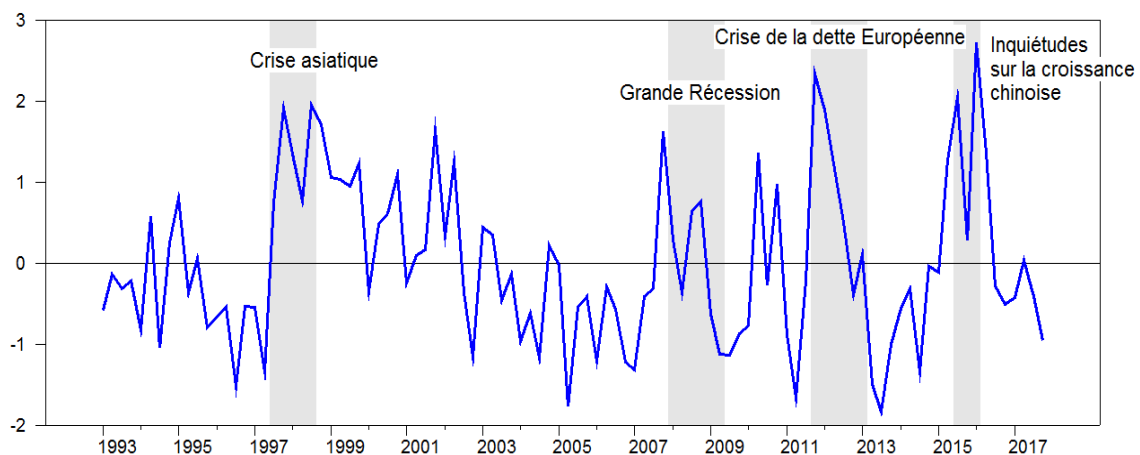


Environnement international et politique monétaire américaine : une analyse textuelle

Par [Laurent Ferrara](#) et Charles-Emmanuel Teuf

Quel rôle joue l'environnement international dans les décisions de politique monétaire aux États-Unis ? Pour l'évaluer, nous construisons un indicateur international extrait des « minutes » des comités monétaires de la Fed. Cet indicateur a un effet significatif et négatif sur le taux d'intérêt de la Fed dans une règle de Taylor. Des discussions plus centrées sur l'environnement international seraient ainsi associées à davantage d'assouplissement de la politique monétaire.

Graphique : Indicateur d'environnement international et événements majeurs de l'économie internationale



Note : Les zones grisées correspondent aux principaux événements économiques internationaux. Indicateur construit à partir d'une analyse textuelle des minutes du FOMC (1993-2017), calculs des auteurs

Le degré de prise en compte de l'environnement international dans les décisions de politique monétaire des pays industrialisés dépend du taux d'ouverture commerciale du pays et de son exposition au système financier international. Dans le cas des États-Unis, archétype de grande économie plutôt fermée, la [stratégie de politique monétaire du Federal Open Market Committee \(FOMC\)](#) répond à des objectifs purement domestiques, principalement de plein emploi et de stabilité des prix. Néanmoins, à certaines occasions, le FOMC semble porter une

Bloc-note Éco – billet n° 86

attention particulière à ce qui se passe en dehors des frontières américaines, en particulier si ces événements sont susceptibles d'avoir des répercussions sur le dollar, les échanges commerciaux ou sur le système financier international. Ce fut le cas à l'été 2015, en raison d'inquiétudes relatives au rééquilibrage du modèle de croissance chinois et à d'éventuelles manipulations du renminbi. Des observateurs qui attendaient une première hausse des taux d'intérêt dès le mois de septembre 2015, après plusieurs années à la borne zéro, ont ainsi été surpris par les discours de membres du FOMC faisant référence aux développements de l'économie chinoise et à leurs effets sur les autres économies (cf. [Stanley Fischer, Jackson Hole le 29 août 2015](#)). Dans ce contexte, le report de la hausse des taux américains de septembre à décembre 2015 a pu être perçu comme un révélateur des inquiétudes de la Réserve Fédérale (Fed) sur l'environnement international.

Ces analyses sont subjectives et parfois anecdotiques. Nous cherchons à quantifier ici le rôle joué par l'environnement international dans les décisions de politique monétaire. Pour ce faire, nous construisons un indicateur qui comptabilise le nombre de mots faisant référence à l'environnement international dans les comptes-rendus (« minutes ») publiés après chaque réunion du FOMC.

Un indicateur du rôle de l'environnement international issu des minutes de la Fed

Pour construire l'indicateur présenté ci-dessus (cf. Graphique), nous employons la méthode dite « du dictionnaire » sur 200 minutes de la Fed publiées entre 1993 et 2017. Chaque point de la série correspond à la somme des occurrences de mots relatifs à l'environnement international dans chaque document, rapportée au nombre total de mots de ce document. Les mots retenus sont : « China », « foreign », « emerging », « European », « depreciation », « global », « euro », « exchange », « international », « export » et « dollar ». Un travail, dit de « racinisation », a été mené pour compter les mots dérivés de la sélection contenue dans ce dictionnaire (par exemple le mot « Chinese » sera également comptabilisé). Le choix des mots est crucial dans cet exercice, mais nos résultats sont robustes à différentes sélections de mots.

Sur la période choisie, huit minutes sont publiées par année, soit deux publications par trimestre. Le graphique décrit l'indicateur d'environnement international trimestriel de moyenne 0 et d'écart-type 1. Les mentions relatives à l'international dans les minutes de la Fed correspondent bien aux grands événements des deux dernières décennies. En particulier, on observe une hausse de l'indicateur au moment de la crise asiatique, de la Grande Récession 2008-09 qui a impacté l'économie mondiale, de la crise de la dette européenne sur la période 2011-13 et des inquiétudes sur l'économie chinoise évoquées précédemment. On note ainsi une asymétrie dans l'indicateur au sens où les discussions sur l'environnement international ne semblent avoir lieu que lorsque les nouvelles sont mauvaises en termes d'activité économique ou sur les marchés.

Des hausses de l'indicateur corrélées à une politique monétaire plus accommodante

Nous cherchons maintenant à tester si notre indicateur d'environnement international joue un rôle dans la politique monétaire menée par la banque centrale sur la période 1993-2017. Nous faisons ici l'hypothèse que le taux d'intérêt reste l'outil principal de gestion de la politique monétaire, même si aujourd'hui les décideurs ont à leur disposition une palette plus large d'outils (guidage des anticipations, achat de titres, etc.).

Un modèle standard pour représenter la gestion des taux d'intérêt au sein des banques centrales est la règle de Taylor (1993). Celle-ci permet de déterminer le taux d'intérêt directeur en fonction de (i) l'écart entre la production domestique actuelle et son potentiel (*output gap*) et (ii) de la distance de l'inflation actuelle à sa cible. Plusieurs versions de cette règle ont été développées ces dernières décennies. Notamment, certaines règles incluent un paramètre de lissage permettant de tenir compte de la persistance observée dans la série des taux d'intérêt américains.

Nous considérons ici une règle de Taylor standard similaire à celle proposée par la [Fed d'Atlanta sur son site internet](#). Nous retenons la calibration des paramètres de la Fed d'Atlanta, relativement usuelle dans la littérature. Ainsi, le poids de l'*output gap* est égal à 1, celui de l'écart d'inflation est de 1,5 et le paramètre de lissage des taux d'intérêt est égal à 0,85. Dans l'esprit des règles de Taylor augmentées qui intègrent d'autres variables explicatives, comme par exemple les prix des actifs ou la stabilité financière ([Cecchetti et al, 2000](#)), nous introduisons une variable explicative complémentaire : notre indicateur d'environnement international. Selon les résultats d'estimation, le poids de l'international est significativement différent de zéro et sa valeur estimée est négative (-0,4). Ainsi, lorsque notre indicateur est égal à 1, le FOMC aurait tendance à baisser en moyenne son taux de 40 points de base, toutes choses égales par ailleurs, ce qui a un effet économique non négligeable. La significativité de l'indicateur international est confirmée lorsque tous les paramètres sont estimés ou lorsqu'on tient compte de l'évolution du taux d'intérêt neutre calculé par [Laubach et Williams \(2003\)](#).

Au final, lorsque les discussions au sein du FOMC évoquent plus fréquemment l'environnement international, la politique monétaire a tendance à devenir plus accommodante. Cela est cohérent avec le fait que la Fed réagit à des événements extérieurs inattendus qui ne sont pas encore captés dans les données de PIB et d'inflation domestiques, et qui peuvent avoir dans le futur un effet défavorable sur l'économie américaine.