

# Politique monétaire : Open-Market Operations ou Open-Mouth Operations ?

par [Paul Hubert](#)

La communication d'un banquier central peut-elle influencer les anticipations des agents au même titre que les modifications de taux d'intérêt ? A en croire Ben Bernanke, il semblerait que oui.

Dans son [discours du 18 octobre 2011](#), Ben Bernanke, gouverneur de la Banque centrale des Etats-Unis, a mis en avant l'intérêt qu'il porte à trouver de nouveaux outils pour que les entreprises et ménages soient en mesure d'anticiper les orientations de politique monétaire futures. On apprend ainsi que le Comité de décision de la politique monétaire ([FOMC](#)) étudie les moyens d'accroître la transparence de ses prévisions macroéconomiques. En effet, ces prévisions pourraient être considérées comme un outil de politique monétaire si leur publication influence la formation des anticipations privées.

Il est intéressant de noter que l'effet de la communication des prévisions de la banque centrale passe par sa crédibilité. En effet, la publication de prévisions n'a pas d'effets contraignants et mécaniques sur l'économie. Le canal de transmission passe par la confiance que les entreprises et ménages ont dans les annonces de la Banque centrale. Ainsi, si une annonce est crédible, alors l'action n'est plus obligatoirement nécessaire ou l'amplitude de l'action requise réduite. Le mécanisme est simple : la publication des prévisions modifie les anticipations privées qui modifient à leur tour leurs décisions et affectent donc les variables économiques. La volonté de Ben Bernanke de mettre en œuvre ce

qu'il nomme « [forward policy guidance](#) » et l'emphase qu'il met sur l'importance des prévisions des banques centrales suggèrent que la Fed cherche à utiliser cet instrument additionnel que semblent être les prévisions pour mettre en œuvre plus efficacement sa politique monétaire.

Sur la base des anticipations d'inflation des agents privés collectées à l'aide d'enquêtes trimestrielles appelées *Survey of Professional Forecasters* et disponibles [ici](#), il apparaît que les prévisions d'inflation du FOMC, publiées deux fois par an depuis 1979, ont un effet positif et persistant sur les anticipations privées (voir le [document de travail](#)). Celles-ci augmentent de 0,7 point de pourcentage lorsque la Fed augmente ses prévisions d'1 point de pourcentage. Deux interprétations de cet effet peuvent être proposées : en augmentant ses prévisions, la Fed influence les anticipations privées et crée d'une certaine manière 0,7 point de pourcentage d'inflation. L'efficacité d'une telle annonce serait donc discutable. A l'opposé, on peut imaginer qu'une hausse d'1 point de pourcentage de l'inflation va survenir et qu'en l'annonçant, la Fed envoie un signal aux agents privés. Ceux-ci anticipent alors une réaction de la Fed pour contrer cette hausse et réduisent leur anticipation de cette hausse. La Fed aurait donc réussi à empêcher 0,3 point de pourcentage de la future hausse d'inflation en communiquant dessus, l'annonce étant donc efficace.

Ce dernier mécanisme appelé « Open-Mouth Operations » dans un [article](#) publié en 2000 se focalisant sur la Banque centrale néo-zélandaise se veut donc un complément des [opérations d'open market](#) qui consistent à modifier le taux d'intérêt directeur de la banque centrale pour affecter l'économie.

Afin de mettre en lumière les raisons pour lesquelles les anticipations privées ont augmenté, on peut caractériser les mécanismes sous-jacents à l'influence des prévisions du FOMC. Si les prévisions du FOMC sont un bon indicateur avancé du futur taux d'intérêt directeur de la Fed, elles donnent de

l'information sur les futures décisions. Il ressort de cette étude qu'une hausse des prévisions du FOMC signale une hausse du taux directeur de la Fed intervenant entre 18 et 24 mois.

De plus, les prévisions du FOMC n'ont pas les mêmes effets que le taux directeur sur les variables macroéconomiques et ne répondent pas de la même manière aux chocs macroéconomiques : les réponses du taux directeur à des chocs macroéconomiques sont larges et rapides en comparaison de celles des prévisions. Ce résultat suggère que les prévisions du FOMC sont un instrument *a priori* conçu pour mettre en œuvre la politique monétaire sur le long terme alors que le taux directeur est un instrument *a posteriori*, répondant aux chocs touchant l'économie et donc aux cycles de court terme.

---

## Monetary policy: Open-Market Operations or Open-Mouth Operations?

By [Paul Hubert](#)

Can the communications of a central banker influence agents' expectations in the same way as they change interest rates? To believe Ben Bernanke, the answer is yes.

In a [speech on 18 October 2011](#), Ben Bernanke, governor of the US central bank, highlighted his interest in finding new tools to help businesses and consumers anticipate the future direction of monetary policy. Thus we learn that the bank's Federal Open Market Committee ([FOMC](#)) is exploring ways to make its macroeconomic forecasts more transparent. Indeed, if the publication of the forecasts influences the formation of

private expectations about the future, then this could be treated as another tool of monetary policy.

It is worth pointing out that the impact of communicating the central bank's forecasts depends on the bank's credibility. Any impact that the publication of the forecasts has on the economy is neither binding nor mechanical, but rather is channelled through the confidence that businesses and consumers place in the statements of the central bank. So if a statement is credible, then the action announced may not be needed any more or its amplitude may be reduced. The mechanism is straightforward: publishing the forecast changes private expectations, which in turn modifies decision-making and therefore the economic variables. Ben Bernanke's determination to implement what he calls "[forward policy guidance](#)" and the emphasis he is giving to the importance of the central bank's forecasts suggest that the Fed is seeking to use its forecasts as another instrument to implement its monetary policy more effectively.

Based on the inflation expectations of private agents collected through quarterly surveys called the Survey of Professional Forecasters (available [here](#)), it appears that the FOMC inflation forecasts, published twice yearly since 1979, have a persistent positive effect on private expectations (see the [working document](#)). Expectations rise by 0.7 percentage point when the Fed increases its forecast by one percentage point. Two interpretations of this effect could be offered: by raising its forecast, the Fed influences expectations and in a certain sense creates 0.7 percentage point of inflation. The effectiveness of such an announcement would therefore be questionable. In contrast, it is conceivable that an increase of 1 percentage point of inflation will occur and that by announcing it, the Fed sends a signal to private agents. They then expect a response from the Fed to counter the increase, and so reduce their expectation of the increase. The Fed's communication would therefore have succeeded in preventing a

0.3 percentage point increase in future inflation, meaning that the announcement has been effective.

This last mechanism, called “Open-Mouth Operations” in an [article](#) published in 2000 dealing with the central bank of New Zealand, would therefore act as a complement to the bank’s [open market operations](#) that are intended to modify the central bank’s key rates so as to influence the economy.

In order to shed light on the reasons why private expectations have increased, it would help to characterize the mechanisms underlying the influence of the FOMC forecasts. If the FOMC forecasts are a good leading indicator of the Fed’s future key rates, they provide information about future decisions. It appears from this study that an increase in the FOMC forecasts signals that there will be an increase in the Fed’s key rates 18 to 24 months later.

Furthermore, the FOMC forecasts do not have the same impact as the bank’s key rates on macroeconomic variables, nor do they respond in the same way to macroeconomic shocks: the responses of key rates to macroeconomic shocks are substantial and rapid in comparison with the responses of the forecasts. This suggests that the FOMC forecasts are an *a priori* instrument intended to implement monetary policy over the long term, whereas the key rates are an *a posteriori* instrument that responds to shocks to the economy, and thus to the short-term cycle.