



**Réflexions
d'un ancien
gouverneur
de la Banque
de réserve de
l'Inde sur la
communication**

Duvvuri Subbarao lors d'une conférence de presse de la Banque de réserve de l'Inde, à Mumbai, le 27 janvier 2013.

Le SIGNAL et le BRUIT

Duvvuri Subbarao

ÊTRE gouverneur d'une banque centrale a cela d'intéressant que les marchés sont suspendus à la moindre de vos paroles et considèrent chaque syllabe, nuance ou tic du visage comme un signal. Être gouverneur d'une banque centrale a cela de stressant que les marchés sont suspendus à la moindre de vos paroles et considèrent chaque syllabe, nuance ou tic du visage comme un signal. Vous aurez compris ce que la communication des banques centrales a de passionnant et de redoutable.

Pratiquement tous les gouverneurs se sont laissés enivrer par la magie des mots qu'ils prononcent ou ont regretté amèrement les conséquences d'une mauvaise communication. L'expérience est certes un atout, mais elle ne garantit pas que les marchés ne se méprendront pas sur ce que vous croyez avoir déclaré. J'ai appris au fil des ans, et parfois à mes dépens.

À travers le monde, de nombreux exemples montrent à quel point les banques centrales peuvent exploiter le pouvoir de la communication pour renforcer l'efficacité de leur action. Quelques heures après les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis, la banque centrale américaine a diffusé un communiqué lapidaire : «Le Système fédéral de réserve est ouvert et opérationnel. Le guichet de réescompte est ouvert pour répondre aux besoins de liquidités.»

Ces deux phrases apparemment banales, publiées si vite après les attentats, ont eu un effet très apaisant sur les marchés financiers américains et mondiaux. L'«effet d'annonce» a été spectaculaire.

Déjà, lorsque l'effondrement de l'euro paraissait imminent, le Président de la BCE Mario Draghi déclarait en avril 2012 que la banque centrale «mettrait tout en œuvre». Ses célèbres propos ont davantage contribué à sauver l'euro que les interminables sommets, les réunions d'urgence et les communiqués péremptifs de tous les dirigeants de la zone euro.

L'impact positif de la communication ne se limite toutefois pas aux périodes de crise. Il est généralement admis aujourd'hui qu'une plus grande transparence, une sensibilisation active et une communication plus ouverte sont dans l'intérêt des banques centrales.

Moderniser la politique monétaire

La Banque de réserve de l'Inde est très sensible à sa responsabilité de communiquer avec la population, sur la politique monétaire mais aussi sur l'ensemble de son mandat, à savoir l'évolution des marchés financiers, la gestion du secteur extérieur, les questions de réglementation, l'émission et la distribution de monnaie et le développement économique.

Les orientations prospectives (*forward guidance*) sur la politique monétaire ont représenté une innovation majeure et

délicate sous ma direction. Le principe est le suivant : la banque centrale donne des indications pour éclairer les anticipations du marché quant à la manière dont elle réagirait aux événements macroéconomiques, ce qui permet aux intervenants du marché de procéder aux ajustements nécessaires.

Les orientations prospectives appliquées à la politique monétaire sont sujettes à controverse. À la Banque de réserve, nous avons débattu en interne sur le bien-fondé de cette pratique. Conscients qu'elle n'était pas totalement sans danger, nous avons néanmoins décidé de l'adopter, car les avantages nous semblaient supérieurs aux coûts, surtout dans le contexte d'incertitude persistante à l'échelle mondiale.

En général, les orientations prospectives prennent la forme d'un petit paragraphe dans un document de six à huit pages, mais sa rédaction peut mettre à l'épreuve les compétences en communication. Sachant que certains s'emploieront à décortiquer ces quelques phrases pour y déceler des messages codés, nous avons passé énormément de temps à discuter du choix des mots, des tournures de phrase et des nuances.

Peu à peu, nous avons identifié plusieurs difficultés liées aux orientations prospectives. Ainsi, les indications fournies par une banque centrale sur la manière dont elle est susceptible d'agir à l'avenir dépendent de la situation économique. Cependant, les marchés ont tendance à faire abstraction des réserves émises et à interpréter les orientations comme un engagement irrévocable. Ils sont donc pris à contre-pied lorsque les choses ne se passent pas comme prévu. Par exemple, dans nos bilans d'octobre et de décembre 2011, nous indiquions que «le cycle d'augmentation des taux culmine et d'autres mesures vont vraisemblablement l'infléchir». Cela s'est traduit par une anticipation généralisée de baisse des taux lors de la réunion de janvier 2012; cette baisse ne s'est pas matérialisée, car l'inflation n'avait pas reculé comme prévu. Notre absence d'intervention n'était pas en contradiction avec les orientations, mais le marché s'est montré impitoyable et a estimé que nous étions revenus sur notre engagement.

En outre, lorsque la situation financière est incertaine, les marchés souhaitent plus que jamais des orientations plus nombreuses et plus précises, ce que les banques centrales sont précisément le moins en mesure de donner à ce moment-là. Dans notre déclaration de politique monétaire de novembre 2010, nous indiquions : «Au regard des seules tendances actuelles en matière de croissance et d'inflation, la Banque de réserve estime que la probabilité d'une nouvelle intervention sur les taux dans l'avenir immédiat est relativement faible. Toutefois, dans un climat d'incertitude, nous devons être prêts à réagir comme il convient aux chocs pouvant résulter de la conjoncture mondiale ou nationale.»

Nos orientations tenaient compte de l'incertitude nationale entourant les perspectives agricoles et leur impact sur la croissance et l'inflation et de l'incertitude extérieure découlant de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Si de nombreux analystes ont considéré que les orientations présentaient un intérêt, notamment le signal envoyé aux marchés d'une possible intervention sur les taux si les résultats s'écartaient des anticipations, un petit nombre les a en revanche jugés trop vagues pour être utiles.

Par la suite, j'ai compris que les marchés exigent non seulement des orientations mais aussi des «informations sur les orientations»,

c'est-à-dire des explications sur leur signification. Cela peut s'avérer délicat, car la pensée s'exprime en grande partie dans la formulation et que les tentatives d'explications complémentaires risquent de déformer le message.

Par exemple, lors de la conférence de presse qui a suivi les orientations de novembre 2010 évoquées plus haut, les journalistes ont insisté pour savoir ce que nous entendions par «avenir immédiat». J'ai répondu que cela correspondait pour nous à un horizon d'environ trois mois. J'ai ainsi laissé entendre, mais sans le dire explicitement, qu'aucun relèvement des taux directeurs n'aurait lieu au moment de l'examen de milieu du trimestre en décembre 2010, six semaines plus tard, et qu'une hausse des taux serait envisagée uniquement lors de l'examen suivant, trois mois plus tard. Ces précisions ont suscité des critiques, leurs auteurs estimant que la temporisation de trois mois induite par les orientations relevait trop du compromis et était en porte-à-faux avec notre analyse des risques pesant sur l'inflation. Nous aurions pu éviter ces critiques en nous abstenant purement et simplement de toute orientation, mais nous avons estimé que notre méthode était conforme aux meilleures pratiques et que nous avions une obligation envers les marchés.

Comment formuler les choses

La Banque de réserve a entrepris de moderniser la politique monétaire, mais les difficultés habituelles de communication subsistent. Ce que vous dites (ou pas) est important, mais la formulation choisie l'est encore plus.

Au milieu de l'agitation provoquée par l'annonce de l'arrêt progressif de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis, le 15 juillet 2013, lorsque les marchés ont mal réagi aux allusions de la Réserve fédérale américaine quant à une possible hausse des taux d'intérêt, j'ai pris la décision exceptionnelle de relever les taux pour gérer le taux de change avant la revue trimestrielle programmée. Naturellement, la décision a suscité de nombreux commentaires et les habituels compliments et critiques. Au moment de la revue, le 30 juillet, je n'ai vu aucune raison d'ajuster davantage la politique, et j'ai simplement répété qu'il fallait corriger les déséquilibres structurels intérieurs pour stabiliser le secteur extérieur.

La conférence de presse qui a suivi devait être ma dernière en tant que gouverneur. Je l'attendais avec intérêt en espérant qu'elle serait en quelque sorte un rendez-vous d'adieu. Au lieu des questions habituelles sur les grands thèmes, nous évoquerions mes cinq années au poste de gouverneur. Pas du tout.

La première question était de savoir si les mesures de resserrement monétaire prises pour gérer le taux de change seraient annulées et quand. L'objectif de ces mesures inhabituelles était de comprimer la liquidité systémique afin d'enrayer la spéculation sur la roupie et ainsi d'envoyer au marché un signal fort sur la détermination de la Banque de réserve à défendre la monnaie. J'ai répondu que ces mesures étaient provisoires et seraient supprimées une fois que le taux de change serait redevenu stable, que la banque était sensible aux coûts économiques à court terme des compressions de liquidité, mais que je ne pouvais pas m'engager à un calendrier particulier. Mon intention était d'apaiser les craintes d'un assèchement des liquidités risquant d'étouffer une croissance naissante, sur fond d'inquiétude grandissante quant à un déclin rapide de l'activité économique.

Le marché a très mal réagi à ma réponse, et la roupie a chuté de 59,63 à 60,48 pour 1 dollar à la clôture du marché ce jour-là. J'ai été critiqué pour avoir donné l'impression de m'excuser de ma décision d'utiliser la politique monétaire pour défendre le taux de change. Les détracteurs ont affirmé que ma préoccupation pour la croissance était injustifiée quand le marché attendait de la Banque de réserve qu'elle privilégie le taux de change à l'exclusion de tous les autres facteurs.

Je comprends aujourd'hui que j'ai peut-être mal communiqué. J'aurais dû savoir que, comme la roupie était malmenée, il était beaucoup plus important d'être ferme sur le taux de change que de rassurer sur la croissance. Dans le même temps, j'ai été déconcerté par la réaction du marché, car ma réponse était pratiquement identique à ce que nous avions publié. Dans leur majorité, mes proches conseillers ont estimé que le grief de «ton contrit» ne découlait pas tant du contenu exact de la réponse que de la nuance, voire de la gestuelle.

Alors même que j'allais quitter mes fonctions de gouverneur, je n'avais pas encore appris un rudiment de la communication : les marchés ne prennent pas les propos du gouverneur pour argent comptant. Au moins, j'avais appris à saisir des occasions et à glisser des informations ou à corriger des interprétations erronées dans les discours ou les entretiens officiels ! J'ai profité d'une téléconférence d'analystes le lendemain pour dissiper cette confusion. Tout en répondant à une question sur le sujet, j'ai exprimé «l'engagement résolu de la Banque de réserve» à stabiliser la roupie et ajouté que, dans le contexte actuel, les effets positifs de la stabilité de la roupie l'emportaient sur tout sacrifice à court terme en matière de croissance. Cela correspondait exactement à ce que j'avais déclaré la veille, mais reformuler les choses ainsi a fait passer le message comme le marché souhaitait l'entendre. J'ai aussi rectifié la nuance. La veille, j'avais déclaré que *ces mesures seraient supprimées lorsque* la roupie deviendrait stable. J'ai apporté une modification subtile et affirmé que *ces mesures ne seraient pas supprimées tant que* des preuves tangibles de la stabilisation de la roupie n'auraient pas été réunies. Peut-être que mes propos étaient dignes d'un mâle alpha. Le marché a bien réagi, et la roupie a vite effacé les pertes de la veille.

L'apprentissage est un processus permanent, et ma formation en communication a duré jusqu'à la fin de mon mandat. J'ai ainsi appris qu'il était parfois inopportun de se montrer trop direct ou précis. Lors d'une conférence de presse le 30 octobre 2011, on m'a demandé si la Banque de réserve interviendrait sur le marché des changes pour constituer des réserves, et j'ai répondu franchement : «Non, nous n'interviendrons pas.» Ma réponse n'aurait dû surprendre personne ni inquiéter. J'énonçais simplement une évidence, à savoir que, conformément à notre politique, la seule condition qui déclencherait une intervention sur le marché des changes était la volatilité du taux de change. Toutefois, la roupie a subi de fortes pressions le lendemain, et certains analystes m'ont reproché d'avoir été trop précis et que rien ne justifiait d'être aussi catégorique.

J'ai aussi appris à plusieurs reprises que les propos du gouverneur ne sont jamais *off the record*. Par exemple, à la mi-janvier 2013, je m'exprimais à l'Institut indien de management de Lucknow et expliquais aux étudiants en quoi une importance excessive était accordée à l'équilibre entre croissance et inflation

et pourquoi une inflation faible et stable était nécessaire pour pérenniser la croissance. Mes observations ne portaient pas sur la situation immédiate, mais visaient à exprimer la difficulté à arbitrer sur un sujet complexe. Mes propos ont été interprétés par les médias comme le signal d'un nouveau durcissement à la revue suivante fin janvier et ont atterri sur les téléscripteurs des agences de presse avant même la fin de mon discours.

Enfin, j'ai appris qu'il fallait mieux formuler mes messages pour qu'ils soient traités de manière exhaustive et précise. Par exemple, lors d'une conférence de banquiers, j'ai axé mes déclarations sur l'efficacité du système bancaire indien et abordé de multiples sujets, dont l'efficacité relative des banques publiques et privées; la gestion de leur actif et de leur passif, les critères d'octroi de crédit et le service à la clientèle; et l'utilisation des technologies. Au passage, j'ai fait des observations sur la structure salariale des directeurs des banques du secteur public et affirmé qu'elle devait être réexaminée pour attirer des talents. J'ai été déconcerté par la manière dont les médias ont pu donner l'impression que j'avais consacré l'intégralité de mon discours à déplorer les salaires des directeurs des banques publiques et à la nécessité de les corriger pour améliorer l'efficacité du système bancaire indien. Des articles et tribunes allaient être publiés avec des analyses comparatives approfondies des grilles de rémunération des directeurs de banques publiques, privées et étrangères. Les analystes de certains médias ont même fait figurer le misérable salaire du gouverneur de la Banque de réserve dans leurs graphiques. Bon nombre de ces articles étaient constructifs, mais la question plus vaste de l'efficacité du système bancaire aurait dû être traitée.

Un bilan nuancé

Au cours des années passées à la Banque de réserve, j'ai insufflé une culture d'ouverture dans une institution conservatrice et repliée sur elle-même, ce qui m'a valu de nombreuses félicitations. J'ai aussi été complimenté pour avoir renforcé la transparence, la réactivité et le caractère consultatif de la banque, pour mes qualités d'écoute et de parole et pour avoir simplifié nos documents écrits et notre expression orale. À l'inverse, on m'a reproché d'avoir fait part de mes doutes et réticences au lieu d'afficher certitude et confiance, de m'être écarté du message et d'avoir fait preuve d'une trop grande franchise et d'un manque de tact. J'ai été complimenté pour ne pas mâcher mes mots, tout en étant critiqué pour ne pas m'exprimer suffisamment lorsque la situation l'exigeait. Certains analystes ont estimé que je n'avais pas le profil du mâle alpha très sûr de lui que les marchés respectent, alors que d'autres ont pensé que c'est en réalité ma discrétion et ma personnalité en retrait qui forçaient le respect et ont permis une communication efficace. J'en resterai là.

Beaucoup de choses me manquent maintenant que je ne suis plus gouverneur. Ainsi, mes paroles ne font plus bouger les marchés. Parallèlement, j'apprécie de ne plus être gouverneur pour de nombreuses raisons. L'une d'elles est que je peux m'exprimer librement sans craindre de faire bouger les marchés. ■

Duvvuri Subbarao a été Gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde de 2008 à 2013. Cet article s'inspire d'un chapitre de son livre à paraître Who Moved My Interest Rate?