

LA FONCTION DE RÉACTION DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE EXAMINÉE À LA LOUPE

Il est important de bien comprendre la fonction de réaction d'une banque centrale. Elle influence les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt, le niveau des rendements obligataires, l'appétit pour le risque des investisseurs et la confiance économique en général. Aux États-Unis, différents types d'informations contribuent à améliorer notre compréhension de la fonction de réaction de la Réserve fédérale. Tout d'abord, les règles de politique monétaire, qui jouent un rôle important dans les travaux des équipes de la Fed en vue des réunions du FOMC. Ensuite, la relation entre l'inflation, la croissance, le chômage et le taux des fonds fédéraux dans le Résumé des Projections économiques des membres du FOMC. Enfin, les éléments de langage dans les discours et conférences de presse des membres de l'institution qui continuent de jouer un rôle central étant donné que la réactivité du FOMC aux données économiques (inflation, chômage, écart de production) fluctue dans le temps.

Il est important de bien comprendre la fonction de réaction d'une banque centrale. Cette fonction influence les attentes en termes d'inflation et de taux d'intérêt officiels et, par extension, le niveau des rendements obligataires, l'appétit pour le risque des investisseurs et la confiance dans l'économie en général¹. S'agissant de la Réserve fédérale, cet aspect revêt une importance particulière compte tenu des retombées internationales de ses décisions de politique monétaire. Heureusement, les spécialistes de la politique monétaire, les « Fed watchers », disposent d'une masse considérable d'informations pour mieux anticiper les prochaines décisions de la Banque centrale américaine. Les observateurs s'accordent à dire, qu'en dernière analyse, la décision de relever, d'abaisser ou de maintenir inchangés les taux des fonds fédéraux dépendra des données, comme l'ont souvent déclaré Jerome Powell et ses collègues. Toutefois, ces données ne doivent pas être analysées de manière isolée. Leur principal intérêt réside dans les informations qu'elles nous fournissent sur les perspectives d'inflation et, compte tenu du double mandat de la Fed, le taux de chômage. Pour les spécialistes des banques centrales, cette analyse constitue une base pour l'élaboration des anticipations de taux directeurs. Une approche formalisée de ce processus consiste à utiliser les règles de conduite de la politique monétaire, qui utilisent un petit nombre de facteurs macroéconomiques pour décrire la fonction de réaction des décideurs en ce domaine.

Aux États-Unis, ces règles de conduite constituent une tradition ancienne qui remonte aux travaux de John B. Taylor, avec sa règle éponyme, formulée au début des années 1990². Ces règles jouent également un rôle important dans les éléments pris en compte dans la préparation des réunions du comité directeur de la Réserve fédérale³. Les principales variables prises en considération sont le taux d'intérêt neutre, l'inflation cible, l'écart entre inflation observée et inflation cible (inflation gap), l'écart entre croissance réalisée et croissance potentielle (output gap), l'écart entre taux de chômage courant et taux de chômage sans accélération de l'inflation (NAIRU) (unemployment gap), mais aussi les pondérations supposées des variables respectives

et le coefficient d'inertie, qui reflète le caractère graduel de la mise en œuvre de la politique monétaire⁴. Bien que le nombre limité de variables donne la priorité aux éléments qui ont une réelle influence, le taux directeur recommandé varie beaucoup en fonction des spécifications du modèle. À titre d'illustration, à l'issue de la réunion du FOMC de décembre 2018, la fourchette cible pour les taux des fonds fédéraux a été relevée à 2,25-2,50 %, alors que les différentes règles de conduite de la politique monétaire préconisaient un taux entre 2,03 % et 4,66%⁵. Dans ces conditions, il est peut-être plus pertinent de s'intéresser au changement recommandé plutôt qu'au niveau absolu. Un document publié récemment par Athanasios Orphanides⁶ présente une règle selon laquelle la variation trimestrielle du taux des fonds fédéraux est égale à 0,5 fois l'écart entre la croissance nominale attendue du PIB et le taux de croissance naturel. Cette règle, qui vise à reproduire l'évolution observée des taux des fonds fédéraux, peut s'avérer utile pour les Fed watchers pour réaliser des analyses de scénarios sur la base de différentes prévisions économiques (graphique 1)⁷.

Le résumé des projections économiques (SEP) des membres du FOMC permet également d'éclairer leur fonction de réaction. Le graphique 2 présente les projections de croissance nominale du PIB⁸ et le haut de la fourchette cible des taux des fonds fédéraux. Le graphique 3 présente les projections d'inflation des dépenses de consommation. En 2022, la révision à la hausse significative des projections d'inflation avait motivé une révision à la hausse des projections de croissance nominale pour 2022, lesquelles semblent donc avoir été l'un des principaux moteurs du resserrement monétaire décidé pendant la même année. Jusqu'en juin 2023, en dépit de l'absence d'une tendance claire dans les projections de croissance nominale pour 2023 et 2024, celles-ci sont demeurées élevées, justifiant une politique monétaire restrictive, d'autant plus qu'au second semestre 2023, ces mêmes projections ont été relevées du fait de la révision à la hausse des prévisions de croissance réelle. Bien sûr, il faut se garder de généraliser en se fondant sur l'analyse visuelle d'un seul cycle de resserrement monétaire.

1 Pour une analyse de la fonction de réaction de la BCE, se référer à notre publication *La fonction de réaction de la BCE examinée à la loupe*, EcoWeek, BNP Paribas, 19 juin 2024.

2 Pour une présentation générale de ces travaux, se référer à : John B. Taylor, *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1999.

3 Se référer au document officiellement intitulé Tealbook, « Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy » (rapport au comité FOMC sur les conditions économiques et la politique monétaire) réalisé par les services du Conseil de la Réserve fédérale. Le Tealbook est « distribué au FOMC avant chacune de ses réunions régulières. Il contient une analyse en profondeur de la situation économique et des conditions financières actuelles, et des projections, et propose des éléments de contexte sur les politiques monétaires alternatives ». Ce document est rendu public à l'issue d'un délai de 5 ans. Le dernier Tealbook disponible remonté à décembre 2018. Source : Réserve fédérale.

4 Les variables exactes et les pondérations diffèrent en fonction de la formulation de la règle de conduite de la politique monétaire.

5 Source : *Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy* (rapport au comité FOMC sur les conditions économiques et la politique monétaire), Book A. préparé pour le FOMC par les services du Conseil de la Réserve fédérale, 7 décembre 2018. Comme nous l'expliquons dans la note 5, cette réunion est la dernière pour laquelle les données ont été rendues publiques.

6 Athanasios Orphanides, *Enhancing resilience with natural growth targeting*, document de discussion du CEPR DP18862, février 2024.

7 Athanasios Orphanides définit le taux de croissance naturel comme la somme du taux cible d'inflation de la Fed (2,0 %) et du taux de croissance potentiel du PIB réel. Pour cette dernière variable, il a recours à une estimation de la réponse médiane pour la croissance moyenne annuelle du PIB réel à 10 ans figurant dans l'Enquête des prévisionnistes professionnels de la Réserve fédérale de Philadelphie. S'agissant de la croissance nominale du PIB, il utilise la réponse médiane pour la croissance du revenu nominal sur quatre trimestres produite par la même enquête.

8 Le SEP ne fournit pas d'informations sur la croissance du PIB nominal. Cette donnée peut être obtenue indirectement en calculant la somme des projections de croissance du PIB réel et de l'inflation PCE liée aux dépenses de consommation (graphique 2).



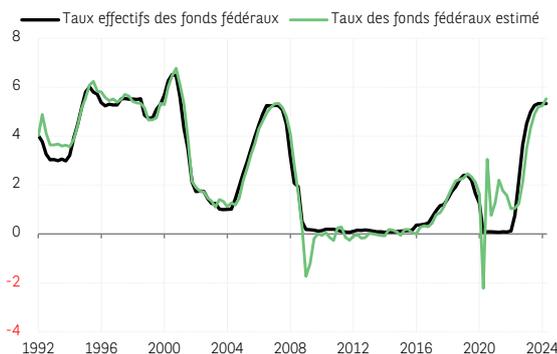
Cependant, une approche statistique rigoureuse a été réalisée dans un document publié récemment par la Réserve fédérale, dans lequel les auteurs analysent la fonction de réaction médiane des participants du FOMC : comment la projection médiane de taux des fonds fédéraux répond-elle aux variations des projections médianes d'inflation et de chômage ? Les résultats de cette analyse montrent que la sensibilité à l'inflation et à l'output gap fluctue dans le temps et que la réaction à l'inflation a fortement augmenté depuis la pandémie. Ces résultats sont sans surprise compte tenu de l'évolution récente de l'inflation. Pour conclure, la règle de conduite de la politique monétaire proposée par Athanasios Orphanides, l'analyse du dernier cycle de resserrement et une estimation économétrique des facteurs qui influencent les projections de taux d'intérêt des membres du FOMC (le « dot plot ») montrent l'influence majeure sur les décisions de politique monétaire de l'inflation (par rapport au niveau cible), la croissance nominale du PIB et l'écart entre cette croissance et les prévisions à long terme de la Fed.

Toutefois, la réaction du FOMC fluctue dans le temps (les cycles de resserrement ou d'assouplissement ont chacun des caractéristiques singulières), si bien que les « Fed watchers » doivent compléter l'analyse des variables mentionnées ci-dessus par une exégèse des discours des membres du FOMC et des conférences de presse du Président de la Fed, Jerome Powell. À cet égard, il convient de rappeler que de simples approches analytiques peuvent également s'avérer utiles. De fait, le graphique 4 met en évidence une corrélation étroite entre croissance nominale du PIB observée et taux des fonds fédéraux entre le début des années 1980 et la crise financière mondiale. Compte tenu de la résilience de la croissance de l'économie américaine et de la lente désinflation qui caractérisent le cycle actuel, cette corrélation pourrait avoir de bonnes chances de se rétablir.

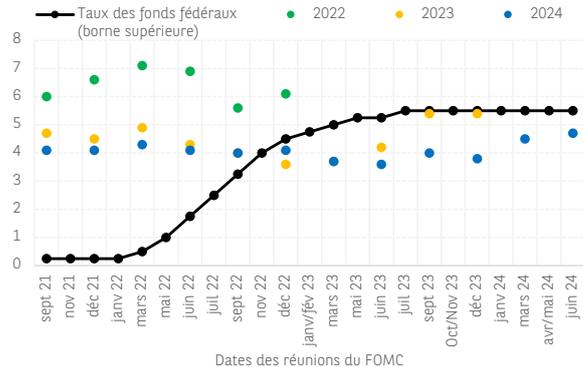
William De Vijlder

9 Ces travaux couvraient la période comprise entre juin 2012 et mars 2023. Source : Gonzalez-Astudillo, Manuel, et Rakeen Tanvir, *Hawkish or Dovish Fed? Estimating a Time-Varying Reaction Function of the Federal Open Market Committee's Median Participant*, Finance and Economics Discussion Series 2023-070, Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale, 2023.

ESTIMATION DU TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX SELON LA RÈGLE D'ORPHANIDES



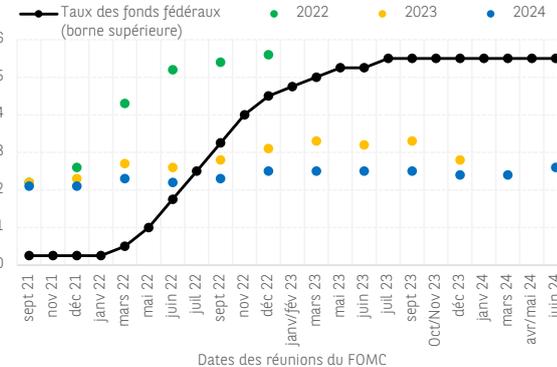
TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ET SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA CROISSANCE DU PIB NOMINAL



GRAPHIQUE 1 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

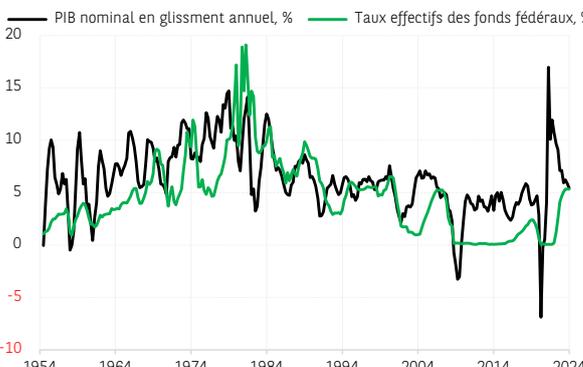
GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ET SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR L'INFLATION PCE



GRAPHIQUE 3 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

CROISSANCE DU PIB NOMINAL ET TAUX EFFECTIF DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 4 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS