

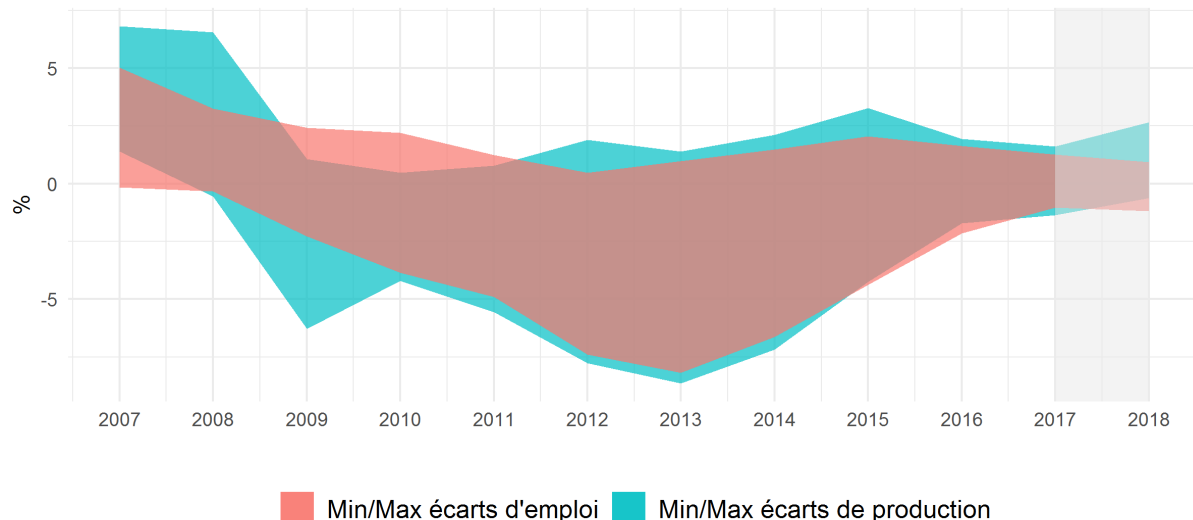
Cycles économiques et règles de Taylor en zone euro

Par Benoît Nguyen

Les règles de Taylor offrent des recommandations indicatives de taux d'intérêt directeurs, fondées sur l'écart entre variables macroéconomiques et leur cible ou leur niveau potentiel. Elles peuvent être calculées pour chacun des pays de la zone euro. En forte divergence au pic de la crise des dettes souveraines, elles convergent nettement depuis 2014, reflétant la resynchronisation des cycles économiques en zone euro.

Graphique 1. Resserrement des écarts de production et d'emploi en zone euro

(Les bandes sont tracées entre valeurs minimales et maximales au sein de la zone euro, hors Grèce)



Sources: Eurostat, Ameco
En grisé: prévisions 2017-2018 Commission Européenne

Les règles de Taylor servent de référence usuelle pour évaluer l'orientation de la politique monétaire. Ces règles ne sont ni normatives ni nécessairement optimales. Elles décrivent schématiquement une approximation de ce que pourrait être la fonction de réaction d'une banque centrale – la manière dont celle-ci fixerait ses taux en fonction des conditions économiques. Elles permettent d'établir à partir de formules simples une recommandation de taux directeur, basée sur l'écart entre certaines variables macroéconomiques et leur niveau potentiel ou leur cible. Des formulations diverses existent, mais la plupart retiennent d'une part l'écart entre l'inflation réalisée et la cible de la banque centrale, et de l'autre l'écart de production (l'écart entre la croissance et la croissance potentielle) ou l'écart d'emploi (l'écart entre le taux de chômage n'accélérateur par pas l'inflation – le « NAIRU » - et le taux de chômage).

Une convergence des cycles économiques dans la zone euro depuis 2014

Les taux de Taylor sont calculés ici pour chaque pays de la zone euro, comme si chacun menait une politique monétaire calée sur ses seules conditions économiques nationales. La dispersion de ces taux entre pays membres, et donc des politiques monétaires recommandées par les règles de Taylor, reflète le degré de synchronisation des cycles économiques et évalue le degré d'hétérogénéité monétaire de la zone euro.

Nous reprenons ainsi l'approche de [Nechio \(voir Blog de la Fed de San Francisco, 2011\)](#) et [Darvas et Merler \(Bruegel, 2013\)](#) qui mettaient en avant la forte désynchronisation économique et l'écartement des taux de Taylor entre pays de la zone euro pendant la crise des dettes souveraines (2010-2013). Depuis 2014, les cycles économiques intra-zone euro sont cependant en nette resynchronisation, à la fois en termes de croissance, de chômage et d'inflation.

Le graphique 1 montre ce resserrement des écarts de production et des écarts d'emploi. Dans une récente note de conjoncture, l'INSEE estime que cette convergence s'accélère depuis le début de l'année 2017 ([INSEE, 2017](#)).

La présence de disparités régionales au sein des zones monétaires est habituelle. On en observe, par exemple, au sein des États-Unis ou entre régions françaises. Leur existence n'est pas à elle seule un symptôme alarmant d'un dysfonctionnement d'une zone monétaire et ne signifie pas l'absence de retombées par ailleurs positives de l'union monétaire. Les hétérogénéités économiques peuvent être compensées par la mobilité du capital et du travail, ou des transferts budgétaires. Ces instruments ne sont pas pleinement en place dans la zone euro, mais le plan d'investissement européen, les projets d'union bancaire et d'union des marchés de capitaux vont dans ce sens.

Une mesure d'hétérogénéité cyclique via les règles de Taylor

Nous calculons les taux de Taylor de chaque pays membre de la zone euro (à composition variable : 11 pays en 1999, 19 en 2017) à partir des données de la [Commission Européenne](#) y compris en prévisions pour 2017 et 2018. Le même exercice, réalisé avec le nombre plus restreint de pays suivis par l'OCDE, donne des résultats très similaires.

$$\text{Taux de Taylor} = \text{Taux neutre} + 1,5 \times (\text{inflation} - \text{cible d'inflation}) + \text{coefficient } x \times (\text{écart de production ou écart d'emploi})$$

L'inflation est mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) et sa cible est fixée à 2%, en cohérence avec la définition, proche mais en dessous de 2%, de la Banque Centrale Européenne.

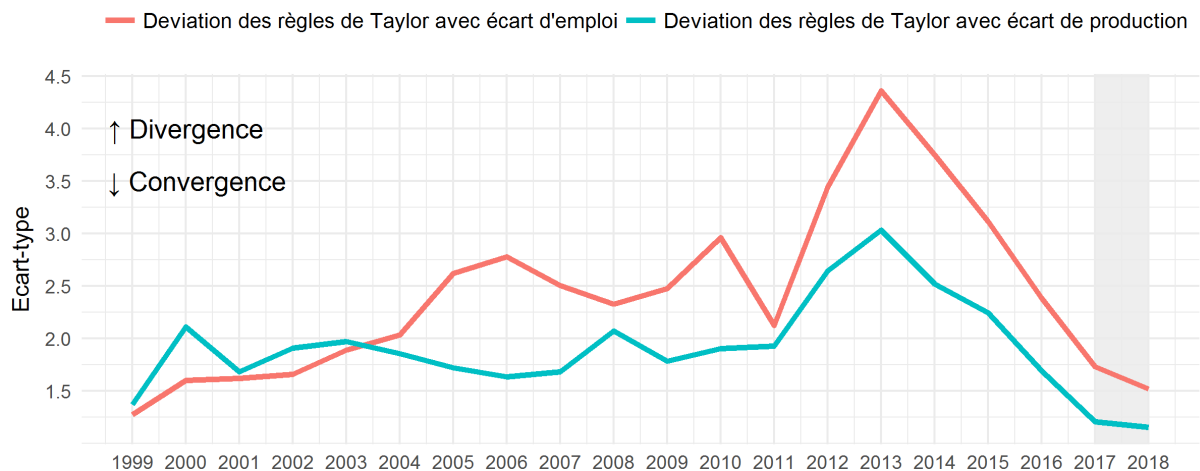
Le taux neutre, ou taux naturel – i.e. le taux d'équilibre réel qui prévaudrait en l'absence de friction (voir [Penalver \(2017\)](#) pour une définition et une illustration de l'incertitude entourant cette mesure) – est supposé homogène selon les pays. Cette hypothèse est certes forte mais elle semble raisonnable au regard des résultats de [Fries et al \(2016\)](#). Ceux-ci illustrent une forte proximité des taux réels neutres dans les quatre plus grands pays de la zone euro depuis 1999. Leur niveau avoisinerait -1% en 2017.

Nous utilisons ensuite deux formulations alternatives en termes d'écart de production ou d'emploi, et des paramètres identiques à Nechio (2011) et Darvas-Merler (2013)), en appliquant une pondération de 1.5 sur l'écart nominal d'inflation et de 0.5 sur l'écart de production ou de 1 sur l'écart d'emploi.

Le graphique 2 décrit les déviations des taux de Taylor selon ces deux formulations depuis 1999. Les écarts-types, calculés entre pays membres de la zone euro à chaque date s'interprètent comme des mesures de dispersion des politiques monétaires recommandées pour chaque pays de la zone euro.

Graphique 2. Convergence monétaire au sein de la zone euro

(Ecart-type des taux de Taylor nationaux)

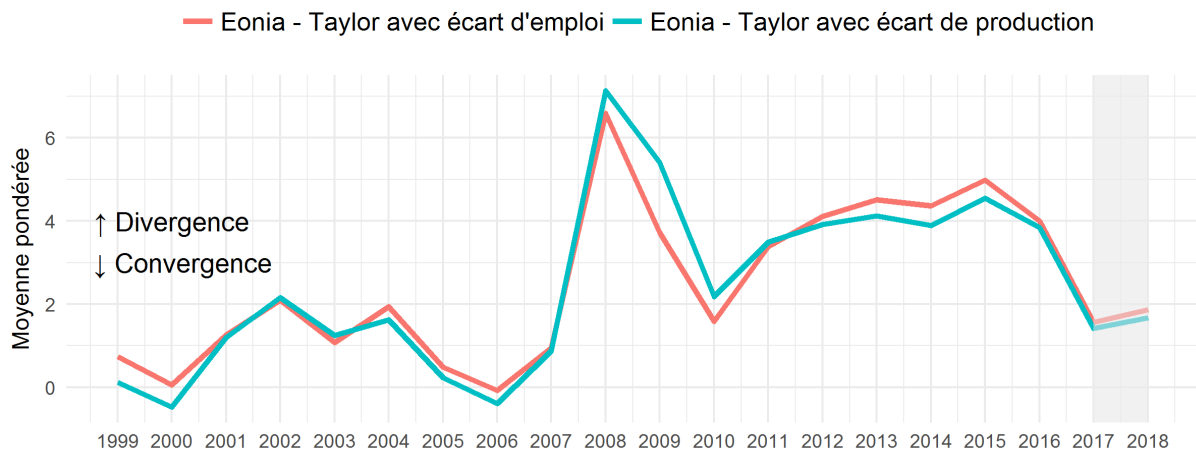


Les écarts-types sont calculés entre pays membres de la zone euro à chaque date (données annuelles)
 Zone grisée: données incluant les prévisions de la Commission européenne
 Sources: Eurostat, Ameco, Banque de France

Cette première mesure donne le même poids à chaque pays de la zone euro. Ceci fait sens si l'on considère qu'un pays, même petit mais divergeant de la moyenne de la zone, pose problème. Si l'on pense que cela pourrait donner trop de poids à ces petits pays, on peut calculer l'écart entre ces règles de Taylor et le taux d'intérêt interbancaire de court terme, l'Eonia (qui représente ici l'orientation de la politique monétaire) pour chaque pays puis la moyenne pondérée par le PIB de chaque pays pour obtenir un indicateur pour l'ensemble de la zone (voir graphique 3).

Graphique 3. Réduction des divergences par rapport à l'Eonia

(Moyenne pondérée par le PIB des écarts entre taux de Taylor nationaux et l'Eonia)



Note: 1999-2016 le taux court est pris comme proxy de l'orientation de la politique monétaire
 2017 et 2018: taux Eonia tel que donné par la courbe OIS en fin d'année au 21 février 2017.
 Zone grisée: données incluant les prévisions de la Commission européenne
 Zone euro, composition variable - Sources: Eurostat, Ameco, Banque de France

Les deux indicateurs témoignent de la relative convergence cyclique des économies de la zone euro entre 1999 et 2006, interrompue de 2007 à 2015 (depuis juste avant la Grande Récession jusqu'après la crise des dettes publiques européennes), mais restaurée depuis lors.

Forte résorption des divergences de taux de Taylor

Les divergences dans les recommandations des règles de Taylor décroissent depuis 2013 dans le graphique 2 et 2015 dans le graphique 3. Elles retrouveraient en 2017-2018 leurs niveaux d'avant crise, voire un plus bas historique pour l'écart de production non pondéré. En 2017, les taux de Taylor intra-zone euro calculés ainsi s'échelonnaient entre -2,7 et +0.5%, contre une fourchette de -10 à +1,4% en 2013 (hors Grèce).

Selon ces règles, les taux de Taylor pour la plupart des pays de la zone euro en 2017 seraient négatifs et inférieurs à l'Eonia. Cela va dans le sens du recours à des mesures non-conventionnelles, qui permettent, lorsque le taux directeur est déjà proche de zéro, d'apporter un stimulus supplémentaire. C'est le cas des achats de titres publics et privés, mais également de la politique de guidage des taux d'intérêt (*forward guidance*) et de refinancement à long terme (TLTROs) menés par l'Eurosystème depuis 2014.

La politique de taux d'intérêt étant par définition unique dans la zone euro, les mesures non-conventionnelles ont aussi favorisé le réalignement des conditions macroéconomiques entre pays. Par exemple, l'annonce de l'OMT (Opération de Marché sur Titres ou *Outright monetary transaction*) a permis d'annuler les primes de redénomination entre pays de la zone euro. Le refinancement à long terme associé à politique de collatéral unique a quant à lui contribué à réduire la fragmentation des marchés du crédit.

[Kojien et al. \(2016\)](#) montrent également que les achats de titres de l'Eurosystème (parfois appelé QE pour *Quantitative Easing*) ont permis de compresser les primes de marché des pays « périphériques » davantage que ceux des taux des pays « coeur », réduisant ainsi les

écarts de taux intra-européens à plus long terme : ce programme d'achat tel qu'annoncé en janvier 2015 aurait ainsi permis de baisser en moyenne les taux de marché, par anticipation, de -13 pbs (points de base) jusqu'à -60 pbs dans les pays périphériques.