announcements and the Role of Policy Guidance », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 90, n° 4, p. 421-442.

Annexe : Les variables de contrôle

Nous calculons la part inattendue des annonces d'ordre macroéconomique à l'aide de la formule suivante :

$$mac_{i,t}^u = \frac{(X_{i,t} - X_{i,t}^e)}{\Omega_i^x}, \quad (1)$$

où le numérateur $X_{i,t} - X_{i,t}^e$ exprime l'écart entre la valeur effective et la valeur attendue par les marchés de la i^e annonce macroéconomique le jour t , et où Ω_i^x est l'écart-type sur l'ensemble de l'échantillon de la part inattendue de la i^e annonce macroéconomique. Cette variable est nulle les jours où aucune donnée macroéconomique n'est publiée.

Les attentes ou prévisions formées par les marchés financiers et à partir desquelles nous calculons la part inattendue d'une annonce macroéconomique proviennent des enquêtes que la firme Bloomberg mène avant chaque annonce. Notre étude porte sur le sous-ensemble des variables indépendantes représentant la part inattendue des annonces macroéconomiques qui sont significatives au seuil de 5 % dans notre échantillon. Pour le Canada, ces annonces sont celles qui touchent l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'indice des prix à la consommation, l'emploi, le produit intérieur brut, les mises en chantier, l'indice Ivey des gestionnaires en approvisionnement, les indicateurs avancés, les expéditions de biens manufacturés et les ventes au détail. Pour les États-Unis, il s'agit des annonces concernant l'indice fondamental des prix à la consommation, le produit intérieur brut, le salaire horaire, la production industrielle, l'indice de l'Institute for Supply Management, l'emploi hors agriculture, les indices fondamental et global des prix à la production, la balance commerciale et le chômage.

La part inattendue des décisions de politique monétaire au Canada correspond à la variation d'un jour à l'autre du taux des acceptations bancaires à un mois les jours d'annonce du taux directeur. Cette variable est nulle les autres jours.

La part inattendue des décisions de politique monétaire aux États-Unis est calculée à l'aide de la formule suivante :

$$\Delta ff_t^u = [D/(D-d)] * \Delta ff1_t, \quad (2)$$

où D désigne le nombre total de jours dans le mois, d est le jour du mois où le Comité de l'open market de la Réserve fédérale rend une décision, et $\Delta ff1_t$ correspond à la variation des taux à terme le jour de l'annonce d'une décision de politique monétaire (y compris les décisions prises en dehors du calendrier officiel des réunions). Cette variable est nulle les autres jours.

Pour rendre compte de l'incidence des communications du Comité de l'open market sur les taux au Canada, nous incluons la variation d'un jour à l'autre du deuxième contrat à terme sur l'eurodollar ainsi que celle des bons du Trésor à deux ans de l'émission courante les jours où le Comité publie un communiqué ou un procès-verbal et où il témoigne.