

2011-02-17

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Estimation des fonctions de réaction de la politique monétaire: une approche à choix discret

par Jef Boeckx

NBB Working Paper No 210 - Research Series

Les banques centrales tendent généralement à modifier leurs taux directeurs par paliers discontinus, le plus souvent par multiples de 25 points de base. Néanmoins, l'essentiel de la littérature consacrée à l'estimation des fonctions de réaction de la politique monétaire qui explique les variations du taux directeur sur la base d'un certain nombre de variables macroéconomiques, repose sur des méthodes d'estimation développées pour des données continues. Ces études supposent donc que le taux directeur est une variable qui varie au fil du temps de manière continue et ne tiennent pas compte du fait que celui-ci est modifié par paliers discontinus.

Le présent *Working Paper* prend en considération le caractère discontinu des décisions en matière de taux d'intérêt et propose une nouvelle méthode à choix discret en vue d'estimer les fonctions de réaction de la politique monétaire. La méthode utilisée s'inspire des travaux de Hu et Phillips (2004), qui présentent un modèle faisant explicitement une distinction entre, d'une part, la détermination du taux directeur souhaité, qui est une variable continue, et, d'autre part, la modification effective du taux directeur, qui est un processus discontinu. La méthode d'estimation de Hu et Phillips (2004) est cependant adaptée afin d'estimer également la variance des termes de perturbation de façon endogène et, partant, d'estimer correctement l'incertitude affectant les paramètres. De plus, contrairement à la méthode élaborée par Hu et Phillips (2004), la méthode proposée ici n'impose pas la contrainte du manque de gradualisme du taux directeur souhaité.

Cette nouvelle méthode est appliquée aux décisions de taux d'intérêt prises par la BCE depuis le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire en 1999. La politique de la BCE en la matière est expliquée au moyen d'une simple règle de Taylor de type *forward-looking*. Celle-ci s'appuie sur les anticipations de croissance et d'inflation à l'horizon d'un an tirées de l'enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels. La borne inférieure du taux d'intérêt nominal influence considérablement les coefficients estimés. Ainsi, inclure dans l'échantillon la période postérieure à l'aggravation des turbulences financières exerce un effet nettement baissier sur les coefficients associés aux anticipations économiques. La contrainte de non-négativité du taux d'intérêt nominal a toutefois été neutralisée, du moins en partie, par les mesures non conventionnelles prises par la BCE. Une comparaison entre les paramètres estimés selon la méthode à choix discret et les méthodes traditionnelles développées pour des variables continues met en évidence le fait que le taux directeur souhaité estimé est plus agressif (coefficients associés aux anticipations économiques plus élevés) et moins graduel (coefficient plus bas associé au taux directeur retardé) lorsque la méthode à choix discret est employée. En effet, les techniques couramment utilisées dans le cas de données continues négligent la friction provenant du fait que le taux directeur est généralement modifié par paliers discontinus – et que prévaut une certaine déviation du taux souhaité par rapport au taux en vigueur avant que la banque centrale n'adapte son taux directeur –, si bien que le taux directeur souhaité estimé est plus graduel et moins agressif dans ce cas.

Le modèle à choix discret assigne une probabilité d'occurrence aux différents résultats possibles de chaque réunion au cours de laquelle a été prise une décision en matière de taux d'intérêt; ces résultats peuvent prendre la forme d'un relèvement, d'un abaissement ou d'un *statu quo* du taux directeur. Bien que le modèle s'avère relativement peu performant pour prédire les décisions en matière de taux d'intérêt qui seront prises au cours d'un mois précis, les changements dans les probabilités qu'il permet d'inférer fournissent une bonne indication des décisions à venir. Toutefois, le modèle est moins performant que les anticipations de taux d'intérêt issues d'une enquête mensuelle menée auprès des économistes de banques commerciales. Les anticipations tirées de cette enquête tiennent en effet compte de toutes les informations pertinentes – y compris la communication par la banque centrale –, tandis que le modèle tente d'expliquer les décisions en matière de taux d'intérêt uniquement sur la base de deux variables macroéconomiques.