

**Inefficacité de la politique monétaire** [...] Malgré la faiblesse des taux d'intérêt et l'action vigoureuse de la politique monétaire, tant conventionnelle que non conventionnelle, les agents privilégient toujours la liquidité et les actifs sans risque. Les États qui n'apparaissent pas en difficulté et qui conservent la confiance des marchés ne rencontrent aucun problème pour se financer, même à des taux très bas.

L'épargne finance les déficits publics plutôt que l'activité privée alors que le financement de l'activité privée permettrait de résorber au moins la partie conjoncturelle des déficits, appelant alors des impulsions négatives moindres que celles qui se mettent en place.

Cette situation de blocage du crédit privé en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt témoigne d'une inefficacité de la politique monétaire. C'est une situation où le taux d'intérêt réel qui serait nécessaire pour retourner au plein emploi est négatif, ce qui exige des anticipations d'inflation positives à moyen terme. Or tel n'est pas le cas actuellement quand l'inflation sous-jacente dans les économies développées a été divisée par deux depuis le début de la crise et reste toujours marquée par le ralentissement des salaires et la hausse du chômage.

Les anticipations de ralentissement, voire de baisse des prix, poussent les agents à différer leurs décisions, gros achats et investissement dans l'immobilier pour les ménages, investissement pour les entreprises. Ces comportements de gel de dépenses se traduisent par la thésaurisation de l'épargne sous forme liquide ou peu risquée des agents dégageant une capacité de financement et par un désendettement des agents structurellement débiteurs, comme les entreprises.

La faiblesse des financements ne vient pas tant de l'offre de crédit, qui paraît s'être normalisée, que de la demande, même si cette dernière a un peu repris, probablement sous l'effet de facteurs propres à certains pays.

**Politiques budgétaires restrictives** Les politiques économiques mises en place au cœur de la récession ont, à la différence des années 1930, été très volontaristes et ont permis de mettre un terme à la dangereuse spirale récessive déclenchée par la crise financière. En plus des leviers monétaires, la politique budgétaire a été mobilisée, avec les plans de soutien massifs au secteur financier, avec le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance budgétaire mis en place à la fin de 2008 et au début de 2009. Même les pays émergents ont participé à l'effort de relance, quand ils en avaient les moyens. Aux mécanismes traditionnels de dégradation des finances publiques s'est ajouté, dans certains pays où la bulle immobilière a été la plus virulente, le coût du sauvetage financier des établissements bancaires. Les créances immobilières non recouvrables inscrites dans le bilan des banques ont été épongées en dernier recours par les États, ce qui a accru d'autant la dette publique.

Ces engagements publics ont eu pour contrepartie immédiate un creusement marqué des déficits des États avec pour corollaire, la montée de l'endettement. Entre 2007 et 2010, le déficit budgétaire de la zone euro s'est creusé de 5,3 points de PIB, pour atteindre 5,9 % en 2010, et la dette publique brute a bondi de 18 points sur la même période, pour s'élever à 84 % du PIB. La situation des déficits publics est pire encore au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon, avec des déficits respectifs de 10,3, 10,6 et 7,8 % du PIB.

L'année 2010 marque l'amorce d'un retrait des politiques budgétaires dans la plupart des pays. Il se généralisera et s'approfondira en 2011 et en 2012, avec la volonté affichée par les gouvernements de ramener les déficits dans des normes acceptables, en particulier dans les pays européens. [...]

La crise de la dette dans les pays les plus fragiles de la zone euro, Grèce, Irlande et maintenant Portugal, a aussi relevé le niveau d'alerte sur les dangers d'une dérive des finances publiques. Outre que ces pays sont contraints désormais de présenter des plans d'assainissement drastiques, ceux mis en place dans les autres pays ont été dictés par les craintes, réelles ou supposées par les marchés, d'une insoutenabilité à terme de la dette. En l'absence d'autres formes de financement, rassurer les investisseurs et les agences de notation devient une nécessité pour garantir des conditions de financement des déficits qui n'aggravent pas le déséquilibre initial des budgets. [...]

Ceci témoigne, s'il en était besoin, de la sensibilité de la composante conjoncturelle des déficits à l'évolution de l'écart de production. Le potentiel de rattrapage étant important, mener des politiques trop restrictives, comme ce sera le cas en 2011 et en 2012, au moment où il s'amorce, c'est s'exposer à de fortes désillusions quant à l'efficacité de la mise en œuvre d'impulsions négatives. Le freinage de l'activité qu'elles induisent vient minorer ex post leur gain espéré en termes de réduction des déficits. Cet effet est en outre renforcé par la simultanéité des plans de restriction qui, en affaiblissant l'activité chez les partenaires menant la même politique, déprime la demande adressée de chacun et in fine leurs exportations. En économie ouverte, pour la même raison qu'il est impératif de mener des politiques de relance coordonnées, il est dommageable de mener des politiques restrictives simultanément. [...]