

2013-01-21

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

L'influence de la règle de Taylor sur la politique monétaire américaine

par Pelin Ilbas, Øistein Røisland et Tommy Sveen

NBB Working Paper No 241 - Research Series

Il ne fait aucun doute que la règle de Taylor a influencé le débat sur la politique monétaire au cours de ces 20 dernières années. Mais a-t-elle également une incidence sur la politique monétaire qui a effectivement été menée? D'après revue de la littérature menée par Kahn (2012), la réponse semble être positive. Les procès-verbaux des réunions du Comité fédéral de l'*open market* (CFOM), ainsi que des réunions de politique monétaire dans d'autres banques centrales, font référence à la règle de Taylor.

Toutefois, l'évocation de la règle de Taylor lors de réunions stratégiques ne signifie pas nécessairement qu'elle a une influence considérable sur les décisions. L'une des manières d'analyser l'importance de la règle de Taylor consiste simplement à examiner la corrélation entre la règle de Taylor (initiale) et le niveau réel du taux de financement à un jour (*Federal Fund's Rate*). Sur la base de cette approche, Taylor (2012) affirme que la Fed a suivi assez strictement la règle de Taylor jusqu'en 2003 environ. Ensuite, il déclare que la Fed a abandonné la règle de Taylor vers 2003 pour opter pour une politique monétaire plus discrétionnaire. Certains observateurs perçoivent que le large écart opéré par rapport à la règle de Taylor au cours de la période 2003-2006 constitue une erreur qui a contribué à l'accumulation de déséquilibres financiers et à la crise qui s'en est suivie.

Au lieu de se contenter de comparer la règle de Taylor initiale au taux d'intérêt réel, l'on peut adopter une autre approche bien répandue qui consiste à estimer des spécifications plus générales de la règle de Taylor, par exemple en intégrant le taux d'intérêt passé ainsi que des variables prospectives. Clarida, Gali et Gertler (2000) ont montré que la politique de la Fed durant la période Volcker-Greenspan pouvait être bien représentée par une règle de Taylor prospective. En outre, Bernanke (2010) a répondu à la critique de Taylor quant aux écarts importants par rapport à la règle de Taylor à la veille de la crise financière en montrant qu'une règle de Taylor prospective aurait donné lieu à un taux d'intérêt plus proche de sa valeur réelle. Cependant, le fait que la politique monétaire puisse être représentée par une règle de taux d'intérêt (estimée ou calibrée) ne signifie pas nécessairement que la politique de la banque centrale suit effectivement ladite règle. Une politique purement discrétionnaire peut elle aussi être représentée par une « règle » de taux d'intérêt.

Il est à la fois irréaliste et inopportun de suivre mécaniquement une simple règle pour déterminer la politique à mettre en œuvre. Même les partisans d'une politique basée sur une règle le reconnaissent et recommandent de s'écarter de la règle lorsque l'on est en possession d'informations qui le justifient. Si l'on admet qu'une règle doit servir de guide et non imposer un carcan, la question qui se pose est de savoir à partir de quand les raisons sont réunies pour s'en écarter. À l'évidence, cela dépend des chocs spécifiques auxquels l'économie est soumise. À moins d'en ajuster en permanence le terme constant, la règle de Taylor a tendance à fournir une stabilisation inefficace de la production et de l'inflation lors des variations du taux d'intérêt naturel, car elle ne parvient pas à combler l'écart de production à court terme (cf. Woodford (2001)). L'inefficacité de la règle de Taylor lorsqu'elle est soumise à certains chocs a également été remarquée par des responsables de la Fed, qui, d'après les procès-verbaux du CFOM de novembre 1995, ont avancé que si la règle de Taylor pouvait bien convenir aux chocs d'offre, il y aurait toutefois lieu de pondérer davantage l'écart de production pour les chocs de demande.

Le présent article montre que l'ajustement empirique de la politique optimale s'améliore si l'on permet aux responsables de la politique monétaire de respecter des règles simples. Pour évaluer l'importance de la règle de Taylor aux yeux de la Fed et analyser si la période après 2003 a représenté une rupture, l'on introduit une fonction de préférence en matière de politique monétaire qui inclut une pondération de la règle de Taylor. L'on suppose donc qu'au-delà de la fonction de perte (arbitraire) communément utilisée, les

responsables de la politique monétaire n'apprécient pas les écarts du taux d'intérêt par rapport à la règle de Taylor. Cette fonction de perte modifiée peut être interprétée soit comme une politique optimale contrôlée par la règle de Taylor, soit comme des écarts optimaux par rapport à la règle de Taylor. Cette approche semble correspondre à la réalité des prises de décisions des responsables politiques en matière de taux d'intérêt. Ainsi, la vice-présidente Janet Yellen (2012) formule comme suit le rôle de la règle de Taylor dans les appréciations en matière de politique monétaire: « L'une des approches que je trouve utile pour déterminer de manière appropriée la politique à adopter est basée sur des techniques de contrôle optimale. [...]. Une autre approche qui m'est utile [...] consiste à examiner les politiques à adopter en fonction de règles simples. Les études semblent montrer que ces règles donnent de bons résultats dans toute une série de modèles différents, et qu'elles ont tendance à être plus résistantes que la politique de contrôle optimal, quel que soit le modèle macroéconomique. » Comme les responsables politiques recourent à la fois à la politique optimale (explicite ou implicite) et aux règles simples, cette fonction de perte modifiée offre une approche unifiée pour l'analyse des décisions de politique monétaire.

Les estimations sont réalisées dans le cadre d'un modèle d'EGDS de taille moyenne, à savoir le modèle de Smets et Wouters (2007), en utilisant des techniques d'estimation bayésiennes. L'on en conclut que le modèle pourvu de la fonction de perte intégrant la règle de Taylor présente un meilleur ajustement empirique que le modèle pourvu de la fonction de perte standard. Ce résultat confirme donc les preuves indirectes présentées par Kahn (2012) à propos de l'influence de la règle de Taylor sur les décisions du CFOM. Par ailleurs, le présent article montre que la pondération sur la règle de Taylor n'a pas diminué au cours de la période après 2003, contrairement à ce qu'affirme Taylor (2012). La décomposition des différents chocs secouant l'économie américaine fait apparaître qu'au cours de la période 2001-2006, celle-ci a surtout été frappée par d'importants chocs de demande négatifs. Comme mentionné précédemment, c'est le type de perturbations qui devraient inciter les responsables de la politique monétaire à s'écarter de la règle de Taylor. En effet, la réaction optimale à ces chocs dictait un taux d'intérêt encore plus réduit que le niveau réel du *Federal Fund's Rate*. C'est ainsi qu'au cours de la période 2001-2006, la Fed a mené une politique plus restrictive que ne le l'aurait fait présager l'historique de ses décisions.