

## REMERCIEMENTS

*Ce travail a été mené à bien et à terme grâce au soutien et aux conseils de nombre de personnes que je tiens à remercier vivement.*

*Je tiens, tout d'abord, à adresser mes remerciements à mon Directeur de Recherche, Monsieur Mohamed Daouas qui m'a assisté tout au long de ce travail avec rigueur et bienveillance. Je lui saurais gré de sa disponibilité, de ses conseils précieux et de toutes ses remarques pertinentes durant ce projet. Cela fut un grand plaisir de travailler avec lui.*

*Je tiens, ensuite, à exprimer ma reconnaissance pour toutes les personnes qui m'ont reçu dans la Banque Centrale de Tunisie et plus particulièrement ceux de la Direction Générale de la Politique Monétaire. Mes remerciements les plus distingués s'adressent à Mme Rim Kholi et Mr Moez Lajmi, mais également à Mr Makni Aymen pour son accueil chaleureux, sa disponibilité, et ses remarques judicieuses qui m'ont été d'une grande aide.*

*Mes plus profonds remerciements vont à ma mère. Elle a su me donner toutes les chances pour réussir. Qu'elle trouve, dans la réalisation de ce travail, l'aboutissement de ses efforts ainsi que l'expression de ma plus affectueuse gratitude. Plus personnellement, je remercie mon fiancé, Wajdi Bendhia, pour son aide et son écoute. Tout au long de mon cursus, il m'a toujours soutenu, encouragé et aidé.*

*Je voudrais également remercier tous les professeurs et les personnels administratifs de l'IFID.*

*Enfin, qu'il me soit permis de remercier les membres du jury qui ont eu l'amabilité de vouloir bien accepter d'évaluer ce travail. Espérant qu'ils trouveront dans ce mémoire de quoi être satisfaits et auront ma gratitude de l'enrichir avec leurs critiques.*

## SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE.....	5
CHAPITRE 01 : STRATEGIES DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	11
Section01: Modalités de conduite de la politique monétaire .....	12
Section02: Ciblage d'inflation .....	20
Section03: Les mécanismes de transmission de la politique monétaire.....	27
CONCLUSION .....	31
CHAPITRE 02: LA COMMUNICATION ET SON RÔLE DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	32
Section01: Communication de la banque centrale: Une révolution théorique et pratique... 33	
Section02 : La communication : Un instrument de la politique monétaire.....	43
Section03 : Effets des annonces de la banque centrale sur l'activité économique et le marché financier: Revue de la littérature .....	47
CONCLUSION .....	52
CHAPITRE 03: COMMUNICATION DE LA BANQUE CENTRALE DE TUNISIE : STRATEGIE ET EVALUATION .....	55
Section01 : Stratégie de communication de la BCT : De l'opacité vers la transparence.....	56
Section02 : Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT : Méthodologie .....	61
Section03: Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT : Résultats et recommandations.....	76
CONCLUSION .....	82
CHAPITRE 04 : RÔLE DE LA COMMUNICATION DE LA BCT DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	83
Section01 : La conduite de la politique monétaire en Tunisie .....	83
Section02: Rôle des annonces de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire ..	91
CONCLUSION .....	105
CONCLUSION GENERALE .....	107
Bibliographie .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
LISTES DES ANNEXES.....	118

## LISTES DES TABLEAUX

Tableau 1: Degré de transparence des banques centrales de l'OCDE .....	38
Tableau 2: Exemples de formes de communication des banques centrales .....	39
Tableau 3: Les publications de la BCT et leurs périodicités .....	56
Tableau 4: Le degré de transparence de la BCT .....	60
Tableau 5: Comptage des mots: Statistiques descriptives .....	65
Tableau 6: Extrait de la liste d'adjectifs subjectifs détectée par TROPES .....	66
Tableau 7: Récapitulatif des variables composant l'indice de communication .....	75
Tableau 8: Indice de communication de la BCT et analyses descriptives .....	77
Tableau 9: Description des variables objet de l'étude .....	93
Tableau 10: Ordre d'intégration des variables .....	97
Tableau 11: Choix de nombre de retards optimal .....	99
Tableau 12: Résultats et Hypothèses .....	108

## LISTE DES FIGURES

Figure 1: Interventions de la BCT sur le marché monétaire .....	18
Figure 2: Résultat du comptage des mots des CCA .....	63
Figure 3: Poids de chaque sujet dans les CCA.....	65
Figure 4: Incertitude des agents économiques quant à la prochaine décision de la politique monétaire.....	70
Figure 5: La variation du taux directeur de la BCT par rapport à la règle de Taylor.....	71
Figure 6: La fréquence de changement d'Outlook par la BCT.....	73
Figure 7: Indice de communication de la BCT .....	77
Figure 8: Evolution du Produit Intérieur Brut.....	86
Figure 9: Evolution de l'inflation .....	87
Figure 10: Evolution de la liquidité bancaire .....	89
Figure 11: Les relations de causalité au sens de Granger entre les variables.....	98
Figure 12: Réponse du TMM à un choc de communication .....	100
Figure 13: Réponse du cours des actions au choc de politique monétaire et au ce de communication .....	101
Figure 14: Réponses de l'inflation et de la croissance aux chocs de la communication et de la politique monétaire.....	103
Figure 15: Réponse de TCER aux chocs de la communication .....	104

## INTRODUCTION GENERALE

Au-paravent, les banques centrales étaient souvent mystérieuses, et ne communiquaient que peu sur leurs objectifs et stratégies. Seules les statistiques monétaires et les agrégats économiques étaient communiquées périodiquement. Or, les différentes crises financières et économiques que le monde a vécues ont mis en exergue cette obscurité en matière de prise de décision et ont révélé la nécessité d'une certaine transparence des banques centrales. En effet, dans des circonstances exceptionnelles, notamment de crise, les banques centrales se doivent d'apaiser la panique sur les marchés financiers, d'assurer la continuité du fonctionnement des marchés interbancaires et d'empêcher l'effondrement des institutions financières systémiques (Nier, 2009).

Dans ces circonstances, les travaux de recherches se sont multipliés pour appréhender l'effet des annonces des banques centrales sur l'activité économique et les marchés financiers. Entre autres exemples, nous citons Demir et Yigit (2008) qui ont abordé le thème de la communication dans le cadre d'une stratégie de ciblage de l'inflation. Ils ont inspecté l'effet des annonces des cibles d'inflation sur la construction de la crédibilité de la banque centrale et l'ajustement des anticipations des agents économiques. Ils ont opté pour une modélisation TVC-VAR (Time Varying Coefficients VAR) pour mesurer la crédibilité de la banque centrale et ils ont démontré que la précision et la fréquence des annonces des cibles d'inflation ont un effet positif et significatif sur l'intéressement des agents aux annonces de la politique monétaire.

Kahvecia et Odabaşb (2015) ont tenté d'examiner les annonces de trois autorités monétaires: la Réserve Fédérale des Etats Unis (Fed), la Banque Centrale Européenne (BCE) et la Banque Centrale de Turquie, et ce, avant et après les différentes crises financières mondiales. Leur objectif était de détecter un quelconque changement d'intonation dans les annonces et son effet sur l'économie. Le résultat obtenu était relatif et différait d'un pays à l'autre. Pour ce qui est de la Fed, ses annonces étaient moins optimistes et beaucoup plus explicites. Quant à la BCE et à la Banque Centrale de Turquie, aucun changement significatif n'a été détecté au niveau de l'intonation de leurs annonces.

S'agissant finalement d'Hansen et McMahon (2016), ils ont exploré comment les différents aspects de la communication du Comité fédérale d'open market (FOMC) affectent les variables du marché et ceux de l'économie réelle. Ils ont quantifié à travers la linguistique informatique<sup>1</sup>, le contenu informationnel des annonces sur l'état actuel de l'économie et les futures décisions de la politique monétaire. En employant ces mesures dans le cadre d'un vecteur autorégressif à facteurs augmentés (FAVAR), ils ont constaté que l'effet des chocs de la communication des perspectives économiques sur le marché financier et les variables économiques est plus important que celui des conditions économiques actuelles.

Parallèlement, nous n'avons pas manqué de porter notre attention sur la Tunisie qui constituera notre cadre d'étude. En effet, la période transitoire par laquelle est passée le pays au lendemain de la Révolution du 14 Janvier 2011 a mis en relief l'importance du rôle joué par les autorités monétaires dans l'assurance du public, le soutien du secteur bancaire et la préservation de la valeur de la monnaie. Plusieurs faits stylisés ont caractérisé l'économie tunisienne depuis 2011. A cet égard, la Banque centrale de Tunisie (BCT) a fait face, depuis le début de 2012, à la résurgence des tensions inflationnistes. Le taux d'inflation a dépassé les 5%, pour s'établir en moyenne à 5,1% en 2012. Par conséquent, le régulateur a graduellement resserré sa politique monétaire en augmentant à 4 reprises le taux directeur qui est passé de 3,5% (en vigueur à partir du 5 septembre 2011) à 4.75% (en juin 2014.) Ces manoeuvres avaient pour but d'envoyer un signal fort aux opérateurs économiques quant à l'aptitude de la BCT à agir sur leurs anticipations inflationnistes. Néanmoins, cette démarche aurait dû être appuyée par une stratégie de communication permettant de ramener, plus rapidement, l'inflation à son niveau souhaitable.

En outre, au cours de la période s'étalant entre mai 2011-mai 2013, et suite à un jumelage institutionnel avec la Banque de France, la BCT a œuvré à mettre en place les pré-requis nécessaires à l'implémentation d'un nouveau cadre de politique monétaire axé sur le ciblage de l'inflation. Ledit ciblage de l'inflation est une stratégie de conduite de la politique monétaire ayant pour objectif explicite le maintien de la stabilité des prix et la fixation d'une cible pour l'évolution du taux d'inflation. Cette cible est identifiée à partir d'un modèle

---

<sup>1</sup> La linguistique informatique est un champ interdisciplinaire basé sur une modélisation symbolique (à base de règles) ou statistique du langage naturel établie dans une perspective informatique.

général d'anticipation rationnelle basé sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire (Aguir, 2012). En ce qui concerne la stratégie de ciblage de l'inflation, elle se déploie au niveau du canal des anticipations et utilise les annonces du conseil d'administration de la BCT pour ajuster le comportement des agents économiques. Les décisions annoncées, qu'il s'agisse d'une modification du taux directeur, du changement du taux de la réserve obligatoire, ou encore d'une action sur le corridor de fluctuation des taux du marché, sont déclinées en objectifs intermédiaires et opérationnels, afin de pouvoir atteindre l'objectif final de stabilité des prix.

Eu égard à ce qui précède, il est indéniable qu'une annonce de la part de n'importe quel haut responsable, en l'occurrence le Gouverneur de la BCT, le Directeur Général de la Politique Monétaire ou encore le Ministre des Finances, impacte d'une manière immédiate ou différée l'économie du pays dans sa globalité et son secteur financier en particulier. C'est ainsi que la dernière déclaration précipitée de l'ex Ministre des Finances<sup>2</sup> a provoqué une panique sur les marchés et a accéléré la dépréciation du taux de change du dinar.

L'intérêt de notre travail de recherche réside, justement, dans l'effet que peut avoir les annonces des autorités monétaires. Nous estimons que la BCT trouverait intérêt à définir une stratégie de communication efficace, qui soit au diapason des standards internationaux afin de réussir sa migration vers la stratégie de ciblage de l'inflation. Nous envisageons, à travers cette étude, d'évaluer et codifier le contenu informationnel des communiqués de la BCT et d'apprécier leurs effets sur l'activité économique et le marché financier.

En conséquence, notre problématique se décline comme suit:

**Quelle est la stratégie de communication de la BCT et quel est son effet sur la transmission de sa politique monétaire?**

De cette problématique découlent les questions de recherche suivantes:

**🚦 Quelle est la stratégie de communication de la BCT et comment l'évaluer?**

---

<sup>2</sup> L'ex Ministre des Finances, Mme Lamia Zribi est revenue, dans sa déclaration, sur la visite de la délégation du FMI en Tunisie qui a pris fin lundi 17 avril 2017. Elle a indiqué que la véritable valeur du dinar face à l'euro est de 3 dinars et que cette valeur reflète la situation économique critique du pays.

- ✚ **Quel est la réponse du marché financier à la communication de la BCT?**
- ✚ **Quels sont les effets de la communication de la BCT sur le taux du marché monétaire (TMM), le taux de change effectif réel (TCER), l'inflation via l'indice des prix à la consommation (IPC) et la croissance économique a travers le produit intérieur brut (PIB)?**

Dans cette optique, cette recherche vise un triple objectifs: Premièrement, nous évaluerons la politique de communication actuelle de la BCT. Deuxièmement, nous procéderons à la mesure des effets de ses annonces à la fois sur l'économie réelle et le marché financier. Troisièmement, nous tenterons de proposer une structure de communication inspirée de celle de la Banque du Canada et de la Sverige Riksbank de Suède.

Ainsi, notre plan de travail sera subdivisé en deux parties;

*Dans une première partie*, nous présenterons, d'abord, les modalités de conduite de la politique monétaire et les stratégies de communication des banques centrales. Ensuite, nous examinerons le rôle de la communication dans la transmission de la politique monétaire.

*La deuxième partie* portera sur la stratégie de communication de la BCT, la construction, à travers l'évaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT, de l'indice de communication et la mesure de son effet sur le marché financier et la macroéconomie.

A cet effet, nous procédons, en premier lieu, à codifier le contenu informationnel des communiqués. Nous allons nous baser sur l'approche adoptée par Hansen et McMahon (2016). Il s'agit des méthodes d'analyse de contenu permettant d'extraire l'opinion et l'intention des banques centrales de la manière la moins subjective possible en utilisant un logiciel de "Text Mining": "TROPES". L'avantage de la méthodologie de codification est de ne pas se limiter à des proxys de la communication à savoir les décisions de taux directeur ou les interventions de la BCT sur le marché monétaire mais nous allons jusqu'à l'évaluation manuelle des textes.

**Pour le modèle économétrique** et afin de mesurer l'effet des annonces de la BCT sur le marché financier et la macroéconomie, nous allons opérer dans le cadre de l'approche de

Vecteurs Autorégressifs (VAR), en se référant aux travaux de Ronaldo et Rossi, (2010) qui ont examiné les effets sur le marché financier des annonces de la Banque nationale suisse et ceux de Hayo, Kutan et Neuenkirch, (2012) qui se sont concentrés sur les réactions du marché financier aux communications de la Fed.

*Pour les données*, nous allons nous référer au site de la BVMT pour l'indice boursier Tunindex, au site de la BCT pour ce qui est de l'évolution du taux du marché monétaire et finalement au site de l'INS pour les données sur l'inflation et le PIB.

# **Première Partie: La politique monétaire et la stratégie de communication des banques centrales**

---

*La quasi-totalité des banques centrales ont un objectif assez simple ; assurer la stabilité des prix sur un horizon plus au moins éloigné. Dans certains cas, il s'agit d'un objectif explicite de contrôle des niveaux futurs de l'inflation. C'est le cas des banques du Canada (BoC) et de la Nouvelle-Zélande (RBNZ). Dans d'autres cas, l'objectif de stabilité des prix est moins explicite, nous citons l'exemple de la Zone Euro et des Etats-Unis. Ceci pose la question de la transparence et de la communication des banques centrales. Faut-il qu'elles annoncent clairement leurs objectifs, leurs préférences et leurs prévisions économiques ? Si elles le font, il pourrait avoir un avantage en termes de crédibilité, de réduction de l'incertitude et également, un avantage d'information pour stabiliser l'économie. Par contre, si elles restent discrètes sur leurs objectifs et leurs prévisions à court et moyen terme, elles risquent, dans une certaine mesure, de nuire à la visibilité de leur comportement futur et d'induire le public en erreur et par conséquent, de réduire l'efficacité de leurs politiques monétaires<sup>3</sup>.*

*Au sein de cette première partie, nous présenterons, à travers un premier chapitre, les différentes stratégies de politique monétaire, notamment le ciblage de l'inflation, et les modalités de conduite de la politique monétaire à savoir ses objectifs, ses instruments et ses canaux de transmission. A travers le second chapitre, nous analyserons les stratégies de communication et le degré de transparence de certaines banques centrales de pays assez avancés, à savoir la Banque d'Angleterre (BoE), la RBNZ, la Réserve Fédérale (Fed)... Nous discuterons, par la suite, la manière avec laquelle les autorités monétaires utilisent leur communication pour guider et orienter les anticipations du public vers les objectifs de leurs actions.*

## **CHAPITRE 01 : STRATEGIES DE LA POLITIQUE MONETAIRE**

Avec la politique budgétaire, la politique monétaire est la deuxième principale composante de la politique de régulation macroéconomique d'un pays. En effet, la politique monétaire se définit comme étant l'ensemble des actions par lesquelles les autorités

---

<sup>3</sup> Dans certains cas rares, le maintien d'une ambiguïté constructive est nécessaire pour préserver, par exemple, la stabilité financière. C'est le fait de ne pas divulguer, en toute transparence, au marché, une situation compromise d'une banque qui risque de provoquer une crise systémique. Bien au contraire, il est recommandé dans ce cas d'arranger avec elle une stratégie de sortie de crise, avant que le marché n'en soit informé.

monétaires agissent sur l'offre de monnaie afin de remplir leur objectif de stabilité des prix ainsi que les autres objectifs de la politique économique présentés par le "Carré magique " de Kaldor à savoir la croissance, le plein emploi des facteurs de production, l'équilibre extérieur et la stabilité des prix.

## **Section01: Modalités de conduite de la politique monétaire**

Les cadres stratégiques de conduite de la politique monétaire ont connu des mutations profondes au fil des années. Une rétrospective sur les principales évolutions s'impose. Pour comprendre les stratégies de la politique monétaire, ses objectifs ainsi que ses instruments, nous allons mettre en lumière les différents évolutions et mutations que cette politique a connu et dont l'objectif est d'assurer la stabilité économique et financière en général et la stabilité des prix en particulier.

### **1.1.1 De la stabilité économique et financière à la stabilité des prix**

Au début du 20<sup>ème</sup> siècle, les autorités monétaires se chargeaient de l'objectif de la stabilité économique en général et de la stabilité des prix en particulier. L'étalon change-or caractérisait le système monétaire international. Ce dernier stipule qu'un déficit de la balance commerciale d'un pays est reflété par une sortie d'or, ce qui accroît son endettement. A titre d'exemple, aux États-Unis, le niveau d'endettement était, en 1929, de 370% de son produit intérieur brut.

Les politiques adoptées par différents gouvernements consistaient à appliquer une dévaluation monétaire pour améliorer la compétitivité de leurs exportations. Ces politiques monétaires n'ont pas atteint leur objectif de réduire le déficit de la balance des paiements. Bien au contraire, elles ont eu pour conséquence l'aggravation de l'inflation et la dépression mondiale. La première crise financière qui a marqué le 20<sup>ème</sup> siècle est celle de 1929. Ses principales causes étaient attribuées au système international de l'étalon de change-or.

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, des débats sur le système monétaire international ont été lancés en vue d'éviter les causes de la grande dépression de 1929, ce qui a abouti aux accords de Bretton Woods en 1944. À cette époque, ce sont les idées Keynésiennes qui prédominaient. L'intervention de l'Etat était indispensable afin de stabiliser

l'économie et d'assurer la stabilité des prix. Ce rôle capital joué par l'Etat dans l'orientation de l'activité économique s'est manifesté dans la prédominance de la politique budgétaire au cours des années 1950-1960 en vue d'assurer la stabilité des prix.

Cependant, le niveau de l'inflation à la fin des années 60 et la crise pétrolière du début des années 70 ont remis en cause la suprématie des politiques budgétaires. En effet, cette conjoncture économique a écarté les idées keynésiennes au profit du développement des théories néolibérales fondées par Milton Friedman. L'objectif principal était de réhabiliter le rôle de la politique monétaire dans le contexte de stabilité. Les travaux de (Friedman, 1968) et ceux de (Phelps, 1968) ont démontré l'importance des anticipations dans la conduite de la politique monétaire. Ils ont montré que l'écart de production de son niveau naturel est dû à des mauvaises anticipations sur les prix et sur les salaires et non pas à des modifications de la demande globale.

(Lucas, 1972) a validé les théories de (Friedman, 1968) et de (Phelps, 1968). Il a montré que dans un contexte d'anticipations rationnelles, il n'existe aucun arbitrage sur le court terme entre l'inflation et la production, conduisant à une stabilité des prix. Il conclut que la politique monétaire ne doit pas avoir comme objectif la stabilisation de la production, étant donné qu'elle n'est pas en mesure de le faire. Par ailleurs, le principal axe d'intervention de la politique monétaire est la stabilisation des prix. Il devrait être considéré au premier plan des actions et des objectifs de cette politique.

### 1.1.2 Définition et objectifs généraux de la politique monétaire

La politique monétaire peut se définir comme étant l'ensemble des mesures mises en œuvre par la banque centrale et destinées à agir sur le financement de l'économie. Elle a pour principal objectif de faire en sorte que l'économie dispose des liquidités nécessaires à son bon fonctionnement, de manière à réaliser une croissance équilibrée, saine et durable, et surtout non inflationniste. A cet égard, les autorités monétaires agissent quotidiennement et de manière continue pour la réalisation de leurs objectifs finaux en passant par des objectifs intermédiaires et opérationnels.

Selon Diemer, (2012) la politique monétaire a pour objet de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la croissance économique et à la réalisation du plein emploi

tout en respectant la stabilité de la monnaie au niveau interne (stabilité des prix) et au niveau externe (stabilité du change).

Pour savoir quel objectif nous pouvons assigner à la politique monétaire, nous opposons deux conceptions. Pour les Keynésiens, à savoir Gregory Mankiw et Joseph Stiglitz, la politique monétaire peut être utilisée dans un objectif de régulation conjoncturelle macroéconomique, c'est-à-dire, elle peut agir sur la production et l'emploi. Par exemple, lorsque le chômage est élevé à cause de l'insuffisance de la demande, les autorités monétaires baissent les taux d'intérêt dans le but de stimuler la demande des ménages et des entreprises et donc la production et l'emploi.

Pour les monétaristes, notamment Milton Friedman, l'objectif de la politique monétaire se réduit à la stabilisation des prix. Selon ce courant de pensée, l'inflation n'a que des causes monétaires et limiter la création monétaire est la mesure la plus appropriée pour contrer l'inflation.

Par conséquent, les objectifs finaux de la politique monétaire sont la stabilité des prix, la croissance économique non inflationniste ou le plein emploi. La politique monétaire ne peut pas viser directement ces objectifs car les banques centrales n'ont qu'un contrôle très indirect de ces grandeurs économiques, qui réagissent avec des décalages assez longs et variables aux impulsions de la politique monétaire, et ne sont observées qu'avec un retard important et une périodicité assez espacée.

### 1.1.3 Objectifs intermédiaires et opérationnels de la politique monétaire

Les objectifs intermédiaires regroupent des variables susceptibles de modifier l'offre et la demande globale et par la même d'influencer le niveau de l'activité économique. Ils concernent les taux d'intérêt à court et long terme, le crédit bancaire, les agrégats monétaires et le taux de change. Ces cibles intermédiaires n'ont pas de valeur en elles-mêmes, si ce n'est la corrélation et la relation causale qu'elles entretiennent avec les buts finaux. Elles sont mieux contrôlables et plus rapidement observables que les objectifs ultimes.

Les objectifs opérationnels s'inscrivent dans une perspective courte et accompagnent les choix de la politique générale conjoncturelle. Ils concernent les taux d'intérêt du marché

interbancaire et l'évolution de la base monétaire. Ce sont des variables qui sont directement sous le contrôle de la banque centrale. Le choix de ces objectifs et les règles définies pour les manipuler déterminent la politique monétaire au jour le jour.

Il existe deux principaux moyens d'action pour la banque centrale :

- ✚ L'action par les quantités, par laquelle la banque centrale agit sur la liquidité des banques, soit en l'augmentant soit en la diminuant, au gré de l'orientation de la politique monétaire (expansionniste ou restrictive). Un instrument privilégié pour agir sur les quantités de monnaie est la réserve obligatoire, vu son effet immédiat sur la trésorerie des banques.
- ✚ L'action par les taux, lorsque la banque centrale joue sur les trois taux directeurs qu'elle contrôle (taux de la facilité de prêt marginal, taux de la facilité de dépôt et taux des opérations principales de refinancement). Les variations de ces taux modifient le comportement des banques. La plupart des banques centrales choisissent le taux d'intérêt à court terme comme instrument. C'est le seul taux qu'une banque centrale peut effectivement contrôler de manière précise. En effet, les actifs de très court terme sont très liquides et très proches de la monnaie, et la banque centrale détient le monopole de l'émission de monnaie. En contrôlant les taux d'intérêt à court terme, elle aura une forte influence sur l'offre de liquidité. En revanche, au fur et à mesure que la maturité augmente, les taux incorporent les anticipations du marché et échappent ainsi au contrôle des autorités monétaires.

#### 1.1.4 Instruments de la politique monétaire

Les différents objectifs que nous venons de décrire renvoient à l'utilisation d'un certain nombre d'instruments qui permettent aux autorités monétaires d'agir sur l'évolution de la masse monétaire. Selon les circonstances, elles choisissent l'un ou l'autre des instruments que nous allons présenter. Ces instruments sont de deux ordres. Les uns s'attachent à un contrôle indirect de la liquidité par l'intermédiaire des marchés et via un certain nombre de règles auxquelles les banques sont soumises. Les autres relèvent du contrôle direct de la liquidité grâce à la mise en place d'un cadre réglementaire plus ou moins contraignant pour les banques.

#### 1.1.4.1 *Les instruments de contrôle direct de la liquidité*

L'encadrement du crédit est le mode de régulation monétaire le plus direct. Il consiste à contrôler la quantité de crédit octroyé par les banques. L'objectif poursuivi par cet encadrement est de lutter contre certains déséquilibres économiques en maîtrisant la croissance de la masse monétaire. Pour ce faire, les autorités monétaires choisissent de contrôler et de limiter réglementairement le montant des encours de crédit. Par conséquent, la politique mise en place aboutit à une sélection des crédits à accorder.

En Tunisie, l'encadrement du crédit a été mené jusqu'en 1987. Pour ce faire, la BCT disposait de deux instruments efficaces, à savoir l'autorisation préalable et le contrôle du refinancement. Pour le premier instrument, un crédit n'est accordé que si préalablement la BCT en donne l'accord. Pour le second instrument, les montants de crédits ne dépassant pas un certain seuil sont soumis à un contrôle strict des autorités monétaires, de sorte, qu'à un instant  $t$ , la BCT connaisse avec précision toute la quantité de monnaie qui circule dans l'économie.

L'avantage principal de l'encadrement du crédit est certainement son efficacité pour agir sur les quantités, sans pour autant entraîner de fortes variations des taux d'intérêt. Dans ce cas, la Banque centrale demeure le « maître à bord », en dosant la quantité de monnaie à injecter dans l'économie. Cependant, cette pratique présente l'inconvénient d'entraver le développement bancaire, et ceci en limitant l'encours de crédit des banques, leurs marges d'intérêts et par la suite, leurs produits nets bancaires, ce qui se répercute sur le dynamisme de l'économie. Plus précisément, la politique de crédit était édictée par la Banque centrale, sans laisser libre cours à l'initiative privée pour contribuer au développement de tel ou tel secteur de l'économie, outre le fait qu'elle induit des distorsions sur les taux d'intérêt, du moment que la tarification bancaire était encadrée, ce qui ne favorise pas la concurrence entre les banques.

La sélectivité du crédit vise à orienter les crédits vers des domaines d'activité que l'Etat souhaite voir se développer de façon prioritaire<sup>4</sup>. Ceci est atteint suivant diverses modalités. Il

---

<sup>4</sup> Nous citons, à cet effet, le Ratio Global de Financement du Développement (RGFD) et le Ratio des Activités Prioritaires (RAP) qui favorisait le financement de l'agriculture, des PME et de l'export, et qui fût abandonné en 1996.

s'agit d'actions par l'intermédiaire des taux ou des quantités ou bien par une combinaison des deux.

L'action sur les taux comporte plusieurs volets articulés sur le principe de la bonification. Cette dernière consiste à ce que l'Etat prenne en charge une partie du coût des crédits. La bonification peut être directe ; la différence entre le taux de marché et le taux bonifié est prise en charge par le budget de l'Etat. La bonification peut aussi être indirecte par le refinancement à un taux privilégié<sup>5</sup> de certains titres de créances relevant de certains domaines d'activités (Jean-Luc Bailly, 2006)

Jusqu'à 1987, les banques tunisiennes étaient soumises à « l'autorisation préalable » et à « l'accord de réescompte » que la banque centrale leur imposait, dans le but de contrôler et d'orienter le volume du crédit. L'abolition de ces autorisations a mis fin à trois décennies de contrôle a priori de la distribution du crédit. La libéralisation financière dans laquelle la Tunisie s'est engagée avec la mise en place du programme d'ajustement structurel préconisé, dès lors, par le Fonds Monétaire International, avait comme corollaire le contrôle a posteriori de l'activité bancaire d'où la genèse du contrôle indirect.

#### ***1.1.4.2 Les instruments de contrôle indirect du crédit***

Le contrôle indirect de crédit s'appuie sur divers instruments. Le principe de base du contrôle indirect est celui selon lequel la banque centrale ne limite pas de façon rigide le montant des crédits que peuvent accorder les banques. Son intervention est principalement axée sur le refinancement des banques.

Les opérations de refinancement ou la politique du taux directeur :

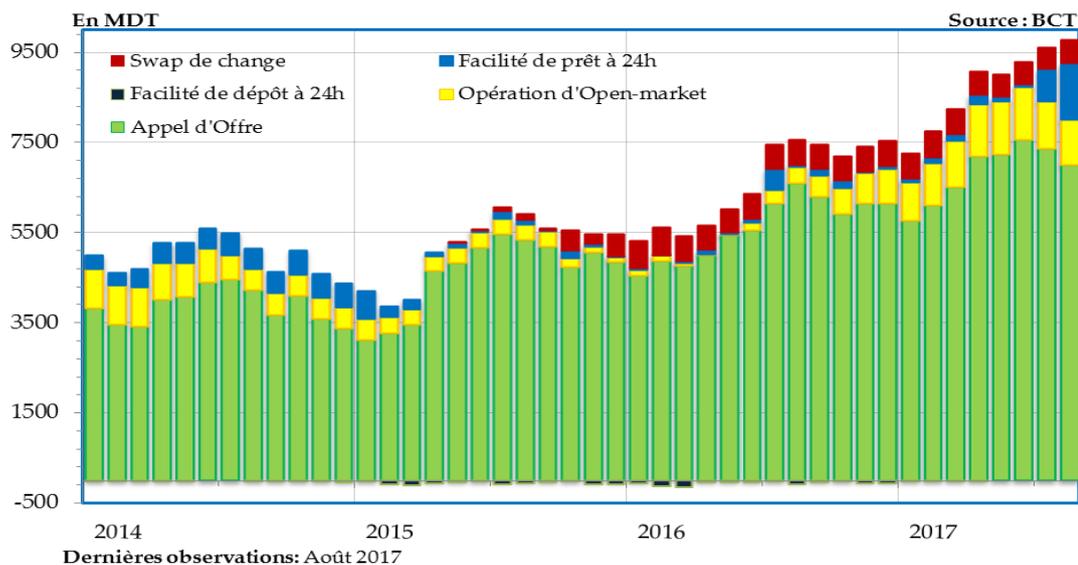
- ✚ **Le réescompte** : Lorsque les banques n'ont pas suffisamment de liquidité, elles peuvent se refinancer auprès de la banque centrale, qui est de facto le prêteur en dernier ressort, en réescomptant les effets de commerce qu'elles possèdent moyennant un taux de réescompte. En modulant le taux et le volume, la banque centrale influe sur

---

<sup>5</sup> Cette pratique était courante, en Tunisie, puisque les activités dites prioritaires étaient refinancées au taux de l'appel d'offres. Toutes les autres activités étaient financées au taux de la prise en pension de 1 à 7 jours, lequel taux était égal au taux de l'appel d'offres majoré d'un point de pourcentage.

la création monétaire et sur le niveau de liquidité de l'économie nationale. Quant à la BCT, le réescompte a été abandonnée en 1996. Ses modes d'intervention sur le marché monétaire reposent aujourd'hui, essentiellement sur les appels d'offres, qui sont les principales opérations de refinancement.

Figure 1: Interventions de la BCT sur le marché monétaire



- ✚ L'open Market : la banque centrale peut également intervenir sur le marché monétaire afin d'acheter et de vendre ferme des titres, l'objectif étant d'influencer la liquidité bancaire. En achetant ferme les titres, la banque centrale fournit des liquidités et crée de la demande sur ces titres, ce qui en fait augmenter le cours, provoquant une baisse des taux d'intérêts. En revanche, en vendant ferme des titres, la banque centrale réduit le volume des liquidités, et fait augmenter les taux d'intérêts, toutes choses étant égales par ailleurs.
- ✚ Les facilités permanentes : Ce sont des opérations de refinancement laissées à la discrétion des banques et sont de deux catégories : Les facilités permanentes de prêts et les facilités de dépôts à 24 heures qui permettent aux banques de couvrir leurs besoins ou placer leurs excédents temporaires de liquidité, afin de faire face aux fluctuations imprévues et importantes de la liquidité bancaire et assurer une évolution du taux d'intérêt à court terme dans un corridor préalablement déterminé par la banque centrale.

### 1.1.5 Politique monétaire discrétionnaire ou de règle

Suite aux travaux de (Kydlan & Prescott, 1977), il a été montré que les politiques monétaires discrétionnaires engendrent des biais inflationnistes liés aux problèmes d'incohérence temporelle. Par ailleurs, plusieurs études ont montré la supériorité des politiques de règles. Ces dernières ont évolué du ciblage des agrégats monétaires avec Friedman (1984) aux politiques de ciblage des variables reflétant l'objectif de la politique monétaire avec les travaux de (Taylor, 1993) et ceux de Rudebush et Svensson, (1999).

#### 1.1.5.1 Politiques monétaires discrétionnaires

La politique monétaire discrétionnaire réagit au " coup par coup ". Cela ne signifie pas l'absence d'une stratégie de long terme, mais simplement, c'est une politique active qui réagit sur l'équilibre en fonction des informations qui arrivent. Ce sont, par exemple, les actions de peaufinage conjoncturel (" fine tuning "). C'est une politique qui se détermine à chaque période en fonction de ce que les autorités monétaires pensent de l'état de l'économie, de la situation à venir et de la façon dont les instruments sont susceptibles d'agir sur l'économie.

Avant les années 70, le consensus était en faveur de la conduite discrétionnaire de la politique monétaire. À cette époque, la plupart des économistes, étaient en faveur de ce type de conduite en raison de l'ajustement instantané face aux différentes conjonctures et chocs économiques. Cependant, une conjoncture économique très défavorable au cours des années 70, marquée par une inflation trop élevée et trop volatile, a conduit les économistes à repenser la question de l'efficacité des politiques monétaires discrétionnaires. En effet, à partir du dernier quart du 20ème siècle, des recherches ont été menées pour traiter cette question. Sur la base de ces travaux, un consensus a émergé en faveur de la conduite de la politique monétaire par des règles explicites.

#### 1.1.5.2 Politique monétaire de règle

Selon Poole, (1999), la politique monétaire de règle peut être définie comme un processus systématique de prise de décision, sur la base d'informations économiques et financières fiables et prévisibles. Les règles de politique monétaire peuvent être classées en deux groupes : les règles d'instrument et les règles d'objectif.

### Règles d'instrument:

Ces règles peuvent être soit implicites, soit explicites, selon qu'elles soient définies avec ou sans les variables anticipées, Elles font référence à des relations fonctionnelles permettant de déterminer le niveau des instruments à un moment donné.

A l'opposé de la règle de McCallum, (1987) qui considère comme instrument l'agrégat monétaire de base et comme cible le PIB nominal, la règle de Henderson et McKibbin, (1993) et la règle de Taylor, (1993) présentent comme instrument le taux d'intérêt à court terme et comme cible le taux d'inflation.

### Règles d'objectif :

Quant aux règles d'objectif, leur fondement de base réside dans le respect d'un objectif fixé par les autorités monétaires. Une règle d'objectif vise à minimiser, dans une fonction de perte, l'écart entre le niveau anticipé de la variable-cible et son niveau objectif. L'objectif peut être un objectif final, ou intermédiaire. La littérature économique distingue deux types de cibles : la variable-objectif (target variable) et le niveau-objectif (target level). Ce dernier est une anticipation sur la base des informations pertinentes disponibles concernant ladite variable.

La politique de ciblage d'inflation a démarré en 1990 en Nouvelle-Zélande. L'adoption du ciblage d'inflation fait suite aux échecs multiples des politiques antérieures et à la recherche urgente d'un nouveau point d'ancrage. La construction a posteriori de la théorie de ciblage d'inflation fait émerger plusieurs débats. Au début des années 90, il n'y avait pas de consensus sur la définition de la politique de ciblage d'inflation.

Dans la partie qui suit, nous présentons les principales définitions proposées par la littérature relevant des caractéristiques du ciblage d'inflation, et à partir desquelles nous proposons une définition de ce cadre de politique monétaire.

## **Section02: Ciblage d'inflation**

Le ciblage d'inflation a suscité l'intérêt de plusieurs chercheurs. Les premiers travaux remontent aux années 90 avec Leiderman et Svensson,( 1995), Svensson, (1997), Bernanke et Mishkin (1997), Bernanke et al (1999)... C'est avec ces auteurs que les premières définitions

de la politique de ciblage ont vu le jour. Les premiers travaux apparus durant les années 90 montrent certaines divergences dans la définition de la politique de ciblage d'inflation. Ce n'est qu'au début des années 2000 qu'il y a eu une convergence vers une définition unique de cette politique.

### 1.2.1 Définition de la stratégie du ciblage de l'inflation

Leiderman et Svensson, (1995) proposent une définition plus ou moins large en se basant sur les expériences de la Nouvelle-Zélande, du Canada, de la Finlande et de l'Angleterre : "Le régime de ciblage d'inflation a deux caractéristiques : une cible d'inflation numérique explicite en spécifiant l'indice, le niveau de la cible, l'intervalle de tolérance, l'horizon et la définition des situations possibles sous lesquelles les autorités monétaires modifieront la cible."

Bernanke et al. (1999) proposent une définition plus détaillée du ciblage d'inflation. Ils considèrent que « la politique de ciblage d'inflation est un cadre d'analyse de la politique monétaire caractérisé par une annonce officielle et quantitative d'une cible (ou d'un intervalle-cible) d'inflation pour un ou plusieurs horizons, et par la reconnaissance qu'un niveau d'inflation faible et stable est la priorité de la banque centrale ». L'une des caractéristiques principales de cette politique est l'effort important de communication avec le public sur les plans et les objectifs de la politique monétaire.

Selon Mishkin, (2000) "le ciblage d'inflation est une stratégie de politique monétaire qui englobe cinq éléments essentiels :

- ✚ Une annonce d'une cible d'inflation numérique pour le moyen-terme.
- ✚ Un engagement institutionnel à considérer la stabilité des prix comme l'objectif primordial de la politique monétaire et auquel sont subordonnés les objectifs intermédiaires et opérationnels.
- ✚ Une stratégie d'information au sein de laquelle plusieurs variables sont utilisées pour se décider de la mise en œuvre de l'instrument politique.

- ✚ La hausse du degré de transparence via la communication avec le public et avec le marché sur les plans, les objectifs et les décisions des autorités monétaires.
- ✚ le renforcement de la responsabilité de la banque centrale afin d'atteindre les objectifs d'inflation.

La définition que nous proposons suite à notre revue de la littérature est la suivante : « le régime de ciblage de l'inflation est une stratégie de conduite de la politique monétaire ayant pour objectif explicite le maintien de la stabilité des prix. Il se fixe une cible pour l'évolution du taux de l'inflation identifié à partir d'un modèle général d'anticipation rationnelle basé sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire ». Pour des pays comme la Nouvelle Zélande et le Canada, l'introduction d'une politique de ciblage d'inflation a eu un effet réel sur le niveau et les anticipations d'inflation et un effet favorable sur d'autres variables macroéconomiques telles que la production et le taux de change.

En s'inspirant de la définition de Mishkin, (2000) et celle de la BCE, dans son rapport de 2004, nous caractérisons le ciblage d'inflation par quatre propriétés principales :

- ✚ L'annonce explicite d'une cible d'inflation ponctuelle numérique avec un intervalle de tolérance.
- ✚ Certaines réformes institutionnelles pour préparer la réussite de ce régime monétaire telles que l'indépendance de la banque centrale à consacrer dans ses statuts.
- ✚ Un degré de transparence élevé se concrétisant par un système de communication très efficace.
- ✚ Un engagement envers la stabilité des prix en assurant un degré de crédibilité élevé.

Avec le recul nécessaire, les pays qui ciblent l'inflation ont montré une certaine résilience face à la crise financière internationale ; c'est que « la discipline » dans laquelle se sont engagés ces pays les a prémunis contre les effets dévastateurs de la crise. Le Canada, la Nouvelle Zélande et la Finlande en sont des illustrations concrètes.

## 1.2.2 Ciblage d'inflation : les pré-requis institutionnels

Sur la base des travaux Eichengreen et al, (1999) ainsi que ceux de Batini et Laxton, (2006), nous dégagons quatre conditions préalables au ciblage de l'inflation, qui sont: l'autonomie de la banque centrale, des infrastructures techniques avancées, une structure économique stable et un système financier solide.

### 1.2.2.1 L'autonomie de la banque centrale

En se référant au rapport du Fonds Monétaire International (2005), l'indépendance de la banque centrale se mesure par le degré d'autonomie dont disposent les décideurs de la politique monétaire par rapport à une influence politique ou gouvernementale directe dans la conduite de leur politique.

En d'autres termes, une banque centrale est qualifiée d'autonome ou d'indépendante lorsqu'elle est libre dans la mise en œuvre de l'instrument de la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, elle ne tient pas compte des pressions externes.

La plupart des discussions ont porté sur deux dimensions de l'indépendance, à savoir l'indépendance politique et l'indépendance économique. Selon Grilli et al, (1991), la première dimension englobe les caractéristiques institutionnelles qui isolent la banque centrale de l'influence politique dans la définition de ses objectifs politiques alors que la deuxième dimension couvre les aspects qui permettent à la banque centrale de mettre en œuvre librement sa politique monétaire dans la poursuite de ses objectifs.

Toutefois, l'autonomie de la banque centrale n'exclue pas la communication des décideurs politiques de la banque centrale avec ceux du gouvernement (ministère des finances par exemple) dans la fixation des plans et les démarches à entreprendre, mais exclut l'intervention de ces derniers dans la mise en œuvre des instruments de la politique monétaire.

Pour atteindre ses objectifs, la politique de ciblage d'inflation doit être annoncée au public et menée selon une approche graduelle sur plusieurs années, afin d'éviter les effets négatifs qu'elle pourrait avoir sur les variables réelles de l'économie, à savoir la croissance et l'emploi.

En outre, dans le cadre d'une banque centrale dépendante du gouvernement, la politique monétaire subit des pressions, créant ainsi des conflits avec l'objectif de stabilité des prix. Ces pressions découlent principalement de deux sources : soit des obligations fiscales, soit du désir des hommes politiques à réaliser certains objectifs tels qu'un niveau de chômage faible au détriment d'une faible inflation. Cependant, dans le cadre du ciblage d'inflation, la banque centrale est contrainte à la bonne réalisation de l'objectif de stabilité du prix considéré comme son objectif principal. Ainsi, elle doit éviter tous facteurs et toutes sources de pressions susceptibles de générer des conflits avec l'objectif principal de la politique monétaire.

C'est à cet effet que les nouveaux statuts de la BCT, adoptés en 2016<sup>6</sup>, ont conféré, en termes clairs, à l'Institut d'émission une indépendance de facto.

#### *1.2.2.2 Des infrastructures techniques avancées*

Une des propriétés fondamentales du ciblage d'inflation est de focaliser l'action sur l'inflation future. La banque centrale doit avoir des prévisions fiables. Par conséquent, elle doit disposer d'infrastructures assez développées pour la réalisation de ces prévisions. Ces infrastructures développées résident, d'abord, dans la capacité de collecte des données, ensuite, dans le savoir-faire pour pouvoir exploiter efficacement ces données et enfin, dans la capacité de définir des modèles conditionnels de prévisions.

A ce titre, la Banque centrale de Tunisie s'est engagée dans un jumelage institutionnel de deux ans (mai 2011-mai 2013) en vue de mettre en place un cadre de politique monétaire axé sur le ciblage de l'inflation. Ce jumelage a permis à l'Institution de disposer d'un dispositif d'analyse et de prévision, à même de lui donner la capacité de mener une politique monétaire proactive, qui anticipe sur l'inflation. Grâce au développement de modèles de prévision de l'inflation et de la croissance, à divers horizons (un trimestre ; un an ; deux à trois ans). Mieux encore, le transfert de savoir-faire a habilité les experts de la Banque centrale de mieux connaître les canaux de transmission de la politique monétaire, permettant ainsi de quantifier le degré de transmission (passthrough) du taux d'intérêt et du taux de change.

---

<sup>6</sup> Cf. Loi n°2016-35 du 25 avril 2016.

### *1.2.2.3 Un système financier et bancaire solide*

La notion de crédibilité et de transparence caractérisant la politique de ciblage d'inflation repose sur le fait que les marchés (bancaire et financier) doivent comprendre les objectifs de la politique monétaire ainsi que la relation entre eux et les mesures prédéfinies pour les atteindre. La relation entre la politique monétaire et les marchés est forte. Par conséquent, il est très important que ces marchés soient stables afin de minimiser les inférences des politiques monétaires. Différents critères sont présentés par la littérature et en particulier par Batini et Laxton, (2006) pour juger si les systèmes financier et bancaire sont stables. Le premier critère porte sur la proportion des dotations aux provisions sur les investissements risqués. Selon Batini et Laxton, (2006), le seuil minimal de ces provisions dans une économie stable est de 10%. Le deuxième critère concerne l'asymétrie de devise. Cette dernière est définie comme la vulnérabilité de la situation nette d'un pays à une dépréciation de change fortement pénalisante dans l'éventualité d'une crise. Dans le cadre d'une asymétrie de devise, le marché financier puis le marché bancaire réagissent mal aux variations du taux de change.

### *1.2.2.4 Une structure d'économie stable*

L'objectif principal de la politique de ciblage d'inflation repose sur la stabilité des prix, c'est-à-dire, le maintien d'un niveau d'inflation faible et stable. Il est alors très important que les prix ne soient pas indexés. Batini et Laxton (2006) évoquent que la sensibilité de l'économie aux variations du taux de change et celles du prix devraient être minimales. En d'autres termes, la réaction de la balance commerciale à une variation du taux de change devrait être faible.

Par rapport à ce pré-requis, les fondamentaux de l'économie tunisienne, fortement ébranlés par les retombées de la Révolution, gisent sous le poids d'un déficit courant record avoisinant 9% du PIB, et d'un déficit budgétaire fort important de 6% du PIB, ce qui augmente sensiblement la vulnérabilité du pays, et fait exploser tous les indicateurs de la dette, notamment extérieure. C'est pour dire que le passage à un régime de ciblage de l'inflation n'est pas, aujourd'hui, d'actualité.

### 1.2.3 Ciblage d'inflation et transparence de la banque centrale

Une des propriétés fondamentales du ciblage d'inflation est d'assurer un niveau de transparence élevé. Cette propriété repose sur le fait que les décideurs doivent expliquer au public les démarches, les objectifs, les plans et les engagements en matière de politique monétaire. Nous citons l'exemple de la RBNZ, où la fixation des objectifs et des stratégies à savoir le niveau de la cible, la fourchette et l'horizon est du ressort du Comité de Politique Monétaire (MPC, en anglais)<sup>7</sup>. Ce dernier est constitué de deux équipes : la première, le Comité de Gouvernement, est composée de responsables de la banque centrale dont le gouverneur en tant que président, alors que la seconde est constituée de deux conseillers extérieurs. La mission de cette commission consiste à discuter et à prendre l'avis de tous les membres sur les objectifs de la politique monétaire. En raison de la contrainte de transparence exigée par la politique de ciblage d'inflation, le MPC est contraint de publier un communiqué de presse où il doit rappeler les fondamentaux du ciblage d'inflation : objectif de la politique monétaire, niveau de la cible, horizon et instruments ainsi que leurs actions. Le document est simple, synthétique et clair pour en faciliter la compréhension par le public. Il joue un rôle important pour accroître la crédibilité et la transparence de la politique monétaire.

Il est aussi d'usage que soit publié un Rapport sur l'inflation ou un Rapport de Politique Monétaire, qui d'ailleurs, est un parterre de discussion des membres du MPC, et qui est aussi un important moyen de communication avec le public.

### 1.2.4 Ciblage d'inflation : Avantages

La principale caractéristique du ciblage d'inflation est qu'il est fondé pour résoudre les limites des politiques antérieures sans toutefois se priver de leurs avantages;

- ✚ Le premier avantage se réfère à la flexibilité du ciblage d'inflation et à sa capacité à apporter des réponses optimales, il permet, également, aux autorités monétaires d'utiliser toutes variables et toutes informations susceptibles d'assurer la stabilité des prix, (Eijffinger et Geraats, 2006).

---

<sup>7</sup> A la différence du Comité de Politique Monétaire de la BCT, organe consultatif institué en vertu des dispositions de la Décision Réglementaire n°743 du 5 novembre 2012, le CPM de la RBNZ est un organe de décision, qui statue sur les décisions importantes en matière de politique monétaire.

- ✚ Le deuxième avantage découle de l'horizon de l'action de la politique de ciblage d'inflation. L'objectif de stabilité des prix est un objectif de moyen-terme. Cette spécificité présente l'avantage d'agir sur le moyen-terme et d'éviter les interventions répétitives à très court terme qui peuvent induire en erreur le public.
- ✚ Le ciblage de l'inflation contribue aussi au renforcement de la crédibilité de la banque centrale et de l'attention qu'accorde le public à ses annonces.
- ✚ Le quatrième avantage porte sur la responsabilité qu'a la banque centrale envers ses objectifs. Ses progrès en matière de crédibilité, de transparence et de communication ne font qu'accroître sa responsabilité et son engagement envers sa mission. En effet, la Nouvelle Zélande a mis en place un système de contrôle et d'autodiscipline sous le nom du "Punishment effect". Il consiste en une recommandation de démission de la part du ministre des finances adressée au gouverneur de la RBNZ dans le cas où l'inflation dévie de sa cible et de son intervalle de tolérance pour une période supérieure à un trimestre. Ce comportement d'engagement ne fait que renforcer la confiance du public envers les autorités monétaires.

### Section03: Les mécanismes de transmission de la politique monétaire<sup>8</sup>

Les mécanismes de transmission sont les différentes voies d'action de la monnaie sur l'économie. Ils constituent des liens spécifiques par lesquels les impulsions de la politique monétaire se répercutent sur l'activité économique et, plus particulièrement, sur le niveau des prix. Comment les modifications de taux d'intérêt directeurs décidées par les autorités monétaires affectent-elles l'ensemble du secteur financier et du secteur réel de l'économie ?

La littérature théorique identifie cinq canaux essentiels de transmission de la politique monétaire : le canal du taux d'intérêt, le canal du crédit et le canal des prix des actifs.

---

<sup>8</sup> Pour le cas de la Tunisie, se référer à l'étude de la BCT intitulée « Mécanismes de transmission de la politique monétaire en Tunisie » publiée sur le site web de la BCT.

### 1.3.1 Le canal du taux d'intérêt

Les effets des modifications du taux d'intérêt directeur sont généralement étudiés en analysant les comportements de dépenses et d'investissement des agents économiques (ménages, entreprises et Etat);

#### Les effets sur la consommation

Dans une perspective de court terme et en supposant une baisse non anticipée des taux d'intérêt, trois effets peuvent être mis en évidence sur les comportements de dépenses des ménages :

- L'effet de substitution : les modifications de taux d'intérêt conduisent les agents à revoir l'arbitrage entre consommation immédiate et épargne. Une baisse de taux diminue la valeur de la consommation future et incite à consommer immédiatement puisque l'épargne devient moins intéressante et le crédit moins cher.
- L'effet de revenu : une baisse de taux entraîne une hausse de la valeur actualisée des dépenses de consommation anticipées pour des périodes futures. Dès lors, la consommation future est plus coûteuse. Les ménages préfèrent donc épargner davantage et réduire leur consommation immédiate pour faire face à cette situation.
- L'effet de richesse : une baisse de taux d'intérêt entraîne une hausse de la valeur actualisée des revenus futurs des ménages. Cette augmentation s'applique au capital humain, au capital physique et au capital financier.

#### Les effets sur l'investissement

Une baisse de taux entraîne un coût d'usage du capital plus faible et donc une augmentation de la profitabilité de la production et une offre supérieure de biens ; une substitution du capital au travail. Ces deux effets impliquent une hausse de l'investissement, (Coupey & Soubeyran, 2012).

### 1.3.2 Le canal du crédit

Le canal du taux d'intérêt privilégie le rôle de la monnaie et donc le passif des institutions financières dans la transmission des effets de la politique monétaire. Le canal de crédit, privilégiant l'actif des institutions financières et donc le crédit, a été développé depuis les années 90 par Bernanke et Blinder, (1988). Le canal du crédit tire sa pertinence du rôle spécifique des banques dans le financement des petites et moyennes entreprises (PME) qui ne remplissent pas les conditions d'accès au financement direct. Ainsi, une politique monétaire expansionniste rend le crédit plus abondant et son coût moins élevé, agit positivement sur les dépenses d'investissement des entreprises et affecte positivement le niveau de production, c'est le "credit view".

### 1.3.3 Le canal du prix des actifs

Pour évaluer le canal du prix des actifs nous faisons appel à la théorie de l'investissement de Tobin, (1969). D'après l'approche du ratio « q » de Tobin, la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions. Une politique monétaire expansionniste, c'est à dire une baisse des taux directeurs, entraîne une hausse du cours des actions, ce qui conduit à une augmentation du coefficient q et donc des dépenses d'investissement et de la croissance de la production. Le coefficient « q » se définit comme le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Un ratio élevé signifie que la valeur boursière est élevée par rapport au coût de renouvellement et les nouveaux investissements productifs sont donc peu onéreux par rapport à la valeur boursière. Les entreprises peuvent ainsi émettre des actions et en obtenir un prix élevé. Ainsi, les dépenses d'investissement augmentent puisque les entreprises peuvent acquérir de nombreux biens d'équipement en émettant peu d'actions nouvelles. Dans le cas inverse, quand le coefficient « q » est faible, les entreprises réalisent peu de dépenses d'investissement.

Le canal de transmission du cours des actions se manifeste à travers les effets de richesse sur la consommation. Ceci a été mis en évidence par le modèle MPS de Modigliani, (1971). Les actions constituent une composante majeure du patrimoine financier. Ainsi, l'augmentation de leurs cours accroît le patrimoine, donc les ressources globales des

consommateurs pendant leur durée de vie s'accroissent, ce qui entraîne une augmentation de la consommation et donc de la production.

L'étude des canaux peut être complétée par d'autres développements sur les prix des devises et sur les effets d'annonce.

#### **1.3.4 Le canal du taux de change**

Dans un régime de change flexible, les variations des taux directs sont susceptibles d'induire des fluctuations des taux de change. En agissant sur les prix et la compétitivité des entreprises nationales, cette modification de change exerce alors un impact sur l'économie réelle. Toutes choses égales par ailleurs, une baisse (dépréciation) du taux de change de la monnaie stimule les exportations nettes et la production nationale. Cet effet n'est détecté qu'au bout de quelques années. En outre, l'appréciation du taux de change rend la monnaie nationale moins attractive et provoque une sortie de capitaux.

La dépréciation augmente le prix des produits importés et améliore le commerce extérieur en volume. L'efficacité de ce canal dépend aussi du degré d'ouverture des économies au commerce international. Les effets du taux de change sont moins importants pour une grande zone monétaire relativement fermée, telle que la zone euro, que pour une petite économie largement ouverte.

Il est important pour une banque centrale de connaître le degré du passthrough du taux de change, pour appréhender l'impact d'une dépréciation ou appréciation de la monnaie sur l'inflation, à travers une quantification de l'inflation « importée ».

#### **1.3.5 Le canal de l'information dit canal des anticipations**

Depuis la décennie 80, les économistes se focalisent de plus en plus sur le canal des informations. Son importance réside dans sa capacité à influencer les choix des acteurs économiques, qui ajustent leur comportement en fonction de leurs anticipations de l'évolution future des rémunérations, de la consommation, des actifs, des capacités de production, etc. Les anticipations des agents reflètent, d'une sorte, la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, la variation des taux d'intérêts nominaux sont bien souvent pré-annoncées, commentées et resituées dans une optique de préservation de la stabilité des prix de telle sorte que les

anticipations des acteurs économiques diffèrent de ce qu'ils seraient en considération du seul mouvement des taux.

Les annonces préalables sont parfois si précises que le canal de l'information aboutit à « lisser » l'effet de la modification du taux sur la période antérieure, les marchés ayant totalement intégré l'information lors de la modification effective du taux directeur. Les mouvements observés sur les taux à longs termes permettent, dans une certaine mesure, d'évaluer la portée de l'action d'une banque centrale.

L'attention accordée au «canal des anticipations» se base sur deux fondements essentiels: Premièrement, le comportement futur des agents est subordonné à leur comportement immédiat, dans la mesure où toutes les prévisions de moyen terme ont un effet immédiat sur la conjoncture de court terme. Deuxièmement, leur effet « auto-réalisateurs »; l'efficacité des marchés est relative à la capacité de la banque centrale à prévenir le comportement des agents en envoyant des signaux au moments de l'annonce des décisions.

Ce canal de l'information ou encore le canal des anticipations fera l'objet de notre étude. Dans la section suivante, nous développerons davantage l'importance de ce canal de transmission.

## CONCLUSION

Nous avons présenté dans ce premier chapitre les modalités de conduite de la politique monétaire, la stratégie de ciblage d'inflation ainsi que les canaux de transmission de la politique monétaire.

Nous nous sommes intéressés à la stratégie de ciblage d'inflation. Il s'agit d'un cadre d'analyse de la politique monétaire dont l'objectif principal est d'ancrer les anticipations d'inflation. Elle est d'autant plus efficace que le degré de crédibilité, de transparence et d'effet annonce explicite sont élevés.

Nous avons, également, parlé de la transmission de la politique monétaire, il s'agit du mécanisme par lequel les effets des variations du taux directeur de la banque centrale se font sentir dans toute l'économie et jusque sur le taux d'inflation. C'est un processus complexe et il

existe un élément d'incertitude quant au moment où cette influence s'exerce et quant à l'importance relative de certaines relations d'influence en jeu.

Dans ce qui suit, nous allons présenter les stratégies de communication des banques centrales et comment à travers, leurs publications, elles pourraient réussir à ancrer les anticipations et à réduire le niveau d'incertitude des agents économiques?.

## **CHAPITRE 02: LA COMMUNICATION ET SON RÔLE DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

La théorie de l'information remonte au travail de Shannon, (1948). Elle a été introduite comme moyen d'étudier et de résoudre les problèmes de communication ou de transmission de signaux à travers des canaux. Depuis la seconde guerre mondiale, l'information est devenue une préoccupation majeure pour tous. Elle apparaît dans les travaux scientifiques de nombreuses disciplines, dont l'économie et la finance.

Au cours des deux dernières décennies, la communication est devenue un aspect de plus en plus important de la politique monétaire. Ces développements ont engendré une énorme nouvelle littérature scientifique, à la fois théorique et empirique, sur la communication des banques centrales.

Au sein de ce deuxième chapitre, nous examinons cette littérature de plus en plus abondante. Il a été prouvé que la communication peut constituer pour la banque centrale un instrument à la fois important et puissant pour faire évoluer les marchés financiers, améliorer la prévisibilité des décisions de politique monétaire et potentiellement contribuer à atteindre les objectifs macroéconomiques..

Cependant, la grande variété de stratégies de communication chez les banques centrales suggère qu'un consensus n'a pas encore émergé sur ce qui constitue une stratégie de communication optimale.

## Section01: Communication de la banque centrale: Une révolution théorique et pratique

Avant les années 90, les autorités monétaires croyaient qu'elles devraient être mystérieuses et que les décideurs devraient se prononcer aussi peu que possible. En 1981, Brunner, (1981) a écrit : "La politique monétaire se fondait sur l'idée, largement répandue parmi les banquiers centraux, que la conduite de la politique monétaire relevait essentiellement d'un art dont l'accès et la pratique se devaient d'être réservés à une élite initiée. La nature ésotérique de cet art tenait quant à elle à l'impossibilité d'articuler ses principes en des termes explicites et intelligibles".

Dans la pratique, la conduite de la politique monétaire était entourée d'une grande opacité. Cette dernière a pris des formes diverses et variées à travers le temps et l'espace. Il s'agissait de l'absence d'objectifs ou de stratégies de politiques explicites, de la non-publicité des décisions adoptées et des opérations menées, et du caractère vague ou ambigu des déclarations des autorités monétaires. Nous illustrons cette vision de la politique monétaire qui a longtemps prévalu par les mots du Gouverneur de la BoE de 1921 à 1944, Montagu Norman; «ne jamais s'expliquer, ne jamais s'excuser». En effet cette culture peut, historiquement, refléter des relations privilégiées avec le pouvoir politique, le statut originel de banque privée, (Dincer et Eichengreen, 2007), ou le désir naturel de maximiser son autorité et son prestige, (Mishkin F. S., 2004)

Du même la Fed, à la fin des années 1970, a également motivé son opacité par le fait que la transparence présente certains inconvénients ;

- ✚ Elle risquait d'avantager certains spéculateurs de grande taille et donc d'être la source d'une concurrence déloyale
- ✚ Elle menaçait d'entraîner des réactions inappropriées sur les marchés, d'accroître le coût de financement du gouvernement, de lier les mains des autorités monétaires, ou encore de compliquer le lissage des taux d'intérêt, (Goodfriend, 1986).

D'autres arguments théoriques ont justifié le secret dans lequel se sont prises les décisions des banques centrales. Cukierman et Meltzer, (1986) dans leur article sur la théorie

de la crédibilité, de l'ambiguïté et de l'inflation en politique discrétionnaire et en présence d'asymétrie informationnelle, ont montré qu'une certaine dose d'ambiguïté dans la conduite de la politique monétaire, pourrait stimuler l'activité économique en prenant les agents économiques par surprise. En outre, l'opacité a été, longtemps, présentée comme moyen de s'affranchir d'un contrôle politique préjudiciable à la lutte contre l'inflation, (Mishkin F. S., 2004).

Depuis 1975, les banques centrales, notamment celles des économies avancées, ont progressivement changé leur stratégie en matière de communication. Le secret et l'opacité ont commencé à céder, lentement, la place à la transparence. Cette évolution a été accompagnée par de profondes transformations du cadre institutionnel, de la compréhension et de la pratique de la politique monétaire.

Le passage aux taux de change flottant à la suite de l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973 et l'adoption par les banques centrales des économies avancées de la stabilité des prix comme objectif final de la politique monétaire ont progressivement renforcé l'attrait des autorités monétaires pour la transparence. Pour remplir ses engagements, la banque centrale se doit en effet d'être crédible, de convaincre les agents économiques qu'elle est capable d'atteindre ses objectifs et qu'elle est décidée à y parvenir.

Autrement dit, elle doit ancrer les anticipations d'inflation. Pour ce faire, il est important que le public puisse acquérir une bonne compréhension de ce qu'elle fait et pourquoi elle le fait ; la banque centrale a dès lors intérêt à communiquer clairement sur ses objectifs, sur sa stratégie et sur ses décisions.

De ce fait, ce n'est plus l'orientation de la politique monétaire qui conditionne l'économie mais plutôt son évolution anticipée. La lisibilité et la prédictibilité de la politique monétaire ressortent dès lors comme des ingrédients de choix de son efficacité et passent par une communication soignée. Le rôle de la communication apparaît plus grand encore lorsque les taux directeurs atteignent un niveau plancher et que la politique monétaire conventionnelle se révèle inopérante, (Woodford, *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, 2012)

Au fil du temps, la communication des banques centrales avec le public est de plus en plus importante à mesure que les anticipations relatives à la politique monétaire future ont accru leur influence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les progrès dans les technologies de l'information et de communication, la libéralisation croissante des marchés des capitaux, ainsi que les interdépendances économiques et financières grandissantes entre les pays, y ont contribué, en renforçant les liens entre les attentes et les décisions des agents économiques (BCE, 2002).

Les technologies de l'information et de la communication ont élargi les capacités des banques centrales de communiquer en temps et en heure avec le plus grand nombre.

Dans la pratique, la véritable révolution s'est amorcée au début des années 1990, suite à l'adoption du ciblage de l'inflation par la RBNZ, la BoC, la Banque de Suède (SRB) et la BoE. Le ciblage de l'inflation, qui consiste à définir une cible d'inflation explicite visant à ancrer les anticipations d'inflation, requiert a priori une transparence toute particulière, dans la mesure où son succès est étroitement lié à la crédibilité qu'accordent le public à la capacité de la banque centrale à atteindre son objectif, (Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001)

Les banques centrales adeptes du ciblage de l'inflation ont ainsi multiplié leurs mesures de transparence, non seulement en rendant publiques une quantité importante d'informations sur leurs objectifs et sur leurs stratégies, mais également en publiant des projections d'inflation, des rapports d'inflation et des procès verbaux résumant les délibérations de leur comité de politique monétaire. La Fed malgré qu'elle n'a pas opté pour le ciblage d'inflation, a décidé de partager ses décisions de taux cible des fonds fédéraux à compter de février 1994 ensuite, elle a ajouté une description de l'économie ainsi qu'une justification de ses décisions à la déclaration du Comité Fédéral d'Open Market (FOMC). Ce n'est toutefois qu'à partir de mai 1999 que le FOMC a systématiquement publié une déclaration à l'issue de chacune de ses réunions.

### **2.1.1 COMMUNICATION ET TRANSPARENCE DE LA BANQUE CENTRALE**

Les banques centrales ne se contentent plus d'agir, elles communiquent également leurs actions au public afin d'assurer une meilleure diffusion des décisions de politique monétaire. L'activité de communication a pris au fil des années une dimension majeure dans

la plupart des pays contrairement à leurs pratiques d'autrefois, caractérisées par le culte du secret et l'effet de surprise.

Ce changement s'est progressivement imposé comme une nécessité dans une économie en constante mutation. Ainsi, cette section vise à analyser comment les autorités monétaires cherchent à préparer le terrain en soignant leur communication avant d'agir.

La plupart des banques centrales refusaient de communiquer à l'avance leurs cibles opérationnelles. Comme les agents économiques avaient très peu d'informations, ce sont les actes qui expliquaient leurs choix. La logique était très simple, laisser leurs actions guider le public.

Depuis les années 1990, les autorités monétaires s'efforcent d'utiliser la communication comme instrument au service de la politique monétaire. Progressivement, la parole s'est imposée comme outil indispensable pour expliquer leurs actes.

Cette nouvelle orientation des questions monétaires a poussé les chercheurs à s'intéresser davantage à la communication des banquiers centraux. Toutefois, le champ de la réflexion sur ce thème est généralement beaucoup plus large, il englobe aussi le débat sur la transparence.

#### ***2.1.1.1 Communication et transparence : Définitions***

Dans la littérature récente, la communication de la banque centrale est définie soit à travers l'interprétation des rapports d'actualité, (Ehrmann et Fratzsche, 2007), soit via le contenu écrit du communiqué original, (Hayo, Kutan, et Neuenkirch, 2008).

La transparence de la politique monétaire se réfère à l'idée selon laquelle la banque centrale révèle entièrement et sans délai aux agents économiques toutes ses informations privées concernant l'économie, ses objectifs et les procédures internes qui sont à la base de ses décisions (Cukierman, 2009)

Nous retenons la définition de la transparence donnée par Winkler, (2000) qui résume toute la littérature développée autour de ce concept depuis le milieu des années 90. Il définit la

transparence comme la compréhension par le secteur privé des décisions et des objectifs des autorités monétaires.

A travers cette définition, nous apprenons que la transparence est associée à la réduction de l'asymétrie informationnelle entre les autorités monétaires et le public. C'est dans cette optique que Geraats (2002, 2006) établit une classification de la transparence se détaillant en cinq points essentiels :

- ✚ la transparence sur les objectifs de la banque centrale qui permet aux acteurs financiers de voir les priorités hiérarchisées de la politique monétaire.
- ✚ la transparence économique qui fait allusion à la publication détaillée des prévisions économiques et modèles associés.
- ✚ la transparence procédurale, portant sur la publication des résultats des votes, des modalités de délibération, des minutes des réunions.
- ✚ la transparence opérationnelle, permettant ainsi de juger l'efficacité des actions monétaires à travers le respect de certains engagements.
- ✚ la transparence sur les politiques, c'est-à-dire, sur les commentaires accompagnant les décisions de politique monétaire.

Cette classification montre que la transparence est un concept multidimensionnel, regroupant plusieurs notions à la fois. D'ailleurs, rares sont les banques centrales qui répondent à tous les points cités ci-dessus.

### *2.1.1.2 L'indice de transparence*

Le degré de transparence des banques centrales peut être mesuré en se contentant de l'analyse des exigences formelles de divulgation ou bien en examinant les pratiques réelles de communication. L'indice développé par Eijffinger et Geraats, (2006) suit la deuxième approche du fait que les pratiques des banques centrales ne se limitent pas aux textes de la loi. Pour chaque aspect de transparence, politique, économique, procédural, et opérationnel, un sous-indice de transparence est mesuré en fonction de trois questions qui ont chacune un poids égal et un score maximal de un. Une mesure globale de la transparence est obtenue en totalisant les cinq sous-indices. Le score maximum est de 15. Une description détaillée de l'indice est présentée à l'annexe 1.

En s'appuyant sur toutes les annonces des neufs principales banques centrales, Eijffinger et Geraats (2006) ont établi une classification des principales banques centrales de l'OCDE.

**Tableau 1: Degré de transparence des banques centrales de l'OCDE**

Pays	Indice
Nouvelle Zélande	14
Suède	14
Angleterre	13
Canada	10.5
BCE	10.5
Fed	10
Australie	9
Japon	8
Suisse	7.5

*Source: Article de Eijffinger et Geraats, How transparent are central bank ?, (2006 )*

Seules la RBNZ, la SRB et la BoE réussissent à obtenir un très bon score. Ceux des autres institutions, dont la Fed et la BCE, tournent autour de 10 points. Toutefois, nous pouvons souligner que les trois institutions, bénéficiant d'une bonne notation, font partie des pays qui ont adopté une cible numérique d'inflation.

En acceptant de publier le taux d'inflation qu'elles ciblent, ces institutions affichent, selon Eijffinger et Geraats (2006), un niveau très élevé de transparence. Cependant, certaines institutions comme la BCE et la Fed évitent d'une manière générale, de se lier à une quelconque règle pouvant réduire significativement leur marge de manœuvre. Même si leurs objectifs sont plutôt clairs, elles refusent de s'engager sur une cible numérique explicite et précise.

L'annexe 2 et l'annexe 3 décrivent de manière détaillée le score de chacune des neuf banques centrales considérées.

### 2.1.2 Communication et orientation de la politique monétaire

La communication revêt une importance stratégique à tel point qu'elle est attendue par le marché afin qu'il puisse orienter ses projections sur la trajectoire des taux d'intérêt la plus probable. D'ailleurs, les communiqués de presse ne font plus l'objet d'improvisation. Ils sont minutieusement préparés et organisés pour mieux guider les anticipations des agents, ce qui

révèle que la manière d’appréhender l’efficacité de la politique monétaire a complètement changé. Ainsi, la prévisibilité des actions monétaires conditionne son efficacité.

Le tableau ci-après résume les instruments de communication utilisés par quelques banques centrales. Il y a des publications exigées par loi selon une fréquence bien déterminée et des instruments de communication facultatifs mis en place par les autorités monétaires afin d'atteindre des objectifs bien précis.

**Tableau 2: Exemples de formes de communication des banques centrales**

	<b>BCE</b>	<b>FED</b>	<b>BoE</b>	<b>BoJ</b>
<b>Publications exigées par la loi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapports annuels</li> <li>• Rapports trimestriels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapport annuel</li> <li>• Rapports semestriels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapport annuel</li> <li>• Rapports trimestriels</li> <li>• Communiqués de presse</li> <li>• Minutes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapport annuel</li> <li>• Rapports semestriels</li> </ul>
<b>Autres outils de communication</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conférence de presse</li> <li>• Bulletin mensuel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Communiqués de presse</li> <li>• Bulletin mensuel</li> <li>• Publication des minutes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conférence de presse</li> <li>• Bulletin trimestriel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conférence de presse</li> <li>• Bulletin mensuel</li> </ul>

*Source: Elaboré par l'auteur*

Pour une meilleure prévisibilité des actions des autorités monétaires il faut une stratégie de communication beaucoup plus parfaite. Par ailleurs, dans la plupart des économies, les conférences de presse du gouverneur de la banque centrale sont planifiées longtemps à l’avance, et le public est au courant de ce planning.

Aux Etats-Unis comme dans la zone euro, le nombre d’interventions dans l’année est strictement encadré, délimité respectivement à huit et à douze. Les communiqués de ces interventions sont devenus des rendez-vous majeurs pour le marché. En effet, c’est à travers ces conférences que les autorités monétaires précisent leurs intentions futures, avec comme principal objectif d’amener les agents à anticiper parfaitement leurs actions.

Les messages communiqués restent plus ou moins codifiés, il est clair qu’aujourd’hui, les agents économiques ont appris à décortiquer leur langage. Même si les communiqués de

presse contiennent des mots annonciateurs d'une décision de politique monétaire avec les expressions : « vigilance extrême », « surveillance étroite », « état d'alerte totale » ou « des taux bas pendant une période prolongée », leur langage est aujourd'hui relativement compréhensible pour le public.

Les autorités monétaires via ces expressions préparent le terrain pour faire entrer l'économie dans un nouveau cycle de hausses ou de baisses graduelles des taux directeurs sans devoir adopter un comportement agressif.

La banque centrale motive ses décisions en évoquant une de ces trois stratégies : maintien du statu quo, hausse ou baisse des taux. Elle s'attend à ce que le marché aille dans le sens de ses intentions.

### **2.1.3 De la nécessité d'avoir une stratégie de communication bien établie**

Afin de réussir sa communication, la banque centrale doit faire preuve de stratégie. Son succès réside dans une approche efficace et proactive. Il est donc indispensable qu'elle détermine ses auditoires cibles et les canaux de communication les plus efficaces pour les atteindre. L'objectif d'une stratégie de communication est d'instaurer un dialogue efficace avec le public, les médias, les marchés et d'autres parties intéressées et influentes. D'une part, il faut renforcer leur compréhension de la politique monétaire et générer un soutien en faveur des objectifs et des interventions de la banque centrale. D'autre part, ce dialogue améliore la compréhension de leurs points de vue, ce qui est tout aussi important.

Il s'agit, bien évidemment, d'un processus continu et itératif. En communiquant régulièrement son cadre de conduite de la politique monétaire, ses objectifs et ses explications, la banque centrale augmente les chances que ses intentions soient bien assimilées et interprétées par le public. Le principe selon lequel une bonne communication repose sur la répétition s'applique tout à fait ici et la banque centrale arriverait à façonner le comportement des agents économiques.

Par ailleurs, les multiples annonces permettent les économistes, les acteurs des marchés financiers, les journalistes, les politiciens et le public en général de commenter ouvertement les décisions de la banque centrale. C'est un processus constructif. Il fait

participer le grand public à la discussion en lui rendant plus sensible et plus attentif à la politique monétaire.

Les banques centrales communiquent au moins quatre aspects différents de la politique monétaire: leurs objectifs et leurs stratégies globaux, les motifs d'une décision de politique particulière, les perspectives économiques et les décisions futures en matière de politique monétaire. Les objectifs et les stratégies des banques centrales ont tendance à être plus stables, de sorte que les signaux correspondants affichent moins de variabilité dans le temps que les signaux sur les trois autres éléments.

### *2.1.3.1 Communication des objectifs et stratégie*

Une banque centrale indépendante devrait recevoir un mandat clairement défini par son gouvernement. Généralement, cela se fait en énonçant les objectifs de la banque centrale, parfois en termes quantitatifs. Certaines banques centrales qui n'ont pas reçu d'objectifs quantitatifs par leurs gouvernements décide de fournir leur propre quantification, pour au moins deux raisons. Tout d'abord, les objectifs numériques facilitent la responsabilisation, ce qui permet d'évaluer la performance de la banque centrale par rapport à son critère d'évaluation, (De Haan & Eijffinger, 2000). Deuxièmement, un objectif quantitatif aide à ancrer les attentes des agents économiques. À leur tour, les anticipations d'inflation bien ancrées contribuent à stabiliser l'inflation réelle en supprimant une source importante de chocs. Cependant, peu sont les banques centrales qui communiquent une règle de politique précise.

### *2.1.3.2 Communication des décisions de la politique monétaire*

La plupart des banques centrales informent aujourd'hui le public de leurs décisions de politique monétaire le jour où elles sont prises. Cependant, ce n'était pas toujours le cas. La Fed n'a commencé à annoncer les changements de son taux cible le jour des réunions du FOMC, qu'en février 1994. Une annonce rapide et claire des décisions de politique monétaire crée clairement des nouvelles, mais elle réduit également le bruit en éliminant toute prise de position par le public. Ainsi, ce type de communication de la banque centrale minimise évidemment le bruit au tour des décisions futures de la politique monétaire. Cela mène également à des améliorations dans l'efficacité de la politique monétaire.

Les pratiques diffèrent énormément par rapport à ce que les banques centrales devraient ou ne devraient pas dire dans la déclaration qui accompagne la décision. En particulier, les banques centrales ne sont pas d'accord sur la manière dont il faut décrire le processus décisionnel lui-même.

### *2.1.3.3 Communication des perspectives économiques*

Un autre aspect important de la stratégie de communication d'une banque centrale est l'étendue et le contenu de toute information prospective qu'elle fournit. Cet ensemble d'informations comprend l'évaluation de la banque centrale de l'inflation et de l'activité économique futures et ses propres inclinations concernant les décisions futures en matière de politique monétaire. Les banques centrales diffèrent nettement de la façon dont elles communiquent ces informations. Les banques centrales ciblant l'inflation fournissent généralement leur évaluation de l'inflation future prévue dans les rapports périodiques.

### *2.1.3.4 Communication de la structure future des taux*

En ce qui concerne les futures actions de la politique monétaire, de nombreuses banques centrales fournissent des orientations avancées, même si elles sont très différentes. La BCE, utilisent des signaux indirects, souvent sous la forme des mots codés, par exemple «vigilance», (Jansen & De Haan, 2007). Les autres banques centrales sont plus explicites. Le FOMC, par exemple, parfois émet une déclaration avec une évaluation prospective de la future politique monétaire. Ces déclarations, qui ont commencé sérieusement en mai 1999, ont évolué avec le temps. Quelques banques centrales fournissent même des indications quantitatives en publiant la structure numérique des taux de la politique monétaire future. La Suède et l'Islande ont récemment rejoint un petit groupe qui comprend la Nouvelle-Zélande et la Norvège en ce sens.

Certains observateurs considèrent la prévision de la banque centrale de son propre comportement futur comme la dernière frontière de la transparence, et aucune des trois grandes banques centrales sur lesquelles nous nous sommes concentrés ( BCE, Fed, RBNZ ) n'a encore été disposée à y aller.

Dans la pratique, la principale préoccupation qui retient de nombreux banquiers centraux est que de telles communications pourraient être confondues avec des engagements.

Si les développements prévus ne se concrétisent pas, l'écart entre les politiques réelles et les projets prévus pourrait endommager la crédibilité de la banque centrale, (Issing, 2005)). Afin de se prémunir contre ce risque, toutes les banques centrales qui fournissent des orientations prospectives sur les taux d'intérêt soulignent que toute évaluation prospective est conditionnelle à l'information actuelle et donc susceptible d'être modifiée.

## **Section02 : La communication : Un instrument de la politique monétaire**

Pour changer d'orientation de la politique monétaire (resserrement ou assouplissement), la banque centrale prépare le terrain sur un délai assez long s'étalant en moyenne sur trois ou quatre mois avant que la hausse ou la baisse des taux ne soit réellement effective.

Lorsque la banque centrale entame un nouveau cycle monétaire, elle doit faire attention à ne pas se tromper de vitesse car cela peut affaiblir les objectifs visés. La question est donc la suivante : quel est le timing qui convient le mieux ? Doit-elle procéder à un resserrement ou à un assouplissement graduel ?

D'une manière générale, les banques centrales optent plutôt pour une approche graduelle et donc largement prévisible. Selon Brainard, (1967), l'approche graduelle est la meilleure protection contre une réaction désordonnée des agents économiques. Il a défendu cette approche par le risque de désorientation des opérateurs de marché, pouvant ainsi induire à des effets potentiels indésirables. Nous précisons que les acteurs sont désorientés lorsque les intentions des autorités sont perçues comme floues. Selon Brainard, (1967), les banquiers centraux ne peuvent pas ignorer cette problématique et donc ils devraient passer par une approche graduelle et prévisible.

En adoptant cette approche, la banque centrale parviendra à minimiser l'incertitude pouvant entourer ses actions. La réduction de l'incertitude dans les prises de décision des agents privés conditionne, en partie, une meilleure diffusion et une meilleure efficacité des actions monétaires.

### 2.2.1 L'approche graduelle

L'approche graduelle s'est généralisée depuis les années 80. Les phases de hausses comme de baisses du coût de la liquidité sont dans l'ensemble étalées sur une période relativement longue. Par ailleurs, la banque centrale fait varier le coût de refinancement des établissements bancaires par de petites touches de l'ordre de 25 points de base après chaque réunion du conseil d'administration. Rares sont les banques centrales qui accélèrent le rythme de hausse des taux directeurs au-delà de 25 points de base sauf en cas de situations exceptionnelles comme notamment une forte poussée des pressions inflationnistes. En effet, il est courant de voir que les banques centrales marquent une pause de quelques mois sur les hausses afin de mieux ancrer les anticipations de taux des agents. Il faut qu'elles soient certaines que le public a bien reçu leur message et a bien suivi leurs intentions.

Lors des dernières crises financières, nous avons vécu des modifications de 0,75% des taux directeurs de certaines banques centrales. Ces dernières envoient ainsi un message fort aux marchés. Une telle modification est souvent observée lorsque l'économie est secouée par de fortes perturbations, ce qui requiert une réponse rapide et agressive. Les banques centrales ont répondu énergétiquement en baissant à chaque fois de 75 points de base leurs taux directeurs. Ces baisses agressives ne constituent pas une surprise pour le public, ceci a été longtemps pré-annoncé.

### 2.2.2 Communication de la banque centrale: Prise de décision et incertitude

L'incertitude peut résulter de diverses sources. D'une part, des signaux incohérents peuvent apparaître lorsque différents membres d'un comité de politique monétaire disent différentes choses. Comme le souligne Blinder, (2007); "une banque centrale qui parle avec une cacophonie de voix peut, en fait, n'avoir aucune voix du tout". Ehrmann et Fratzscher, (2007) trouvent que la communication plus dispersée sur la politique monétaire de la Fed est associée à des décisions de politiques moins prévisibles sur des horizons à court et à moyen terme et que l'ampleur de cet effet est considérable. D'autre part, Bernanke (2004)<sup>9</sup> soutient que "la volonté des membres du FOMC à présenter leurs points de vue individuels dans les

---

<sup>9</sup> Les notes de communiqué du Gouverneur Ben S. Bernanke du 7 Octobre 2004 à New York, " Central Bank Talk and Monetary Policy"

discours et autres forums publics fournit au public des informations utiles sur la diversité des points de vue et l'interaction des opinions dans le Comité".

La communication de la banque centrale est également une voie à double sens: elle doit avoir à la fois un émetteur et un récepteur qui peuvent être la source d'incertitude ou de confusion. De plus, le même message peut être interprété différemment par différents récepteurs qui peuvent avoir des attentes différentes. Dans ce sens, Fracasso, Genberg, et Wyplosz, (2003) ont constaté que le même rapport d'inflation de la banque centrale est perçu différemment par différents répondants et que les surprises de taux d'intérêt tendent à augmenter avec la divergence dans les perceptions.

### 2.2.3 Limites de la communication

Les communications mal conçues ou mal exécutées peuvent, éventuellement, faire plus de mal que de bien et il n'est pas évident qu'une banque centrale est toujours mieux en disant plus. Dans la pratique, les banques centrales limitent leurs communications. Dans la plupart des cas, les délibérations internes sont gardées secrètes. Seules quelques banques centrales projettent la voie future de leur taux directeurs. Et la plupart observent une période de blackout ou de "purdah" avant chaque réunion des décideurs de la politique monétaire, et dans certains cas aussi avant des témoignages importants ou des rapports. L'existence répandue de telles pratiques illustre la conviction de la plupart des banquiers centraux que la communication peut, dans certaines circonstances, être indésirable et préjudiciable. En fait, la communication au cours de la période de blackout a conduit à une volatilité excessive du marché, (Blinder et al, 2008).

La littérature n'a pas encore abouti à des conclusions claires concernant le niveau optimum de transparence. Les modèles diffèrent en fonction des aspects de la transparence qu'ils considèrent et de leurs hypothèses sur la façon dont les communications influent les mécanismes de transmission. En ce qui concerne le comportement des banques centrales du monde réel, l'éventail des points de vue sur ce qui constitue le degré de communication «optimal» a clairement évolué avec le temps, principalement dans le sens d'une plus grande ouverture, (Geraats, 2002), (Eijffinger et Cruijssen, 2007).

Cukierman et Meltzer (1986) ont avancé un argument pour limiter la communication sur la PM qui repose sur deux hypothèses: qu'une nouvelle décision n'est importante que si elle est imprévue et que les préférences de la banque centrale ne sont pas précisément connues par le public. Selon ces hypothèses, un certain degré d'opacité améliore l'efficacité de la politique monétaire car une banque centrale entièrement transparente ne peut pas créer des surprises.

Cependant, deux décennies plus tard, Gosselin, Lotz et Wyplosz, (2007) ont souligné que, à la fois, la vision que seule la politique imprévue importe et l'idée que la banque centrale cache ses préférences afin de poursuivre son propre ordre du jour semble de plus en plus anachronique.

Sibert, (2006) a soulevé des doutes sur l'argument de Cukierman et Meltzer (1986). L'une de ses principales conclusions est que la banque centrale et la société sont toujours meilleures avec une transparence accrue principalement parce qu'elle réduit le biais de l'inflation. Certes, il existe des limites quant à la quantité d'informations pouvant être digérées efficacement, (Kahneman, 2003). Ainsi, une banque centrale devrait se méfier de la communication sur les problèmes à propos desquels elle reçoit des signaux entourés de bruit, tels que l'évolution de l'économie. Ce point a été souligné par Amato et al, (2002). Ils soutiennent que la communication de la banque centrale a une double fonction: d'une part, elle fournit des signaux sur l'information privée des banques centrales et, d'autre part, elle sert de dispositif de coordination pour les croyances des agents du marché financier. Ils font valoir que la communication de la banque centrale pourrait aboutir à une réduction du bien-être si les agents donnent trop de poids à la communication de la banque centrale en tant que point focal et trop peu à leur propre information. La banque centrale pourrait même coordonner les actions des marchés loin des fondamentaux.

Enfin, nous devons revenir sur le «problème de cacophonie», souligné par Blinder (2004). Lorsque les décisions de politique monétaire sont prises et expliquées ultérieurement par un comité plutôt que par un seul individu, il existe un danger que trop de voix puissent confondre plutôt que d'éclairer le public, surtout si les messages apparaissent en conflit. En cas de mauvaise exécution, la communication de groupe pourrait en fait abaisser, plutôt que

d'augmenter, le rapport signal / bruit. Mais le remède approprié à ce problème, c'est la clarté, pas le silence.

### **Section03 : Effets des annonces de la banque centrale sur l'activité économique et le marché financier: Revue de la littérature**

Au cours des deux derniers décennies, beaucoup de travaux ont été élaboré afin d'identifier les différents effets des annonces de la banque centrale. Cette dernière arrive, à travers une stratégie de communication adéquate, à ancre les anticipations des agents économiques, à bouger le marché financier et finalement à atteindre ses objectifs macroéconomiques.

Au sein de cette troisième section, nous étudierons ces trois effets un à un en se référant à une littérature récente et abondante.

#### **2.3.1 Effet des annonces: La réponse du marché financier**

Comme le montrent Ehrmann et Fratzsche, (2005), la communication est un outil puissant pour déplacer les marchés financiers. La preuve obtenue à partir de diverses études événementielles démontre que les annonces de la banque centrale peuvent transformer sensiblement les marchés financiers. Guthrie et Wright, (2000), fournissent des preuves convaincantes que la communication par la RBNZ a des effets considérables et durables sur la structure par terme des taux.

La méthodologie de l'étude événementielle est conçue pour étudier l'effet d'un événement sur une variable dépendante spécifique. Une variable dépendante couramment utilisée dans les études d'événements est le cours de l'entreprise, (MacKinlay, 1997). La définition d'une telle étude d'événement sera «une étude des variations du prix des actions au-delà des attentes (retours anormaux) sur une période de temps (fenêtre d'événement). Les rendements anormaux sont attribués aux effets de l'événement. L'hypothèse clé de la méthodologie de l'étude d'événement est que le marché doit être efficace. Compte tenu d'un marché efficace, les effets de l'événement se reflètent immédiatement dans les cours boursiers de l'entreprise. Cela permettra d'observer l'effet économique de l'événement sur une période relativement courte.

Kohn et al, (2004) ont justifié que la communication de la Fed affecte également, les marchés financiers. Les déclarations du FOMC et les communiqués de presse de Greenspan<sup>10</sup> ont un effet significatif sur les marchés. Les déclarations influent les taux d'intérêt à court et à moyen terme, tandis que les témoignages du président Greenspan affectent l'ensemble de la courbe des taux. Reevesa et Sawicki, (2007), suivant la même approche, trouvent des preuves similaires pour les effets sur les marchés financiers des communications de la BoE, notamment, la publication des procès-verbaux du Comité de la politique monétaire (MPC) et des rapports d'inflation de la Banque.

Ehrmann et Fratzscher (2007) présentent les effets des entretiens et discours des membres du comité de la banque centrale pour la Réserve fédérale, l'Angleterre et l'Union Européenne sur les marchés financiers. Ils ont montré que les discours ont une incidence sur les taux d'intérêt dans la plus grande partie du spectre de maturité, des échéances très courtes jusqu'à cinq ans. Ehrmann et Fratzscher (2007) constatent que les déclarations conduisent généralement les marchés financiers dans la direction prévue: les déclarations suggérant un resserrement conduisent à des taux plus élevés, tandis que les déclarations suggérant un assouplissement entraînent des taux plus bas.

### 2.3.2 Effet des annonces: performance de l'inflation

Nous passons maintenant à la question la plus difficile de savoir si et comment la communication de la banque centrale affecte les variables d'objectif ultime de la politique monétaire. Dans ce paragraphe, nous résumant la littérature sur la façon dont les différences dans les stratégies de communication, soit avec le temps, soit entre les banques centrales, influencent les résultats économiques.

En effet, en communiquant avec crédibilité un objectif d'inflation à long terme peut affecter l'inflation elle-même. De toute évidence, une cible d'inflation explicite pourrait réduire le niveau moyen d'inflation ce qui était l'intention des inventeurs du ciblage d'inflation en Nouvelle-Zélande. L'annonce de la cible d'inflation pourrait également affecter les propriétés chronologiques de l'inflation; si les agents estiment que l'inflation reviendra plus rapidement à son niveau cible lorsqu'il s'écartera de cette cible, l'inflation devrait être moins

---

<sup>10</sup> Un économiste américain. Il fut président de la Réserve fédérale du 11 août 1987 au 31 janvier 2006.

persistante. King, (2002) soutient que l'inflation au Royaume-Uni a été plus faible, plus stable et moins persistante depuis l'introduction du ciblage d'inflation. De même, Kuttner et Posen, (1999) rapportent que l'introduction du ciblage de l'inflation au Canada et au Royaume-Uni a entraîné une baisse de l'inflation.

### 2.3.3 Effet des annonces: Ancrer les anticipations

La publication du procès-verbal de leur réunion (les minutes) aide les marchés à mieux comprendre la stratégie choisie. Avec cette publication, les acteurs seront au courant des questions-clés qui ont été discutées lors des réunions du conseil d'administration. En communiquant leurs propres prévisions sur l'état de l'économie, les autorités monétaires fixent délibérément des points de repères aux opérateurs et ainsi, elles essayent de moduler les anticipations des marchés.

Cette stratégie de vouloir orienter et guider l'opinion future du marché a donné naissance à plusieurs analyses empiriques. Ainsi, de plus en plus d'analyses s'intéressent à la fonction de réaction des agents économiques aux actions des banques centrales. En clair, à travers des signes annonciateurs explicites d'une remontée ou d'une baisse des taux, il semble désormais tout à fait possible pour le marché d'anticiper les actions des banquiers centraux, d'ajuster leur comportement et enfin d'atteindre la cible et l'objectif derrière les actions des autorités monétaires.

La prédiction de l'évolution des taux directeurs se fait sur un horizon court, notamment sur un mois. Cette période correspond en moyenne à la date de la prochaine réunion du conseil d'administration. En effet, c'est grâce à ces informations publiées que plusieurs économistes, dont notamment Taylor (1993), ont pu retracer la manière avec laquelle la banque centrale fait varier les taux d'intérêt dans le but de réaliser ses objectifs. Ainsi, en communiquant sur certaines variables, les banquiers centraux arrivent désormais à asseoir leur influence sur les anticipations de taux, (Woodford, 2005).

Le modèle de Taylor (1993) a été construit en se basant sur les déclarations de la Fed entre 1987 et 1992. L'auteur a montré qu'il n'est pas difficile d'anticiper l'évolution de la politique monétaire et les décisions futures probables. A travers ses communiqués de presse, les agents privés ont pu connaître le poids que la Fed accorde aux objectifs d'inflation et de

croissance. Taylor (1993) a prouvé que la Fed avertissait le public de l'éminence d'un resserrement des conditions monétaires lorsque les poussées inflationnistes risquaient de dépasser les 2%. Le taux d'inflation que cible la Fed était toujours caché mais, à travers ses interventions, les agents économiques pouvaient savoir que le taux de 2% était la cible à moyen terme. Ce mécanisme est résumé par l'équation suivante qui décrit le comportement effectif du taux des fonds fédéraux entre 1987 et 1992 :

$$r = p + 0.5 y + 0.5(p - 2) + 2$$

$r$  est la déviation de l'objectif de la Fed pour le taux réel des fonds fédéraux par rapport à sa moyenne à long terme.

$p$  est la déviation de taux d'inflation par rapport à la cible d'inflation

$y$  l'écart entre la production effective et la production potentielle.

La simplicité de ce modèle est due à la clarté du communiqué de la Fed qui ne s'exprime que sur le niveau de l'inflation et sur l'activité économique. La Fed relève son taux directeur lorsque la stabilité des prix à moyen terme est menacée et le baisse dans le cas contraire. Ce qui lui permet de faire évoluer les conditions monétaires dans le sens de ses objectifs. Ceci est d'ailleurs constaté dans les autres pays, y compris dans la zone euro où le principal objectif de la BCE est la stabilité des prix.

Grace à la capacité des banques centrales d'attirer l'attention du public à leurs annonces, leurs stratégies de communication ont réussi à coordonner les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt. De plus, à travers une bonne communication, les banquiers centraux sont arrivés à faire partager et accepter leur point de vue sur la conjoncture et sur l'inflation comme l'atteste la règle de Taylor.

En effet, le public arrive à bien connaître comment la banque centrale adopte sa façon de conduire la politique monétaire. La construction de cette connaissance de l'économie a un double avantage. D'une part, elle permet de faire aligner les anticipations d'inflation des marchés sur la cible visée et, d'autre part, elle favorise un ajustement rapide des taux courts avant même la modification effective des taux officiels du fait que cette décision a été largement anticipée grâce notamment aux annonces officielles.

#### 2.3.4 Annonces de la Banque Centrale: Quantification du contenu informationnel

Le défi empirique majeur pour l'analyse de la communication de la banque centrale est de convertir la communication brute, c'est à dire des mots, en quantités significatives que nous pouvons analyser systématiquement.

Certaines approches ne font que se concentrer sur la communication quantitative à savoir les prévisions de banques centrales publiées, tandis que d'autres utilisent le compte de certains mots clés présélectionnés, comme dans Rosa et Verga, (2007) pour mesurer le contenu.

D'autres études ultérieures ont tenté de quantifier la communication des banques centrales. Pour ce faire, toutes les déclarations doivent être classées selon leur contenu et leur intention probable, puis codé sur une échelle numérique.

Parmi les types de communications étudiés dans la littérature figurent les déclarations sur la politique monétaire et la communication sur le taux de change, (Jansen et De Haan, 2005), les perspectives économiques, Ehrmann et Fratzscher (2007), la stabilité des prix et les indicateurs monétaires, (Berger, De Haan et Sturm, 2006). Toutes ces études attribuent une note positive si l'annonce est perçu comme bonne, négative si elle est perçu comme mauvaise ou bien zéro si elle est jugée neutre. D'autres chercheurs attribuent une grille plus fine qui suggère une grandeur par des instructions de codage sur une échelle de -2 à +2, (Rosa et Verga,2007), (Musard-Gies, 2006).

L'approche de codage trouve son intérêt dans le fait qu'elle permet d'annoncer si la stratégie de communication de la banque centrale est une réussite ou un échec. Berger et al (2006), se sont intéressés uniquement aux conférences de presses tenues après les réunions du Conseil d'Administration et ont procédé en deux étapes; la première consistait à compter les mots afin d'analyser si l'analyse monétaire est moins importante. L'étape suivante consistait à quantifier le contenu informationnel de la déclaration. Ils calculent un indicateur de la position de politique monétaire globale communiquée par le Conseil d'Administration. Cet indicateur classe l'orientation générale de la politique monétaire sur une échelle de -3 (forte inclinaison vers des taux plus bas); -2; -1; 0 (neutre); +1; +2; et +3 (forte inclinaison pour augmenter les taux). Le contenu de la conférence est subdivisé, selon Berger et al (2006), en

trois sous-catégories basées sur les informations communiquées; la stabilité des prix, l'économie réelle et les indicateurs monétaires.

Hansen et McMahon, (2016) ont utilisé la Linguistique Informatique<sup>11</sup> et en particulier la combinaison du modèle thématique, à savoir l'Allocation de Latent Dirichlet (LDA), et de la méthode de dictionnaire, afin d'examiner le contenu de ce que les banques centrales essaient de communiquer aux marchés et au public. La méthode LDA est un algorithme très populaire développé par Blei, Ng et Jordan (2003) et utilisé pour la quantification de l'information. Hansen et McMahon, (2016) l'ont utilisé pour découvrir le sujet de chaque phrase des déclarations FOMC. Il permet de subdiviser les communiqués en sous-paragraphes selon leurs thématiques et d'accorder à chacun une distribution de probabilité.

## CONCLUSION

La communication est le nouvel instrument de la politique monétaire du fait qu'en favorisant la connaissance commune de l'économie, la banque centrale offre la possibilité aux agents privés de mieux anticiper les mesures de politique monétaire, contribuant ainsi à réduire la volatilité des taux avant et après la réunion du comité qui rend formelle le plus souvent, des décisions déjà pré-annoncées.

Au sein de ce deuxième chapitre, nous avons montré que les banquiers centraux ont réussi à asseoir leur influence sur les anticipations des agents privés en menant une stratégie de communication plutôt efficace. A travers la publication des procès-verbaux des réunions, leurs actions sont désormais plus prévisibles, ce qui permet un ajustement rapide des conditions monétaires sur l'ensemble des marchés. Nous avons aussi noté qu'au fil des années, leurs déclarations de plus en plus soignées commencent à devenir un véritable instrument au service de la politique monétaire.

Grâce à son efficacité opérationnelle, la communication des banques centrales est institutionnalisée depuis l'instauration d'un planning d'annonces préétabli. C'est uniquement au cours de ces rendez-vous que les changements d'orientation de politique monétaire sont

---

<sup>11</sup> un champ interdisciplinaire basé sur une modélisation symbolique (à base de règles) ou statistique du langage naturel établie dans une perspective informatique, Blei, Ng et Jordan (2003).

décidés et commentés. Toutefois, la parole est aussi une arme à double tranchant. En effet, chaque mot prononcé est lourd de sens dans la mesure où il peut engendrer, en cas de mauvaise interprétation, des effets indésirables.

## **Partie 02 : Rôle de la communication de la Banque Centrale de Tunisie dans la transmission de sa politique monétaire**

---

*En Tunisie, les évolutions dans la conduite de la politique monétaire sont allées de pair avec une plus grande ouverture. L'opacité des années précédentes s'est justifiée par la multiplicité des instruments utilisés par la BCT et l'absence d'un objectif ferme et suffisamment précis de la politique monétaire. Ce choix allait avec une situation où les différents prix de la monnaie étaient administrés à savoir les taux d'intérêt et le taux de change et où les marchés ne jouaient pas un grand rôle dans leur détermination, (Miniaoui et Smida, 2008). En effet, la combinaison du pouvoir de persuasion auprès des banques tunisiennes et l'effet de surprise permettaient à la banque centrale de mener à terme sa politique monétaire. Par contre, s'il s'agissait des marchés, une plus grande transparence aiderait à atteindre les prix d'équilibre et à éviter toute sorte de dérapages.*

*Au sein de cette deuxième partie, nous tenterons de mesurer l'effet des annonces de la BCT sur la transmission de sa politique monétaire. Pour ce faire, nous suggérons de quantifier, dans un premier lieu, le contenu informationnel des communiqués du conseil d'administration comme étant le canal de communication le plus riche en information. Ensuite, dans le cadre de la modélisation VAR, nous mesurons l'effet de la communication de la BCT sur le prix des actifs, à savoir le cours des actions et taux de change, et les variables économiques, notamment, l'inflation et la croissance. Enfin, nous évaluerons le rôle de la communication dans la transmission de la politique monétaire à travers les réponses d'impulsion aux chocs de la communication.*

### **CHAPITRE 03: COMMUNICATION DE LA BANQUE CENTRALE DE TUNISIE : STRATEGIE ET EVALUATION**

Au sein de ce chapitre, nous présentons, dans une première section, les stratégies de communication adoptées par la banque centrale de Tunisie depuis sa création. Ensuite, nous exposons, dans une deuxième section, la méthodologie que nous avons adopté pour mieux évaluer le contenu informationnel des communiqués du conseil d'administration. Enfin, nous interprétons nos résultats et nous avançons quelques recommandations.

## Section01 : Stratégie de communication de la BCT : De l'opacité vers la transparence

Depuis sa création en 1958, la Banque Centrale de Tunisie communiquait peu sur ses objectifs, ses stratégies et ses décisions. La dépendance de l'autorité monétaire vis à vis de l'organe exécutif limitait son dialogue et son interaction avec le public. Tout comme les autres banques centrales, la BCT a fait des progrès en matière de transparence, notamment après la révolution du 14 Janvier 2011. Avec les instruments habituels, la stratégie de communication a été utilisée comme un moyen de régulation monétaire. Quant à la BCT, elle fournit au public un volume important de données concernant la conduite de la politique monétaire à travers deux canaux différents ; son site Internet et sa bibliothèque sous forme de support papiers. Ces publications présentent la conjoncture économique nationale et internationale, l'évolution des différents taux d'intérêt, els règles prudentielles, la législation bancaire ainsi que les circulaires destinées aux établissements de crédits.

### 3.1.1 Que communique la BCT ?

Dans l'ensemble, la BCT met à la disposition du public les données mensuelles concernant les masses monétaires, le concours à l'économie ainsi que les réserves de change. Ces indicateurs sont généralement publiés avec un décalage moyen de six semaines.

La Banque analyse et commente l'évolution des indicateurs économiques ainsi que les facteurs de la liquidité bancaire à l'occasion de l'édition de ses rapports annuels. A travers ces rapports, elle explique a posteriori les raisons de ses interventions. Cette masse d'informations permet de distinguer entre les opérations effectuées sur le marché monétaire (injection ou ponction de liquidités, appel d'offre, prise en pension...) et celles de prêteur en dernier ressort. Elle donne au public une vision plus claire de la nature de ses interventions.

Le tableau ci-après récapitule les publications de la BCT et leurs périodicités.

**Tableau 3: Les publications de la BCT et leurs périodicités**

<b>Publications</b>	<b>Périodicité</b>
<b>Rapport annuel</b>	Annuelle
<b>Brochure de la balance de paiement</b>	Annuelle

<b>Brochure de la dette extérieure</b>	Annuelle
<b>Périodique de conjoncture</b>	Trimestrielle
<b>Bulletin statistique et financière</b>	Trimestrielle
<b>Rapport sur la supervision Bancaire</b>	Annuelle
<b>Communiqués du CA</b>	Mensuelle\ après chaque réunion du CA
<b>Communiqués du Presse</b>	Occasionnel

*Source: Elaboré par l'étudiant en se référant au site de la BCT*

Nous remarquons que la quasi-totalité de ces informations est publiée avec un retard qui peut atteindre six mois. Relativement longs, ces délais réduisent l'efficacité des communications de la BCT. La transparence s'en trouve amoindrie. En effet, la BCT n'établit pas un calendrier pour ses publications et ne publie pas des annonces qui concernent le taux d'inflation ciblé ainsi que certaines variables réelles comme la production potentielle.

### **3.1.1.1 Communiqués du Conseil d'Administration**

Depuis sa création, le Conseil d'Administration de la BCT se réunit chaque mois pour analyser la situation économique, monétaire et financière du pays et pour prendre les décisions et les actions futures de la politique monétaire. Ce communiqué est le principal canal de communication de la BCT, il véhicule la décision d'augmentation, de baisse ou bien du maintien du taux directeur de la banque centrale. Il est publié le plus souvent, le jour suivant la réunion et constitue un rendez-vous plus au moins important pour les agents économiques.

Un communiqué du conseil d'administration de la BCT présente une structure bien spécifique et parle généralement de quatre sujets ; la conjoncture économique internationale et nationale, les indicateurs monétaires et financiers, les échanges internationaux et le taux de change et finalement la décision de la politique monétaire. Il s'agit d'une description chiffrée de la situation actuelle et parfois une vision sur les évolutions futures.

Avant la révolution du 14 Janvier 2011, les minutes du conseil d'administration portaient peu d'information puisque ils se limitaient à une description pure et simple des chiffres historiques. Il n'y avait pas une analyse prospective et il était donc difficile de détecter l'intention de la BCT ou bien de prédire ses actions futures. Le communiqué de Février 2011 était une première en termes de communication pour la BCT. Il a mis l'accent

sur l'indépendance, la transparence et la crédibilité de la BCT et mis en valeur le rôle de la Banque dans la préservation de la valeur de la monnaie et dans la contribution à la stabilité financière.

### *3.1.1.2 Nouvelle publication : Rapport de l'évolution économique et monétaire et perspectives à moyen terme*

Chaque trimestre, la BCT publiait le périodique de conjoncture internationale et nationale. Ce rapport, d'une trentaine de pages, présentait l'évaluation des indicateurs économiques et monétaires à l'échelle nationale et internationale. Il s'agissait d'une analyse purement descriptive où l'intention des autorités monétaires était rarement dévoilée et/ou comprise.

Suite à sa réunion du 28 Avril 2016, le conseil d'administration de la BCT a décidé de changer la structure de l'analyse de l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale (périodique de conjoncture)<sup>12</sup>. Avec ce changement la BCT cherche à améliorer la qualité de sa communication sur les raisons ayant motivé les décisions de son conseil. Cette analyse porte, non seulement, sur l'évolution de la situation, mais également, sur les perspectives d'évolution des prix et de la croissance, telles qu'elles ressortent des exercices de prévision effectués par les services techniques de la Banque<sup>13</sup>.

L'objectif de ce changement est de fournir au public une meilleure visibilité sur la situation présente et future de l'économie, dans sa globalité. Il vise aussi, à favoriser les conditions d'une politique monétaire plus efficiente, basée sur l'ancrage des anticipations inflationnistes.

Le rapport commence par un aperçu général de sept phrases synthétisant les indicateurs économiques, monétaires et financières ainsi que leurs perspectives à moyen terme. Ensuite, un paragraphe est dédié à chaque aspect. Ce rapport constitue un grand succès pour la BCT en matière de communication qui a fait évoluer considérablement son indice de

---

<sup>12</sup> Le mot du Gouverneur de la BCT, rapport de l'évolution monétaire et conjoncturelle et perspectives à moyen terme, Avril 2016.

<sup>13</sup> Les modèles utilisés pour les prévisions de l'inflation et de la croissance à court et moyen terme sont également communiqués, [https://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Document\\_Travail\\_201706\\_fr.pdf](https://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Document_Travail_201706_fr.pdf).

transparence. En effet, la BCT n'a pas hésité à partager son opinion, ses intentions et ses prévisions dans le but d'ancrer les anticipations et de faire bouger les marchés et l'économie dans la direction souhaitée.

### 3.1.2 Degré de transparence de la BCT

En se référant à l'indice de Eijffinger et Geraats (2006), développé et expliqué dans le deuxième chapitre de ce travail, nous avons mesuré le degré de transparence de la BCT. Le score de cette dernière a évolué au cours des dernières années pour atteindre 7 points détaillés comme suit ;

- ✚ En ce qui concerne la transparence politique, elle s'est considérablement améliorée (de 0.5 à 2 points) lorsque l'indépendance de la BCT a été inscrite dans sa loi organique<sup>14</sup>. Mais, elle reste toujours silencieuse sur son objectif quantitatif d'inflation.
- ✚ Pour la transparence économique, le score de la BCT atteint 2 points puisqu'elle ne divulgue pas un modèle de politique formel, c'est à dire elle ne divulgue pas le modèle économique qu'elle suit pour prendre ses décisions. Mais, depuis Avril 2016, elle publie une prévision à moyen terme de la croissance et de l'inflation.
- ✚ En transparence procédurale, la BCT a un score de 1 point. Elle publie les minutes élaborées en temps opportun mais sa stratégie de politique monétaire n'est pas encore explicite.
- ✚ Pour la transparence des politiques, la BCT n'a que 1.5 points. La raison est qu'elle fournit simplement une explication de ses décisions de politique monétaire en cas de changement (baisse ou hausse de ses taux) et ne fait pas part de ses orientations futures.
- ✚ Quant à la transparence opérationnelle, la BCT n'a que 0.5 point. Elle n'évalue pas les résultats de ses politiques et leurs écarts par rapport aux objectifs visés ni l'effet des chocs macro-économiques sur la transmission de ses actions.

---

<sup>14</sup> Loi n° 35-2016 du 25 Avril 2016 portant statut de la Banque Centrale de Tunisie.

Le tableau ci-après récapitule le degré de transparence de la BCT

**Tableau 4: Le degré de transparence de la BCT**

<b>Transparence de la Banque Centrale de Tunisie</b>	<b>Note</b>
<b>Transparence Politique</b>	<b>2</b>
Objectifs Formels	1
Objectif quantitatif	0
Dispositions Institutionnelles	1
<b>Transparence Economique</b>	<b>2</b>
Données économiques	1
Modèles de PM	0
Forward looking	1
<b>Transparence Procédurale</b>	<b>1</b>
Stratégie explicite	0
Procès-verbaux	1
Votes	0
<b>Transparence de Politique</b>	<b>1.5</b>
Rapidité des annonces	1
Explication des décisions	0.5
Tendance Future	0
<b>Transparence Opérationnelle</b>	<b>0.5</b>
Contrôle des erreurs	0
Transmission	0
Evaluation des résultats	0.5
<b>Total</b>	<b>7</b>

*Source: Calculé par l'auteur*

La BCT a bien avancé en termes de transparence mais elle a encore des améliorations à entreprendre en terme de communication.

## Section02 : Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT : Méthodologie

Après avoir présenté la stratégie de communication de la BCT, nous passons à son évaluation en s'inspirant de la méthode du scoring. Comme nous l'avons noté, les communications de la BCT diffèrent de plusieurs façons et sont plus au moins difficiles à mesurer et à quantifier. Nous nous concentrons donc dans notre présent travail sur des signaux à haute fréquence relativement bien définis, tels que les communiqués du conseil d'administration (CCA). Notre échantillon comporte 74 communiqués du 28 Février 2011 jusqu'au 4 Octobre 2017.

Puisque c'est la première tentative d'évaluation de la communication de la BCT, nous choisissons d'aller plus loin qu'une simple codification du contenu des communiqués et nous proposons une évaluation sémantique plus fine.

### 3.2.1 Evaluation du contenu informationnel des CCA

La communication des banques centrales est évaluée empiriquement en fonction du contenu informationnel de ses annonces, c'est-à-dire, à travers la quantité d'information véhiculée par ce canal. En se basant sur l'approche adoptée par Hansen et McMahon (2016) qui à leur tour se sont référés aux travaux de Lucca et Trebbi (2009), nous attribuons à chaque CCA un score qui varie de -1 à +1 en fonction de la clarté du message, de l'intention de la BCT, des perspectives économiques partagées, de l'évaluation d'output et de l'incertitude par rapport à la décision de la politique monétaire.

Le score aura la forme suivante ;

$$\text{Score (CCA)} = f(\text{clarté, intention, incertitude, Economic Outlook, Evaluation d'output})$$

L'avantage de notre méthodologie est que nous n'avons pas à nous limiter à des variables quantitatives de la politique monétaire par contre nous allons analyser le contenu informationnel des CCA à travers un logiciel de "Text Mining" ou bien d'analyse de contenu, Tropes, pour extraire l'opinion et l'intention de la BCT de la manière la moins subjective.

### 3.2.1.1 Analyse du contenu : Tropes

Chaque texte, qu'il s'agisse d'un article, d'un ouvrage ou d'un discours..., contient quelques phrases clés correspondant aux idées qui constituent son ossature et son squelette. Le problème dès lors est d'atteindre ces noyaux du texte qui contiennent l'essentiel de son objet.

Disons qu'un texte est composé d'Univers dans lesquels des acteurs disent avec d'autres acteurs des choses diverses. Ces Univers qui ont tous un format propositionnel n'ont pas la même importance dans la structuration du texte. Certains de ces Univers sont des fondements du texte, au sens où si nous les retirions, « l'édifice textuel » s'écroulerait, et donc le sens serait perdu. L'analyse du contenu est dès lors un ensemble de moyens pour tenter de savoir :

- ✚ Quels sont les principaux acteurs à l'œuvre dans le texte ?
- ✚ Quelle est la structure des relations qui les lient ?
- ✚ Quelle est la hiérarchie de ces relations et leur évolution ?

En effet, l'analyse de contenu consiste à faire apparaître l'ossature du texte, c'est-à-dire son sens. Ceci suppose un ensemble théorique qui rend compte à la fois de l'économie textuelle des énoncés et de l'économie cognitive des énonciateurs. Ceci suppose également un outil qui met la subjectivité du codeur à distance. C'est cet outil que nous avons utilisé : Tropes.

Tropes a été développé par Pierre Molette et Agnès Landré (1994)<sup>15</sup>, sur la base des travaux de Rodolphe Ghiglione (1995)<sup>16</sup>. Pour effectuer une analyse, le logiciel effectue un traitement complexe visant à affecter tous les mots significatifs dans des catégories, à analyser leur répartition en sous-catégories (catégories de mots, classes d'équivalents), à étudier leur ordre d'arrivée à la fois à l'intérieur des propositions (relations, actants et actés), et sur l'intégralité du texte.

---

<sup>15</sup> L'analyse automatique des contenus (1998). Ghiglione et al. Dunod

<sup>16</sup> L'analyse cognitivo-discursive' (1995). Ghiglione, Kekenbosch, Landré A. PUG

### 3.2.1.2 Contenu informationnel : Clarté et intention

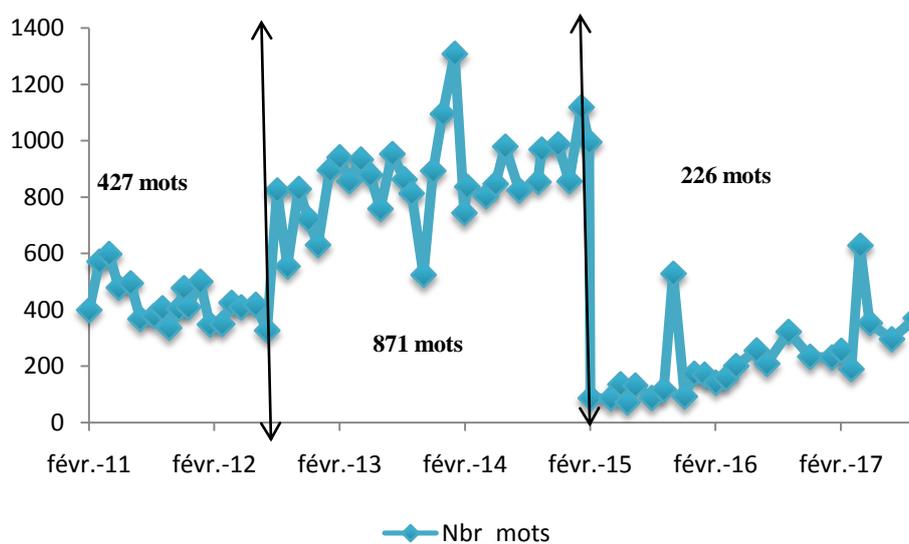
Dans une première tentative et pour capturer certaines informations contenues dans les communiqués du conseil d'administration, nous avons effectué un simple comptage de mots.

#### 3.2.1.2.1 Clarté des communiqués du Conseil d'Administration

Le nombre de mots du communiqué permet de juger de sa clarté et de la facilité de sa compréhension par le public. En effet, un court communiqué peut refléter le doute et l'incertitude de la BCT quant à l'état actuel de l'économie et son évolution future. De même, un long communiqué peut induire les agents économiques en erreur, rendre difficile la compréhension du message et créer une certaine « distraction ». Par ailleurs, nous avons introduit le nombre de mots des communiqués (nbr\_mots : nombre de mots) comme critère de leurs contenus informationnels. Plus le communiqué est synthétisé et clair, meilleure est sa compréhension.

Le graphique ci-après présente l'évolution du nombre de mots des communiqués du conseil d'administration de la BCT.

Figure 2: Résultat du comptage des mots des CCA



Source: Construit par l'auteur

La lecture du graphique nous a permis de le diviser en 3 sous-périodes ; durant la première période les communiqués comportaient en moyenne 427 mots. Cette moyenne est presque la même que celle des communiqués de la Banque Centrale de Suède sur un an (425 mots). Ces 427 mots permettaient à la BCT de transmettre clairement son évaluation de la situation économique et sa lecture du secteur monétaire. Par contre, durant la deuxième période, de Août 2012 jusqu'au Février 2015, le nombre de mots moyen par communiqué s'est doublé (871 mots) et il y a eu des communiqués qui dépassaient les 1200 mots. En Mars 2015, le nombre de mots du communiqué s'est réduit brusquement à 85 mots et nous remarquons que le nombre de mots n'augmente que si une décision de hausse ou de baisse de taux est prise (Octobre 2015 avec 528 mots). Les deux changements de stratégie de communication se sont produits avec le gouverneur actuel de la BCT.

#### Intention de la Banque Centrale de Tunisie

Compte tenu des retards dans la disponibilité des données économiques et du fait que les décisions de la politique monétaire sont prises en tant que décisions prospectives, l'ensemble des informations utilisé par les autorités monétaires peut par conséquent, différer de celui du public. Par ailleurs, avoir ces informations et connaître l'opinion de la BCT sur la situation économique actuelle et future est considéré comme un grand privilège pour les agents économiques. En tant que tel et à travers ses communiqués, la BCT peut partager ces informations ainsi que ses croyances sur l'état de l'économie. Mais, la manière avec laquelle, les autorités monétaires écrivent n'est pas toujours claire et facile à comprendre. C'est pour cette raison qu'il faut comprendre via les sujets abordés et le ton utilisé l'intention et l'opinion de la BCT.

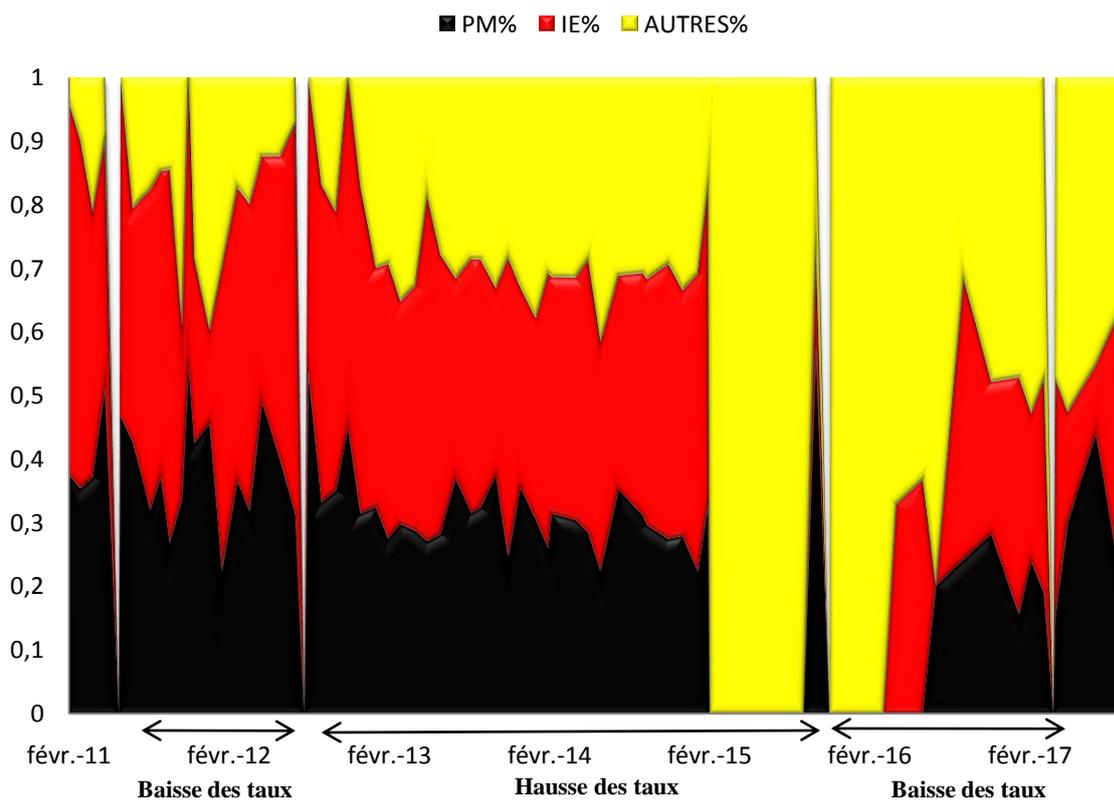
Dans ce même ordre d'idées, nous dérivons des mesures empiriques en utilisant une nouvelle approche pour combiner les deux aspects ; Sujet et Ton. Autrement dit, nous devons d'abord savoir si la banque centrale parle de l'état de l'économie et des indicateurs monétaires, le sujet, et ensuite nous devons mesurer la façon comment elle le communique, le ton.

Dans un premier lieu, nous avons identifié, groupé et compté des mots dans des phrases complètes apparaissant à n'importe quel moment dans les communiqués du conseil d'administration abordant un certain nombre de questions clés. Le premier groupe contient des

déclarations relatives à l'évolution des prix et au secteur monétaire (nbr\_PM = nombre de mots sur la politique monétaire), le deuxième groupe fait référence à l'état de l'économie réelle (nbr\_IE= nombre de mots sur la situation économique ), le troisième à une série d'autres sujets pertinents pour la politique monétaire (nbr\_autres= nombre de mots pour d'autres sujets), notamment le taux de change ou les questions liées à la politique budgétaire, où bien des phrases de structures.

La figure ci-après présente la répartition des mots parmi nos trois groupes pour les 74 communiqués au cours de la période 2011-2017. Le tableau 5 récapitule certaines statistiques descriptives.

Figure 3: Poids de chaque sujet dans les CCA



Source: Elaboré par l'auteur

Tableau 5: Comptage des mots: Statistiques descriptives

Moyenne			
Toute la période	<Août-2012	<Juillet-2014	< Avril-2017

<b>PM %</b>	26,67%	38,63%	31,17%	12,59%
<b>IE%</b>	33,02%	44,59%	40,85%	20,44%
<b>AUTRES %</b>	40,37%	17,04%	27,98%	66,97%

*Source: Calculé par l'auteur*

Les résultats montrent qu'en moyenne, la BCT donne un peu plus d'importance à l'évaluation de la conjoncture économique qu'aux indicateurs monétaires (33% contre 26%). Nous remarquons également que plus que 40% du communiqué parle de sujets autres que la situation économique et monétaire du pays. En effet, les communiqués du conseil d'administration de la BCT présentent un nombre plus au moins important de phrases de structure, " Le Conseil d'Administration de la BCT a tenu le..., une réunion", " A la lumière de ces évolutions, le Conseil d'Administration a décidé..." notamment à partir de Août 2012, le pourcentage de phrases de structure n'a pas cessé d'augmenter, passant de 17% à 28% ensuite à 67%. Quant à la proportion des mots alloués à l'analyse monétaire ou bien économique, aucune tendance n'est observée. Nous ne pouvons pas donc extraire une stratégie bien claire qui évolue en fonction de temps.

Du Février 2015 à Octobre 2015, nous remarquons que les communiqués de la BCT avaient exactement la même structure, il s'agissait d'une description de l'ordre du jour de la réunion du conseil d'administration. Aucune analyse économique, monétaire ou financière n'a été faite.

Dans un deuxième lieu, nous avons fait recours au logiciel d'analyse de contenu, Tropes, pour identifier et compter le nombre d'adjectifs subjectifs utilisés par la BCT en parlant de l'économie et des indicateurs monétaires. Ces adjectifs permettent de dégager l'opinion et l'appréciation des autorités monétaires de l'état actuel de l'économie et de la santé du secteur monétaire du pays. Le tableau suivant donne quelques exemples d'adjectifs subjectifs de la liste construite par Tropes.

**Tableau 6: Extrait de la liste d'adjectifs subjectifs détectée par TROPES**

**Exemples d'adjectifs subjectifs détectés par Tropes**

<b>Subjectifs</b>	≠	<b>Objectifs</b>
-------------------	---	------------------

Extraordinaire	Inchangé
Difficile	Marqué
Meilleure	Inhérent
Sensible	Elevé
Défavorable	Positif
Aisé	Supplémentaire
Acceptable	Dernière
Obligatoire	Attendue

Source: Le manuel du TROPES V08.4

En s'inspirant de la mesure du ton de la Fed développée par Hansen et McMahon (2016), nous avançons la mesure suivante de l'intention de la BCT.

$$Intent\_index = \frac{Nbr\_Adj\_Subj}{nbr\_PM + nbr\_IE}$$

### 3.2.1.3 Contenu informationnel : Incertitude

Qualitativement, fournir une information consiste à lever une partie de l'incertitude sur l'issue d'une expérience aléatoire, Shannon (1948). Nous pouvons donc considérer qu'a posteriori la quantité d'information reçue est d'autant plus grande que l'on ne s'attendait pas à observer la réalisation d'un événement. Le contenu informationnel est donc une fonction croissante de l'incertitude autour d'un évènement.

L'évènement le plus attendu par le public lors de la réunion du conseil d'administration est la décision concernant la politique monétaire. Nous proposons donc de mesurer l'incertitude autour de l'augmentation, diminution ou maintien du taux directeur de la BCT.

#### Mesures d'incertitude

La littérature économique montre que les mesures d'incertitudes font partie de ces trois classes;

- ✚ Mesures objectives d'incertitude ; les mesures objectives sont des mesures qui se basent essentiellement sur des données quantitatives, observables et historiques afférentes à l'objet.

- ✚ Mesures subjectives d'incertitude ; les mesures subjectives sont généralement obtenues à partir des prévisions issues de la prospection des professionnels et/ou des ménages. Les informations fournies varient considérablement d'une enquête à une autre.
- ✚ Mesures mixtes d'incertitudes ; ce sont des indices composites qui englobent réalisations et anticipations et qui sont calculés comme une moyenne pondérée des diverses composantes. Les pondérations dépendent de l'objectif de l'étude et de la nature des variables étudiées.

Nous nous sommes basé, dans ce présent travail, sur l'une des mesures objectives développée par ROSSI et SEKHPOSYAN, (2015). Ils suggèrent de mesurer l'incertitude à partir de la distance entre la valeur réalisée d'une variable et la distribution des erreurs de prévision, cette dernière étant obtenue à partir d'un modèle paramétrique ou d'enquêtes. L'hypothèse sous-jacente de leur travail est que l'incertitude n'est pas intrinsèquement liée aux fluctuations de l'activité économique mais plutôt à sa prévisibilité.

Notre travail revient à mesurer l'incertitude autour du taux directeur de la BCT, nous avons pris le TMM comme son proxy et nous avons supposé que les prévisions des agents économiques sont homogènes et que la règle de Taylor explique au mieux la conduite de la politique monétaire en Tunisie. Par conséquent, notre mesure d'incertitude aura la forme suivante ;

$$Incert\_index = |TMM_t - RT_t|$$

Avec,

TMM est le taux moyen du marché monétaire

RT est le taux de Taylor

L'écart observé entre le taux directeur des autorités monétaires et le taux de Taylor permet au public de caractériser et comprendre la politique monétaire : une politique monétaire accommodante (restrictive) est caractérisée par des taux inférieurs (supérieurs) au taux de Taylor.

### Mesure du Taux de Taylor

La règle de Taylor peut être utilisée à la fois pour un cadre déterministe de la politique future et/ou pour une démarche d'évaluation des politiques monétaires ultérieurs. Elle permet

de décrire de façon synthétique la réaction de la Banque Centrale face aux variations de certaines variables économiques. La règle de Taylor est une règle de conduite pragmatique selon laquelle le taux d'intérêt devrait être modulé par les autorités monétaires au cours du cycle à un niveau égal au taux d'intérêt d'équilibre, plus cinquante pour cent de l'écart d'inflation, plus cinquante pour cent de l'écart de croissance ou output gap.

La règle proposée par Taylor est la suivante;

$$i_t = r^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*)$$

Avec,

$r^*$  le taux d'intérêt réel neutre ou d'équilibre

$\pi_t$  le taux d'inflation

$y_t$  le PIB réel en logarithme

$y^*$  le PIB potentiel de l'économie

$\pi^*$  le taux d'inflation cible

Afin de calculer le taux d'intérêt, réel nous avons fait recours à la mesure de Kozicki, (1999) et Smeets, (1998). En effet,  $r^*$  est la moyenne des différences entre le taux moyen de marché monétaire (TMM) et le taux d'inflation sur notre période d'étude. Nous avons utilisé Excel pour calculer ce taux sur la période étalant de Février 2011 à Octobre 2017. ( $r^* = 0.5$ ).

Quant à l'inflation cible et puisque la BCT n'affiche pas encore un objectif quantitatif, nous l'avons approximé à la moyenne de l'inflation observée sur la période d'étude ( $\pi^* = 4$ ).

En ce qui concerne le PIB potentiel, nous l'avons calculé en utilisant le filtre de Hodrick-Prescott (année ?). Ce dernier permet d'extraire la tendance de notre série. Pour calculer l'output gap nous nous sommes basé sur les travaux de Taylor.

$$output_{gap} = \frac{(y - y^*)}{y^*} * 100$$

Finalement, nous avons procédé au calcul de taux de Taylor pour la Tunisie sur toute la période d'étude selon la formule suivante ;

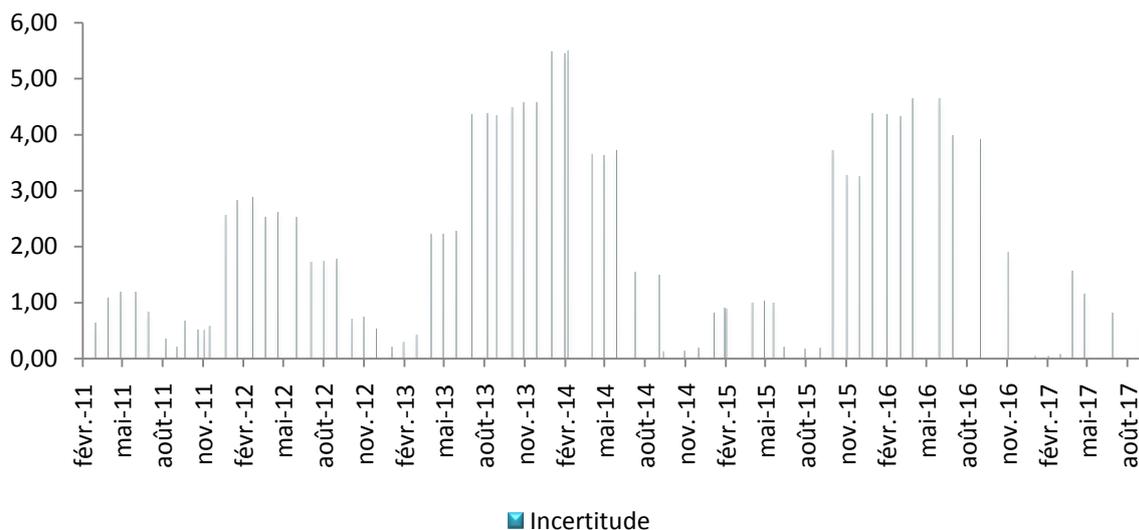
$$RT_t = 0.5 + \pi_t + 0.5(\pi_t - 4) + 0.5(y_t - y^*)$$

Calcul de l'indice d'incertitude

Après avoir calculé le taux de Taylor pour la Tunisie de Février 2011 jusqu'à Octobre 2017, nous avons mesuré l'incertitude des agents économiques quant à la prochaine décision de politique monétaire à travers la mesure objectif présentée dans le paragraphe précédent.

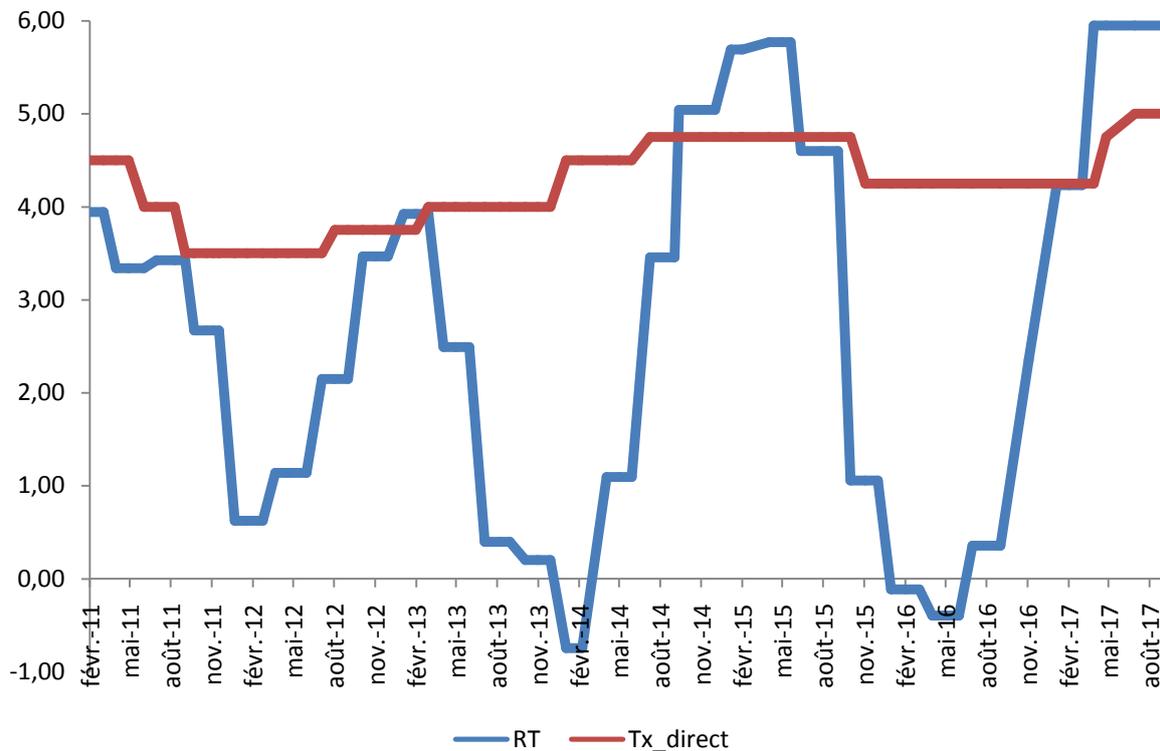
Les deux graphiques ci-après décrivent respectivement le degré d'incertitude du public quant à la décision de la politique monétaire de la BCT et l'évolution de taux directeur et de taux de Taylor pour la Tunisie.

**Figure 4: Incertitude des agents économiques quant à la prochaine décision de la politique monétaire**



Source: Construit par l'auteur

Figure 5: La variation du taux directeur de la BCT par rapport à la règle de Taylor



Source: Construit par l'auteur

Afin de comprendre la logique derrière notre mesure, nous interprétons la première partie de nos deux graphiques. Au début de l'année 2011, le taux directeur était supérieur au taux de Taylor, le public attendait la baisse des taux de la BCT et c'est ce qu'elle a fait jusqu'à septembre 2011 (de 4.5% ==> 3.5%). Le taux directeur s'est rapproché de taux de Taylor et il y avait pas de forte incertitude quant à la décision de la politique monétaire au cours de cette période, la décision était conforme aux prévisions des agents économiques. L'objectif de la banque centrale était de booster le financement de l'économie et particulièrement celui des entreprises productives. Cependant, cette diminution de taux a fait augmenter la consommation des ménages et les banques ont orienté principalement leurs financements aux particuliers, ce qui a augmenté l'inflation (3.6% à 4.9% en août 2012). Par ailleurs, le taux de Taylor a diminué fortement (0.62%) au cours de cette période alors que la BCT a maintenu son taux inchangé. Selon notre mesure d'incertitude, nous pouvons avancer que les agents économiques attendaient un baisse de taux directeur alors que la décision n'était pas conforme à leur prévision.

### 3.2.1.4 Contenu informationnel : *Economic Outlook*

Un autre aspect important de la stratégie de communication d'une banque centrale est l'étendue et le contenu de toute information prospective qu'elle fournit. Cet ensemble d'informations comprend l'évaluation (prévision) de la banque centrale de l'inflation et de l'activité économique futures, et ses propres inclinations concernant les futures décisions de politique monétaire. Ceci permettra aux agents économiques de prévoir les actions futures des autorités monétaires. C'est pour cette raison et pour évaluer le contenu informationnel des communiqués du conseil d'administration de la BCT, il est indispensable d'incorporer cette variable dans notre étude.

En se référant aux travaux de Lucca et Trebbi, (2009) et Romer et Romer, (2004) nous avons modélisé ce critère à travers une variable à échelle qui prend trois valeurs -1, 0 et 1.

$$EO = \begin{cases} -1, & \text{Même Outlook} \\ 0, & \text{Pas d' Outlook} \\ 1, & \text{Changement d' Outlook} \end{cases}$$

Dans le cas où le communiqué présente les mêmes perspectives que celui qui le précède, nous jugeons que cette information a été déjà assimilée par le public et incorporée dans son comportement. Par conséquent, cette répétition vient réduire le contenu informationnel de ce nouveau communiqué. Par contre, si ce dernier avance une nouvelle prévision, un changement de vision ou bien une nouvelle appréciation, le communiqué serait plus riche en information et les agents économiques lui donneraient plus d'importance. Nous attribuons la valeur 0 aux communiqués dans lesquels la banque centrale de Tunisie choisit le silence quant à l'évolution future de l'inflation et la croissance économique.

Depuis la révolution du 14 Janvier 2011, la Tunisie connaît une forte instabilité sur le plan politique, sécuritaire et économique. C'est pour cette raison que nous avons trouvé que dans ses communiqués le conseil d'administration de la BCT change fréquemment d'outlook. D'un mois à l'autre, la situation telle que décrite dans le communiqué change et les perspectives s'ajustent et même se renversent à cause des attentats terroristes, des difficultés permanentes du secteur touristique et du nombre élevé de jours de grèves dans certaines



ses actions précédentes. A travers cette publication, les agents économiques peuvent ajuster leurs prévisions des décisions futures de politique monétaire. Par conséquent, cette information constitue un enrichissement du contenu des communiqués. Pour chaque communiqué, nous avons extrait les phrases contenant une évaluation d'output. Nous avons attribué la valeur 1 pour les communiqués parlant des réalisations de la stratégie de politique monétaire avec au moins une phrase, et 0 si non. La variable est présentée comme suit;

$$Eval\_output = \begin{cases} 0, & \text{Pas d'évaluation} \\ 1, & \text{Evaluation d'output} \end{cases}$$

Après avoir lu tous les communiqués du Février 2011 à Octobre 2017, nous avons remarqué que notre échantillon peut être subdivisé sur deux sous-périodes. Sur la première, du Février 2011 jusqu'à Août 2012, plus que 55% des communiqués parlaient de l'output des actions et décisions de la politique monétaire alors que sur la deuxième période nous n'avons trouvé que quatre sur 54 des communiqués (7% ) qui évaluaient les résultats des actions de la politique monétaire entreprise. Nous n'avons aucune explication à cette évolution en dehors du changement du président du conseil d'administration en Juillet 2012, qui peut avoir une stratégie de communication différente.

### 3.2.2 Finalisation du Score

Après avoir étudié les différents critères d'évaluation du contenu informationnel des 74 communiqués du conseil d'administration de la BCT sur la période du Février 2011 jusqu'à Octobre 2017, nous passons au calcul du score final et à l'interprétation des résultats.

Pour chaque communiqué de la BCT, nous avons calculé un score qui varie de -1 à +1 selon la formule suivante ;

$$Score(CCA) = a1 \text{ nbr\_mots} + a2 \text{ intent\_index} + a3 \text{ incert\_index} + a4 \text{ EO} + a5 \text{ Eval\_output}$$

Avec, a1, a2, a3, a4 et a5 sont les pondérations respectives du nbr\_mots, intent\_index, incert\_index, EO et Eval\_output.

Notre revue de la littérature et l'opinion des professionnels de la Direction de la Stratégie de la Politique Monétaire au sein de la Banque Centrale de Tunisie nous a aidé à donner pour chaque critère la pondération la plus appropriée.

Nous rappelons que notre objectif est d'évaluer la manière avec laquelle la BCT communique sa stratégie et objectifs plutôt que l'importance qu'accorde le public aux communiqués du conseil d'administration. C'est pour cette raison que nous avons accordé plus d'importance aux critères décrivant la stratégie de communication de la BCT à savoir l'Economic outlook, l'Evaluation d'output, l'intention de la BCT et le nombre de mots par communiqué. La pondération la plus élevée est attribuée aux perspectives et aux prévisions partagées ( $a_4=0.3$ ). Ceci parce que le premier objectif de la communication étant d'ancrer les anticipations du marché et de permettre au public de prévoir les décisions futures de politique monétaire. Pour les trois autres critères, nous avons donné la même pondération ( $a_1=a_2=a_5=0.2$ ).

Quant à la mesure d'incertitude qui n'est autre que le degré d'attention accordée par le public aux communiqués de la BCT et à sa décision, nous avons attribué la pondération la moins élevée ( $a_3=0.1$ )

Le tableau ci-après récapitule nos différentes variables ainsi que leurs coefficients.

**Tableau 7: Récapitulatif des variables composant l'indice de communication**

Variables	Descriptions	Coefficients	Signes
<b>EO</b>	L'agent privé a une certaine confiance en la BCT et croit généralement qu'elle a toujours des informations inaccessibles pour le public. Ceci se traduit par son intérêt à l'appréciation de la conjoncture économique faite par la BCT. Le contenu informationnel du communiqué est de plus en plus important lorsque la vision de la BCT concernant l'économie tunisienne change d'un communiqué à un autre.	0.3	(+)
<b>Nbr_mots</b>	Cette variable évalue le degré de clarté du contenu du message communiqué. Une information explicite facilitera sa réception. Plus le texte est court et synthétisé, meilleure est sa compréhension. Afin d'homogénéiser cette série et rendre possible son incorporation dans le score nous l'avons centrée et réduite.	0.2	(-)

<b>Intent_index</b>	Etant la référence la plus solide dans l'économie, l'opinion et le ton avec lequel la BCT parle constituent une source fondamentale pour le public pour formuler ses prévisions et ajuster son comportement. Par conséquent, plus la banque parle subjectivement de l'économie et du secteur monétaire plus son message est riche en information.	0.2	(+)
<b>Eval_output</b>	L'évaluation des réalisations des décisions antérieures vient perfectionner les stratégies de communications des banques centrales. Par ailleurs, le partage de cette information enrichit le contenu des communiqués.	0.2	(+)
<b>Incert_index</b>	Selon la théorie de la communication et de l'information, le contenu informationnel d'un message est une fonction croissante de l'incertitude. Plus la décision de la politique monétaire est inattendue plus riche est le communiqué en contenu informationnel.	0.1	(+)

*Source: Elaboré par l'auteur*

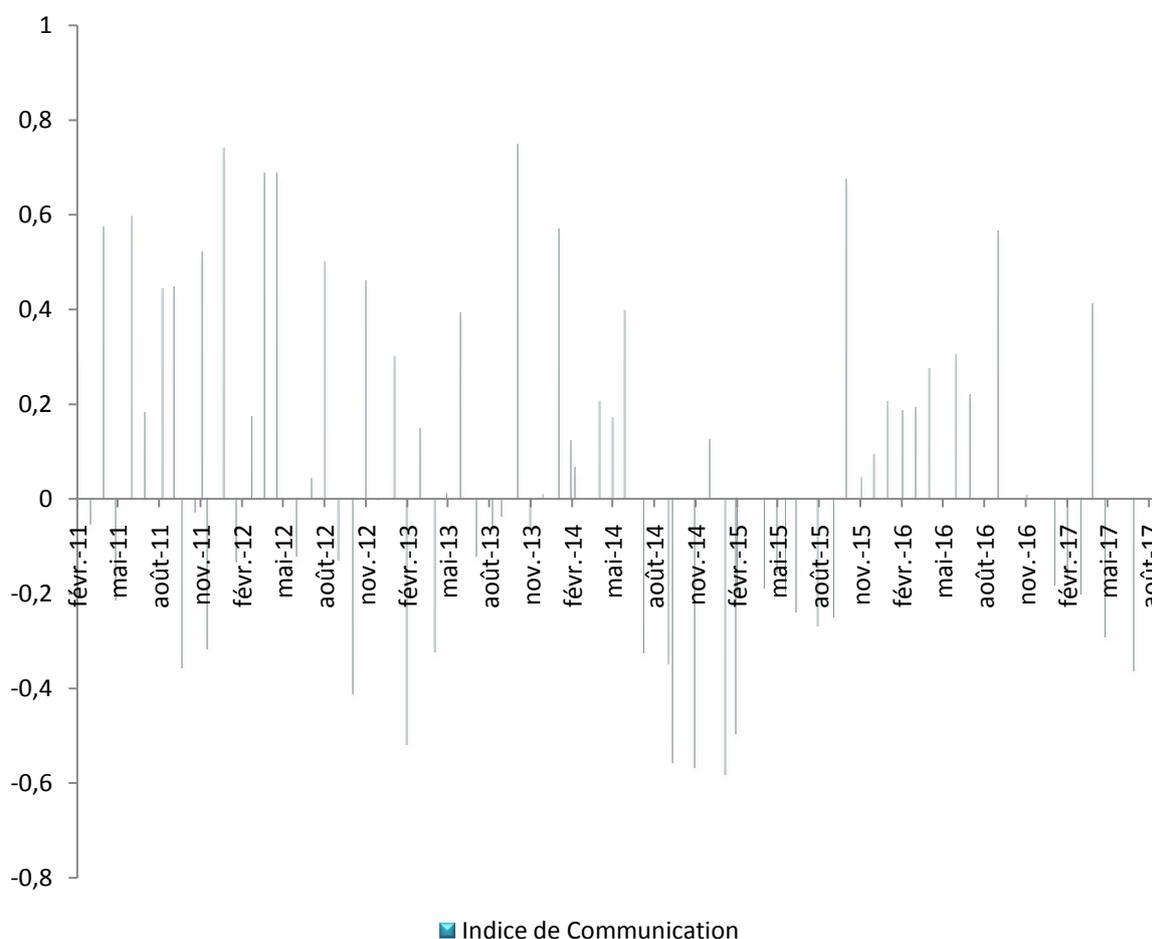
### Section03: Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT : Résultats et recommandations

La BCT a vécu des évolutions trop importantes en matière de conduite de la politique monétaire, mais concernant sa stratégie de communication, notamment celle des communiqués de son conseil d'administration, nous n'avons pas réussi à dégager une tendance quelconque vers une meilleure stratégie. A travers cette troisième section nous présentons nos résultats, interprétations et recommandations.

#### 3.3.1 Résultats et interprétations

Notre manière d'évaluer les communiqués nous a permis de mettre au clair les changements en stratégies de communication de la BCT. Pour ce faire, nous avons divisé notre période d'étude en sous-périodes annuelles pour pouvoir comprendre la logique derrière les annonces de la banque centrale. Le graphique et le tableau ci-après synthétisent nos principaux résultats.

Figure 7: Indice de communication de la BCT



Source: Construit par l'auteur

Tableau 8: Indice de communication de la BCT et analyses descriptives

<i>Evaluation de la Communication de la BCT: Statistiques descriptives</i>								
<b>Echantillon</b>	Toute la période	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Moyenne</b>	0,053	0,173	0,207	0,0391	-0,0138	-0,1464	0,24 3	- 0,16

<b>Erreur-type</b>	0,041	0,1022	0,1127	0,0954	0,1143	0,0920	0,05	0,09
							5	9
<b>Médiane</b>	0,009	0,2368	0,1076	-0,0143	0,1204	-0,1967	0,21	-
							1	0,20
<b>Minimum</b>	-0,58	-0,3555	-0,4108	-0,5203	-0,5677	-0,5820	0,00	-
							8	0,36
<b>Maximum</b>	0,74	0,5938	0,7386	0,7459	0,5679	0,6728	0,56	0,41
							5	0
<b>Echantillons</b>	74	12	12	12	11	12	8	7

*Source: Calculé par l'auteur*

Nous trouvons que plus que 50% des communiqués analysés avaient un score supérieur à zéro (39 sur 74 communiqués, médiane égale à 0.009). En moyenne, les communiqués ont un score de 0.053. Ceci signifie selon la construction de notre indice que les communiqués de la BCT sont mitigés (ni mauvais ni bons).

Nous remarquons également que de 2011 à 2012 les communiqués se sont améliorés légèrement. Ceci est dû principalement à la clarification de l'intention de la BCT dans les communiqués, l'introduction de plus en plus des perspectives à court terme sur l'inflation et la croissance et la présence de l'évaluation d'output des actions antérieures de la politique monétaire, ce qui constitue un grand succès pour la BCT en terme de communication.

A partir de mi 2012, nous notons que la qualité de la communication s'est dégradée (0.2 en 2012 contre -0.14 en 2015), à cause essentiellement de l'augmentation du nombre de mots par communiqué, l'absence complète de l'évaluation d'output et la diminution significative du nombre d'adjectifs subjectifs utilisés pour parler de l'économie et du secteur monétaire. Pour certains communiqués, nous ne trouvons que des phrases de structures qui énumèrent seulement les sujets discutés par les membres du conseil. Leurs contenus informationnels étaient simplement l'incertitude qu'avait le public quant à la prochaine décision de la politique monétaire. Ce n'est qu'en 2016 que le score moyen des communiqués s'est rétabli à 0.243 grâce à l'amélioration du ton de la BCT et l'augmentation considérable de l'importance qu'accordait le public à la sortie des communiqués.

En 2017, le score moyen s'est de nouveau déprécié et il semble que la BCT accorde moins d'importance au contenu des communiqués, et particulièrement ceux qui véhiculent le statu quo en matière de taux directeur.

### **3.3.2 Recommandations : Communiqués du conseil d'administration**

Après avoir lu, analysé et évalué le contenu informationnel de 74 communiqués du conseil d'administration de la banque centrale de Tunisie, nous avons détecté certaines zones d'amélioration qu'une fois prises en considération, la communication deviendra un outil puissant de la politique monétaire. A titre d'exemple, nous pouvons citer :

#### **3.3.2.1 Recommandations du fonds et de la forme**

Nous nous sommes référés à la stratégie de la Sveriges Riksbank, comme étant l'une des banques centrales les plus efficaces pour leurs stratégies de communication.

Tout d'abord, il est indispensable que la BCT élabore un calendrier bien clair et précis de ses différentes publications et surtout celles de son conseil d'administration. Le public devrait être averti de la date de la prochaine réunion du conseil et de la prochaine publication. Ce calendrier devrait être partagé sur le site officiel de la BCT avec tout le détail qu'il faut, le jour et l'heure de la réunion, le jour et l'heure de la publication de son procès-verbal. De cette manière, les agents économiques donneraient plus d'importance à ce qu'il va être communiqué et l'utiliseraient pour ajuster leur comportement et anticipation.

En moyenne, la Riksbank publie 425 mots par communiqué, ce nombre est largement suffisant et permettra à la BCT de faire passer le message voulu à ses auditeurs. Un nombre plus élevé pourrait fausser l'information et un nombre plus faible pourrait induire le public en erreur par manque de clarté.

Les communiqués de la SRB commencent toujours par une petite synthèse comportant les principaux indicateurs et la décision du comité de politique monétaire. Pour plus de détails sur les motifs de cette décision il est indiqué un renvoi vers le rapport détaillé de la politique monétaire. Enfin, trois petits paragraphes synthétisent les points sur lesquels les membres du conseil d'administration s'accordent et les points sur lesquels ils divergent.

Quant aux communiqués du conseil d'administration de la BCT, ils comportent le plus souvent cinq paragraphes ; le premier parle de la conjoncture internationale et surtout celle des pays partenaires, le deuxième s'intéresse à la conjoncture économique nationale, le troisième traite des indicateurs monétaires et de l'inflation, le quatrième parle brièvement de l'évolution du taux de change et le dernier paragraphe avance la décision de la politique monétaire sans expliquer ses motifs. Les communiqués sont généralement des textes descriptifs, présentant des indicateurs numériques déjà partagés dans d'autres publications ou sur le site de la banque. De cette manière, le contenu des communiqués est au voisinage du zéro puisqu'il n'y a pas d'information additionnelles à part la décision.

Il est indispensable qu'à travers les communiqués, le public puisse dégager l'intention de la BCT et prévoir ses prochaines actions. Nous suggérons que les prochains communiqués contiennent plus d'adjectifs subjectifs et moins d'adjectifs numériques et objectifs. La BCT a commencé à partir d'Avril 2016 de publier ses prévisions d'inflation et de croissance à moyen terme. Il sera plus avantageux si elle commence ses communiqués par la petite synthèse de ce rapport et ensuite elle renvoi son public à lire ce rapport pour plus d'information. Il faut ajouter à cette synthèse l'évaluation d'output de la dernière décision et les motifs derrière la nouvelle décision. Il est également crucial que la BCT communique les convergences et les divergences d'opinion des membres de son conseil pour que le public capte à quel degré un point de vue est soutenu.

### 3.3.2.2 Proposition d'une nouvelle structure de communiqué

En se référant aux publications des meilleures banques centrales du monde en matière de communication, nous suggérons la structure suivante :

#### **Communiqué du Conseil d'Administration de la Banque Centrale de Tunisie du .././...**

*Lors de la réunion du comité de la politique monétaire du .././... , le conseil d'administration a décidé de (décision de taux directeur) , ( décision de réserves obligatoires,.....La prochaine décision d'augmentation/ baisse de taux est prévue pour .././...*

Le Conseil d'administration s'est mis d'accord sur l'image du développement économique et les perspectives d'inflation décrites dans le rapport sur l'évaluation économique et les perspectives à moyen terme (lien).

L'activité économique..... et perspective de croissance économique, Poursuite du trend haussier/ baissier de l'inflation pour atteindre.... Aggravation/ abaissement du déficit budgétaire.... Situation du marché monétaire (liquidité bancaire)....



Ce paragraphe devrait mettre en valeur les perspectives économiques, les prévisions d'inflation et l'appréciation de la banque centrale quant à la situation globale du pays ( risquée, rassurante, prometteuse,...)

Les membres du conseil se sont tous mis d'accord sur....., Quelques membres (nombre) du conseil étaient pour.... et soutenaient l'idée que.....

L'augmentation/ la baisse de taux (dernière décision) a..... et .....

### 3.3.3 Recommandations : Stratégie de communication

Pour améliorer toute sa stratégie de communication et en tirer profit, la banque centrale de Tunisie devrait effectuer certaines améliorations ;

- Diversifier ses canaux de communication ; ne pas se limiter à son site internet et aller jusqu'aux conférences de presses du président du conseil et ses membres.
- Avertir le public de la date et l'heure de chaque publication à travers un calendrier bien détaillé publié sur le site de la banque.
- Partager et hiérarchiser ses objectifs de politique monétaire. Il sera bénéfique pour la BCT de communiquer sa cible d'inflation pour mieux ancrer les anticipations, (voir premier chapitre du présent travail).
- Créer un nouveau service dédié à la communication de la politique monétaire.

## CONCLUSION

La BCT ne cesse d'évoluer en terme de communication et devient de plus en plus transparente sur ses objectifs, stratégies et instruments. Les autorités monétaires tunisiennes comprennent parfaitement le rôle des mots dans l'atteinte de leurs objectifs mais doivent opérer quelques ajustements dans la mise en œuvre de leur stratégie d'ouverture et de transparence.

Dans ce chapitre, nous avons présenté la méthodologie adoptée pour évaluer les communiqués du conseil d'administration de la BCT. Nous avons trouvé que ces communiqués sont plus au moins bons mais ils représentent certaines zones d'améliorations que nous avons essayé d'identifier. Nous avons également proposé une nouvelle structure pour l'élaboration des communiqués qui pourrait améliorer leur qualité et faciliter leur compréhension

A travers le prochain chapitre, nous allons identifier l'effet de la communication de la banque centrale de Tunisie sur le marché financier, l'inflation, la croissance économique et le taux de change.

## CHAPITRE 04 : RÔLE DE LA COMMUNICATION DE LA BCT DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La banque centrale de Tunisie a joué un rôle extrêmement important dans l'économie à travers la conduite de sa politique monétaire, notamment au cours des dernières années. Dès la révolution du 14 Janvier 2011, l'économie tunisienne a vécu une décélération accompagnée d'une augmentation de l'inflation et du chômage, d'une aggravation des déficits budgétaire et courant, et d'un assèchement en liquidités.

Les autorités monétaires ont été en mesure de soutenir le secteur bancaire et ont assuré la continuité du financement de l'économie à travers leurs interventions sur le marché interbancaire qui ne cessent d'augmenter (près de 11 MDT à fin d'octobre 2017, soit plus de 10% du PIB).

Dans le cadre de la conduite de sa politique monétaire, la BCT est entrain de mettre en place les préalables pour asseoir une politique de ciblage de l'inflation, parmi lesquels une politique de communication adéquate. Il est donc intéressant de tester le degré d'efficacité de cette politique et de savoir si les annonces de la BCT font bouger le marché financier et agir sur les variables macroéconomiques.

La suite de ce travail est agencée comme suit: la première section servira à décrire les évolutions que connaît la BCT dans la conduite de sa politique monétaire ainsi qu'un bref aperçu sur la situation économique du pays. A travers la deuxième section, nous allons étudier la réaction du marché financier et l'effet sur les variables économiques aux annonces de la banque centrale.

### Section01 : La conduite de la politique monétaire en Tunisie

Depuis les années 90, la BCT suit une politique monétaire discrétionnaire réagissant au coup par coup. Ceci veut dire qu'elle ne suit pas une seule stratégie de long terme, mais une politique active visant à atteindre un équilibre en fonction des circonstances actuelles. Nous rappelons que l'objectif de la BCT est de préserver la valeur de la monnaie et pour ce faire, elle agit sur son taux directeur qui constitue l'instrument principal de sa politique monétaire et

par conséquent, sur le taux du marché monétaire afin d'agir sur la production réelle et le niveau général des prix.

#### 4.1.1 Les instruments de la politique monétaire en Tunisie

Afin d'atteindre son objectif ultime, la BCT passe par des objectifs intermédiaires tels que le ciblage d'inflation contribuant à la réduction du chômage et l'amélioration du bien-être social à travers la sauvegarde du pouvoir d'achat du dinar. La loi de 2006 a clarifié le cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire qui se base essentiellement sur le pilotage de taux de marché interbancaire et l'action sur le taux des réserves obligatoires des banques tunisiennes auprès de la BCT.

##### 4.1.1.1 Pilotage du taux de marché interbancaire

La BCT agit sur ce taux à travers ses différentes interventions sur le marché monétaire. Nous distinguons deux types d'opérations; des opérations à l'initiative de la banque centrale et des opérations à l'initiative des banques.

##### Les opérations à l'initiative de la BCT

- ✚ Les appels d'offres hebdomadaires qui sont des opérations lancées par la BCT pour éponger ou injecter de la liquidité pour une semaine sur le marché monétaire par voie d'adjudications à taux multiples;
- ✚ Les opérations d'Open-Market qui sont des opérations d'achat ou de vente ferme de titres publics lancées par appels d'offres à l'initiative de la BCT;
- ✚ Les pensions de bons du Trésor à 3 mois qui sont organisées par voie d'adjudication;
- ✚ Les pensions livrées, qui sont des opérations d'achat (ou de vente) de valeurs mobilières ou d'effets de commerce avec obligation de les revendre (ou de les racheter) à une échéance convenue;
- ✚ Les opérations ponctuelles de réglage fin qui sont des injections ou des ponctions de liquidité en fin de journée et pour 24h.

## Les opérations à l'initiative des banques

- ✚ La facilité de prêt à 24 heures qui permet aux banques, à leur propre initiative, de couvrir auprès de la BCT leurs besoins de liquidité pour une journée à un taux d'intérêt égal au taux directeur majoré d'une marge.
- ✚ La facilité de dépôt à 24 heures qui permet aux banques de placer leurs excédents de liquidité pour une journée à un taux d'intérêt égal au taux directeur minoré d'une marge.
- ✚ Les prises en pensions de 1 à 7 jours, instrument qui a cessé d'être utilisé avec l'institution des facilités permanentes de dépôt et de prêt à 24 heures.

### *4.1.1.2 Action sur le taux des réserves obligatoires*

A l'instar de la manipulation du taux de marché monétaire, le taux de réserve obligatoire est un instrument privilégié du fait de son impact immédiat sur la liquidité et la création monétaire des banques via le canal du crédit.

La BCT n'a commencé à utiliser cet instrument qu'à partir de 2006 pour contrecarrer l'accumulation de liquidités excédentaires au niveau du marché monétaire et la hausse de l'inflation.

## **4.1.2 Aperçu sur la situation économique tunisienne**

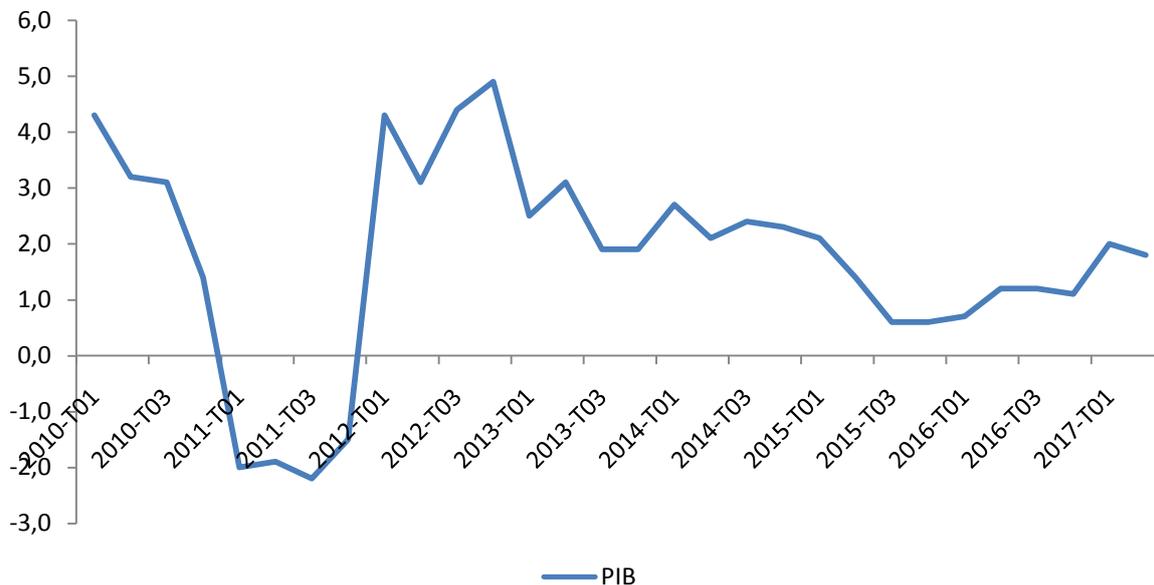
Avant d'analyser les différentes décisions prises par la BCT de la révolution jusqu'à présent, il est indispensable d'examiner la situation économique dont laquelle elle opère. L'économie tunisienne se caractérise par une croissance économique limitée, un niveau plus au moins élevé d'inflation et un assèchement de la liquidité.

### *4.1.2.1 Une faible croissance économique*

La croissance économique peut se définir comme une augmentation durable de l'activité économique d'un pays. Elle se mesure grâce à l'évolution trimestrielle ou annuelle du produit intérieur brut ou PIB qui n'est d'autre que la somme des valeurs ajoutées de tous les secteurs d'activité.

Le graphique ci-après récapitule l'évolution de la croissance économique en Tunisie de 2010 jusqu'à 2017;

Figure 8: Evolution du Produit Intérieur Brut



Source: Construit par l'auteur

Avant la révolution, la croissance économique de la Tunisie variait de 1.5% à 6% alors qu'après la révolution, la croissance économique n'a pas dépassé les 4% (3.9 % en 2012). En effet, en 2011, le taux de croissance était exceptionnellement négatif et presque égal à -2%.

La croissance économique nationale n'a pas dépassé 1% en 2016, soit pratiquement le même taux enregistré une année auparavant (1,1%). Cette faible évolution de l'activité économique a été tirée, principalement, par la reprise des services marchands et la poursuite de la progression des services non marchands qui ont contribué, respectivement, à raison de 1,1 point et 0,5 point de pourcentage à la croissance globale, (Rapport annuel de la BCT (2016)).

Au cours du premier trimestre de 2017, la croissance du PIB s'est établie à 2,1% en glissement annuel contre 1,1% au trimestre précédent et 0,7% au premier trimestre de 2016. En effet, la croissance économique a été tirée, principalement, par une reprise de la valeur ajoutée du secteur de l'agriculture et pêche et par la consolidation de l'activité dans les services marchands (3,4% contre 1,2%).

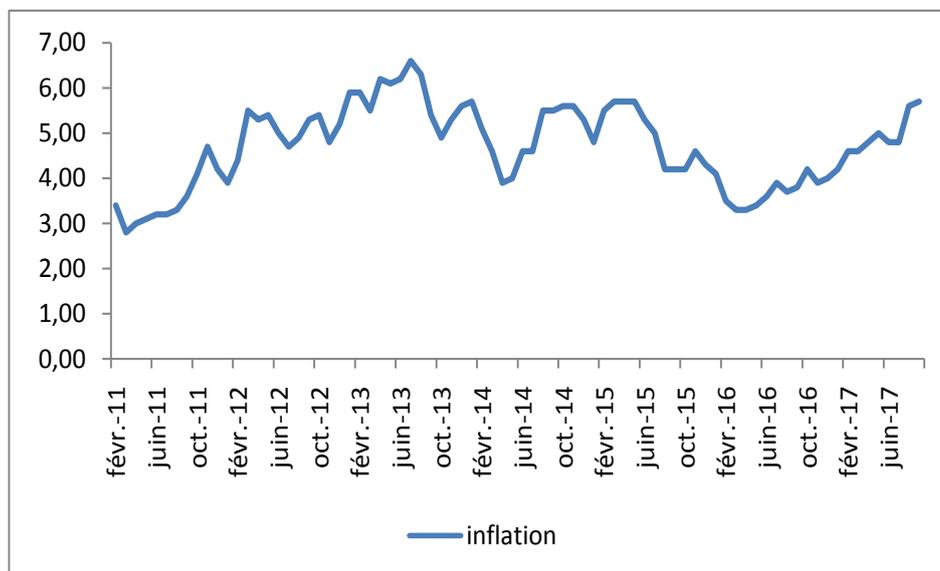
#### 4.1.2.2 La résurgence de l'inflation

« L'inflation correspond à une situation de hausse généralisée et durable des prix des biens et des services qui entraîne une baisse du pouvoir d'achat de la monnaie. L'indice des prix à la consommation (IPC) est un indicateur qui permet d'estimer, entre deux périodes données, la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages »<sup>18</sup>.

L'inflation qui a entamé, dès le milieu de l'année 2015, sa descente, a atteint son plus bas niveau en début de 2016 (février-mars), en s'établissant à 3,3%. Depuis, elle s'est graduellement affermie, finissant l'année à 4,2%. Cette situation a résulté, essentiellement, d'un effet de base cumulé favorable (baissier) tout au long du premier semestre de 2016 et défavorable (haussier) au second semestre.

Sur l'ensemble de l'année 2016, l'inflation a connu un net recul, revenant de 4,9% en moyenne en 2015 à 3,7% et ce, grâce à la nette détente des prix aussi bien des produits alimentaires que de ceux des produits manufacturés dont l'effet modérateur sur l'inflation globale a été partiellement neutralisé par une inflation plus vigoureuse des services.

Figure 9: Evolution de l'inflation



Source: Elaboré par l'auteur

<sup>18</sup> <http://www.gralon.net/articles/economie-et-finance/bourse/article-qu-est-ce-que-l-inflation--2055.htm>

En moyenne, le taux d'inflation s'est stabilisé, au cours du premier semestre de 2017, au niveau de 4,7% et ce, depuis la fin du mois d'avril, contre 3,5% au cours de la même période une année auparavant.

Cette résurgence de l'inflation s'explique par une évolution des prix de la plupart des postes de produits à un rythme plus accéléré que celui observé sur la même période de 2016, notamment ceux des produits alimentaires, des articles d'habillement et chaussures ainsi que les prix du logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles, Périodique de conjoncture (2017).

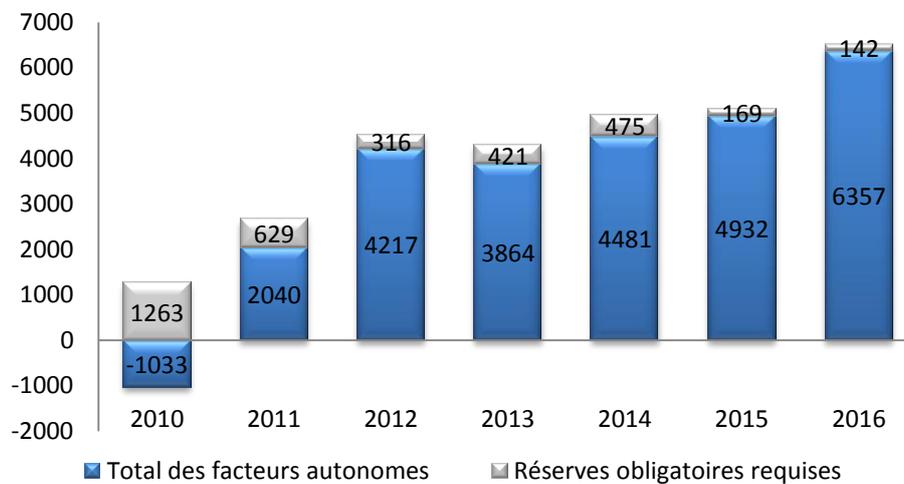
#### ***4.1.2.3 L'assèchement de la liquidité bancaire***

Le déficit de la liquidité sur le marché interbancaire est dû essentiellement à la baisse de l'activité économique qui a fortement impacté les dépôts bancaires, d'une part, et au maintien du déficit courant à un niveau élevé, ce qui a entretenu des pressions sur le marché des changes et, par conséquent, sur la liquidité en dinar, d'autre part.

En 2016, la liquidité bancaire s'est nettement resserrée à cause des effets restrictifs exercés par alternance par les facteurs autonomes de liquidité, notamment les avoirs en devises, du fait des pressions découlant de l'amplification du déficit courant, et dans une moindre mesure, celles résultant du financement interne du déficit budgétaire. L'analyse de la liquidité, au cours de 2016, montre que le besoin moyen des banques en liquidité<sup>1</sup> s'est affermi de 1.398 MDT.

Le resserrement de la liquidité bancaire observé au premier trimestre de 2017 s'est davantage accentué au cours de la deuxième trimestre de 2017. En effet, le besoin moyen des banques en liquidité est passé de 7.708 MDT à 9.065 MDT, avec un niveau record de 10.5 MDT enregistré en octobre 2017.

Figure 10: Evolution de la liquidité bancaire



Source: Elaboré par l'auteur

#### 4.1.3 La réaction de la banque centrale de Tunisie

Au vu des défis qu'affronte l'économie tunisienne et en vue de valoriser le rôle de la politique monétaire dans la relance de la croissance, outre son rôle de régulateur du marché monétaire et de pourvoyeur de liquidité pour assurer un financement adéquat de l'économie nationale, la BCT a mis en œuvre un ensemble d'actions et de réformes. En effet, une refonte des statuts de l'Institut d'émission, loi organique n° 35-2016 du 25 avril 2016, a été opérée visant à moderniser le cadre juridique et à étendre ses missions à la stabilité financière outre la stabilité des prix.

Parallèlement, une nouvelle loi relative aux banques et aux établissements financiers (n°2016-48 du 11 juillet 2016) a été promulguée ayant pour objectif la modernisation du cadre légal de la profession bancaire. Dans ce contexte, cette loi permettra d'enrichir les offres des banques, par la mise à profit du développement des services bancaires et des canaux de distribution pour soutenir l'économie, d'améliorer la transparence et l'équité concurrentielle et de préserver la stabilité financière à travers, notamment, l'instauration d'une meilleure gouvernance du secteur bancaire, le renforcement du contrôle micro-prudentiel et la mise en place d'un dispositif complet de traitement des difficultés bancaires dans le but de mieux protéger les déposants.

#### *4.1.3.1 Les décisions de taux directeurs*

Après la baisse du taux directeur décidée en octobre 2015, la politique monétaire a été maintenue inchangée tout au long de l'année 2016 à la faveur de la nette détente de l'inflation et de l'absence de pressions provenant de la demande. La BCT a veillé à fournir le financement nécessaire aux banques pour que celles-ci continuent à apporter leur soutien à l'économie, dans un contexte marqué par la persistance des déséquilibres macroéconomiques. Son intervention sur le marché monétaire a permis de neutraliser les pressions sur la liquidité bancaire et de contenir les fluctuations du taux du marché monétaire autour du taux directeur, consacrant ainsi ce dernier comme un instrument privilégié dans la conduite de la politique monétaire.

En effet, le TMM a fluctué, en 2016, entre un minimum de 4,20% et un maximum de 4,33%, soit une moyenne de 4,25% pour toute l'année. Les pressions sur la liquidité bancaire ont été, aussi, très perceptibles au niveau des coûts de certaines ressources bancaires. En effet, la période post-révolution a été marquée par un assèchement de la liquidité bancaire et, de ce fait, les taux appliqués sur les nouveaux contrats de dépôt se sont maintenus relativement élevés tout en s'éloignant de plus en plus du TMM.

#### *4.1.3.2 La manipulation du taux des réserves obligatoires*

Avant la révolution et face à la situation de surliquidité qu'a connue le marché monétaire entre 2007 et 2010, la BCT a choisi de poursuivre une politique monétaire restrictive. De ce fait, plusieurs taux ont été révisés à la hausse : Une première décision portait sur l'augmentation du taux de la réserve obligatoire sur les dépôts à court terme de 2% à 3,5% en novembre 2006. Par la suite, il y a eu un relèvement en novembre 2007 à 5% de ce taux sur les dépôts à moins de 3 mois puis successivement à 7,5% et 10% en avril et septembre 2008.

Au vu de la persistance de cette situation de surliquidité et du fait de la volonté d'atténuer les tensions inflationnistes, le taux de la réserve obligatoire a été porté, à compter du 1<sup>er</sup> mai 2010, à 12,5% pour les dépôts à vue et à 1,5% (contre 1% auparavant) pour les dépôts dans les comptes à terme et les autres comptes spéciaux d'épargne de maturité comprise entre 3 et 24 mois. Ces mesures ont été accompagnées par la mise en place d'une rémunération des dépôts additionnels constitués par les banques auprès de la BCT.

Néanmoins durant l'année 2011, la situation s'est complètement inversée. Le marché interbancaire a connu un besoin de liquidité sans précédent et pour y faire face, la BCT a procédé, à trois reprises, à la réduction des taux de la réserve obligatoire en ramenant de 12,5% à 2% le taux appliqué aux dépôts de moins de 3 mois, ce qui a permis de libérer une enveloppe additionnelle de liquidité de plus de 1,4 milliard de dinars. Jusqu'à présent la BCT n'a pas ré-augmenter le taux des réserves obligatoires.

Tout l'effort déployé par la BCT, notamment les multiples manipulation de son taux directeur et son soutien permanent du secteur bancaire, a eu certes, son effet sur la continuité du bon fonctionnement du secteur bancaire et sur la préservation de la valeur de la monnaie mais, est ce que c'est la seule et la meilleure manière d'agir? Est ce que l'action sur le taux directeur permet, seule, la transmission, en temps voulu, de la politique monétaire? Ces questions sont à la base de notre travail empirique. En effet, nous cherchons à voir si un choc de la communication de la BCT améliore la transmission de la politique monétaire. Dans la prochaine section, nous tenterons de dégager le rôle de la communication de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire.

## **Section02: Rôle des annonces de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire**

Au sein de cette section, nous répondrons à notre problématique, quel est le rôle de la communication de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire? Nous utiliserons l'indice de communication que nous avons construit dans le chapitre précédent et nous allons comparer les réponses d'impulsion à un choc de la communication à celles d'un choc classique de politique monétaire.

La communication est un outil supplémentaire de la politique monétaire, son rôle, selon la littérature, est un rôle de renforcement, c'est-à-dire que les annonces de la banque centrale ont un rôle amplificateur dans la transmission de la politique monétaire, (Neuenkirch, 2011). Ceci signifie, également qu'un choc de la communication devrait, normalement, avoir un effet, de même sens, sur les cours des actifs, l'inflation et la croissance qu'un choc du taux directeur.

De ce qui précède, nous définissons les hypothèses que nous allons, à travers notre travail empirique, les confirmer ou bien les infirmer;

- ✚ H1: Un choc de communication a un effet positif sur le cours des actions
- ✚ H2: Un choc de communication a un effet négatif sur l'inflation
- ✚ H3: Un choc de communication a un effet négatif sur la croissance
- ✚ H4: Un choc de communication a un effet négatif sur le taux change

#### 4.2.1 Données et descriptions des variables

Les variables utilisées ont été extraites de la base de données de la BCT et de l'Institut National des Statistiques (INS). Afin de mesurer l'effet des annonces de la BCT sur l'inflation, la croissance, le taux de change, l'indice boursier et le taux du marché monétaire, les données couvrant la période de février 2011 jusqu'à octobre 2017 ont été corrigées des effets de saisonnalité par la méthode X12-ARIMA<sup>19</sup>. Le choix de la période a été dicté par la qualité des communiqués de la BCT avant la révolution qui ne contenaient que peu d'informations et donc pourraient fausser nos résultats.

- ✚ L'indice des prix à la consommation (IPC)

Il mesure l'évolution du niveau moyen des prix des biens et services consommés par un ménage représentatif sur une période donnée. Il traduit donc l'évolution de la valeur de la monnaie qui diminue (augmente) si le niveau général des prix augmente (diminue). Le taux d'inflation correspond à la variation de cet indice.

- ✚ Le taux du marché monétaire (TMM)

Il reflète les conditions d'échange de liquidité à court terme sur le marché interbancaire et il est approximé par le taux moyen mensuel de transactions sur ce marché. Il est à signaler que

---

<sup>19</sup> Une chronique  $X_t$  peut être décomposée suivant sa composante tendance-cycle (TCt), sa partie saisonnière (St) et un irrégulier (It). Le schéma additif dans lequel la saisonnalité est rigide en amplitude et en période. Ce modèle suppose l'indépendance entre les différentes composantes de la chronique. La décomposition s'écrit de la manière suivante :  $X_t = TCt + St$  ; A cet effet, la méthode X-12 ARIMA décompose la série selon le schéma additif en tendance, saisonnalité et irrégulier.

le taux directeur de la banque centrale constitue une référence pour les taux quotidiens pratiqués sur le marché interbancaire.

#### ✚ Le Produit Intérieur Brut (PIB)

L'INS définit le PIB comme étant une mesure de l'ensemble de la richesse créée dans un pays pendant une période donnée. Il existe trois approches de détermination du PIB: celles de la production, du revenu et des dépenses. Ces trois approches donnent lieu à une même évaluation du PIB.

#### ✚ Le taux de change effectif réel (TCER)

Le TCER est le taux de change effectif nominal (TCEN) corrigé du différentiel de hausse des prix avec les pays partenaires. En d'autres termes, le TCER corrige le TCEN, qui n'est autre que la somme pondérée des taux de change avec les différents partenaires commerciaux et concurrents, corrigée des écarts d'inflation avec ces pays et rend compte de façon plus pertinente des modifications de compétitivité-prix. Une hausse du TCEN par rapport au TCER se traduit par une dégradation de la compétitivité du change.

#### ✚ L'indice boursier (TUNINDEX)

Selon la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT), "l'indice TUNINDEX est un indice pondéré par les capitalisations boursières flottantes avec une base 1000, le 31 décembre 1997. C'est un indice statistique, de type rendement (les dividendes étant réinvestis) qui mesure la tendance générale du marchés des titres de capital".

Le tableau suivant décrit les variables analysées à travers notre étude;

**Tableau 9: Description des variables objet de l'étude**

<b>Variables</b>	<b>Descriptions</b>	<b>Source</b>
<b>Icomm</b>	Score des communiqués de la BCT	Calculé par l'auteur
<b>TMM</b>	Taux de Marché Monétaire	Site de la BCT
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation	Site INS
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut	Site INS

<b>TCER</b>	Taux de change effectif réel	Base de données du FMI
<b>TUNINDEX</b>	Indice Boursier	Site de la BVMT

*Source: Elaboré par l'auteur*

#### 4.2.2 Méthodologie: Approche VAR

Souvent la théorie économique n'est pas suffisamment riche pour fournir une spécification rigoureuse de la relation dynamique entre les variables. De plus, l'estimation et l'inférence sont compliquées par le fait que des variables endogènes peuvent apparaître sur les côtés gauche et droit des équations. Il est par conséquent souhaitable de choisir un modèle sans aucune restriction théorique. Le modèle VAR est un modèle "a-théorique", c'est à dire qu'il privilégie la structure des données au déterminant de la théorie économique.

La problématique de la communication des banques centrales a été étudiée de manière descriptive, (Eusepi et Preston, 2010), mais a également fait l'objet d'une littérature empirique suffisamment abondante. Par exemple, en utilisant l'approche VAR, Ehrmann et Fratzscher (2007) ont examiné les stratégies de communication de la BCE, de la BoE et de la Fed. De leur côté, Ranaldo et Rossi (2010) ont examiné les effets sur le marché financier des annonces de la Banque National Suisse (SNB). Hayo et Neuenkirch, (2010) ont étudié la prévisibilité des taux futurs de la Fed en utilisant l'information dans les annonces. Enfin, Hayo, Kutan et Neuenkirch, (2012) se sont concentrés sur les réactions du marché financier aux communications de la Fed.

Ainsi, nous retenons dans le cadre de notre étude des effets de la communication de la BCT sur les variables macroéconomiques et le cours des actifs, selon la méthodologie VAR. Cette dernière offre plusieurs avantages ; il s'agit d'une approche simple, flexible et facile à appliquer. En plus, elle permet d'estimer un système de faible dimension, son application exige peu de contraintes et les simulations qui en résultent se basent ainsi sur un faible nombre d'hypothèses économiques, contrairement aux autres approches usuelles (les équations simultanées).

#### 4.2.2.1 Spécification du modèle

Nous adoptons dans le cadre de notre travail une modélisation vectorielle autorégressive (VAR) standard. Cette approche est inspirée du travail de Sims, (1992) ainsi que Bernanke et Blinder, (1992).

Considérons un modèle VAR d'ordre 1 :

$$B_0 Y_t = -B_1 Y_{t-1} + u_t \quad (1)$$

Avec est  $Y_t$  un vecteur de  $n$  variables explicatives, et deux matrices de polynômes de retards de forme  $(m, m)$  et un vecteur de perturbations de covariance  $\Omega$ . L'inversion de la matrice  $B(L)$  nous permettra alors d'adopter la forme réduite ressemblant au modèle VAR(1).

$$Y_t = -B_0^{-1} B_1 Y_{t-1} + B_0^{-1} u_t \quad (2)$$

$$Y_t = \pi Y_{t-1} + v_t \quad (3)$$

Avec,

$Y_t$  : un vecteur  $5 \times 1$  de variables endogènes contenant notre indice de communication, le taux de marché monétaire, le cours des actions (en log), l'indice des prix à la consommation (IPC en log), le PIB et le TCER (en log).

$$Y_t = \begin{bmatrix} Icomm \\ logtmm\_1 \\ d(logtun) \\ d(logIPC) \\ logPIB \\ d(logTCER) \end{bmatrix}_t$$

#### 4.2.2.2 Réponses d'impulsion

Nous avons choisi, également, le recours à la modélisation VAR pour pouvoir analyser les réponses d'impulsions aux chocs de la communication. Cependant, l'équation (3) donne l'expression d'un choc comme une combinaison linéaire de plusieurs chocs et non pas un choc spécifique. Par conséquent, le recours à des restrictions est nécessaire pour pouvoir isoler l'effet des chocs de la communication. Tout d'abord, nous introduirons dans l'estimation

du modèle en premier notre indice de communication. Ceci afin de s'assurer que le choc sur la communication ne soit pas amplifié par les valeurs des autres variables. Ensuite, nous passerons par la matrice de Cholesky qui permettra d'éliminer les corrélations entre les termes d'erreur et par conséquent nous serons certains que les réponses des variables présentent l'effet isolé d'une innovation sur l'indice de communication.

Les hypothèses à retenir dans la décomposition de la variance sont :

- ✚  $E(u_t, u_t') = I$  (la matrice identité): les chocs structurels sont supposés orthogonaux et de variance unitaire, c.-à-d, qu'un choc de politique monétaire, par exemple, n'est pas corrélé avec un autre choc.
- ✚  $E(v_t, v_t') = \Omega$  les chocs de forme réduite sont corrélés.
- ✚ Posons  $L$  une matrice triangulaire inférieure, il est possible de dériver la relation suivante:  $E(Lu_t, u_t'L') = LIL' = LL' = \Omega = E(v_t, v_t')$

Ainsi, 
$$v_t = B_0^{-1}u_t$$

$$B_0 v_t = u_t$$

### 4.2.3 Résultats empiriques

La totalité de la méthodologie sera mise en œuvre par le biais du logiciel d'économétrie EViews 8 qui nous permettra de traiter nos séries chronologiques. Il est produit par Quantitative Micro Software et est fourni en deux manuels. Les principaux domaines d'utilisation d'EViews sont la régression et ses extensions, l'analyse des séries temporelles et l'économétrie des données de panel (Casin, 2009).

Avant de présenter nos résultats empiriques nous allons étudier les propriétés statistiques de toutes nos variables, à savoir, les tests de stationnarité, le test de causalité au sens de Granger, le test de cointégration et le choix de nombre optimal de retards.

#### 4.2.3.1 Test de stationnarité

L'étude de la stationnarité des séries temporelles est devenue incontournable dans la pratique économétrique courante. Ceci est dû au fait que la plupart des analyses effectuées sur

des séries longues subissent des perturbations d'origine diverses qui tendent à modifier la variance des données, ce qui biaise parfois les résultats des estimations. Tout travail empirique débute ainsi par l'étude de la stationnarité des séries considérées avec l'application d'un test de racine unitaire augmenté (Dickey Fuller (1981) et éventuellement de cointégration si les variables ne sont pas stationnaires..

Les résultats, détaillés dans l'annexe n=°4, sont résumés dans le tableau n=°10.

**Tableau 10: Ordre d'intégration des variables**

<b>Variabiles</b>	<b>Ordre d'intégration</b>
Icomm	I(0)
LOG(TMM+1)	I(0)
LOGTUN	I(1)
LOGIPC	I(1)
LOGPIB	I(0)
LOGTCER	I(1)

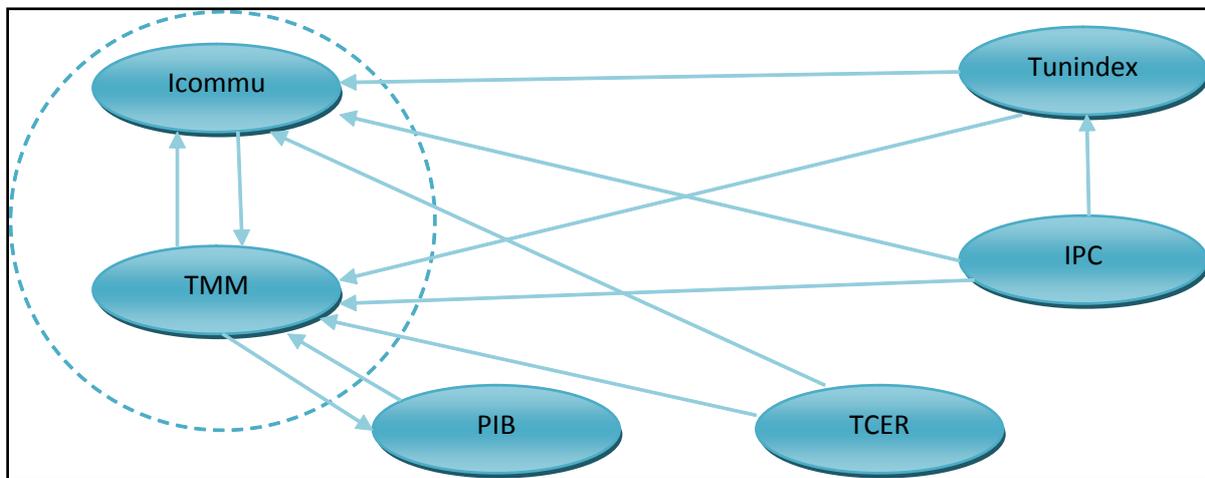
*Source: Calculé par l'auteur*

Nos variables n'ont pas le même ordre d'intégration, le logtun, le logipc et le logtcer sont intégrés d'ordre 1 alors que le reste des variables sont stationnaires. Par conséquent, nous avons à choisir entre deux méthodologies, soit nous « stationnarisons » toutes les variables pour pouvoir estimer notre modèle VAR, soit nous effectuons un test de cointégration entre les variables intégrées d'ordre un et nous cherchons l'équation d'équilibre. Nous allons tester les deux pistes.

#### **4.2.3.2 Test de causalité: Causalité au sens de Granger**

Au sens de Granger, (1996), une série « cause » une autre si la connaissance du passé de la première améliore la prévision de la seconde. Nous avons effectué le test de causalité au sens de Granger à l'aide d'Eviews afin de détecter les sens de causalité qui existent entre nos variables.

Figure 11: Les relations de causalité au sens de Granger entre les variables



Source: Construit par l'auteur

Le résultat du test de causalité au sens de Granger est présenté en détail dans l'annexe n°5. Le graphique ci-dessus montre les liens de causalités qu'existent entre nos variables pour un niveau de confiance égal à 95%;

- ✚ Une causalité dans les deux sens entre l'indice de communication et le TMM dans (p-value= 0.0162/ 0.0311);
- ✚ Le tunindex cause l'indice de communication (p-value= 0.05);
- ✚ L'IPC cause l'indice de communication (p-value= 0.05);
- ✚ L'IPC cause le TMM (p-value= 0.0234);
- ✚ Le taux de change effectif réel cause le taux du marché monétaire (p-value= 0.0084);
- ✚ Une causalité dans les deux sens entre le TMM et le PIB (p-value= 0.0048/0.001).

Les résultats du test de causalité au sens de Granger prouvent que la connaissance des valeurs de certaines variables améliore les prévisions des autres variables. De plus, notre indice de communication cause le TMM. En d'autre terme, la communication d'aujourd'hui, améliore la prévision du prochain taux du marché monétaire qui constitue la référence de tout autre taux pour toutes les maturités.

#### 4.2.3.3 Choix du nombre de retards

Les critères d'information, d'Akaike (AIC), d'Hannan-Quinn (HQ), et de Schwartz (SC) sont utilisés pour déterminer l'ordre du modèle (soit le nombre de retards optimal). Ces différents critères indiquent un seul retard (VAR(1)). Ainsi, ce choix est vérifié par Johansen (1995) qui recommande de ne pas dépasser deux retards pour éviter des problèmes de biais de petit échantillon. Les résultats des différents critères sont détaillés dans l'annexe n°6.

Tableau 11: Choix de nombre de retards optimal

Lag	AIC	SC	HQ
0	-15.50124	-15.31151	-15.42571
1	-19.66182*	-18.33377*	-19.13312*
2	-19.01264	-16.54625	-18.03076
3	-18.51399	-14.90926	-17.07894
4	-18.33204	-13.58898	-16.44381
5	-18.29260	-12.41121	-15.95120
6	-18.32607	-11.30635	-15.53150
7	-18.52949	-10.37144	-15.28175

Source: Elaboré par l'auteur

Les trois critères donnent des résultats qui convergent. Le nombre optimal de retard est de 1. Par conséquent, nous allons estimer un modèle VAR à un seul retard.

#### 4.2.3.4 Test de cointégration

L'analyse de la cointégration permet d'identifier la relation entre plusieurs variables. Cette notion a été introduite dès 1974 par Engle et Newbold, sous le nom de "spurious regressions", ou régressions fallacieuses, puis formalisée par Engle et Granger en 1987, et enfin par Johansen en 1991 et 1995. Une série est intégrée d'ordre  $d$  s'il convient de la différencier  $d$  fois avant de la stationnariser.

Dans notre étude, nos variables n'ont pas toutes le même ordre d'intégration, nous ne pouvons pas appliquer un test de cointégration étant donné la présence de variables stationnaires. Cependant, si nous considérons la définition de cette relation dans Johansen (1988), nous remarquons qu'elle diffère légèrement de celle d'Engle-Granger dans la mesure où elle tient compte de la possibilité que parmi les variables qui composent les combinaisons linéaires certaines peuvent être individuellement intégrées d'ordre zéro. Donc, outre que le

test de cointégration fractionnelle qui n'est pas disponible sur Eviews, nous pouvons utiliser le test habituel à condition que les variables non stationnaires soient cointégrées entre elles. La justification de cette démarche est que l'ajout des variables stationnaires par la suite ne va pas altérer la structure du terme d'erreur et les propriétés conventionnelles.

Aucune relation de cointégration n'a été détectée entre les variables intégrées d'ordre 1 à savoir le logipc, le logtcer et le logtun. Le résultat est reporté à l'annexe n°7.

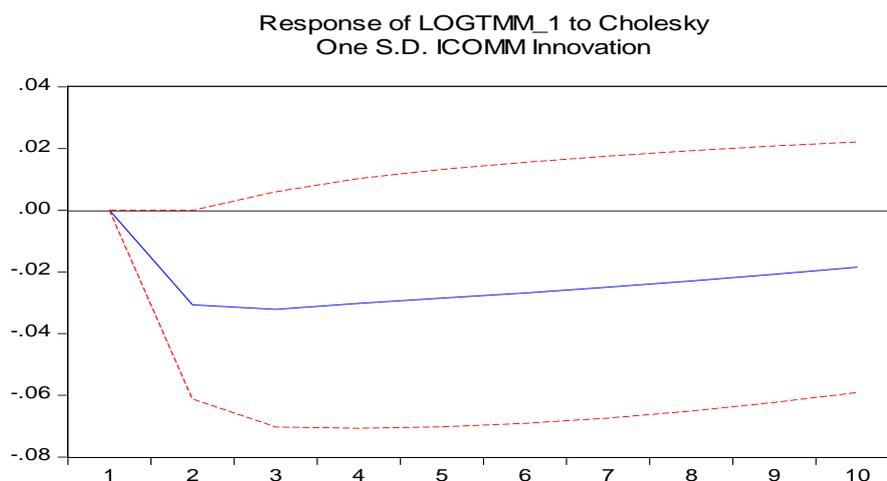
#### 4.2.3.5 Estimation du modèle et réponses d'impulsions

Après avoir effectué les différents tests statistiques, nous passons à l'estimation de notre modèle VAR(1) à l'aide d'Eviews. Le détail de l'estimation est dans l'annexe n°8.

Le modèle VAR estimé nous permet d'analyser les effets de la communication de la BCT grâce à la simulation des chocs aléatoires ou des chocs d'une innovation sur les valeurs présentes et futures des variables endogènes. Dès lors, un choc sur l'indice de communication peut affecter directement cette variable, mais également les autres variables du processus par la dynamique de la représentation VAR.

#### ✚ La réponse du marché monétaire

Figure 12: Réponse du TMM à un choc de communication



Source: Elaboré par l'auteur

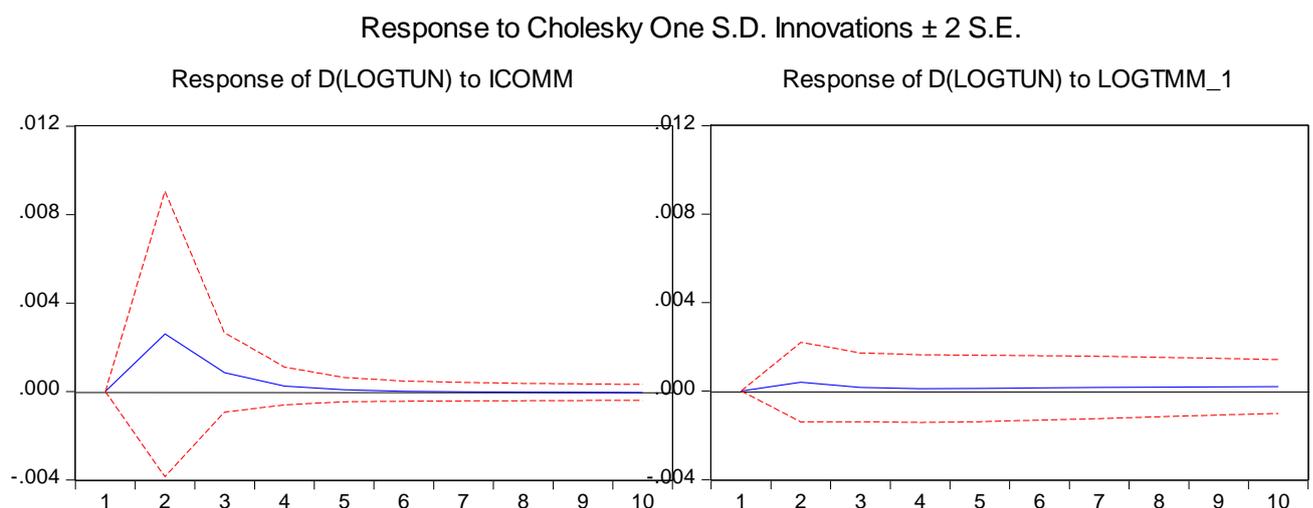
Nous remarquons qu'une amélioration dans la communication de la BCT a un effet négatif sur le taux de marché monétaire. Ceci peut être expliqué en fonction du contenu de la communication;

- ✓ Dans le cas où la BCT est optimiste dans sa communication, elle rassure le secteur bancaire et diminue les tensions sur le marché interbancaire, par conséquent, les banques réduisent leurs taux par transaction.
- ✓ Dans le cas où la BCT est pessimiste quant aux perspectives économiques, sa communication vient, quand même, éliminer le sentiment d'incertitude et de doute chez les banques de la place, ce qui engendre, également, une diminution du taux de marché monétaire.

Le résultat que nous avons trouvé justifie le fait, qu'une bonne communication (Score>0) vient souvent, diminuer le taux du marché monétaire puisqu'elle permet de clarifier et de minimiser l'incertitude et le sentiment de doute.

✚ La réponse du marché financier

Figure 13: Réponse du cours des actions au choc de politique monétaire et au ce de communication



Une littérature abondante a traité l'effet des annonces de la banque centrale sur le marché financier. L'idée est que la communication oriente les anticipations et fait donc réagir les marchés financiers. Les travaux mesurant l'effet de la communication sur les marchés

financiers utilisent, soit les cours des actifs en niveau, soit les volatilités de leurs rendements. Le problème des travaux sur la volatilité est que nous ne pouvons pas vérifier si le marché bouge dans le sens voulu, (Andersson, 2007).

Puisque nous avons intégré l'indice boursier en niveau nous avons pu détecter un effet positif de la communication de la BCT. Un communiqué du conseil d'administration de la banque centrale influence positivement le Tunindex et améliore les rendements sur le marché des actions.

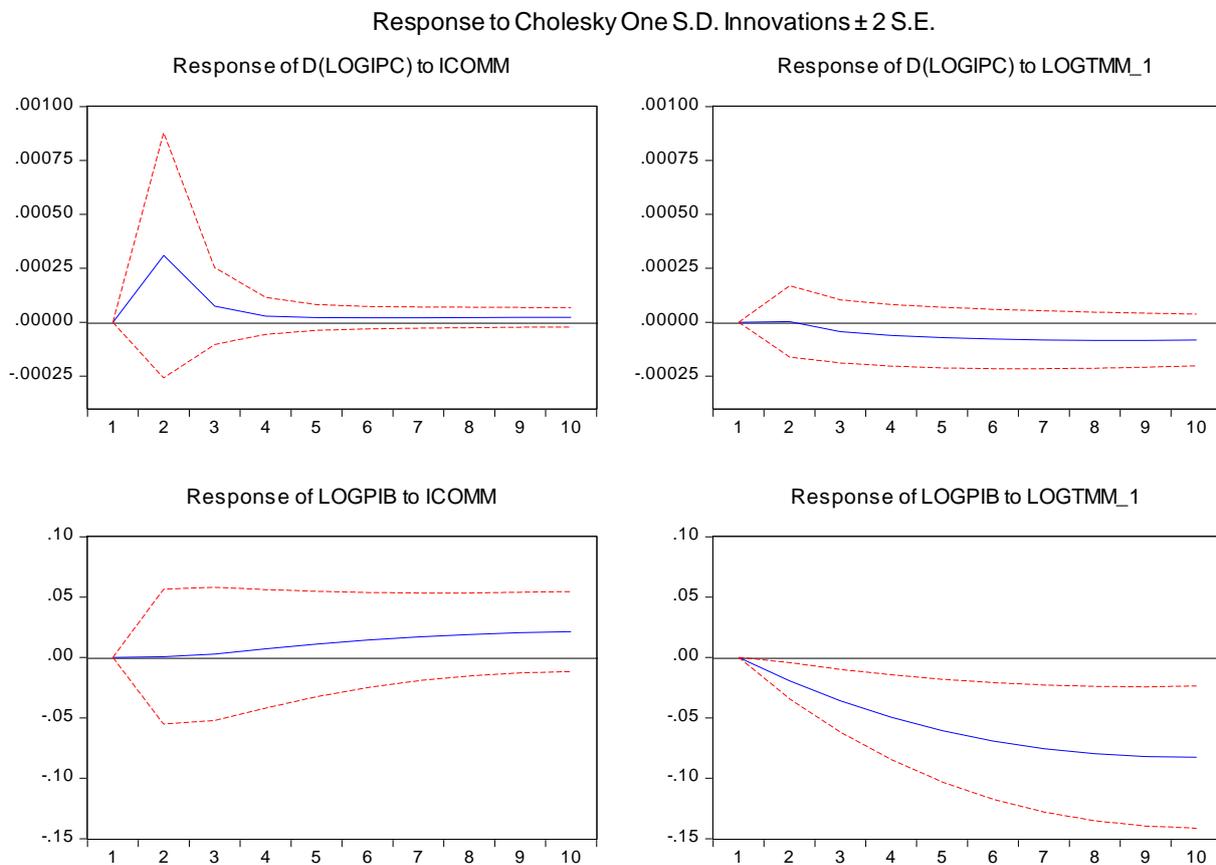
Nous remarquons également que la réponse du cours des actions au choc de communication est plus importante que celle au choc de la politique monétaire (26 pbs contre 4 pbs)

⇒ Hypothèse H1 retenue

✚ La performance en matière de maîtrise de l'inflation et de relance ou de consolidation de la croissance

Peu sont les travaux qui ont tenté de mesurer l'effet de la communication sur les variables macroéconomiques, surtout ceux qui ont mesuré ou codifié le contenu informationnel de la communication. Hansen et McMahon, (2016) ont quantifié la communication de la FOMC et ont mesuré ses effets sur l'inflation, le taux de chômage et la croissance dans le cadre d'un modèle Vecteurs Autorégressifs à Facteurs Augmentés (FVAR), mais, ils n'ont pas détecté des effets significatifs de la communication sur les variables macroéconomiques.

Figure 14: Réponses de l'inflation et de la croissance aux chocs de la communication et de la politique monétaire



Nous avons, certes détecté un effet du choc de la communication sur l'inflation et la croissance, mais, il s'agit d'un effet opposé à celui d'un choc de politique monétaire.

Les réponses d'impulsion que nous avons trouvées suite à des chocs de la communication peuvent être expliquées par l'effet qu'ont les annonces sur le taux de marché interbancaire. L'augmentation de l'inflation et de la croissance peut être expliquée par l'augmentation des concours à l'économie aussi bien pour les particuliers que pour les professionnels.

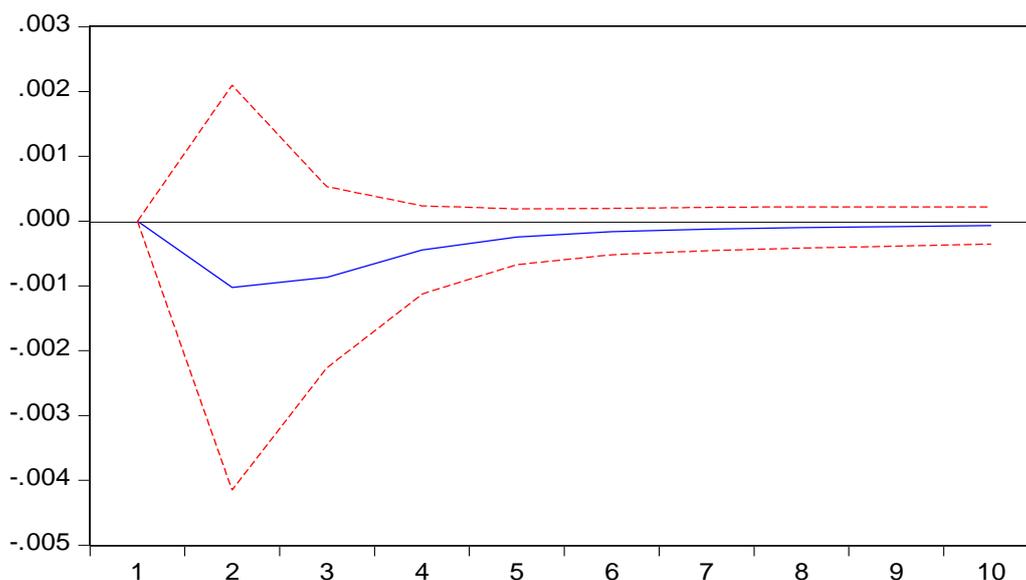
⇒ Hypothèses H2 et H3 rejetées

✚ Réponse du taux de change

La littérature n'est pas riche quant à l'effet des annonces de la banque centrale sur le taux de change. Cet effet échappe généralement aux chercheurs à cause de la nature des données adoptées dans l'étude. Conrad et Lamla, (2007) ont investigué l'effet des annonces de la banque centrale européenne sur le taux de change EUR/USD. Ils ont trouvé que seules les décisions de taux d'intérêt inattendues expliquent les mouvements immédiats du taux de change. Quant à Ehrmann et Fratzsche, (2007), ils n'ont trouvé aucun effet des annonces de la banque centrale européenne sur le taux de change. Cette divergence dans leurs résultats est due au fait que le travail d'Ehrmann et Fratzsche, (2007) utilise des données journalières qui peuvent être insuffisantes pour détecter l'effet de la communication.

Le mécanisme de transmission de politique monétaire par le canal « taux de change » s'opère à travers une fonction décroissante entre le taux d'intérêt et le taux de change : la relation de la parité du taux d'intérêt. En effet, la hausse des taux d'intérêt entraîne une attraction des capitaux internationaux qui sont à la recherche des meilleurs placements. Ceci induit une baisse du niveau de change. En d'autres termes, une appréciation de la monnaie locale par rapport à la monnaie étrangère.

**Figure 15: Réponse de TCER aux chocs de la communication**  
 Response of D(LOGTCER) to Cholesky  
 One S.D. ICOMM Innovation



Source: Elaboré par l'auteur

Nous avons trouvé que les annonces de la BCT ont un effet négatif sur le TCER. Un choc de la communication se manifeste après 2 mois sur le taux de change effectif. C'est à dire une meilleur communication permet de réduire le taux de change effectif.

⇒ Hypothèse H4 retenue

✚ L'adoption de la communication en tant que nouveau canal de transmission de la politique monétaire

Les annonces du conseil d'administration de la BCT sont reflétées immédiatement sur le marché monétaire en dinar. Elles permettent d'apaiser les tensions chez les banques en améliorant leur visibilité quant au futur de la situation économique et l'orientation de la politique monétaire, les rassurant et les persuadant, à travers une politique monétaire crédible, que la BCT est toujours présente pour les soutenir et pour fournir toute la liquidité nécessaire pour financer leur activité. La diminution du taux de marché interbancaire d'une part, se transmet au marché financier en augmentant le niveau moyen des rendements et d'autre part, agit sur la consommation et l'investissement d'où le regain de l'inflation que nous avons observé. En outre, les réponses d'impulsion au choc de la communication que nous avons trouvées sont plus importants que celles du choc de politique monétaire. Par conséquent, il pourrait être avantageux, pour la BCT, d'introduire la communication comme un autre canal additionnel de transmission de sa politique monétaire.

## CONCLUSION

La BCT était enveloppée de mystère et son gouvernement croyait qu'elle le devrait. Sa dépendance des organes politiques, particulièrement, la Président de la République, a limité la qualité de ses communiqués et de ses annonces. Le lendemain de la révolution, nous avons remarqué un changement intégral dans la stratégie de communication de la BCT. Depuis, cette dernière a acquis son indépendance et n'a cessé d'améliorer sa transparence.

Au sein de ce chapitre, nous avons étudié l'effet des annonces du conseil d'administration de la BCT sur la transmission de sa politique monétaire à travers la méthodologie VAR et en utilisant un indice de communication que nous avons développé au sein du chapitre précédent.

Nos résultats montrent deux types d'effets:

- ✚ les annonces de la BCT ont un effet négatif sur le TMM et le TCER, cependant, cet effet n'est persistant que pour le TMM.
- ✚ la communication de la BCT impacte positivement le Tunindex, l'inflation et la croissance.

Pour conclure, la communication de la BCT a, certes, un effet sur le marché financiers et les indicateurs macroéconomiques, mais, le rôle qu'elle joue dans la transmission de la politique monétaire est encore insuffisant dans la mesure où son effet est résiduel.

## CONCLUSION GENERALE

Le rôle de la communication de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire constitue l'objet principal de ce projet de fin d'étude.

cette étude se décline en deux parties. Nous avons entamé la première par un chapitre concernant les modalités de conduite de la politique monétaires et ses différentes stratégies. Nous nous sommes focalisés sur la stratégie de ciblage de l'inflation et sur la manière avec laquelle nous y sommes parvenus. Cette stratégie vise à ancrer les anticipations d'inflation. Or, Ce but n'est réalisable qu'à partir du moment où les agents économiques font confiance aux décideurs politiques dans les actions entreprises en vue d'aboutir aux objectifs prédéfinis. La conséquence directe de cela se matérialise à travers la convergence des anticipations des agents vers celles des autorités monétaires. Ainsi, la banque centrale doit avoir, à la fois, un système de prévision pertinent et un système de communication garantissant un degré de transparence et de crédibilité élevé. Ensuite, au sein du deuxième chapitre, nous avons exposé les stratégies de communication des banques centrales et leur degré de transparence en se référant à l'indice de Eijffinger et Geraats, (2006). Enfin, nous avons procédé à une revue approfondie de la littérature pour présenter la manière avec laquelle la question de l'effet de la communication de la banque centrale sur l'activité économique et le marché financier est traitée.

La deuxième partie, quant à elle, a été consacrée aux vérifications empiriques de notre problématique qui se décline de la sorte : **Quelle est la stratégie de communication de la BCT et quel est son effet sur la transmission de sa politique monétaire?**

Dans un premier chapitre, nous avons parlé de la stratégie de communication actuelle de la BCT et de son degré de transparence qui a atteint les sept points depuis avril 2016 suite à la publication de ses prévisions d'inflation et de croissance à moyen terme. Ensuite, et afin de pouvoir mesurer l'effet d'un choc de communication de la BCT sur la transmission de la politique monétaire, nous avons quantifié le contenu informationnel des communiqués du conseil d'administration en utilisant la méthodologie d'analyse de contenu. La construction de cet indice de communication nous a permis de détecter quelques zones d'amélioration dans la stratégie de communication de la BCT. Certes, cette stratégie est assez bonne mais quelques

ajustements seraient les bienvenues. En outre, nous n'avons pas pu détecter, à travers notre évaluation, une tendance claire vers une meilleure communication et vers une plus grande ouverture. Par contre, trois phases peuvent être clairement identifiées:

- ✚ De février 2011 jusqu'à juillet 2012, les communiqués du conseil d'administration, à notre sens, étaient de bonne qualité. La BCT parlait subjectivement de l'état actuel de l'économie, des perspectives de croissance et de l'inflation et souvent elle évalue l'impact de ses actions sur le secteur monétaire et financier. Les communiqués étaient riches en informations.
- ✚ De Août 2012 jusqu'à mi-2016, la manière avec laquelle les communiqués sont écrits a changé brusquement. Nous avons repris avec les longs communiqués et les textes décrivant les états de lieux.
- ✚ Au cours de la dernière période, nous avons remarqué que, seuls, les communiqués afférents à une décision de la politique monétaire de varier le taux directeur sont bons. Alors que , les autres communiqués ne dépassaient pas les 90 mots.

Dans le deuxième chapitre, nous avons mesuré l'impact des chocs de l'indice de communication sur le TMM, le TCER, le Tunindex, l'inflation et la croissance. A l'aide de notre étude empirique, nous avons réussi à prouver que la communication de la BCT a joué un rôle dans la transmission de sa politique monétaire. En effet, les annonces du conseil d'administration de la BCT sont reflétées immédiatement sur le marché monétaire en dinar pour affecter, ensuite, négativement le TCER et positivement l'inflation et la croissance. S'agissant des hypothèses que nous avons retenues préalablement, le tableau suivant récapitule leur état de validation en référence aux résultats obtenus:

**Tableau 12: Résultats et Hypothèses**

Hypothèses	Descriptions	Résultat
<b>H1</b>	Un choc de communication a un effet positif sur le cours des actions	Validée
<b>H2</b>	Un choc de communication a un effet négatif sur l'inflation	Rejetée
<b>H3</b>	Un choc de communication a un effet négatif sur la croissance	Rejetée
<b>H4</b>	Un choc de communication a un effet négatif sur le taux change	Validée

*Source: Elaboré par l'auteur*

En conclusion, comme tout travail de recherche, le nôtre n'est pas exempt de lacunes. dans ce contexte, nous admettons que notre méthodologie présente quelques limites: Pour ce qui est de l'évaluation et de la codification du contenu informationnel, il serait intéressant de mener une enquête auprès des professionnels du secteur financier et autres afin de déterminer l'importance accordée par le public à chaque critère de mesure de contenu informationnel. Nous suggérons également, pour une prochaine tentative, d'étudier la problématique par une modélisation dynamique à savoir, "Time Varying Vector Autoregressif", (T-VAR ). Cette approche permettra d'inclure le contexte dans lequel l'information est communiquée. De ce fait, un tel modèle nécessite une base de données assez fournie et surtout pertinente dont nous ne disposons pas pour le moment.

## BIBLIOGRAPHIE

- Aguir, A. (2012). *Ciblage d'inflation et règle de la politique monétaire*.
- Amato, D., Morris, S., & Song Shin, H. (2002, 2002). Communication and Monetary Policy. *Oxford Review of Economic Policy, Volume 18, Issue 4* , pp. 495–503.
- Andersson, M. (2007). *Using Intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions*. ECB Working paper 726.
- Batini, N., & Laxton, D. (2006). *Under what conditions inflation targeting be adopted ? the experience of emerging market*. Working Papers of Central Bank of Chile, 406.
- BCE. (2002). *La transparence de la politique monétaire de la BCE*. Bulletin mensuel, novembre, 59-67.
- Berger, H., De Haan, J., & Sturm, J. E. (2006). *Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication*. CESifo Working Paper 1652.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review*, 82 , pp. 901–921.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., & Posen, A. (1999). *Inflation Targeting :Lessons from the international experience*. New Jersey: Princeton University Press.
- Bernanke, S., & Blinder, A. S. (1988, May). Credit, Money, and Aggregate Demand. *The American Economic Review* , pp. 435-439.
- Blinder, A. S. (2007, March ). Monetary policy by committee: Why and how? *European Journal of Political Economy, Volume 23, Issue 1* , pp. 106-123.
- Blinder, A., Ehrmann, M., Fratzscher, M., de Haan, J., & Jansen, D. (2008). *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*. NBER Working Paper No. 13932, forthcoming Journal of Economic Literature.

Brainard, W. C. (1967, May ). Uncertainty and the Effectiveness of Policy. *The American Economic Review*, Vol. 57, No. 2, *Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association* , pp. 411-425.

Brunner, K. (1981). The Art of Central Banking. in *Hermann Göppl and Rudolf Henn, eds., Geld, Banken und Versicherungen, Volume 1, Königstein* , 5.

Casin, P. (2009). *Econométrie: Méthodes et applications avec Eviews* . Edition TECHNIP.

Conrad, C., & Lamla, M. J. (2007). *The high frequency response of the EUR-USD exchange rate to ECB monetary policy announcements*. ETH Zurich: Working paper 07-174 , KOF Swiss Economic Institute.

Coupey, J., & Soubeyran. (2012). *Monnaie, Banque, Finance*. Presses Universitaires de France.

Cukierman, A. (2009, February). The Limits of Transparency. *Review of Banking, Finance and Monetary policy* , pp. 1–37.

Cukierman, A., & Meltzer, A. (1986). A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information. *Econometrica* 54 (4) , pp. 1099-1128.

De Haan, J., & Eijffinger, S. C. (2000, September ). The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-tales. *Journal of Common Market Studies*, Volume 38, Issue 3 , pp. 393–407.

Demir, B., & Yigit, M. (2008). Announcements and credibility under inflation targeting. *Economic Letters* , 249-253 (100).

Dincer, N., & Eichengreen, B. (2007). *Central Bank Transparency : Where, Why and with What Effect ?* NBER Working 13003.

Ehrmann, M., & Fratzsche, M. (2007). Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness? . *Journal of Money, Credit and Banking* , 509-541 (39 (2-3)).

Ehrmann, M., & Fratzsche, M. (2005). *Transparency, Disclosure and the Federal Reserve*. ECB Working Paper No. 457.

Eichengreen, B., Masson, P., Savastano, M., & Sharma, S. (1999). Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility. *Essays in International Finance* , p. 213.

Eijffinger, S. C., & Geraats, P. M. ( 2006 , March ). How transparent are central banks? *European Journal of Political Economy*, Volume 22, Issue 1 , pp. 1-21.

Eijffinger, S. S., & Cruijnsen, C. V. (2007). *The economic impact of central bank transparency: a survey*. CEPR Discussion Paper No. 6070.

Eusepi, S., & Preston, B. (2010). Central Bank Communication and Expectations Stabilization. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3) , pp. 235–71.

Fracasso, A., Genberg, H., & Wyplosz, C. (2003). *How do central banks write?: An evaluation of inflation reports by inflation targeting central banks*. Norges Bank: International Center For Monetary and Banking Studies.

Freidman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58 , pp. 1-17.

Geraats, P. M. (2002, November 19 ). Central Bank Transparency. *The Economic Journal*, Volume 112, Issue 483 , pp. F532–F565.

Geraats, P. M. (2006, March 1). Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice. *CESifo Economic Studies*, Volume 52, Issue 1 , pp. Pages 111–152.

Goodfriend, M. (1986). Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. *Journal of Monetary Economics*, 17(1) , pp. 63-92.

Gosselin, P., Lotz, A., & Wyplosz, C. (2007). Interest Rate Signals and Central Bank Transparency. Dans P. Gosselin, A. Lotz, & C. Wyplosz, *NBER International Seminar on Macroeconomics* (pp. 9-51). the National Bureau of Economic Research.

- Granger, C. W. (1996). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, Vol. 37, No. 3, pp. 424-438.
- Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G., Malinvaud, E., & Pagano, M. (1991, October). Political and monetary institutions. *Economic Policy*, pp. 342-392.
- Guthrie, G., & Wright, J. (2000, October). Open mouth operations. *Journal of Monetary Economics*, Volume 46, Issue 2, pp. 489-516.
- Hansen, S., & McMahon, M. (2016). *Shocking language: Understanding the macroeconomic effect of central bank communication*. CAMA Working Paper 4/2016.
- Hansen, S., & McMahon, M. (2017). *Shocking language: Understanding the macroeconomic effect of central bank communication*. CAMA Working Paper 4/2016.
- Hansen, S., & McMahon, M. (2016). *Shocking language: Understanding the macroeconomic effects of central bank communication*. CAMA Working Paper 4/2016.
- Hayo, B., & Neuenkirch, M. (2010). Do Federal Reserve communications help predict federal funds target rate decisions? *Journal of Macroeconomics*, Elsevier, 32(4), pp. 1014–1024.
- Hayo, B., Kutan, A., & Neuenkirch, M. (2008). *Communicating with many tongues: FOMC speeches and US financial market reaction*. *Economics*, No. 2008,08.
- Hayo, B., Kutan, M., & Neuenkirch, M. (2012). Federal Reserve Communications and Emerging Equity Markets. *Southern Economic Journal*, pp. 1041–1056.
- Henderson, D. W., & McKibbin, W. J. (1993, Décembre). A comparison of some basic monetary policy regimes for open economies: implications of different degrees of instrument adjustment and wage persistence. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 221-317.
- Issing, O. (2005, March/April). Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(2, Part 1), pp. 65-83.

Jansen, D. J., & De Haan, J. (2007). *The Importance of Being Vigilant: Has ECB Communication Influenced Euro Area Inflation Expectations?* CESifo Working Paper No. 2134.

Jansen, D., & De Haan, J. (2005). Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate. *Journal of International Money and Finance*, 24(2) , pp. 343-361.

Jean-Luc Bailly, G. C. (2006). *Economie monétaire et financière*. Bréal.

Kahneman, D. (2003, December ). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 5 , pp. 1449-1475.

Kahvecia, E., & Odabaşb, A. (2015). Central banks' communication strategy and content analysis of monetary policy statements: The case of Fed, ECB and CBRT. *Social and Behavioral Sciences* , 618-629 (235).

Kohn, Donald, & Sack, B. (2004). Central Bank Talk: Does It Matter and Why?" . *In Macroeconomics, Monetary Policy, and Financial Stability, proceedings of a conference held by the Bank of Canada*. Ottawa: Bank of Canada.

Kozicki, S. (1999). How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy. *Economic Review, Federal Reserve* , p. Second quarter .

Kuttner, K., & Posen, A. (1999). *Does talk matter after all? Inflation targeting and central bank behavior*. CFS Working Paper 1999/04.

Kydland, F., & Prescott, E. (1977). Rules than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85 , pp. 473-91.

Leiderman, L., & Svensson, L. (1995). *Inflation Targets*. London: Centre for Economic Policy Research.

Luacs, R. E. (1976). Econometric Policy Evaluation : A Critique. *Carnegie Rocheste rConference Series on Public Policy* 1 1 , pp. 19-46.

Lucas, R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic* 4 , pp. 103-124.

Lucca, D., & Trebbi, F. (2009). *Measuring Central Bank Communication: An Automated Approach with Application to FOMC Statements*. NBER Working Papers 15367, National Bureau of Economic Research, Inc.

MacKinlay, A. C. (1997, March ). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1 , pp. 13-39.

McCallum, B. (1987, September/October). The case for rules in the conduct of monetary policy: A concrete example. *Economic Review* , pp. 10-18.

Miniaoui, H., & Smida, M. (2008, Juin). Crédibilité des autorités monétaires et transparence – Quelle complémentarité dans le cas de la Tunisie? Une contribution au débat. *Revue d'analyse économique* , pp. 205–234.

Mishkin, F. S. (2000). *Inflation targeting in emerging market countries*. NBER Working Paper, 10646.

Mishkin, F. S. (2004). *Can Central Bank Transparency Go Too Far ?* NBER, Working Paper 10829, Octobre.

Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2001). *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?* . NBER, Working Paper 8397.

Modigliani, F. (1971). *Monetary Policy and Consumption in Consumer Spending and Monetary Policy* . Bosto: Federal Reserve Bank of Boston.

Musard-Gies, M. (2006). Do ECB's Statements Steer Short-Term and Long-Term Interest Rates in the Euro-Zone? *The Manchester School*, 74 , 116–39.

Neuenkirch, M. (2011). *Monetary Policy Transmission in Vector Autoregressions: A New Approach Using Central Bank Communication*. Joint Discussion Paper in Economics, No. 43-2011.

Nier, E. (2009). *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*. IMF Working Papers.

Phelps, S. E. (1968). Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium? *Journal of Political Economy*, 76,4 , pp. 687-711.

Poole, W. (1999). Monetary Policy Rules. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review* .

Reevesa, R., & Sawicki, M. (2007, March). Do financial markets react to Bank of England communication? *European Journal of Political Economy*, Volume 23, Issue 1 , pp. 207-227.

Romer, C., & Romer, D. (2004). A new measure of monetary shocks: Derivation and implications . *American Economic Review* , pp. 1055–1084.

Ronaldo, A., & Rossi, E. (2010). The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication. *Journal of International Money and Finance* , pp. 486-503.

Rosa, C., & Verga, G. (2007). On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB. *European Journal of Political Economy*, 23(1) , pp. 146-75.

ROSSI, B., & SEKHOSYAN, T. (2015). *Macroeconomic Uncertainty Indices Based on Nowcast and Forecast Error Distributions*. Spanish Ministry of Economy and Competitiveness Working paper .

Rudebusch, G., & Svensson, L. E. (1999). Policy rules for inflation targeting, in J. Taylor (ed), *Policy Rules for Inflation Targeting*. Chicago : *University Press for the NBER* , pp. 203-246.

SHANNON, C. (1948, juillet-octobre ). A Mathematical Theory of Communication . *The Bell system Technical journal* , pp. 379-423, 623-656.

SHANNON, C., & WEAVER, W. (1949). *The Mathematical Theory of Communications*,. *University of Illinois Press , Urbana (Illinois)* .

Sibert, A. (2006, August). Central Banking by Committee. *International Finance*, Volume 9, Issue 2 , pp. 145–168.

Sims, C. A. (1992). Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy. *European Economic Review*, 36 , pp. 975–1000.

Smeets, F. (1998). *Output Gap Uncertainty: Does It Matter For the Taylor Rule*. BIS Working Paper, NO.

Svensson, L. E. (1997). Inflation forecast targeting : implementing and monitoring inflation targets . *European Economic Review* , pp. 1111-1146.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 , 195-2014.

Tobin, J. (1969, Feb). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking* , pp. 15-29.

Tomuleasa. (2015). Central bank communication and its role in ensuring financial. *Economics and Finance* , 637-644 (20).

Winkler, B. (August, 2000). *Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-making*. ECB Working Paper No. 26.

Woodford, M. (2005). *Central bank communication and policy effectiveness*. NBER Working Paper No. 11898.

Woodford, M. (2012). *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*. Columbia University.

## LISTES DES ANNEXES

Annexe 1: l'indice de transparence de Eijffinger et Geraats (2006).....	119
Annexe 2: L'indice de transparence pour les banques de l'OCDE .....	123
Annexe 3: Tableau récapitulatif de l'indice de transparence de Eijffinger et Geraats (2006)	129
Annexe 4: Test de stationnarité des variables, Augmented Dickey-Fuller .....	130
Annexe 5: Test de Causalité au sens de Granger .....	132
Annexe 6: Choix de nombre de retards optimal .....	133
Annexe 7: Test de Cointégration.....	134
Annexe 8: Estimation du modèle VAR(1) .....	135
Annexe 9: Significativité des réponses d'impulsion à un choc de la communication.....	136

## Annexe 1: l'indice de transparence de Eijffinger et Geraats (2006)

Cet annexe contient une description détaillée de l'indice de transparence de Eijffinger et Geraats (2006). L'indice est la somme des scores attribués aux réponses des quinze questions ci-après (min = 0, max = 15).

### 1. Transparence politique

La transparence politique fait référence à l'ouverture sur les objectifs de la politique. Cela comprend un énoncé formel des objectifs, y compris une hiérarchisation explicite en cas d'objectifs multiples, une quantification des objectifs primaires et des arrangements institutionnels explicites.

- a) Existe-t-il un énoncé officiel de l'objectif (s) de la politique monétaire, avec une hiérarchisation explicite en cas de multiples objectifs?

Aucun objectif (s) formel (s) = 0.

Objectifs multiples sans priorisation = 1/2.

Un objectif principal, ou des objectifs multiples avec priorité explicite = 1.

- b) Existe-t-il une quantification des principaux objectifs?

Non = 0.

Oui = 1.

- c) Existe-t-il des arrangements ou des contrats institutionnels explicites entre les autorités monétaires et le gouvernement?

Pas de banque centrale, les contrats ou autres arrangements institutionnels = 0.

Banque centrale sans indépendance d'instrument explicite ou contrat = 1/2.

Banque centrale avec indépendance d'instrument explicite ou contrat de banque centrale (bien que éventuellement assujettie à une procédure de substitution explicite) = 1.

### 2. Transparence économique

La transparence économique se concentre sur l'information économique utilisée pour la politique monétaire. Cela inclut les données économiques, le modèle de l'économie que la banque centrale emploie pour construire des prévisions ou évaluer l'impact de ses décisions et les prévisions internes (basées sur le modèle ou jugement) sur lesquelles s'appuie la banque centrale.

- a) Les données économiques de base pertinentes pour la conduite de la politique monétaire sont-elles accessibles au public?

L'accent est mis sur les cinq variables suivantes: la masse monétaire, l'inflation, le PIB, le taux de chômage et l'utilisation des capacités.

Série chronologique trimestrielle pour au plus deux des cinq variables = 0.

Série chronologique trimestrielle pour trois ou quatre des cinq variables = 1/2.

Série chronologique trimestrielle pour les cinq variables = 1.

- b) La banque centrale divulgue-t-elle les modèles macroéconomiques formels qu'elle utilise pour l'analyse des politiques?

Non = 0.

Oui = 1.

- c) La banque centrale publie-t-elle régulièrement ses propres prévisions macroéconomiques?

Aucune prévision numérique de la banque centrale pour l'inflation et la production = 0.

Prévisions de la banque centrale numérique pour l'inflation et / ou la production publiées à une fréquence inférieure à la fréquence trimestrielle = 1/2.

Prévisions trimestrielles de la banque centrale numérique pour l'inflation et la production à moyen terme (un à deux ans à venir), en précisant les hypothèses concernant l'instrument de politique (prévisions conditionnelles ou inconditionnelles) = 1.

### 3. Transparence procédurale

La transparence procédurale concerne la façon dont les décisions de politique monétaire sont prises. Cela implique une règle ou une stratégie de politique monétaire explicite qui décrit le cadre de la politique monétaire, un compte rendu des délibérations politiques et la façon dont la décision politique a été prise.

- a) La banque centrale fournit-elle une règle ou une stratégie politique explicite qui décrit son cadre de politique monétaire?

Non = 0.

Oui = 1.

- b) La banque centrale donne-t-elle un compte rendu complet des délibérations sur les politiques (ou des explications dans le cas d'un banquier central unique) dans un délai raisonnable?

Non, ou seulement après un décalage important (plus de huit semaines) = 0.

Oui, des procès-verbaux complets (bien que pas nécessairement textuels ou attribués) ou des explications (dans le cas d'un banquier central unique), y compris une discussion sur les arguments avancés et prospectifs = 1.

- c) La banque centrale révèle-t-elle comment chaque décision sur le niveau de son instrument ou de son objectif principal a été atteinte?

Aucun enregistrement de vote, ou seulement après un décalage important (plus de huit semaines) = 0.

Documents de vote non attribués = 1/2.

Dossiers de vote individuels, ou décision d'un banquier central unique = 1

#### 4. Transparence des politiques

La transparence des politiques signifie la divulgation rapide des décisions politiques. De plus, cela inclut une explication de la décision et une inclination ou une indication explicite des politiques sur les futures actions stratégiques.

- a) Les décisions concernant les ajustements de l'instrument ou de l'objectif principal sont-elles rapidement annoncées?

Non, ou après un décalage significatif = 0.

Oui, au plus tard le jour de la mise en œuvre = 1.

- b) La banque centrale fournit-elle une explication lorsqu'elle annonce des décisions politiques?

Non = 0.

Oui, lorsque les décisions politiques changent, ou seulement superficiellement = 1/2.

Oui, toujours et incluant les évaluations de l'avancement = 1.

- c) La banque centrale divulgue-t-elle une inclination explicite de la politique après chaque réunion de politique ou une indication explicite d'actions de politique future probables (au moins trimestriellement)?

Non = 0.

Oui = 1.

#### 5. Transparence opérationnelle

La transparence opérationnelle concerne la mise en œuvre des actions stratégiques de la banque centrale. Il s'agit d'une discussion sur les erreurs de contrôle dans la réalisation des objectifs opérationnels et des perturbations macroéconomiques (imprévues) qui affectent la

transmission de la politique monétaire. En outre, l'évaluation des résultats macroéconomiques de la politique monétaire à la lumière de ses objectifs est également incluse.

- a) Est-ce que la banque centrale évalue régulièrement dans quelle mesure ses principaux objectifs opérationnels (le cas échéant) ont-ils été atteints?

Non, ou pas très souvent (à une fréquence inférieure à la fréquence annuelle) = 0.

Oui, mais sans fournir d'explications pour des écarts importants = 1/2.

Oui, compte tenu des écarts significatifs par rapport à la cible (le cas échéant); ou (presque) contrôle parfait sur l'instrument de commande principal / cible = 1.

- b) La banque centrale fournit-elle régulièrement des informations sur les perturbations macroéconomiques (imprévues) qui affectent le processus de transmission des politiques?

Non, ou pas très souvent = 0.

Oui, mais uniquement grâce à des prévisions à court terme ou à une analyse des développements macroéconomiques actuels (au moins trimestriellement) = 1/2.

Oui, y compris une discussion sur les erreurs de prévisions passées (au moins une fois par année) = 1.

- c) La banque centrale fournit-elle régulièrement une évaluation du résultat de la politique à la lumière de ses objectifs macroéconomiques?

Non, ou pas très souvent (à une fréquence inférieure à la fréquence annuelle) = 0.

Oui, mais superficiellement = 1/2.

Oui, avec un compte explicite de la contribution de la politique monétaire pour atteindre les objectifs = 1.

## Annexe 2: L'indice de transparence pour les banques de l'OCDE

### **La banque centrale australienne (Reserve Bank of Australia RBA)**

Bien que la banque centrale australienne ait adopté le ciblage de l'inflation, elle obtient l'une des plus faibles scores de transparence, 9. Le fait que la RBA adopte la stratégie de ciblage d'inflation est reflété dans le score maximal (3) sur la transparence politique. Avec un score initial de seulement 1 sur la transparence économique, il manque deux points pour plusieurs raisons : La RBA ne publie pas tous les trimestres des données sur l'utilisation des capacités, et ne fournit que des prévisions à court terme pour l'inflation (Trimestrielle) et la production (semestriellement). De plus, au départ, il n'existait aucun modèle politique explicite mais cela s'est amélioré en octobre 2001 afin que la RBA gagne 1 point. Sur la transparence procédurale, le score de la RBA n'est que de 1 car elle ne communique pas les minutes et les rapports de vote. Son score pour la transparence des politiques (1.5) reflète l'absence d'inclinaison explicite de la politique et le fait qu'elle fournit seulement une explication des décisions lorsque la politique change. En ce qui concerne la transparence opérationnelle, le RBA manque de 1,5 point parce que l'information sur les perturbations de transmission n'inclue pas une discussion sur les erreurs de prévisions passées et parce qu'il n'y a pas d'évaluation des résultats de la politique monétaire à la lumière de ses objectifs macroéconomiques.

Le cas de la Reserve Bank of Australia montre que le ciblage de l'inflation ne garantit pas la transparence sous tous les aspects.

### **La Banque du Canada**

La Banque du Canada (BoC), ciblant également l'inflation, a un score de 10,5. Elle a le score complet (3) sur la transparence politique, avec une cible numérique explicite et une indépendance dans le choix d'instrument et dans la conduite de sa politique monétaire. Quant à la transparence économique, la BoC atteint un score de 2,5 points, manquant 0,5 point parce qu'elle publie seulement des projections approximatives pour l'inflation et la production. Sur la transparence procédurale, la BoC obtient seulement 1 point puisqu'elle ne divulgue pas les minutes et les dossiers de vote. Concernant la transparence politique, elle a 2 points et manque

1 point parce qu'elle ne fournit pas d'indication explicite sur ses actions futures. Quant à la transparence opérationnelle, la BoC obtient 2 points. Elle rate le score maximum car elle n'essaye pas d'expliquer les erreurs de prévisions passées. En outre, bien qu'elle publie une évaluation graphique du niveau réel d'inflation, elle ne tient pas compte des écarts par rapport à la cible.

Dans l'ensemble, la Banque du Canada fonctionne assez bien, en revanche, elle présente quelques lacunes au niveau de la transparence procédurale.

### **La Banque Centrale Européenne**

À partir d'un score faible de 8,5, la Banque centrale européenne (BCE) a considérablement amélioré sa transparence et présente désormais un score de 10,5. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un "Inflation Targeter", elle atteint le score maximal (3) sur la transparence politique. Elle a un objectif quantitatif de stabilité des prix, une inflation inférieure mais proche de 2%. De plus, son indépendance est inscrite dans un Traité international. Pour la transparence économique, la BCE a maintenant une note relativement élevée (2,5). Pour la transparence procédurale la BCE n'a qu'un seul point parce qu'elle ne fournit pas des minutes clairement rédigées et les dossiers de vote ne sont pas trop explicites. En ce qui concerne la transparence des politiques, la BCE s'est améliorée un peu et maintenant elle fournit une explication des décisions prises lors d'une conférence de presse après chaque réunion de la politique monétaire. Le score actuel de 2 reflète l'absence d'indication sur les actions futures probables. En ce qui concerne la transparence opérationnelle, la BCE manque également d'un point. La raison est que la BCE fournit des informations sur les perturbations macroéconomiques imprévues qui affectent la transmission de la politique monétaire via l'analyse macroéconomique dans son bulletin mensuel, mais elle ne discute pas les erreurs de prévision passées. De plus, la BCE procède à une évaluation informelle des effets de ses actions dans son bulletin mensuel et son rapport annuel, mais elle n'en tient pas compte explicitement dans ses prochaines actions.

Au cours de ses premières années d'existence, la Banque centrale européenne a gagné pas mal de points sur les différents aspects de la transparence, mais elle a encore des améliorations à faire en matière de transparence procédurale et politique

### **Banque du Japon**

La Banque du Japon (BoJ) possède l'un des scores de transparence les plus bas (8). Elle ne reçoit que 1,5 point pour la transparence politique parce qu'elle a pas mal d'objectifs de la politique monétaire sans hiérarchisation explicite et aucune définition ni quantification précise de ses objectifs. En ce qui concerne la transparence économique, la BoJ a montré une certaine amélioration et affiche maintenant 1,5 point. Elle ne divulgue pas un modèle macroéconomique formel pour l'analyse de ses actions. Mais depuis octobre 2000, elle a publié ses prévisions pour l'inflation et la production, mais seulement semestriellement. En ce qui concerne la transparence procédurale, la BoJ a un score de 2 points. Elle publie les minutes élaborées en temps opportun, y compris les dossiers de votes individuels, et ne manque que d'un point parce que sa stratégie de politique monétaire n'est pas explicite. En ce qui concerne la transparence des politiques, la BoJ n'a que 1,5 point. La raison est qu'elle fournit simplement une explication de ses décisions politiques en cas de changement et ne partage pas ses orientations futures. Au niveau de la transparence opérationnelle, la BoJ a chuté un peu à 1,5 point et manque de certains points sur tous les critères.

La BoJ communique des informations sur les perturbations macroéconomiques suite à une analyse mensuelle de la situation économique actuelle, mais pas en tenant compte des erreurs de prévisions passées. De plus ces analyses n'incorporent pas les écarts entre les résultats de sa politique et ses objectifs. La Banque du Japon a récemment montré un certain progrès au niveau de sa communication, mais elle est encore insuffisante à plusieurs égards, surtout au niveau de la transparence de politique.

### **La Banque Centrale de la Nouvelle-Zélande**

La Banque centrale de Nouvelle-Zélande (RBNZ), l'une des banques centrales les plus transparentes, a débuté en 1998 avec un score respectable de 10,5, puis a progressé à 13 en 1999 et a ensuite atteint 14 points en 2006. Elle a adopté le régime de ciblage d'inflation avec une cible de 0 à 3%. Elle est indépendante dans le choix de ses instruments, sous réserve d'un mécanisme de substitution explicite. Par conséquent, elle obtient le score complet (3) sur la transparence de politique. Pour la transparence économique et procédurale, elle atteint également le score maximal (3).

En ce qui concerne la transparence de politique et opérationnelle, la RBNZ a enregistré une amélioration impressionnante (de 1 à 3 et 1 à 2, respectivement) en mars 1999, lors de l'ajustement de ses procédures opérationnelles de politique monétaire. En ce qui concerne la transparence opérationnelle, le RBNZ manque des points parce qu'elle ne fournit pas de discussion sur les erreurs de prévisions passées.

La performance de la Banque centrale de Nouvelle-Zélande sur la transparence est remarquable, bien que l'amélioration soit encore possible sur la transparence opérationnelle

### **La Banque de Suède**

Comparée aux autres banques listées, la Banque de Suède (Sveriges Riksbank SRB) a enregistré la plus grande amélioration de transparence. À partir d'un score modeste de 9 en 1998, elle a grimpé à 14, partageant la première place avec la Nouvelle-Zélande. Elle a également adopté la stratégie de ciblage d'inflation avec un score maximal sur la transparence politique. Elle a une cible d'inflation de 2% et jouit d'une indépendance formelle. En ce qui concerne la transparence économique, la SRB manque d'un point parce qu'elle ne divulgue pas son modèle macroéconomique utilisé pour pouvoir analyser ses actions. En ce qui concerne la transparence procédurale, la SRB a récemment atteint le score maximum (3), en publiant les deux minutes et les enregistrements de vote. Quant à la transparence des politiques, la SRB a récemment atteint le score maximum (3). Pour ce qui est de la transparence opérationnelle, la Riksbank est la seule banque centrale à obtenir le score maximum. Depuis 1999, elle fournit une évaluation annuelle des réalisations de l'inflation sur les trois dernières années, y compris une discussion sur le rôle de la politique monétaire.

La SRB a réalisé une amélioration impressionnante de sa stratégie de communication. Elle a atteint le plafond du score sur tous les aspects, à l'exception de la transparence économique, puisqu'elle ne publie pas le modèle de sa politique.

### **Banque nationale suisse**

La Banque nationale suisse (SNB) reçoit le score de transparence le plus bas dans notre liste avec 7,5 points. En ce qui concerne la transparence politique, elle s'est considérablement améliorée en 2000 (de 1 à 2,5), lorsque son indépendance a été inscrite dans la constitution et

elle a précisé un objectif quantitatif de stabilité des prix, l'inflation doit être maintenu en dessous de 2%. Mais elle a toujours des objectifs multiples sans une hiérarchisation explicite. Pour la transparence économique, la SNB obtient 1,5 point. Elle ne divulgue pas un modèle de politique formel, mais depuis 1999, elle a publié une prévision de trois ans pour l'inflation avec une fréquence semestrielle. En ce qui concerne la transparence procédurale, la BNS ne reçoit qu'un seul point, car elle ne publie ni les minutes ni les dossiers de vote. En ce qui concerne la transparence des politiques, la SNB manque 1 point. Quant à la transparence opérationnelle, la SNB affiche actuellement seulement 0,5 point. Depuis décembre 1999, elle a eu une fourchette cible pour le LIBOR de 100 points de base, mais elle ne fournit pas d'explication pour les fluctuations importantes dans cette fourchette. Bien qu'elle fournisse une analyse approfondie des développements macroéconomiques, seul un bref résumé est disponible en anglais. Enfin, la BNS ne donne qu'une évaluation des réalisations de l'année encours et ne tient pas compte des divergences entre les résultats et les objectifs de la politique monétaire.

La Banque nationale suisse se compare mal par rapport aux autres banques centrales de notre liste. Elle dispose d'une forte marge d'amélioration, en particulier sur le plan de la transparence économique et opérationnelle.

### **Banque d'Angleterre**

La Banque d'Angleterre (BoE) a commencé comme la banque centrale la plus transparente (avec 11 points) et ses améliorations subséquentes (à 13) l'ont conservé aux premiers places. Elle a opté pour le ciblage d'inflation avec des notes maximales pour la transparence politique. Elle a une cible d'inflation de 2,5%. Elle atteint maintenant le score maximal (3) pour la transparence économique et la transparence procédurale. Pour la transparence des politiques, elle ne reçoit que 1,5 point. La raison en est qu'elle ne fournit qu'une explication des changements dans les décisions de politique au moment de l'annonce, mais pas quand elle décide de ne pas ajuster sa politique. Quant à la transparence opérationnelle, les scores de la BoE sont très élevés (2,5) et ne perd que 0,5 point parce qu'elle n'évalue pas les résultats de ses politiques et leurs écarts par rapport aux objectifs visés. La Banque d'Angleterre est très transparente et a été utilisée comme exemple par beaucoup d'autres banques centrales.

Néanmoins, il existe encore des possibilités d'amélioration significative de la transparence des politiques.

### **La Réserve Fédérale**

Le score total de la Réserve fédérale (Fed) est de 10. Pour la transparence politique, elle ne reçoit que 1 point. Elle a des objectifs multiples sans une hiérarchisation explicite. En outre, il n'y a pas de quantification de ses objectifs en matière de politique monétaire. Enfin, la Réserve fédérale n'est pas formellement et explicitement indépendante dans le choix de ses instruments. Quant à la transparence économique, la Fed a un score de 2,5, manquant de 0,5 point parce qu'elle ne publie que des projections à court terme pour l'inflation et la production n'est qu'à une fréquence semestrielle. En ce qui concerne la transparence procédurale, la Fed obtient 2 points, elle n'a pas de stratégie explicite qui décrit son cadre de politique monétaire. Pour la transparence des politiques, la Fed a gagné toutes les points (3), depuis mai 1999 quand elle a commencé à fournir une explication à chaque décision de politique monétaire. Son score de transparence opérationnelle est seulement de 1,5. La Fed ne fournit qu'une analyse macroéconomique et des prévisions à court terme pour l'inflation et la production avec une fréquence semestrielle. En outre, elle ne fournit qu'une évaluation informelle des résultats des politiques.

La Réserve fédérale a une grande force dans la transparence des politiques, mais présente une faiblesse notable dans la transparence de politique.

**Annexe 3: Tableau récapitulatif de l'indice de transparence de Eijffinger et Geraats (2006)**

Transparence de la Banque Centrale	RBA	BoC	BCE	BoJ	RBNZ	SRB	SNB	BoE	Fed
<b>Politique</b>	3	3	3	1.5	3	3	2.5	3	1
Objectifs Formels	1	1	1	0.5	1	1	0.5	1	0.5
Objectif quantitatif	1	1	1	0	1	1	1	1	0
Dispositions Institutionnelles	1	1	1	1	1	1	1	1	0.5
<b>Economique</b>	2	2.5	2.5	1.5	3	2	1.5	3	2.5
Données économiques	0.5	1	1	1	1	1	1	1	1
Modèles de PM	1	1	1	0	1	0	0	1	1
Forward looking	0.5	0.5	0.5	0.5	1	1	0.5	1	0.5
<b>Procédurale</b>	1	1	1	2	3	3	1	3	2
Stratégie explicite	1	1	1	0	1	1	1	1	0
Procès verbaux	0	0	0	1	1	1	0	1	1
Votes	0	0	0	1	1	1	0	1	1
<b>De politique</b>	1.5	2	2	1.5	3	3	2	1.5	3
Rapidité des annonces	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Explication des décisions	0.5	1	1	0.5	1	1	1	0.5	1
Tendance Future	0	0	0	0	1	1	0	0	1
<b>Opérationnelle</b>	1.5	2	2	1.5	2	3	0.5	2.5	1.5
Contrôle des erreurs	1	1	1	0.5	1	1	0.5	1	1
Transmission	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1	0	1	0
Evaluation des résultats	0	0.5	0.5	0.5	0.5	1	0	0.5	0.5
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>7.5</b>	<b>13</b>	<b>10</b>

**Annexe 4: Test de stationnarité des variables, Augmented Dickey-Fuller**

Null Hypothesis: D(LOGIPC) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.783420	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.516676
	5% level	-2.899115
	10% level	-2.586866
<hr/>		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: ICOMM has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.895962	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.515536
	5% level	-2.898623
	10% level	-2.586605
<hr/>		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: LOGIPI has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.179022	0.0013
Test critical values:	1% level	-3.515536
	5% level	-2.898623
	10% level	-2.586605
<hr/>		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(LOGREER) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.665204	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.516676
	5% level	-2.899115
	10% level	-2.586866
<hr/>		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: LOGTUN has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.808845	0.8109
Test critical values:	1% level	-3.515536
	5% level	-2.898623
	10% level	-2.586605
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Annexe 5: Test de Causalité au sens de Granger

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 11/14/17 Time: 12:08			
Sample: 2011M02 2017M09			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGTMM_1 does not Granger Cause ICOMM	79	6.05151	0.0162
ICOMM does not Granger Cause LOGTMM_1		4.82557	0.0311
LOGTUN does not Granger Cause ICOMM	79	3.69585	0.0583
ICOMM does not Granger Cause LOGTUN		0.25645	0.6140
LOGIPC does not Granger Cause ICOMM	79	3.89750	0.0520
ICOMM does not Granger Cause LOGIPC		0.77019	0.3829
LOGPIB does not Granger Cause ICOMM	79	1.06812	0.3046
ICOMM does not Granger Cause LOGPIB		0.88515	0.3498
LOGTCER does not Granger Cause ICOMM	79	3.39480	0.0693
ICOMM does not Granger Cause LOGTCER		0.92191	0.3400
LOGTUN does not Granger Cause LOGTMM_1	79	3.24201	0.0757
LOGTMM_1 does not Granger Cause LOGTUN		0.06115	0.8053
LOGIPC does not Granger Cause LOGTMM_1	79	5.35134	0.0234
LOGTMM_1 does not Granger Cause LOGIPC		0.08896	0.7663
LOGPIB does not Granger Cause LOGTMM_1	79	11.7654	0.0010
LOGTMM_1 does not Granger Cause LOGPIB		8.44153	0.0048
LOGTCER does not Granger Cause LOGTMM_1	79	7.31338	0.0084
LOGTMM_1 does not Granger Cause LOGTCER		0.65713	0.4201
LOGIPC does not Granger Cause LOGTUN	79	3.18003	0.0785
LOGTUN does not Granger Cause LOGIPC		0.02647	0.8712
LOGPIB does not Granger Cause LOGTUN	79	0.16349	0.6871
LOGTUN does not Granger Cause LOGPIB		0.58269	0.4476
LOGTCER does not Granger Cause LOGTUN	79	1.15273	0.2864
LOGTUN does not Granger Cause LOGTCER		1.63834	0.2044
LOGPIB does not Granger Cause LOGIPC	79	2.44803	0.1218
LOGIPC does not Granger Cause LOGPIB		1.21818	0.2732
LOGTCER does not Granger Cause LOGIPC	79	1.49453	0.2253

**Annexe 6: Choix de nombre de retards optimal**

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: ICOMM LOGTMM_1 D(LOGTUN) D(LOGIPC) LOGPIB D(LOGTCER)						
Exogenous variables: C						
Sample: 2011M02 2017M09						
Included observations: 72						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	564.0445	NA	7.47e-15	-15.50124	-15.31151	-15.42571
1	749.8256	335.4382*	1.17e-16*	-19.66182*	-18.33377*	-19.13312*
2	762.4550	20.69809	2.28e-16	-19.01264	-16.54625	-18.03076
3	780.5035	26.57143	3.96e-16	-18.51399	-14.90926	-17.07894
4	809.9533	38.44834	5.27e-16	-18.33204	-13.58898	-16.44381
5	844.5336	39.38316	6.57e-16	-18.29260	-12.41121	-15.95120
6	881.7387	36.17160	8.48e-16	-18.32607	-11.30635	-15.53150
7	925.0618	34.89918	1.08e-15	-18.52949	-10.37144	-15.28175
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

### Annexe 7: Test de Cointégration

Date: 11/14/17 Time: 15:41				
Sample (adjusted): 2011M05 2017M09				
Included observations: 77 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LOGIPC LOGTCER LOGTUN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.114225	14.11691	29.79707	0.8340
At most 1	0.054415	4.777410	15.49471	0.8320
At most 2	0.006074	0.469117	3.841466	0.4934
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Annexe 8: Estimation du modèle VAR(1)

Vector Autoregression Estimates						
Date: 11/14/17 Time: 15:54						
Sample (adjusted): 2011M04 2017M09						
Included observations: 78 after adjustments						
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]						
	ICOMM	LOGTMM_1	D(LOGTUN)	D(LOGIPC)	LOGPIB	D(LOGTCER)
ICOMM(-1)	0.137958 (0.11682) [ 1.18094]	-0.093261 (0.04590) [-2.03164]	0.007933 (0.00980) [ 0.80938]	0.000944 (0.00086) [ 1.09577]	0.002264 (0.08495) [ 0.02665]	-0.003119 (0.00474) [-0.65741]
LOGTMM_1(-1)	-0.237994 (0.08795) [-2.70592]	0.966666 (0.03456) [ 27.9700]	0.003476 (0.00738) [ 0.47097]	2.72E-05 (0.00065) [ 0.04195]	-0.168062 (0.06396) [-2.62760]	0.002409 (0.00357) [ 0.67457]
D(LOGTUN(-1))	0.848483 (1.38981) [ 0.61050]	-0.477922 (0.54612) [-0.87512]	0.019888 (0.11661) [ 0.17055]	-6.84E-05 (0.01025) [-0.00667]	-0.336964 (1.01068) [-0.33340]	-0.074273 (0.05644) [-1.31595]
D(LOGIPC(-1))	-19.13049 (16.2861) [-1.17465]	2.625484 (6.39959) [ 0.41026]	1.049430 (1.36647) [ 0.76799]	0.050238 (0.12015) [ 0.41813]	-6.706924 (11.8434) [-0.56630]	-0.581677 (0.66138) [-0.87949]
LOGPIB(-1)	-0.096320 (0.06904) [-1.39514]	0.082051 (0.02713) [ 3.02450]	-0.002277 (0.00579) [-0.39301]	0.000823 (0.00051) [ 1.61611]	0.880873 (0.05021) [ 17.5451]	0.001229 (0.00280) [ 0.43850]
D(LOGTCER(-1))	-0.016161 (2.76222) [-0.00585]	-2.022000 (1.08541) [-1.86289]	-0.215925 (0.23176) [-0.93167]	-0.016298 (0.02038) [-0.79978]	0.065428 (2.00872) [ 0.03257]	0.270807 (0.11217) [ 2.41416]
C	1.198214 (0.39428) [ 3.03901]	0.097796 (0.15493) [ 0.63122]	-0.014287 (0.03308) [-0.43186]	0.003140 (0.00291) [ 1.07957]	0.821789 (0.28672) [ 2.86614]	-0.009440 (0.01601) [-0.58958]
R-squared	0.176688	0.930342	0.032960	0.068586	0.838983	0.115473
Adj. R-squared	0.107112	0.924455	-0.048761	-0.010125	0.825376	0.040724
Sum sq. resids	7.844633	1.211274	0.055225	0.000427	4.148523	0.012937
S.E. equation	0.332397	0.130615	0.027889	0.002452	0.241723	0.013499
F-statistic	2.539508	158.0443	0.403323	0.871362	61.65805	1.544813

**Annexe 9: Significativité des réponses d'impulsion à un choc de la communication**

Period	LOGTMM_1	D(LOGTUN)	D(LOGIPC)	LOGPIB	D(LOGTCER)
1	0.001088 (0.01479)	-0.003277 (0.00315)	0.000224 (0.00028)	0.003900 (0.02737)	-2.22E-05 (0.00153)
2	-0.027428 (0.02246)	0.002807 (0.00327)	0.000329 (0.00029)	0.003603 (0.03658)	-0.000922 (0.00163)
3	-0.028389 (0.02537)	0.000799 (0.00090)	6.96E-05 (8.9E-05)	0.004657 (0.03394)	-0.000830 (0.00070)
4	-0.026284 (0.02636)	0.000219 (0.00041)	2.72E-05 (4.3E-05)	0.008100 (0.02978)	-0.000411 (0.00033)
5	-0.024572 (0.02678)	6.50E-05 (0.00025)	2.03E-05 (3.1E-05)	0.011285 (0.02628)	-0.000218 (0.00022)
6	-0.022931 (0.02684)	6.72E-06 (0.00021)	1.89E-05 (2.7E-05)	0.013911 (0.02357)	-0.000140 (0.00019)
7	-0.021187 (0.02661)	-1.94E-05 (0.00019)	1.90E-05 (2.6E-05)	0.015981 (0.02167)	-0.000104 (0.00017)
8	-0.019319 (0.02611)	-3.24E-05 (0.00018)	1.95E-05 (2.5E-05)	0.017521 (0.02055)	-8.32E-05 (0.00017)
9	-0.017352 (0.02538)	-3.96E-05 (0.00017)	1.98E-05 (2.5E-05)	0.018564 (0.02005)	-6.81E-05 (0.00016)
10	-0.015324 (0.02446)	-4.39E-05 (0.00016)	1.98E-05 (2.4E-05)	0.019151 (0.01998)	-5.54E-05 (0.00015)
11	-0.013276 (0.02337)	-4.64E-05 (0.00015)	1.95E-05 (2.4E-05)	0.019329 (0.02015)	-4.40E-05 (0.00014)
12	-0.011245 (0.02214)	-4.76E-05 (0.00014)	1.89E-05 (2.4E-05)	0.019144 (0.02040)	-3.33E-05 (0.00013)

## TABLES DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	5
CHAPITRE 01 : STRATEGIES DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	11
Section01: Modalités de conduite de la politique monétaire .....	12
1.1.1    De la stabilité économique et financière à la stabilité des prix .....	12
1.1.2    Définition et objectifs généraux de la politique monétaire .....	13
1.1.3    Objectifs intermédiaires et opérationnels de la politique monétaire .....	14
1.1.4    Instruments de la politique monétaire .....	15
1.1.4.1    Les instruments de contrôle direct de la liquidité .....	16
1.1.4.2    Les instruments de contrôle indirect du crédit .....	17
1.1.5    Politique monétaire discrétionnaire ou de règle .....	19
1.1.5.1    Politiques monétaires discrétionnaires.....	19
1.1.5.2    Politique monétaire de règle .....	19
Section02: Ciblage d'inflation .....	20
1.2.1    Définition de la stratégie du ciblage de l'inflation.....	21
1.2.2    Ciblage d'inflation : les pré-requis institutionnels.....	23
1.2.2.1    L'autonomie de la banque centrale.....	23
1.2.2.2    Des infrastructures techniques avancées.....	24
1.2.2.3    Un système financier et bancaire solide.....	25
1.2.2.4    Une structure d'économie stable.....	25
1.2.3    Ciblage d'inflation et transparence de la banque centrale .....	26
1.2.4    Ciblage d'inflation : Avantages .....	26
Section03: Les mécanismes de transmission de la politique monétaire.....	27
1.3.1    Le canal du taux d'intérêt.....	28
1.3.2    Le canal du crédit .....	29

1.3.3	Le canal du prix des actifs.....	29
1.3.4	Le canal du taux de change .....	30
1.3.5	Le canal de l'information dit canal des anticipations.....	30
	CONCLUSION .....	31
	CHAPITRE 02: LA COMMUNICATION ET SON RÔLE DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	32
	Section01: Communication de la banque centrale: Une révolution théorique et pratique... 33	
2.1.1	COMMUNICATION ET TRANSPARENCE DE LA BANQUE CENTRALE	35
2.1.1.1	Communication et transparence : Définitions.....	36
2.1.1.2	L'indice de transparence.....	37
2.1.2	Communication et orientation de la politique monétaire .....	38
2.1.3	De la nécessité d'avoir une stratégie de communication bien établie.....	40
2.1.3.1	Communication des objectifs et stratégie .....	41
2.1.3.2	Communication des décisions de la politique monétaire.....	41
2.1.3.3	Communication des perspectives économiques.....	42
2.1.3.4	Communication de la structure future des taux .....	42
	Section02 : La communication : Un instrument de la politique monétaire.....	43
2.2.1	L'approche graduelle.....	44
2.2.2	Communication de la banque centrale: Prise de décision et incertitude .....	44
2.2.3	Limites de la communication .....	45
	Section03 : Effets des annonces de la banque centrale sur l'activité économique et le marché financier: Revue de la littérature .....	47
2.3.1	Effet des annonces: La réponse du marché financier .....	47
2.3.2	Effet des annonces: performance de l'inflation .....	48
2.3.3	Effet des annonces: Ancrer les anticipations.....	49

2.3.4	Annonces de la Banque Centrale: Quantification du contenu informationnel...	51
	CONCLUSION .....	52
CHAPITRE 03: COMMUNICATION DE LA BANQUE CENTRALE DE TUNISIE :		
	STRATEGIE ET EVALUATION .....	55
	Section01 : Stratégie de communication de la BCT : De l'opacité vers la transparence.....	56
3.1.1	Que communique la BCT ? .....	56
3.1.1.1	Communiqués du Conseil d'Administration .....	57
3.1.1.2	Nouvelle publication : Rapport de l'évolution économique et monétaire et perspectives à moyen terme .....	58
3.1.2	Degré de transparence de la BCT.....	59
Section02 : Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT :		
	Méthodologie .....	61
3.2.1	Evaluation du contenu informationnel des CCA.....	61
3.2.1.1	Analyse du contenu : Tropes.....	62
3.2.1.2	Contenu informationnel : Clarté et intention .....	63
3.2.1.3	Contenu informationnel : Incertitude.....	67
3.2.1.4	Contenu informationnel : Economic Outlook.....	72
3.2.1.5	Contenu informationnel : Evaluation d'output.....	73
3.2.2	Finalisation du Score.....	74
Section03: Evaluation des communiqués du conseil d'administration de la BCT : Résultats et recommandations.....		
3.3.1	Résultats et interprétations .....	76
3.3.2	Recommandations : Communiqués du conseil d'administration.....	79
3.3.2.1	Recommandations du fonds et de la forme .....	79
3.3.2.2	Proposition d'une nouvelle structure de communiqué .....	81
3.3.3	Recommandations : Stratégie de communication .....	82

CONCLUSION .....	82
CHAPITRE 04 : RÔLE DE LA COMMUNICATION DE LA BCT DANS LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE .....	83
Section01 : La conduite de la politique monétaire en Tunisie .....	83
4.1.1 Les instruments de la politique monétaire en Tunisie.....	84
4.1.1.1 Pilotage du taux de marché interbancaire .....	84
4.1.1.2 Action sur le taux des réserves obligatoires.....	85
4.1.2 Aperçu sur la situation économique tunisienne.....	85
4.1.2.1 Une faible croissance économique.....	85
4.1.2.2 La résurgence de l'inflation .....	87
4.1.2.3 L'assèchement de la liquidité bancaire.....	88
4.1.3 La réaction de la banque centrale de Tunisie .....	89
4.1.3.1 Les décisions de taux directeurs.....	90
4.1.3.2 La manipulation du taux des réserves obligatoires .....	90
Section02: Rôle des annonces de la BCT dans la transmission de sa politique monétaire ..	91
4.2.1 Données et descriptions des variables .....	92
4.2.2 Méthodologie: Approche VAR .....	94
4.2.2.1 Spécification du modèle.....	95
4.2.2.2 Réponses d'impulsion.....	95
4.2.3 Résultats empiriques .....	96
4.2.3.1 Test de stationnarité .....	96
4.2.3.2 Test de causalité: Causalité au sens de Granger .....	97
4.2.3.3 Choix du nombre de retards .....	99
4.2.3.4 Test de cointégration.....	99
4.2.3.5 Estimation du modèle et réponses d'impulsions .....	100

---

CONCLUSION .....	105
CONCLUSION GENERALE .....	107
BIBLIOGRAPHIE .....	110
LISTES DES ANNEXES.....	118
TABLES DES MATIERES .....	137