

PERSBERICHT

Invloed van de Taylor-regel op het Amerikaanse monetaire beleid

door Pelin Ilbas, Øistein Røisland en Tommy Sveen

NBB Working Paper No 241 - Research Series

De Taylor-regel heeft de afgelopen 20 jaar ongetwijfeld een invloed gehad op het debat over het monetair beleid. Maar heeft de regel ook het monetair beleid als dusdanig beïnvloed? Volgens het onderzoek van Kahn (2012) zou het antwoord op die vraag bevestigend zijn. De verslagen van de vergaderingen van het Federal Open Market Committee (FOMC) bevatten verscheidene verwijzingen naar de Taylor-regel. Er zijn ook verwijzingen naar de Taylor-regel te vinden in de verslagen van de beleidsvergaderingen van andere centrale banken.

Het is echter niet omdat de beleidsvergaderingen een verwijzing naar de Taylor-regel bevatten, dat deze laatste daarom ook daadwerkelijk een significante invloed heeft gehad op de beslissingen. Eén manier om het belang van de Taylor-regel te analyseren, bestaat er eenvoudigweg in de correlatie te onderzoeken tussen de (oorspronkelijke) Taylor-regel en de effectieve Federal Fund's Rate. Aan de hand van deze benadering argumenteert Taylor (2012) dat de Fed de Taylor-regel van vrij nabij volgde tot circa 2003. Taylor stelt dat de Fed nadien, rond 2003, van de Taylor-regel afzag, en naar een meer discretionair monetair beleid overstapte. Een aantal waarnemers beschouwt de grote afwijking van de Taylor-regel in de periode 2003 - 2006 als een beleidsfout die aanleiding gaf tot het ontstaan van financiële onevenwichtigheden en de daaropvolgende crisis.

In plaats van de oorspronkelijke Taylor-regel simpelweg te vergelijken met de effectieve rente, bestaat een andere gangbare benadering erin algemenere specificaties van de Taylor-regel te ramen, bv. door de vertraagde rente en prospectieve termen in aanmerking te nemen. Clarida, Gali en Gertler (2000) hebben aangetoond dat het beleid van de Fed tijdens de Volcker-Greenspan-periode goed kan worden weergegeven door een prospectieve Taylor-regel. Bovendien reageerde Bernanke (2010) op de kritiek van Taylor op de grote afwijkingen van de Taylor-regel vóór de financiële crisis door aan te tonen dat een prospectieve Taylor-regel een rente dichterbij de buurt van de effectieve rente zou hebben geïmpliceerd. Het feit dat het monetair beleid kan worden weergegeven door een (geraamde of gekalibreerde) renteregulering, betekent echter niet noodzakelijk dat de centrale bank een op een regel gebaseerd beleid volgt. Bovendien kan een zuiver discretionair beleid worden gekenmerkt door een "renteregulering".

Een eenvoudige beleidsregel mechanisch volgen, is zowel onrealistisch als ongewenst. Dit feit wordt ook erkend door de voorstanders van een op een regel gebaseerd beleid. Daarom bevelen ze aan van de regel af te wijken wanneer men over informatie beschikt die afwijkingen rechtvaardigt. Als men ervan uitgaat dat een regel een richtsnoer moet zijn, rijst de vraag wanneer er goede redenen zijn om van de regel af te wijken. Dit hangt uiteraard af van de specifieke schokken die de economie treffen. Tenzij de interceptterm in de Taylor-regel voortdurend wordt aangepast, vertoont de Taylor-regel de neiging om een inefficiënte stabilisatie van output en inflatie op te leveren wanneer er zich veranderingen voordoen in de natuurlijke rentevoet, omdat de Taylor-regel er dan niet in zal slagen de outputgap op korte termijn te dichten, zie Woodford (2001). De inefficiëntie van de Taylor-regel onder bepaalde schokken werd ook opgemerkt door de medewerkers van de Fed, die - volgens de FOMC-verslagen van november 1995 - stelden dat de Taylor-regel wellicht geschikt was voor aanbodschokken, maar dat een groter gewicht op de outputgap beter geschikt zou zijn voor vraagshokken.

In deze paper tonen we aan dat de empirische prestatie van een optimaal beleid toeneemt als men de beleidsmakers de kans geeft aandacht te schenken aan eenvoudige regels. Om het belang in te schatten dat de Fed hecht aan de Taylor-regel, en om te onderzoeken of de periode na 2003 een afwijking inluidde ten aanzien van die regel, introduceren we een beleidsvoorkeurfunctie die een gewicht op de Taylor-regel omvat. We nemen derhalve aan dat de beleidsmaker, behalve de algemeen gebruikte (ad-hoc)-

verliesfunctie, een afkeer heeft van afwijkingen van de rente ten opzichte van de Taylor-regel. Onze gewijzigde verliesfunctie kan worden geïnterpreteerd als hetzij een optimaal beleid met een cross-check aan de Taylor-regel, hetzij als optimale afwijkingen van een Taylor-regel. Deze benadering lijkt in overeenstemming te zijn met de manier waarop de beleidsmakers hun rentebeslissingen in de praktijk vormen. Zo formuleert bijvoorbeeld Vice Chair Janet Yellen (2012) de rol van de Taylor-regel in de beoordelingen van het monetair beleid als volgt: "Eén benadering die ik nuttig vind bij het beoordelen van een geschikt beleidspad, is gebaseerd op optimale controletechnieken. [...]. Een alternatieve benadering die ik nuttig vind [...] bestaat erin voorschriften te raadplegen die zijn ontleend aan eenvoudige beleidsregels. Uit onderzoek blijkt dat deze regels een goed resultaat opleveren in verschillende modellen en de neiging vertonen om robuuster te zijn dan het optimale controlebeleid afgeleid van één enkel macro-economisch model." Gelet op het feit dat de beleidsmakers gebruik maken van zowel een (expliciet of impliciet) optimaal beleid als eenvoudige regels, biedt onze gewijzigde verliesfunctie een eenvormige benadering om de monetairbeleidsbeslissingen te onderzoeken.

We voeren de ramingen uit in het kader van een middelgrootschalig DSGE-model - het Smets en Wouters (2007)-model - dat gebruik maakt van Bayesiaanse ramingstechnieken. We komen tot de bevinding dat het model met de verliesfunctie met geïntegreerde Taylor-regel een betere empirische prestatie vertoont dan het model met de standaard verliesfunctie. Ons resultaat bevestigt derhalve het indirecte bewijs van Kahn (2012) omtrent de invloed van de Taylor-regel op de beleidsbeslissingen van het FOMC. Bovendien stellen we vast dat het gewicht op de Taylor-regel niet is afgenomen in de periode na 2003, in tegenstelling tot wat Taylor (2012) stelt. Wanneer we een uitsplitsing maken van de diverse schokken die de Amerikaanse economie hebben getroffen, stellen we vast dat in de periode 2001 - 2006 grote negatieve vraagschokken overheersten. Zoals reeds opgemerkt, is dit het type van verstoringen dat de beleidsmaker ertoe zou moeten aanzetten om van de Taylor-regel af te wijken. De optimale beleidsreactie op deze schokken impliceerde immers een rente die zelfs lager was dan de effectieve Fed Funds Rate. We komen aldus tot de bevinding dat de Fed in de periode 2001 - 2006 een strakker beleid voerde dan zou resulteren uit haar historische reactiepatroon.