

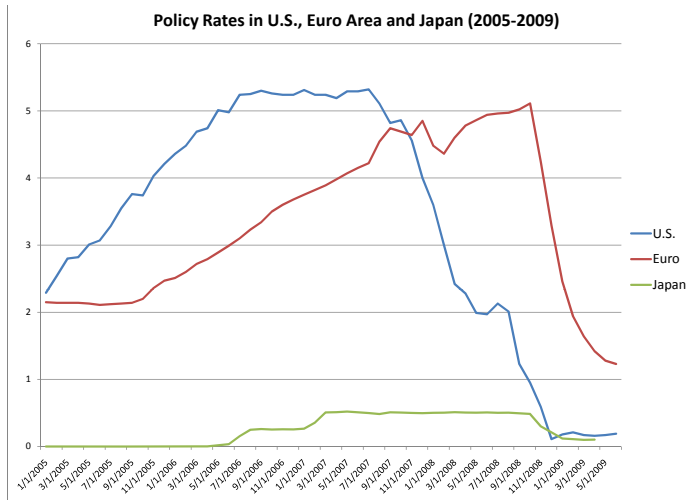
Trappe à Liquidité Globale: Théorie et Implications

Olivier Jeanne

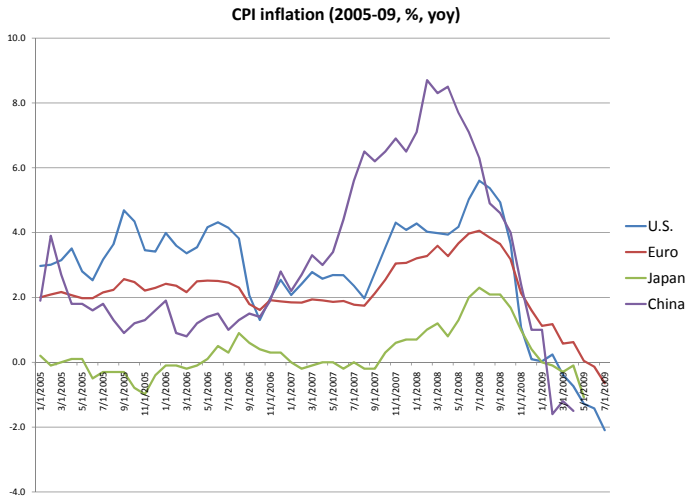
Johns Hopkins University
Peterson Institute for International Economics, NBER and CEPR

Congrès de l'AFSE, 10 septembre 2009

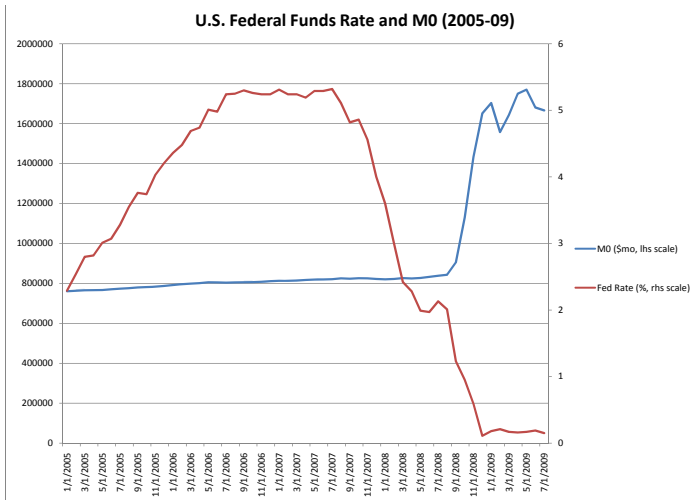
Données



Données



Données



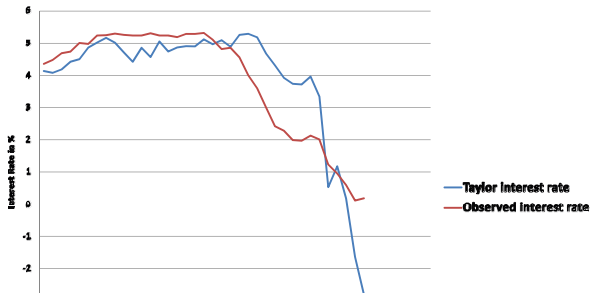
Sujet

- Situation pas complètement inédite (Japon dans les années 90) mais nouvelle par le nombre de pays concernés.
- Entrons-nous dans une trappe à liquidité *mondiale*?
- Comment l'éviter? Comment en sortir? Y a-t-il matière à coordination internationale?

Sujet

- Relances budgétaires souvent justifiées par le fait que la marge monétaire a été épuisée (taux d'intérêt à zéro)
- Mais la politique monétaire est contrainte: règle de Taylor suggère des taux négatifs
- La contrainte peut être relâchée si l'on augmente l'inflation anticipée.

U.S. Observed Policy Rate & Taylor-Rule Interest Rate



Structure

- 1) Introduction
- 2) Trappe à liquidité: analyse Neo-Wicksellienne en économie fermée
 - Résumé de la littérature sur trappe à liquidité inspirée par le Japon.
- 3) Trappe à liquidité globale
 - Jeanne (2009)
- 4) Implications
 - La grande dépression
 - La crise actuelle

Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

- L'essentiel a été dit par Krugman (1998).
 - Raffinements et précisions apportés par Eggertsson et Woodford (2003), Auerbach and Obstfeld (2005), etc.
- Le cadre: modèles d'équilibre général dynamique et stochastique avec rigidités nominales.
- Point de référence pour la politique monétaire: le taux d'intérêt réel Wicksellien "naturel" (niveau de plein emploi).

Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

- Taux d'intérêt naturel vient de l'équation d'Euler

$$u'(c_t) = \beta(1 + r)u'(c_{t+1})$$

ou c_t est le niveau de consommation de plein emploi.

- Avec fonction d'utilité CRRA

$$1 + r = \frac{(1 + g)^{1/\gamma}}{\beta},$$

γ élasticité de substitution intertemporelle de la consommation et g taux de croissance anticipé (plein emploi).

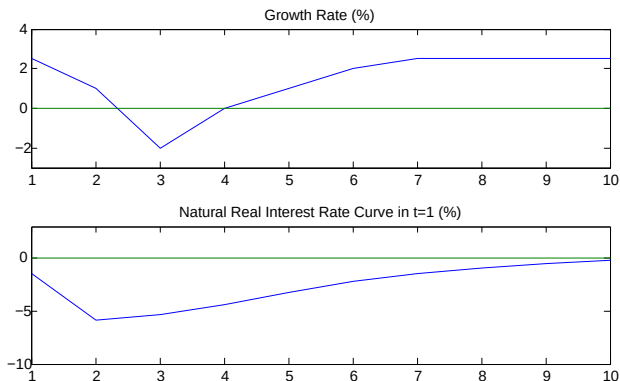
- Calibration typique $\gamma = 0.5$, $\implies$ 1 % de moins de croissance potentielle implique 2 % de moins dans le taux d'intérêt réel naturel.
- Facile d'obtenir des taux d'intérêt naturels négatifs: si croissance chute de 2 % à -1% le taux d'intérêt naturel chute de 4 % à -4 %.

Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

Krugman (1998) "if people have low expectations about their future incomes, then even with a zero interest rate they may want to save more than the economy can absorb."

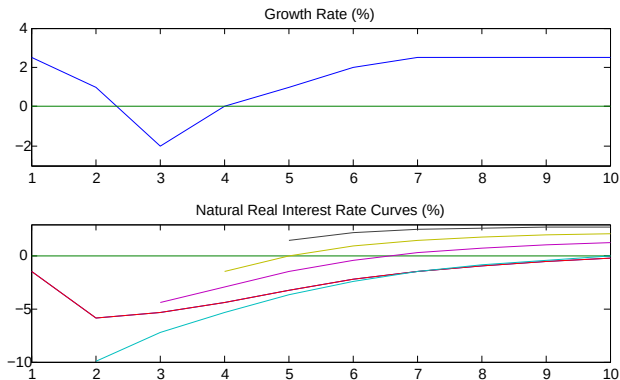
Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

Illustration. Consommation=production (exogène).



Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

Illustration. Consommation=production (exogène).



Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

- Dans l'analyse Neo-Wicksellienne, l'économie tombe dans une trappe à liquidité si

$$r^n + \pi^e < 0.$$

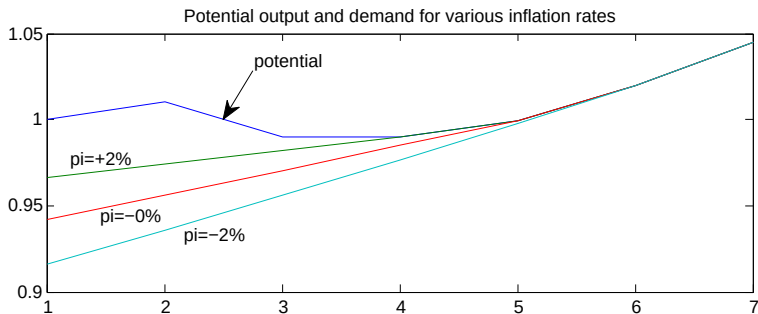
- Dans ce cas le taux d'intérêt réel ne peut être à son niveau naturel parce que le taux d'intérêt nominal doit être positif

$$i = r + \pi^e \geq 0 \implies r > r^n.$$

- Il y a sous-emploi même si le taux d'intérêt nominal est zero.
- Une injection monétaire n'a pas d'effet, sauf si elle augmente l'inflation anticipée.
 - Pas évident parce que l'injection peut être époncée dès que l'inflation commence à poindre.

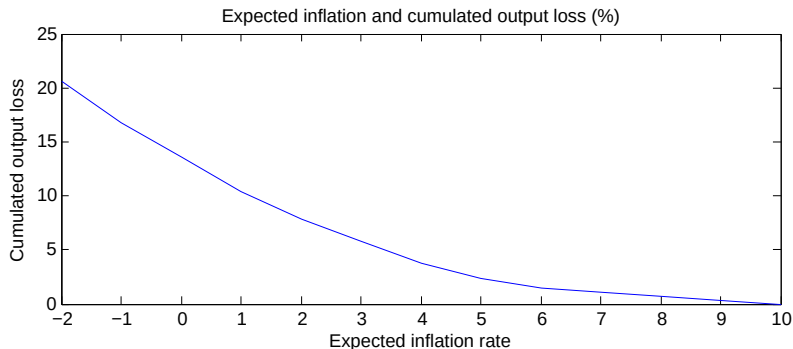
Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

Production potentielle et demande (pour différents niveaux d'inflation).



Trappe à liquidité: analyse neo-Wicksellienne

- Il est important d'éviter des anticipations de déflation, mais il peut être utile d'augmenter l'inflation anticipée au delà de 2 %.



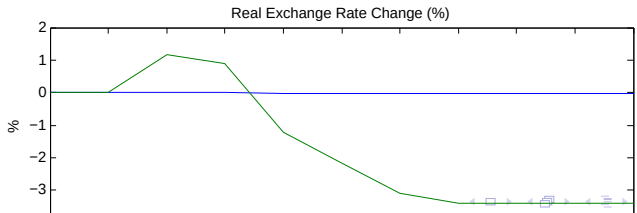
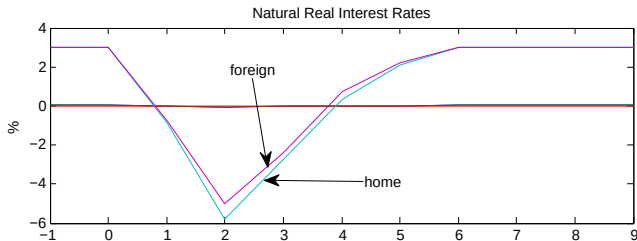
Trappe à liquidité globale

Passons à l'économie ouverte...

- Extension du modèle neo-Wicksellien à l'économie ouverte: Svensson (2001), Coenen et Wieland (2002), Jeanne and Svensson (2007).
- Je présente un résumé de Jeanne (2009).
 - modèle d'équilibre général dynamique à deux pays et deux biens.
 - économie de dotations (pas d'investissement).
 - importante différence avec l'économie fermée: taux de change réel, dépréciations compétitives, etc.

Trappe à liquidité globale

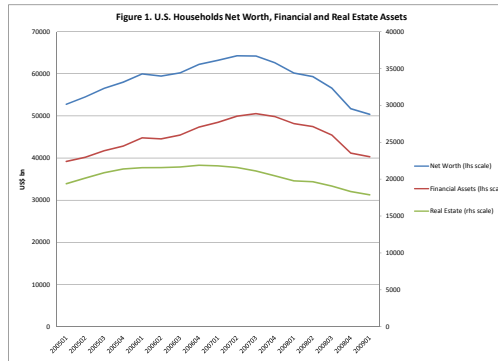
La croissance anticipée chute, dans le pays domestique plus qu'à l'étranger.



Casse-tête de la demande globale

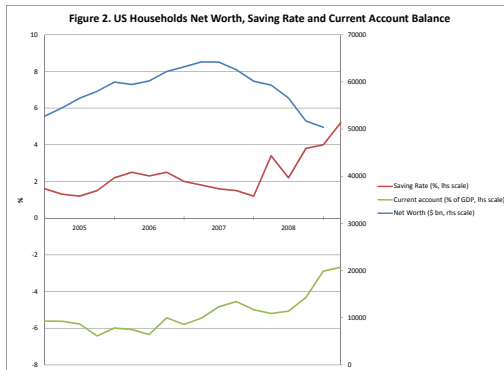
Le modèle aide à résoudre le "casse-tête de la demande globale"

La crise commence avec une perte de richesse massive aux U.S. (entre 2007-Q1 et 2009-Q2: -12.8 trillions \$, 164% du revenu disponible des ménages).



Casse-tête de la demande globale

- Conséquences macro: demande US ↘, épargne ↗
- Conséquences a priori *désirables* et *durables* (global financial imbalances).



Casse-tête de la demande globale

- Conséquences a priori désirables et durables, mais sous-emploi. D'où viendra la demande globale?
- Pas des US. Le reste du monde doit acheter plus de biens US.
- Mais pourquoi les autres pays le feraient-ils?
 - Leur propre demande baisse
 - Ils résisteront à une dépréciation du dollar US (Chine).
- Une impasse?
- Réponse apportée par le modèle: La demande globale est soutenue partout par la baisse du taux d'intérêt réel (éventuellement à des niveaux négatifs).

Trappe à liquidité globale

- Interactions internationales: une présentation diagrammatique simple.
- Dans le court-terme Keynesien, les demandes sont données (en déviations linéaires) par

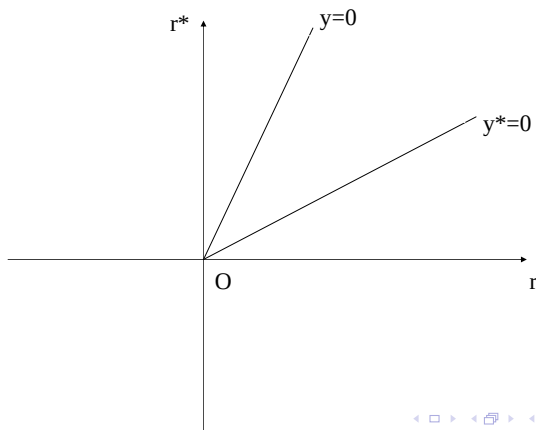
$$\begin{cases} y = -ar + br^* + \varepsilon \\ y^* = -ar^* + br + \varepsilon^*, \end{cases}$$

(ε and ε^* chocs de demande).

- Deux mécanismes: substitution intertemporelle et substitution intratemporelle entre biens.
- La politique monétaire a un effet plus puissant chez soi que chez l'autre ($a > b$).

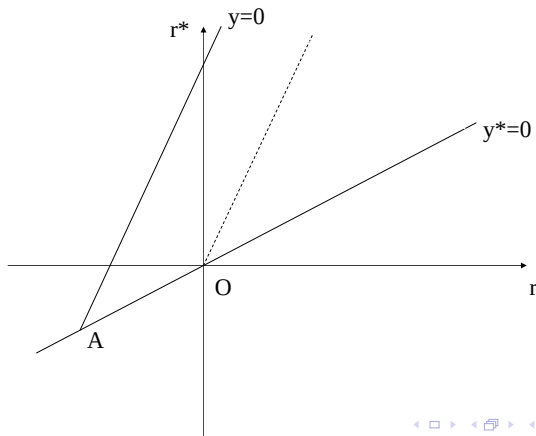
Trappe à liquidité globale

- Cône de sous-emploi



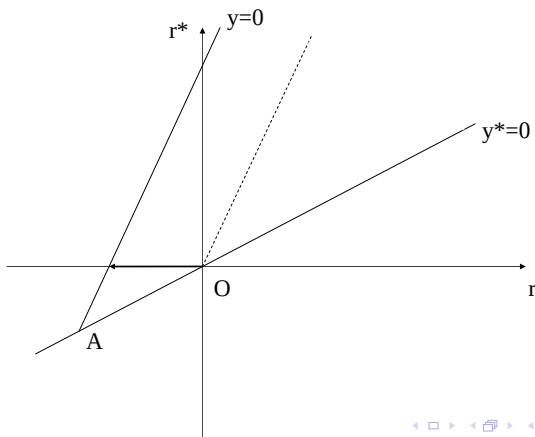
Trappe à liquidité globale

- Chute de demande dans le pays domestique



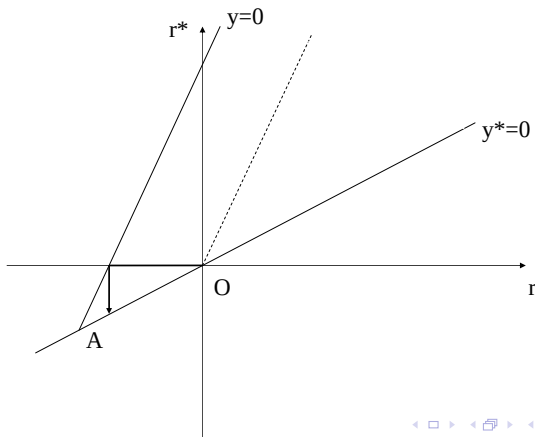
Trappe à liquidité globale

- Chute de demande dans le pays domestique



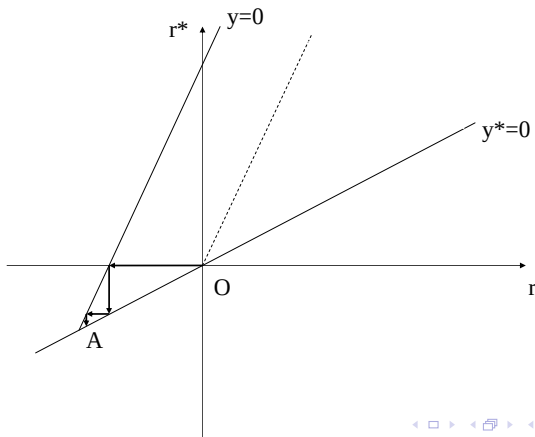
Trappe à liquidité globale

- Chute de demande dans le pays domestique



Trappe à liquidité globale

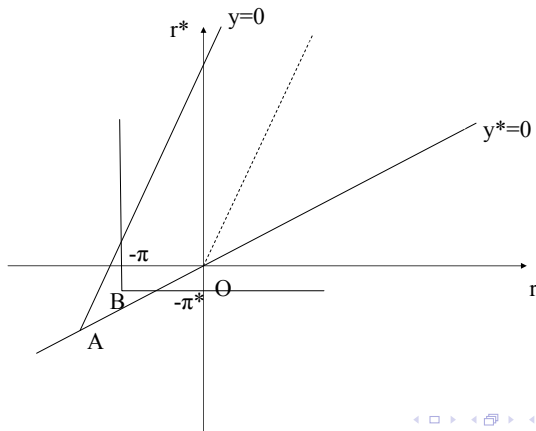
- Chute de demande dans le pays domestique



Trappe à liquidité globale

Les taux d'intérêt nominaux doivent être positifs

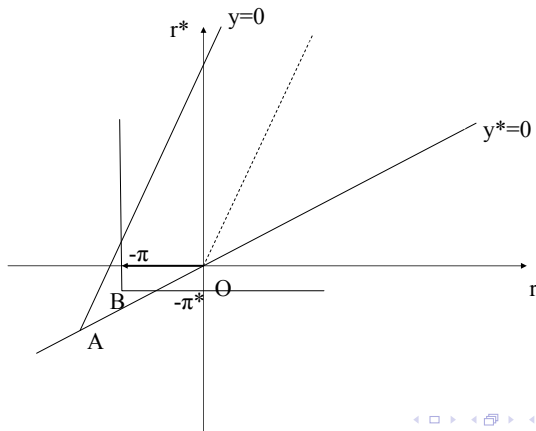
$$r \geq -\pi, r^* \geq -\pi^*.$$



Trappe à liquidité globale

Les taux d'intérêt nominaux doivent être positifs

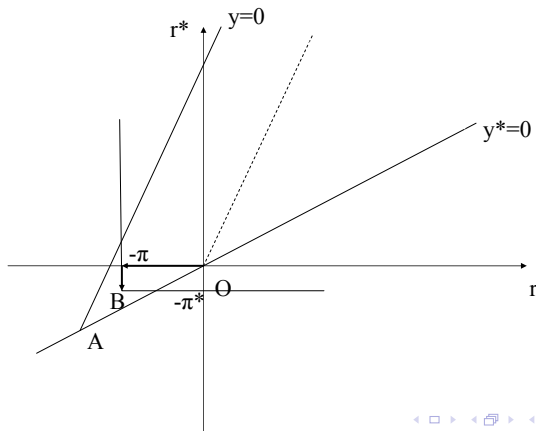
$$r \geq -\pi, r^* \geq -\pi^*.$$



Trappe à liquidité globale

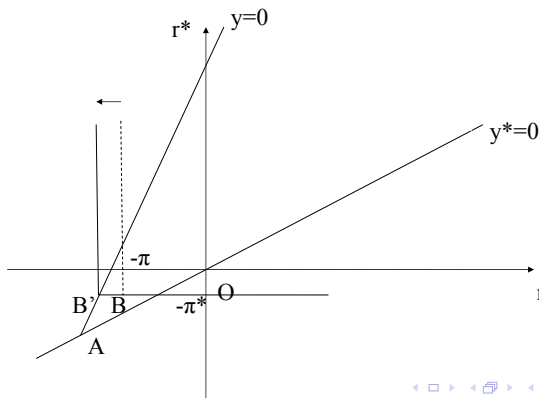
Les taux d'intérêt nominaux doivent être positifs

$$r \geq -\pi, r^* \geq -\pi^*.$$



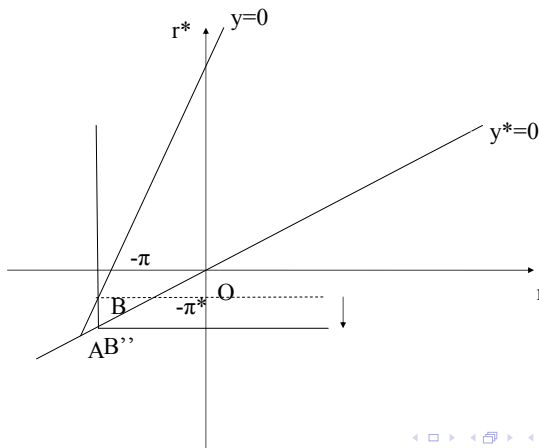
Trappe à liquidité globale

- On sort de la trappe à liquidité en augmentant l'inflation anticipée.
- Mais conduite dans un seul pays, cette politique a un effet "beggar-thy-neighbor".



Trappe à liquidité globale

En revanche, conduit dans les deux pays, le stimulus monétaire augmente l'emploi dans les deux pays.



Trappe à liquidité globale

- Le stimulus monétaire a un effet "beggar-thy-neighbor", mais cela ne conduit pas à un dilemme du prisonnier qui nécessiterait coopération internationale.
- Différence importante avec protection tarifaire (qui conduit à un dilemme du prisonnier).
- Si l'un des deux pays ne peut (veut) pas de stimulus monétaire, stimulus + tarif est un second-best qui domine l'inaction.

Implications

- Grande Dépression
- La crise en cours

La Grande Dépression

- Déflation et trappe à liquidité.
- Certains pays ont maintenu la parité or (France, Allemagne), d'autres non (UK, US).
- On a tendance à mettre les dévaluations compétitives et le protectionnisme tarifaire "dans le même sac" (beggar-thy-neighbor policies).
 - Objet de Bretton-Woods: empêcher l'un comme l'autre
- Le modèle suggère que le stimulus monétaire n'aurait pas été problématique s'il avait été généralisé. Le protectionnisme résultait du choix de ne pas faire de stimulus monétaire.
- Cohérent avec Eichengreen (Golden Fetters, 199); Eichengreen et Irwin (2009).

Statu quo

La crise actuelle: le statu quo.

- Plus de flexibilité que sous le standard or, mais des limites à la discrétion (banques centrales indépendantes, inflation targeting, etc.)
- L'objectif proclamé des banques centrales: éviter la déflation
- Relativement peu de coordination internationale des politiques monétaires

Implications du modèle

- Il est effectivement très important d'éviter la déflation
 - on aimerait plus de clarté et de cohérence sur la méthode
 - le "quantitative easing" ne marche pas mécaniquement (mais indirectement, à travers les anticipations)
- La théorie suggère d'aller au delà de simplement éviter la déflation: augmenter l'inflation anticipée à 5% pour cinq ans?
 - effet d'annonce qui minimiserait le risque de déflation
- Mais cela pose des difficultés
 - est-ce faisable de manière crédible sans compromettre l'objectif d'inflation de long terme?
 - contraintes institutionnelles (inflation targeting)
 - si c'était fait dans certains pays (régions) et pas d'autres, risque de protectionnisme

Conclusions

- Pour toutes ces raisons, il est difficile d'imaginer une déviation significative du statu quo (comme un accord international sur des cibles d'inflation plus élevées), pour l'instant.
- Mais le sujet "comment éviter la déflation" mériterait des débats plus ouverts avec les banques centrales (consultations multilatérales sous l'égide du FMI?).
 - Cela devrait rassurer plutôt qu'inquiéter le public.