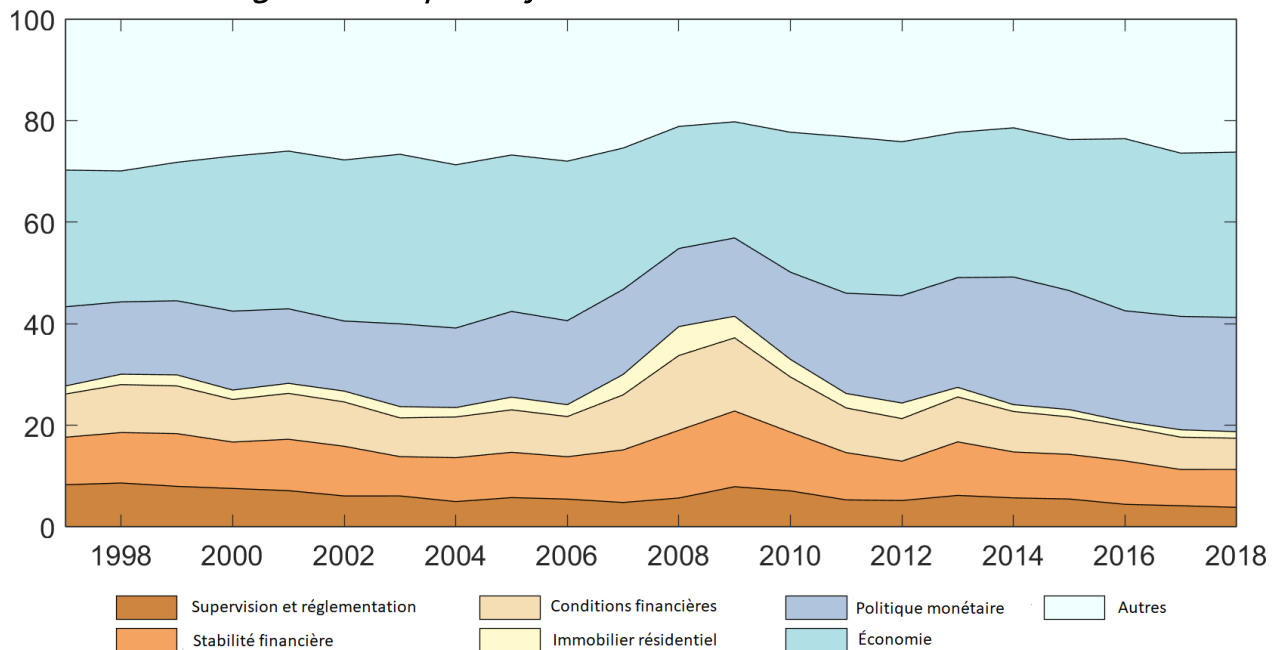


Préoccupations de stabilité financière de la Fed et politique monétaire

Par [Klodiana Istrefi](#), [Florens Odendahl](#) et [Giulia Sestieri](#)

La Réserve fédérale n'a pas d'objectif explicite de stabilité financière, mais les discours publics de ses responsables révèlent qu'une augmentation du temps de parole consacré à la stabilité financière est associée à une politique monétaire plus accommodante. La stabilité financière est surtout devenue un sujet de préoccupation dans les discours de la Fed à l'époque de la crise financière mondiale.

Figure 1. Principaux sujets abordés dans les discours de la Fed



Source : Istrefi, Odendahl, Sestieri (2020). La figure montre la proportion de six sujets extraits des discours de la Fed sur la période allant de 1997 à 2018. Les proportions représentées sont des moyennes annuelles.

La Réserve fédérale n'a pas d'objectif explicite de stabilité financière au-delà de ses responsabilités prudentielles. Néanmoins, une interprétation étroite de son double mandat, ignorant les interactions entre politique monétaire et risques pour la stabilité financière, ne serait pas crédible (cf. [Kashyap et Siegart, 2020](#)). En effet, l'absence de stratégie de communication institutionnalisée n'empêche pas les membres du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) d'exprimer, par exemple lors de discours publics, leurs opinions concernant les

risques pour la stabilité financière et leurs conséquences sur la politique monétaire.

Dans une étude récente, nous évaluons ce que les discours des responsables de la Fed révèlent sur les préoccupations de stabilité financière et s'il y a un lien systématique entre le temps de parole consacré à ce sujet et les décisions de politique monétaire de la Fed ([Istrefi, Odendahl et Sestieri, 2020](#)). En termes d'analyse, les discours sont intéressants car ils constituent une forme de communication plus flexible que les déclarations ou rapports officiels de la Fed. En outre, ils reflètent les débats et opinions exprimés lors des réunions du FOMC, qui ont orienté les décisions de politique monétaire ([Bernanke, 2015](#)).

Les responsables de la Fed ont intensifié leur communication sur la stabilité financière à l'époque de la crise financière mondiale

Nous avons analysé les principaux sujets abordés dans les discours de la Fed et mesuré la part relative qui y est consacrée dans chaque discours (« *proportion d'un sujet* »). Pour extraire cette information, nous utilisons des techniques d'analyse textuelle. Nous avons examiné environ 3850 discours publics prononcés au cours de la période 1997-2018 par les responsables de la Fed, à savoir le président de la Réserve fédérale, les autres membres du Conseil des gouverneurs et les présidents des 12 banques fédérales de réserve (FRB).

Nous identifions 12 sujets principaux abordés dans ces discours. Parmi eux, les sujets Économie et Politique monétaire et plusieurs sujets d'ordre financier, tels que ceux de Stabilité financière, Conditions financières et Supervision et Réglementation. La figure 1 montre les variations annuelles de ces sujets dans les discours de la Fed. Nous observons que les discours traitent principalement des sujets Économie et Politique monétaire (40-50 % environ). Autour de la crise financière mondiale, cependant, la proportion de discours consacrée à la stabilité financière et à d'autres sujets d'ordre financier est plus élevée. Le thème de la stabilité financière, au centre de notre analyse, est principalement associé à une communication relative aux comportements excessifs sur les marchés financiers ou aux vulnérabilités du système financier susceptibles d'avoir un impact majeur sur l'économie. Par conséquent, dans notre analyse, ce sujet reflète essentiellement des préoccupations concernant la stabilité financière.

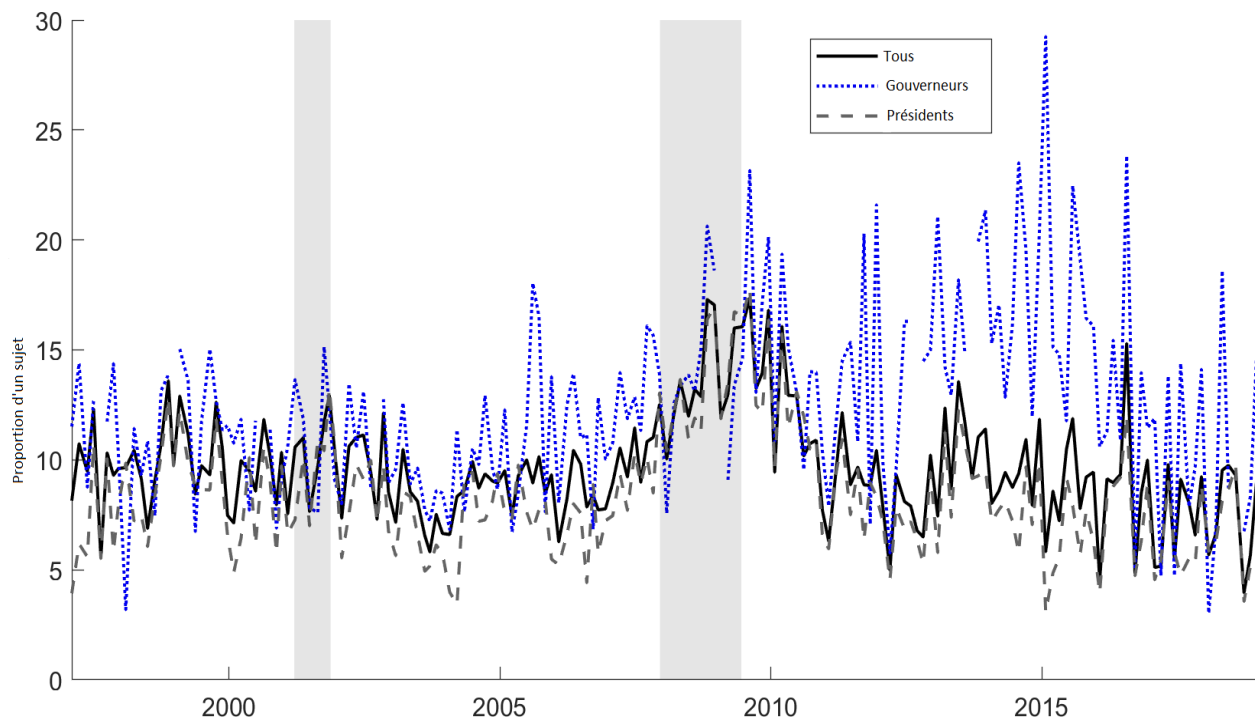
Des nuances dans l'intensité de la communication des gouverneurs et des présidents des FRB concernant la stabilité financière

Les membres du Conseil des gouverneurs et les présidents des FRB abordent des sujets similaires dans leurs discours, mais avec des proportions parfois différentes. C'est le cas pour la stabilité financière : la proportion de discours consacrée à ce sujet est en moyenne plus élevée pour les gouverneurs que pour les présidents des FRB, notamment après la crise financière mondiale. Toutefois, durant la crise, les présidents des FRB ont fortement accru eux-aussi leur temps de parole sur ce sujet (figure 2). On observe une évolution analogue pour d'autres sujets

financiers, tels que celui de la Supervision et Réglementation.

Ces différences semblent refléter l'organisation institutionnelle de la Réserve fédérale et les rôles spécifiques des gouverneurs et des présidents. En effet, les gouverneurs et tous les présidents des FRB participent au débat et prennent des décisions de politique monétaire (les présidents sont soumis à une rotation des droits de vote). Sans surprise, leurs discours sont en grande partie consacrés à l'économie et à la politique monétaire. En outre, le Conseil des gouverneurs rédige les règlements et élabore la politique du Système fédéral de réserve en matière de supervision. Dans le cadre de leurs missions, les gouverneurs sont affectés à plusieurs comités, dont celui sur la stabilité financière et celui sur la supervision et la réglementation. Cette « spécialisation » des gouverneurs pourrait expliquer pourquoi, en termes de communication publique, les discours qu'ils prononcent sont plus spécialisés et comportent donc une proportion plus élevée de sujets financiers. L'écart particulièrement important observé entre gouverneurs et présidents des FRB dans l'intensité des discours sur la stabilité financière, en particulier durant la période 2012-2016, correspond à la mise en œuvre d'une nouvelle réglementation bancaire et prudentielle aux États-Unis.

Figure 2. Proportion d'un sujet de Stabilité financière par type d'intervenant, de 1994 à 2018



Source : Istrefi, Odendahl, Sestieri (2020). Le graphique indique la proportion du sujet Stabilité financière dans les discours par type d'intervenants : membres du Conseil (Gouverneurs), présidents des FRB (Présidents) et les deux catégories ensemble (Tous). Les périodes de récession aux États-Unis sont indiquées en gris. La fréquence des données est celle des réunions du FOMC.

Lien entre temps de parole plus élevé des responsables de la Fed sur la stabilité financière et politique monétaire plus accommodante

Les discours de la Fed traitant des préoccupations de stabilité financière contiennent-ils un signal sur les décisions de politique monétaire ? Pour évaluer cette question, nous intégrons notre indicateur de stabilité financière à une fonction de réaction standard de la banque centrale. Plus précisément, nous estimons une régression où le taux directeur de la Réserve fédérale est fonction des prévisions de l'inflation et de l'écart de production (règle de Taylor prospective) ainsi que de notre indicateur de stabilité financière tiré des discours. Le taux directeur est mesuré par le taux des fonds fédéraux pour la période précédant la borne zéro des taux (jusqu'en novembre 2008) et par le taux d'intérêt virtuel (*shadow rate*) (Wu et Xia, 2016) pour la période suivante, afin de prendre en compte la politique monétaire non conventionnelle de la Fed. Les résultats montrent que notre indicateur de communication sur la stabilité financière, mesuré entre deux réunions du FOMC, est une variable explicative significative du taux des fonds fédéraux, en particulier pour la période précédant la crise financière mondiale. En d'autres termes, l'intensité des discours sur la stabilité financière fournit des informations supplémentaires au-delà de celles déjà intégrées dans les prévisions de la Fed relatives à la production et à l'inflation.

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la proportion du sujet Stabilité financière est associée à un taux des fonds fédéraux plus bas, c'est-à-dire un assouplissement de la politique monétaire. Nous observons des résultats similaires pour les sujets Supervision et Réglementation et Conditions financières. Toutefois, pour ces deux sujets et contrairement à celui de stabilité financière, un indicateur alternatif d'analyse textuelle, mesurant le ton négatif exprimé sur ces sujets, est plus pertinent que l'indicateur d'intensité. Cela peut être dû au fait que les termes utilisés pour identifier ces sujets n'ont pas une connotation aussi négative que ceux employés pour identifier le sujet Stabilité financière.

Nos résultats suggèrent que l'action de la Fed a consisté plutôt à « éponger les dégâts » (*cleaning*) qu'à mener une politique dite de « *leaning against the wind* » pour contrer les déséquilibres financiers, en internalisant l'impact négatif des risques de stabilité financière pour l'économie par une orientation plus accommodante de la politique monétaire (cf. également Wischnewsky et al.(2019)). Cette attitude de la Fed a été observée dans un contexte marqué par l'absence d'outils macroprudentiels efficaces, en particulier avant la crise financière mondiale (cf. Dudley, 2015).

Les discours du président de la Fed, des gouverneurs et des présidents des FRB sur la stabilité financière sont tous révélateurs. Cependant, les discours des présidents des FRB contiennent un signal particulièrement fort concernant l'orientation probable de la politique monétaire. Cela peut être dû, entre autres facteurs, au fait que les présidents des FRB occupent des postes

moins spécialisés que les gouverneurs, sont plus nombreux et bénéficient d'une plus grande flexibilité dans le choix des thèmes de leurs interventions. De plus, ce résultat ne dépend pas des discours des présidents de la Fed New York, en dépit du rôle central de cette dernière dans le système financier américain. Par conséquent, bien que les présidents des FRB soient souvent taxés d'avoir un discours cacophonique par la presse financière et les acteurs du marché (cf., par exemple [Olson et Wessels, 2016](#)), nos résultats suggèrent que leurs interventions publiques contiennent des informations pertinentes.