NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

14 octobre 2010 – N°. 540

L'importance croissante du risque politique et social

Les perspectives économiques et financières dépendent, dans le contexte actuel, de plus en plus de la volonté politique de maintenir ou non des politiques économiques mises en place, et de la réaction des populations à ces politiques ou à des évolutions économiques importantes.

Donnons trois exemples :

- ***les politiques de consolidation budgétaire dans les pays périphériques de la zone euro seront-elles maintenues, ou bien un changement de gouvernement ou encore la réaction de l'opinion pourraient-ils les interrompre (comme en Hongrie) ? Ceci conditionne l'attitude des investisseurs vis-à-vis des dettes publiques de ces pays ;***
- ***les pays du « cœur » de la zone euro vont-ils continuer à soutenir les pays de la périphérie (programme d'aide à la Grèce, création du Fonds Européen de Stabilité Financière) éventuellement achat de dettes publiques par la BCE) ou bien, sous la pression des opinions publiques (en particulier en Allemagne) vont-ils interrompre ce soutien, ce qui déclencherait une crise des finances publiques et peut être une crise de l'euro ?***
- ***dans beaucoup de pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Japon, Espagne, Italie, pas encore France…) on observe une forte remontée des résultats des entreprises liée à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés. Cette déformation peut-elle être durable dans tous les pays (comme elle semble l'être aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon) ou bien va-t-elle être interrompue dans certains pays par le rejet politique et social d'une situation où les profits augmentent rapidement tandis que les salaires stagnent ? Ceci détermine l'attitude des investisseurs vis-à-vis des titres des entreprises (actions, obligations), ainsi que le modèle de croissance des pays.***

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Premier exemple : consolidation budgétaire dans les pays périphériques de la zone euro

Nous regardons comment le risque politique et social conditionne les perspectives économiques et financières. Notre premier exemple concerne les politiques budgétaires dans les pays de la zone euro. **Les pays périphériques de la zone euro ont mis en place des politiques très dures de consolidation budgétaire (Encadré 1, tableau 1)** pour ramener leurs déficits publics en-dessous de 3 % du PIB en quelques années.

Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Espagne	1,9	- 4,1	- 11,2	- 9,3	- 6	- 4,4	- 3
Portugal	- 2,6	- 2,8	- 9,4	- 7,3	- 4,5	- 3,6	- 2,5
Grèce	- 5,1	- 7,7	- 13,6	- 8,7	- 5,3	- 2,8	- 2
Irlande	0,1	- 7,3	- 14,3	- 11,6	- 10	- 7,2	- 4,9

Sources : Eurostat, NATIXIS

Encadré 1
Mesures de consolidation budgétaire annoncées

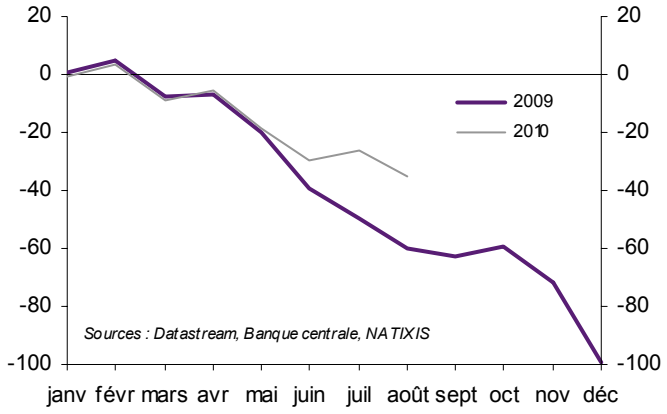
	Mesures Précises annoncées
Espagne	Dépenses : Baisse des salaires des fonctionnaires, remplacement d'un fonctionnaire sur dix, non revalorisation des retraites, baisse des dépenses d'investissements et des dépenses de fonctionnement courant de l'Etat. Recettes : hausse de la TVA, suppression d'exonérations d'impôts sur le revenu.
Portugal	Hausses d'impôts sur le revenus, hausse de la TVA, création de péages autoroutiers et réduction des dépenses (investissement en infrastructures, réformes des allocations chômage, renforcement des contrôles des aides sociale) avec un objectif de déficit à 7,3% en 2010 et 4,6% en 2011)
Grèce	Réforme du système fiscale (1,1% PIB), Recettes exceptionnelles (0,5% PIB), lutte contre la fraude (0,5% PIB), Baisse des dépenses (2,1% PIB) = ajustement de 4,2% PIB. Mesures supplémentaires : Baisse du salaire des fonctionnaires et des retraites. Baisse des dépenses d'investissement. Hausse de 4 points de la TVA.
Irlande	Depuis juillet 2008 12 milliards € (soit environ 8 points de PIB) d'ajustements: Baisse des dépenses : • Réduction en deux temps du salaire des fonctionnaires ; • Modification du système de retraire des fonctionnaires (âge minimum de départ à la retraite à 66 ans contre 65 ans et âge maximum fixé à 70 ans. Modification du mode de calcul du « salaire final » au « salaire moyen ») ; • Baisse des prestations sociales : • Baisse des dépenses de programmes ; • Baisse des dépenses d'investissement ; Hausse des recettes : • Augmentation du taux marginal de l'impôt sur le revenu ; • Introduction d'un nouveau prélèvement sur les salaires des fonctionnaires : Public Sector Pension Levy ; • Introduction d'une nouvelle taxe sur les salaires en octobre 2008 : Income levy (contribution sociale). Doublement du taux de cette contribution sociale en avril 2009. ; • Augmentation des autres prélèvements sociaux (plafond du Pay Related Social Insurance relevé de 25 000€, doublement des taux de prélèvement du Health Levy) ; • Fiscalité immobilière alourdie : l'exonération des intérêts hypothécaires liés aux investissements locatifs a été abaissée à 75% et l'exonération des intérêts hypothécaires liée à la résidence principale a été ramenée aux sept premières années du prêt. ; • Introduction d'une taxe carbone : 15 euros par tonne de CO2. Elle s'applique depuis le 9 décembre aux carburants automobiles (essence et diesel) puis à partir du 1er mai 2010 aux autres carburants fossiles.

Sources : Datatstream, Eurostat, NATIXIS

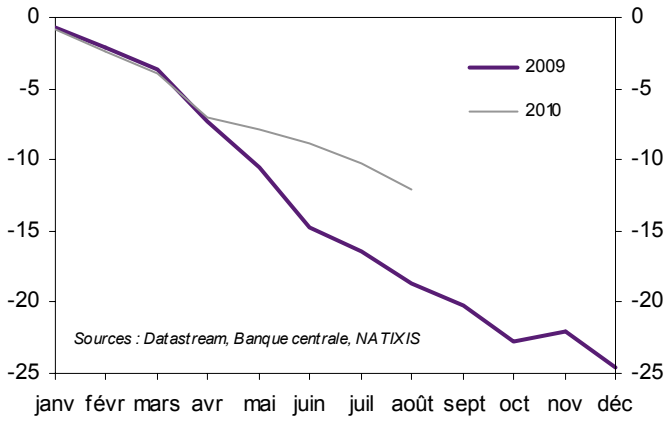
Ces politiques produisent déjà en 2010 des résultats impressionnants en Espagne, en Grèce, en Irlande **(graphiques 1 a – b – c – d)** mais ont provoqué **un violent recul de la croissance et une forte hausse du chômage (graphiques 2 a – b),** avec les baisses de dépenses, les hausses d'impôts.

Contrairement à ce qu'on pouvait espérer**, il n'y a pas eu de comportement de neutralité ricardienne, puisque le taux d'épargne des ménages a augmenté** et non diminué **(graphique 2 c).**

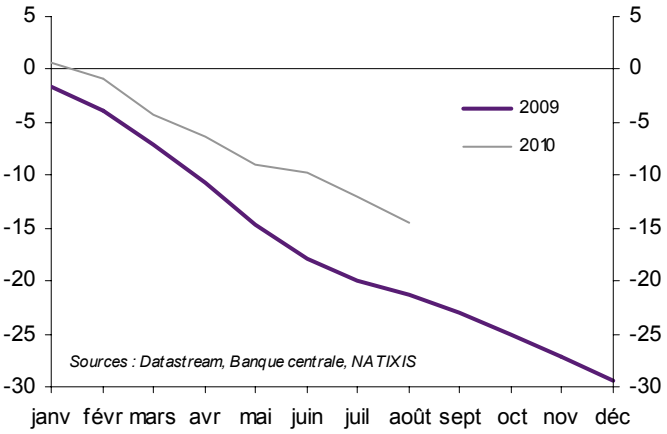
Graphique 1 a
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



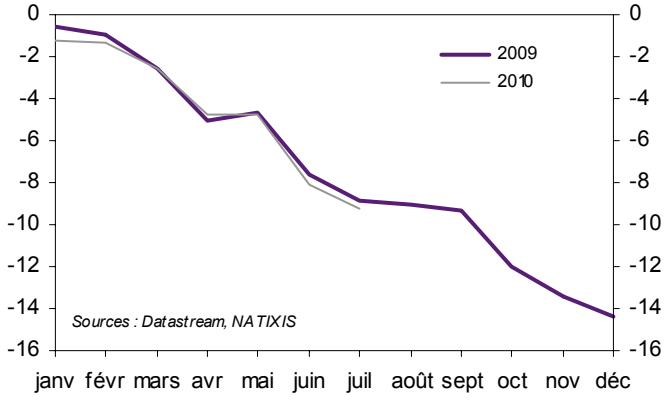
Graphique 1 b
Irlande : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



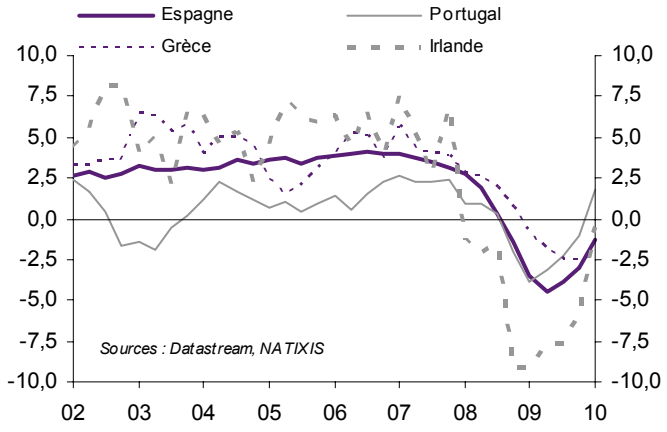
Graphique 1 c
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



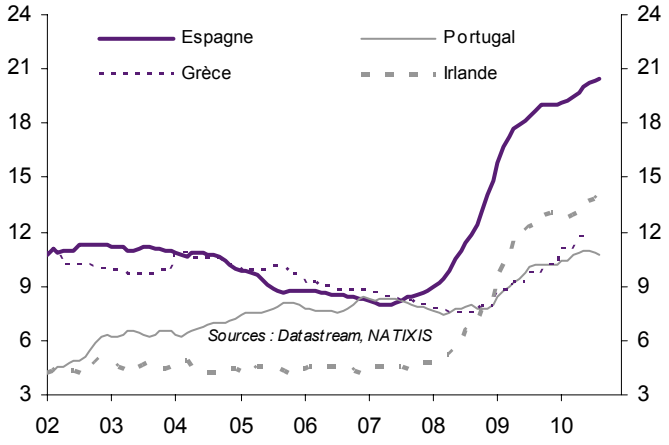
Graphique 1 d
Portugal : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



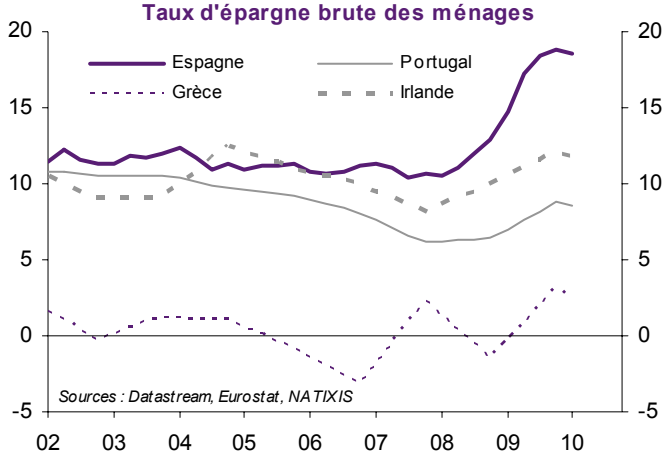
Graphique 2 a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 2 b
Taux de chômage

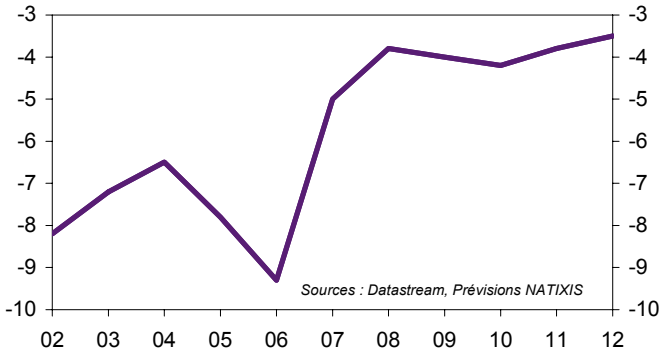


Graphique 2 c
Taux d'épargne brute des ménages

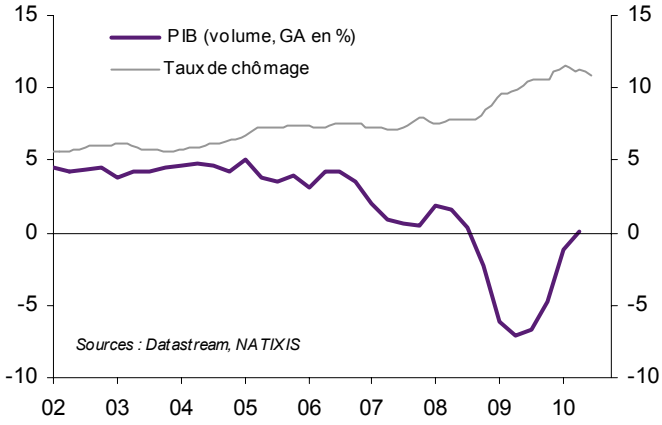


L'effet négatif sur l'économie des consolidations budgétaires fait craindre, pour le futur, une réaction négative de l'opinion et l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement qui arrêterait la consolidation budgétaire et rejetterait l'aide internationale liée à la consolidation (comme on l'a vu en Hongrie, **graphiques 3 a - b).**

Graphique 3 a
Hongrie : déficit public (en % PIB)



Graphique 3 b
Hongrie : PIB et taux de chômage



Quelle est la situation politique dans les quatre pays périphériques de la zone euro.

En Irlande (voir Encadré 2) il devrait y avoir un changement de majorité en octobre 2011, dans une situation d'assez grand mécontentement **(graphique 3 c) ; en Espagne** aussi, au printemps 2012 **(voir Encadré 3) ; au Portugal (Encadré 4),** une majorité de la population rejette les mesures d'austérité, ce qui n'est pas le cas **en Grèce (Encadré 5).**

Encadré 2
Irlande : situation politique

Tableau 1
Situation politique actuelle en Irlande

Gouvernement actuel	**Présidente**: Mary McAleese (depuis novembre 1997, réelue en 2004) **Parti indépendant, ex-Fianna Fail** (parti républicain de centre droit nationaliste) **Premier ministre**: Brian Cowen (depuis 2004) (**Fianna Fail**)
Prochaines élections	octobre-2011
Canditats probables	Labour Party (Eamon Gilmore) (selon le dernier sondage mené par Ipsos pour Irish Times)

La situation politique irlandaise a traditionnellement été caractérisée par une grande stabilité. En effet, le gouvernement a toujours été représenté (majoritairement) par le parti républicain de centre droit (Fianna Fail) (**tableau 2**), de plus, le candidat aux présidentielles était souvent unique. Toutefois, la gestion de la crise financière et économique est de plus en plus contestée par l'opinion publique, en particulier le couteux programme de sauvetage des banques (dont le coût maximum pourrait s'élever à plus de 50 Mds d'euros), qui a provoqué une explosion de son déficit budgétaire (32% prévu en 2010). Le gouvernement a alors mis en place une considérable politique d'austérité budgétaire depuis mi-2008 afin de ramener le déficit sous le seuil de 3% du PIB en 2014. Ainsi, le soutien des irlandais à la politique du gouvernement s'effrite peu à peu, au profit du Parti Labour. Le nombre exceptionnel de conflits l'année dernière contre les mesures d'austérité mises en place par le gouvernement et les résultats de la dernière enquête Ipsos (pour Irish Times) confirment la moindre popularité du Fianna Fail et la forte progression du soutien au parti Labour (**tableau 3**), qui se place désormais en tête des sondages.

Tableau 2
Résultats des dernières élections législatives (nombre de sièges obtenus au parlement)

	Fianna Fail	Fine Gael	Labour	PD	Verts	Sinn Fein	Autres	Total
2007	78	51	20	2	6	4	5	166
2002	81	31	21	8	6	5	14	166
1997	77	54	17	4	2	1	11	166

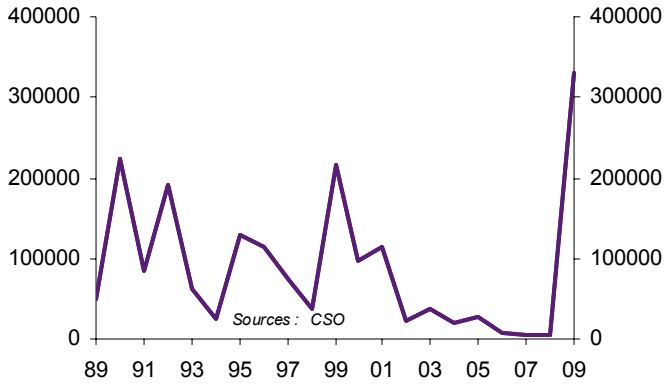
Tableau 3
Sondage sur le soutien des irlandais au gouvernement

	Fianna Fail	Fine Gael	Labour	Verts	Sinn Fein	Autres	Total
Popularité des partis politique (en %)	24	24	33	2	8	9	100
Estimation du nombre de sièges au parlement (selon les résultats du dernier sondage)	49	42	61	0	6	8	166

Source: Irish Times/Ipsos MRBI

Notes:Sondage réalisé le 27 et le 28 septembre 2010 (taille de l'échantillon: 1000 pers)

Graphique 3 c
Irlande : nombre de jours perdus pour cause de grève



Encadré 3

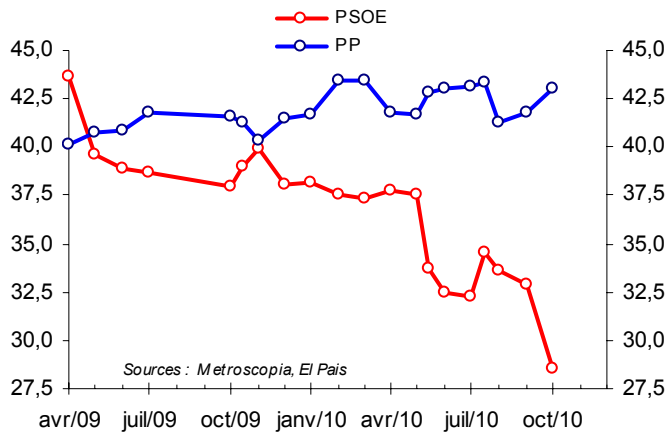
Espagne

L'actuel gouvernement a été formé à la suite des élections législatives du 9 mars 2008. Jose Luis Rodriguez Zapatero en a pris la tête pour un deuxième mandat consécutif de 4 ans. Le PSOE (Parti Socialiste) majoritaire au congrès des députés détient 169 sièges (48,3%) sur 350, cinq de plus que lors des élections de 2004. De son côté le principal parti d'opposition, Parti Populaire (PP), mené par Mariano Rajoy, a obtenu 153 sièges (43,7%), soit six de plus que précédemment. Le reste des sièges se répartit entre les partis régionalistes (17 sièges) et l'ancien parti communiste (Izquierda Unida) qui avec 11 sièges voit son poids divisé par deux.

Sans majorité absolue, le gouvernement recherche au cas par cas des alliances avec CIU (fédération de partis catalans de centre droit) et PNV (Parti Nationaliste Basque) pour mener sa politique. Ainsi, la réforme du marché du travail n'a pu être adoptée que grâce à l'abstention de certains partis minoritaires. De même, le projet de loi de finances en 2010 a été approuvé grâce au soutien de CIU au prix de concessions sur le financement de la région catalane.

Les prochaines élections législatives sont prévues au printemps 2012. Depuis maintenant un an, le PSOE de Zapatero est donné régulièrement perdant par les sondages.

Espagne : Intention de votes

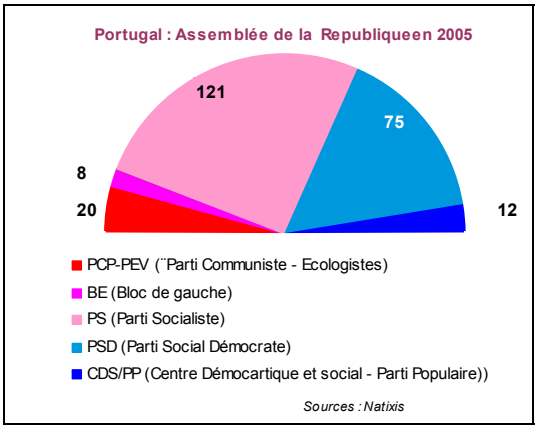


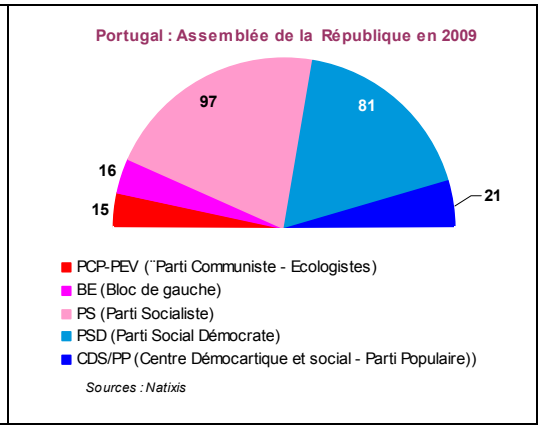
Encadré 4

Portugal

Le 27 septembre 2009, Jose Socrates candidat du Parti Socialiste et chef du gouvernement portugais en place a remporté les élections législatives. Néanmoins, le PS a perdu la majorité absolue avec seulement 97 sièges (42,1%) sur 230 contre 121 (52,6%) aux élections de 2005. Il gouverne depuis lors avec l'appui des partis minoritaires de gauche. Il doit également s'accommoder du Président de la République, Anibal Cavasco Silva, élu en janvier 2006 qui est membre du PSD. Le principal parti d'opposition, le Parti Social Démocrates (PSD) a quant à lui renforcé son poids dans l'assemblée avec 81 sièges contre 75 précédemment.

Selon un sondage Eurosondagem publié le 4 octobre 2010 par le quotidien Expresso, le Parti Socialiste perd 3 points en termes d'intentions de votes à 33% et passe ainsi derrière le PSD qui se maintient à 35% (contre 35,8% en septembre). Ce même sondage réalisé après l'annonce du Projet de Loi de Finances 2011 indiquait que si 60% des portugais s'attendaient à de nouvelles mesures d'austérité, 33% pensent qu'elles ne sont pas nécessaires et 60% sont contre.



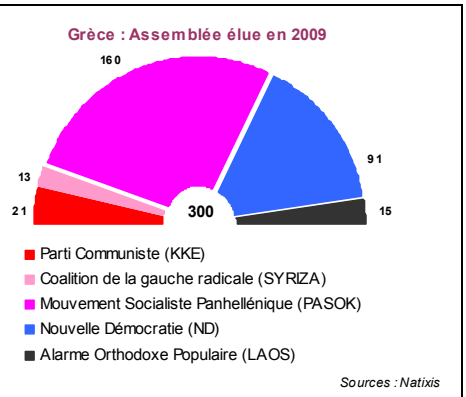


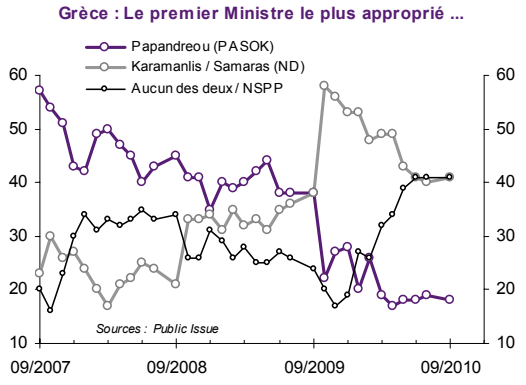
Encadré 5

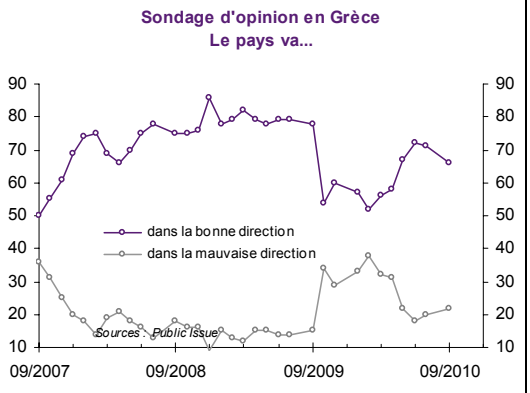
Grèce

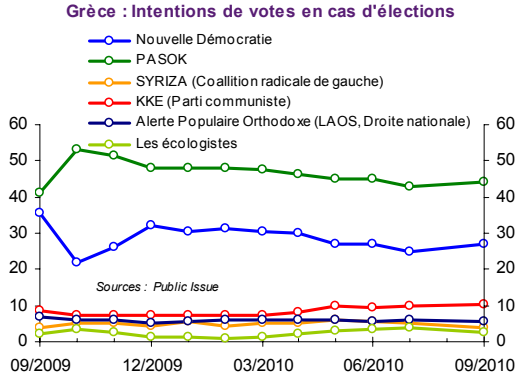
Le 3 septembre 2009, le Premier Ministre grec, Costas Caramanlis (Nouvelle Démocratie, ND) annonçait des élections législatives anticipées de deux ans le 4 octobre 2009. A mi-mandat, sous la pression de l'opposition, le Mouvement socialiste panhellénique (PASOK), qui menaçait de provoquer des élections anticipées en bloquant l'élection du Président de la République de mars 2010, le chef du gouvernement devançait l'échéance, alors même que les sondages lui étaient assez défavorables. Critiqué depuis des mois pour sa gestion de la crise économique, des incendies qui avaient menacé Athènes et des manifestations violentes de 2008, Costas Caramanlis qui briguait un nouveau mandat n'a pas été réélu. Il disposait depuis 2007 de la majorité des sièges à l'Assemblée. C'est le PASOK conduit par Georges Papandreu qui a remporté les élections avec une large majorité (160 sièges sur 360). Quelques semaines après sa prise de pouvoir, le gouvernement a du reconnaître un déficit public près de deux fois plus important que celui affiché officiellement. Depuis lors, face à la pression des marchés et des institutions internationales (Commission européenne, FMI), la Grèce a du mettre en place un plan d'ajustement drastique de ses finances publiques conditionnant le plan de soutien financier de l'Union européenne et du FMI face au risque imminent de défaut du pays.

Depuis lors, le gouvernement a du faire face à une contestation très forte. Bien que le Premier ministre ne bénéficie plus de la confiance des électeurs, le PASOK reste quand même en tête en termes d'intentions de votes



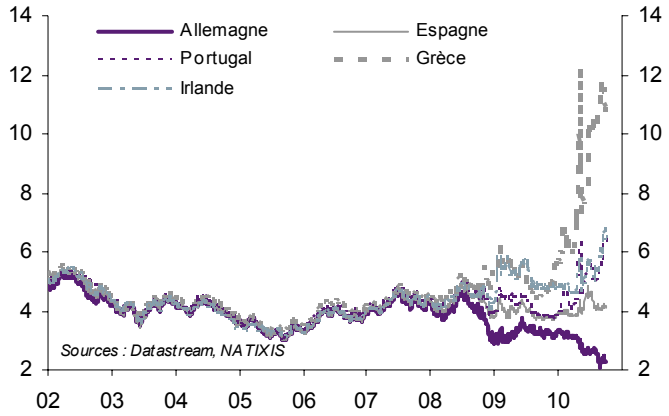






La présence du risque politique et social affectant les programmes de consolidation budgétaire explique sans doute l'inquiétude des investisseurs qui ne redeviennent pas acheteurs des dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal, d'où le niveau très élevé des taux d'intérêt de ces pays, **(graphique 4),** ce qui crée une difficulté supplémentaire majeure pour réduire les déficits publics et stabiliser les taux d'endettement publics.

Graphique 4
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Deuxième exemple : soutien des pays « core » de la zone euro aux pays périphériques

Les pays du cœur de la zone euro ont mis en place des mécanismes de soutien des pays périphériques en difficulté : programme d'aide à la Grèce **(Encadré 6),** création du Fonds Européen de Stabilité Financière **(Encadré 7),** possibilité pour la BCE d'acheter des titres publics **(tableau 3).**

Encadré 6
Description du programme d'aide à la Grèce

Les pays de l'Union européenne ont adopté un plan d'aide à la Grèce conjointement au FMI pour un montant total de 110 milliards d'euros et pour une durée de trois ans (de mai 2010 à juin 2013).

Le programme de soutien est conditionné à la mise en œuvre d'un plan d'austérité destiné à restaurer la viabilité des finances publiques grecques à l'horizon 2013 (**tableau 1**), rehausser la compétitivité et préserver la stabilité du système financier (10 milliards seront consacrés à un plan de stabilisation du système financier).

Tableau 1 : décompostion du plan d'austérité Grec (% PIB)

	2010	2011	2012	2013	Cum.
Solde budgétaire	**-8,7**	**-5,3**	**-2,8**	**-2,0**	
Total	**2,5**	**4,1**	**2,4**	**2**	**11,1**
Recettes	**0,5**	**3**	**0,8**	**-0,3**	**4**
Taxe spéciales	0,2	0,3	0,1		0,6
TVA	0,3	0,9	0,2		1,5
Impôts / revenu		0,2	0		0,2
IS		0,4			0,4
Taxe foncière		0,8	0,1	0	0,9
Autre		0,4	0,3	-0,3	0,4
Dépenses	**2**	**1,1**	**1,7**	**0,5**	**5,3**
Salaires	0,5	0,2	0,3	0,2	1,2
Retraites	0,8	0,3	0,1	0,1	1,3
Transfert sociaux	0,2	0	0,2		0,4
Dépenses courantes	0,3	0,4	0,2	0,2	1,1
Subventions			0,7		0,7
Investissement	0,2	0,2	0,2		0,7
Réformes strcuturelles				**1,8**	**1,8**

Sources: Gouvernement grec, FMI.

Encadré 6 suite

Le FMI apportera un financement de 30 milliards d'euros (dont 10 milliards dès 2010) sous la forme d'un accord de confirmation. Le montant de l'aide du FMI est équivalent à 3200% de la quote-part de la Grèce dans le Fonds. L'aide de l'Union européenne prendra la forme de prêts bilatéraux de la part des pays de la zone euro en fonction de leur participation au capital de la BCE. La Commission européenne assurera la gestion et le suivi des prêts pour le compte des Etats membres. Les taux d'intérêt seront indexés sur l'Euribor 3 mois avec une marge de 300 pb pour les échéances inférieures à 3 ans et 400 pb au-delà. A cela s'ajoutera une commission fixe de 50 pb. Pour la Grèce, l'aide européenne prendra la forme d'un prêt unique géré par la Commission européenne avec des décaissements trimestriels

Le montant total du programme de soutien doit permettre à la Grèce de couvrir ses besoins de financement au cours des 18 prochains mois sans nécessité de recourir aux marchés de capitaux **(tableau 2)**. La mise en œuvre du programme de consolidation budgétaire suppose que la Grèce pourrait progressivement retourner sur les marchés à partir de début 2012.

Tableau 2 : Besoin de financement de la Grèce (mds €)

	2010			2011				2012				2013	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Besoin de financement	18,0	11,4	5,4	14,4	13,7	11,0	5,5	7,9	6,4	5,6	3,8	3,1	3,1
Décaissement de l'aide	20,0	9,0	9,0	15,0	12,0	8,0	5,0	10,0	6,0	6,0	2,0	6,0	2,0
- dont FMI	*5,5*	*2,5*	*2,5*	*4,1*	*3,3*	*2,2*	*1,4*	*2,7*	*1,6*	*1,6*	*0,5*	*1,6*	*0,5*
- dont UE	*14,5*	*6,5*	*6,5*	*10,9*	*8,7*	*5,8*	*3,6*	*7,3*	*4,4*	*4,4*	*1,5*	*4,4*	*1,5*

Sources : FMI, Commission européenne

Encadré 7
Fonds Européen de Stabilité Financière

Dans le cadre du plan d'urgence dévoilé le 10 mai 2010 visant à garantir la stabilité financière en zone euro, l'Union Européenne a décidé de créer un fonds de 440 mds EUR.

Les grandes lignes de cette Facilité Européenne de Stabilité Financière (FESF) sont les suivantes :

- Son objet est de faciliter ou de fournir du financement aux Etats membres de l'UEM en difficultés financières.
- La société peut lever des fonds en émettant des instruments financiers (obligations, bons ou autres instruments de dette).
- Les engagements de la société sont garantis par ses actionnaires (Etats membres de l'UEM), à hauteur de leur participation au capital de la BCE, assortie d'une marge de 20% supplémentaire.
- Ces engagements initiaux doivent être adoptés par les Parlements nationaux.

La procédure de déclenchement de l'aide est la suivante :

- Au préalable, les accords obtenus de la part des Parlements nationaux doivent représenter 90% du montant total de la facilité. Une fois ce seuil atteint (effectivement depuis le 4 août), l'aide peut potentiellement être activée.
- Le pays en difficulté doit formuler une demande d'aide. Celle-ci est conditionnelle, sur le modèle des prêts FMI. En cas d'activation, la mobilisation des garanties se fera directement par décision unanime de l'Eurogroupe, sans nouveau passage devant les Parlements nationaux.

En outre,

- La société est constituée pour une durée illimitée. Elle sera dissoute et liquidée lorsqu'elle aura été totalement remboursée des financements octroyés et aura remboursé ses engagements sous les instruments financiers émis.
- Initialement, aucun nouveau programme de financement et aucune nouvelle ouverture de crédit ne sera mise en place ou conclue après le 30 juin 2013. Toutefois, cette date pourra être étendue par consentement unanime des actionnaires.

Enfin, l'incertitude majeure demeurait la note de crédit de la FESF : le 20 septembre, à l'issue des négociations avec les agences de notation, le AAA a finalement été obtenu.

Tableau 3
Dettes publiques achetées par la BCE (Mds d'euros)

Date	Niveau	Cumul
14/05/2010	16,30	16,30
21/05/2010	10,40	26,70
28/05/2010	8,80	35,50
04/06/2010	4,90	40,40
11/06/2010	6,70	47,10
18/06/2010	4,00	51,10
25/06/2010	4,20	55,30
02/07/2010	3,70	59,00
09/07/2010	0,80	59,80
16/07/2010	0,30	60,10
23/07/2010	0,18	60,27
30/07/2010	0,81	61,08
06/08/2010	0,09	61,17
13/08/2010	0,01	61,18
20/08/2010	0,34	61,52
27/08/2010	0,14	61,66
03/09/2010	0,17	61,84
10/09/2010	0,24	62,07
17/09/2010	0,32	62,40
24/09/2010	0,10	62,49

Sources : BCE, NATIXIS

Ces mécanismes de soutien permettent à la Grèce et peut être plus tard à d'autres pays de financer leurs déficits publics à des conditions raisonnables. **L'arrêt de ces mécanismes de soutien condamnerait les pays périphériques au défaut. Or, on connaît l'opposition de l'opinion allemande à ces mécanismes (tableau 4),** ce qui pourrait conduire le gouvernement allemand à écouter l'aile droite de la CDU et à demander l'arrêt de ces mécanismes de soutien aux pays périphériques. Ce risque contribue aussi à accroître le pessimisme des investisseurs.

Troisième exemple : déformation du partage des revenus

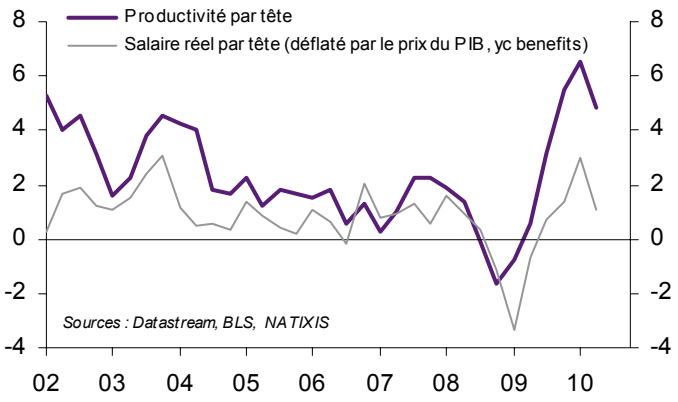
Dans beaucoup de pays de l'OCDE, le partage des revenus se déforme au détriment des salariés. Cette situation est présente depuis longtemps aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne ; elle est récente au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne, elle n'est pas encore présente en France **(graphiques 5 a à 5 g).**

Tableau 4
The stance of the Germans regarding the European Financial Stabilisation mechanism

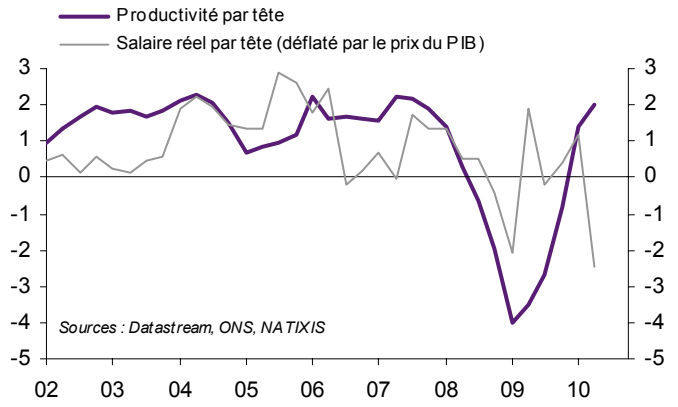
Institute	Survey period	Number of polled persons	Question	Yes	No	neutral	Yes, if involved banks bear its share of burden
Infratest dimap	15th to 16th April 2010	1009	Is the implementation of the support package for Greece a good decision?	33	57	10	-
Infratest dimap	26th to 27th April 2010	1000	Is the EURO an advantage for you?	31	61	7	-
Infratest dimap	26th to 27th April 2010	1000	Should Greece to be banned from the Euro Zone?	45	49	6	-
Infratest dimap	28th April 2010	500	Should Germany give public support to Greece?	23	21	3	53
Forsa	5th to 6th May 2010	1003	Is the issue of guarantees for Greece the right decision?	52	43	5	-

Sources: Infratest dimap, Forsa, Natixis

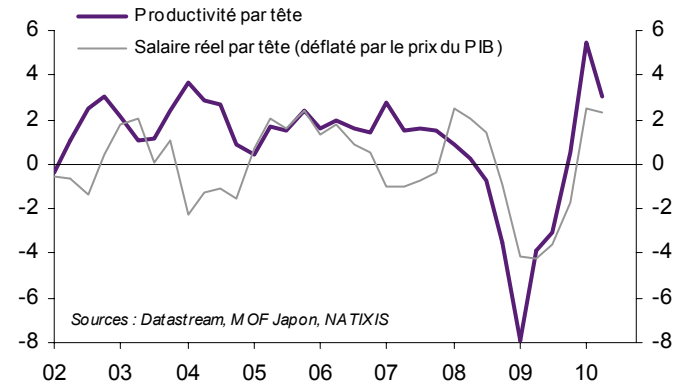
Graphique 5 a
Etats-Unis : productivité et salaire par tête (GA en %)



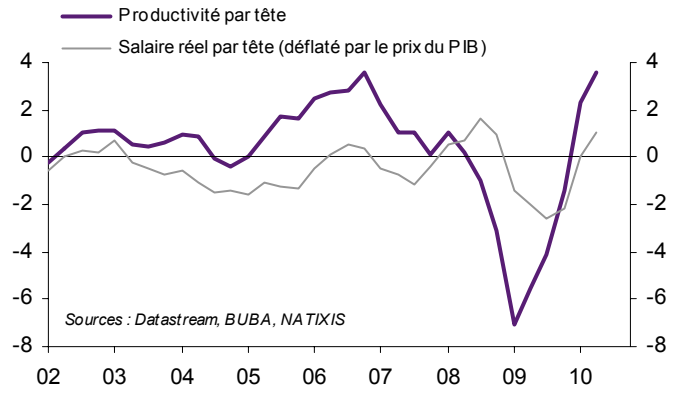
Graphique 5 b
Royaume-Uni : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



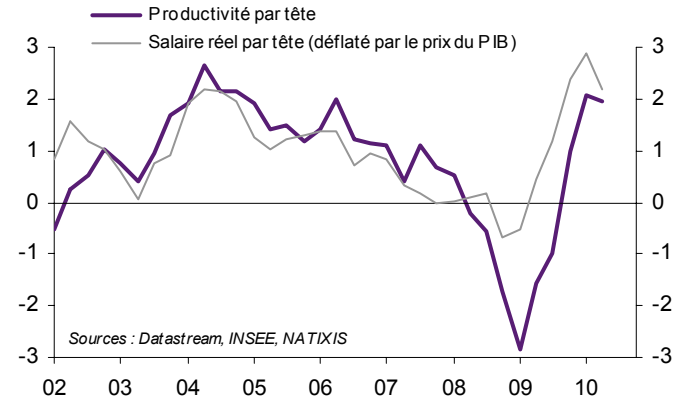
Graphique 5 c
Japon : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



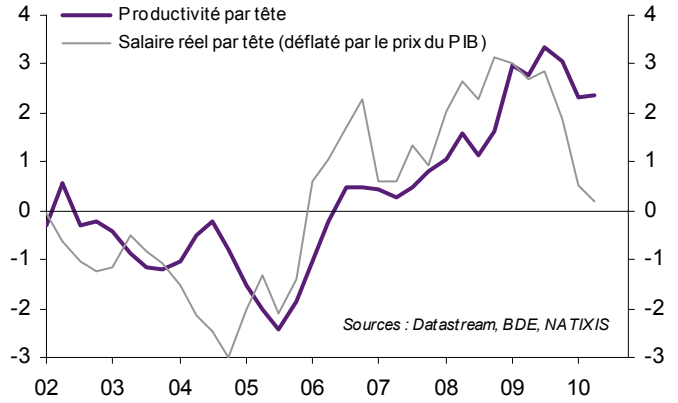
Graphique 5 d
Allemagne : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



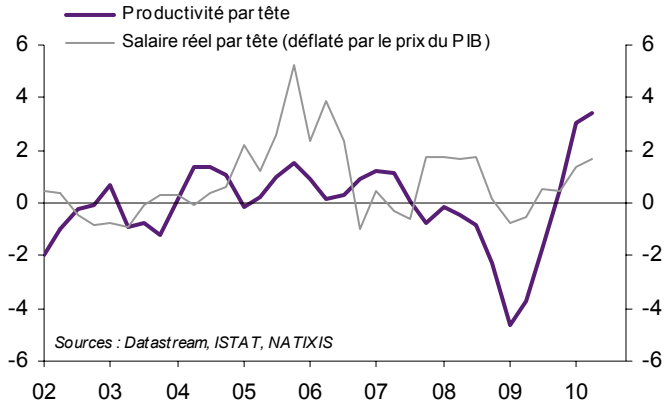
Graphique 5 e
France : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



Graphique 5 f
Espagne : productivité et salaire réel par tête (GA en %)



Graphique 5 g
Italie : productivité et salaire réel par tête
(GA en %)



La déformation du partage des revenus au détriment des salariés a de nombreux effets très importants :

– **effets financiers :** elle permet **une forte hausse des résultats des entreprises malgré la faible croissance (graphiques 6 a – b – c, tableau 5).**

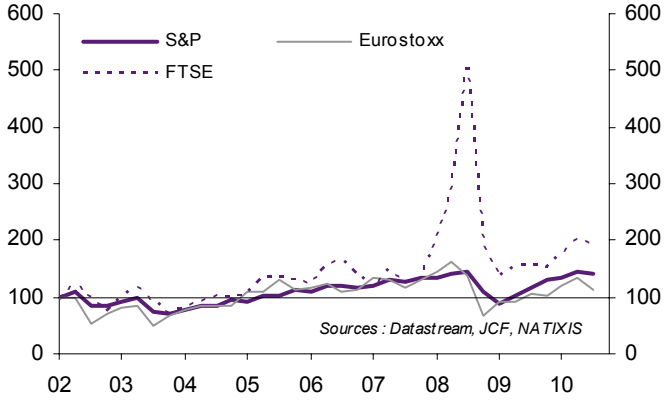
Tableau 5
Japon : BNA hors financière (niveau)

	BNA (Yen par trimestre)
Q2 2006	12,07
Q3 2006	12,87
Q4 2006	-
Q1 2007	-
Q2 2007	14,85
Q3 2007	13,24
Q4 2007	15,70
Q1 2008	9,32
Q2 2008	11,61
Q3 2008	9,81
Q4 2008	- 4,07
Q1 2009	- 19,04
Q2 2009	0,76
Q3 2009	3,79
Q4 2009	6,83
Q1 2010	4,63
Q2 2010	9,61
Q3 2010	7,36

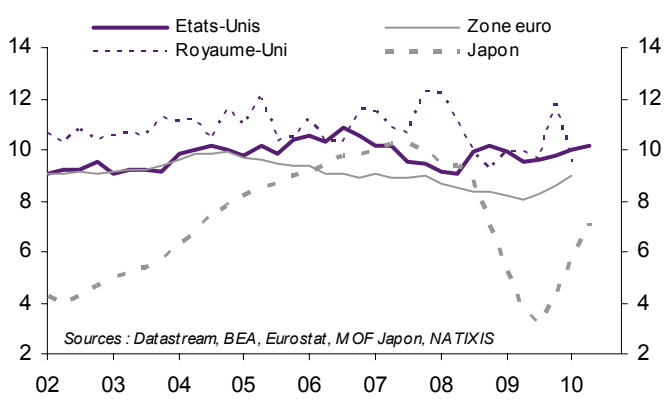
Sources : JCF, NATIXIS

A l'intérieur de la zone euro, le seul pays où le taux d'autofinancement ne remonte pas est celui où le partage des revenus ne se déforme pas au détriment des salariés, c'est-à-dire la France (graphique 6 d).

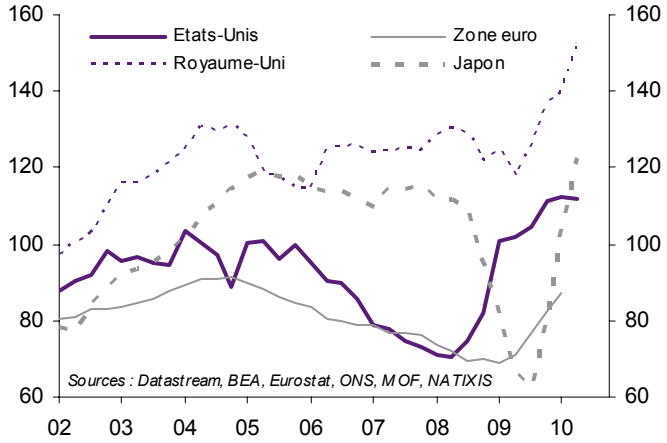
Graphique 6 a
BNA hors financières
(en monnaie nationale, 100 en 2002 : 1)



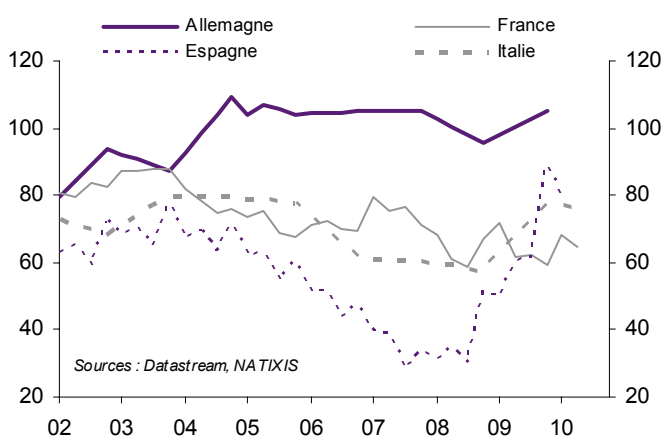
Graphique 6 b
Etats-Unis : profits après les impôts et intérêts
(en % du PIB)



Graphique 6 c
Taux d'autofinancement



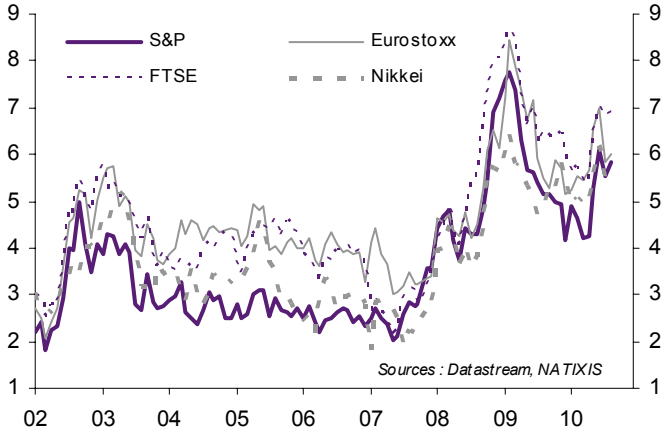
Graphique 6 d
Taux d'autofinancement



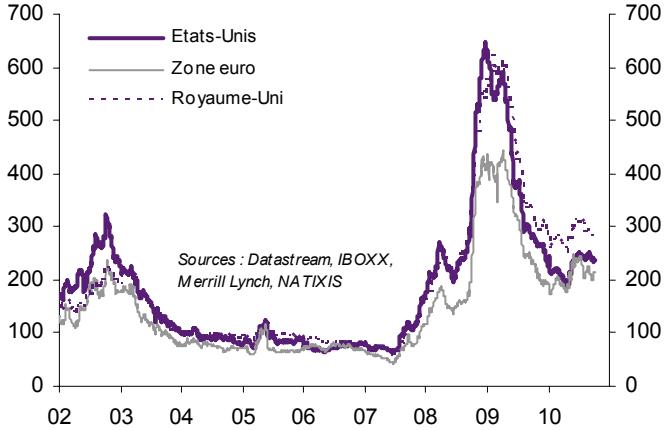
Si le partage des revenus au détriment des salariés se prolonge, les investisseurs doivent acheter les titres des entreprises, actions et crédit, qui sont alors bon marché, comme le montre le niveau des primes de risque (graphiques 7 a – b) :

- **effets économiques : le modèle de croissance** où le partage des revenus se déplace continuellement au détriment des salariés **a été déjà observé au Japon et en Allemagne :** profitabilité en hausse **(graphique 8 a),** faiblesse des salaires et de la demande des ménages **(graphiques 8 b – c),** économie tirée par les exportations et les investissements associés **(graphiques 8 d – e).**

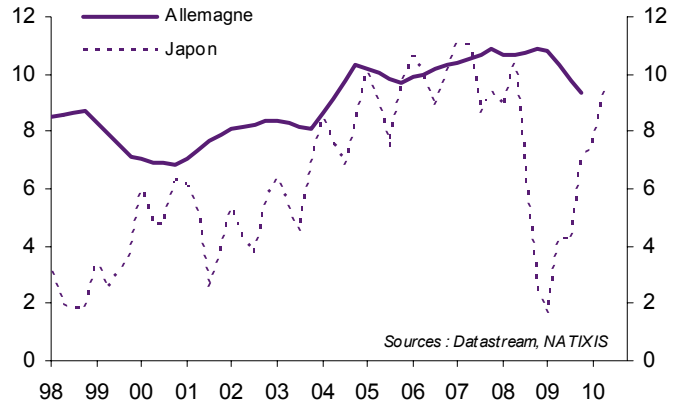
Graphique 7 a
Prime de risque des actions



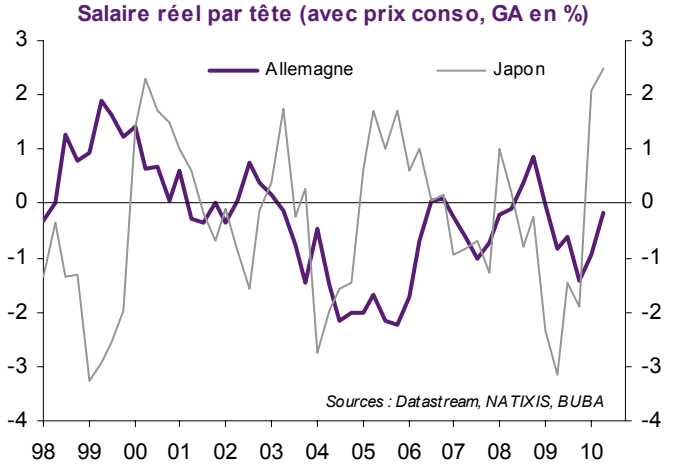
Graphique 7 b
Spread de crédit BBB (asset swaps, pb)



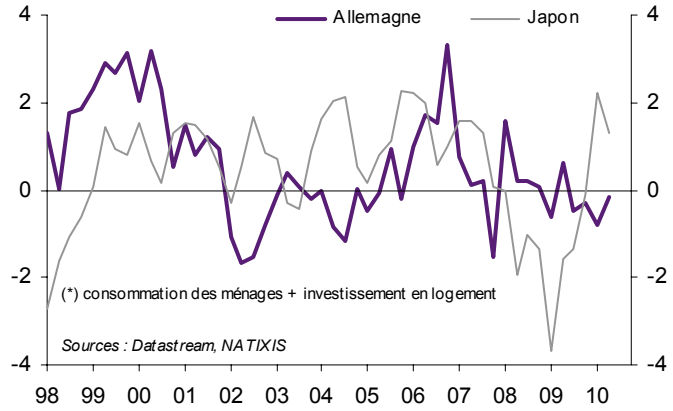
Graphique 8 a
Taux de profits nets (en % du PIB)



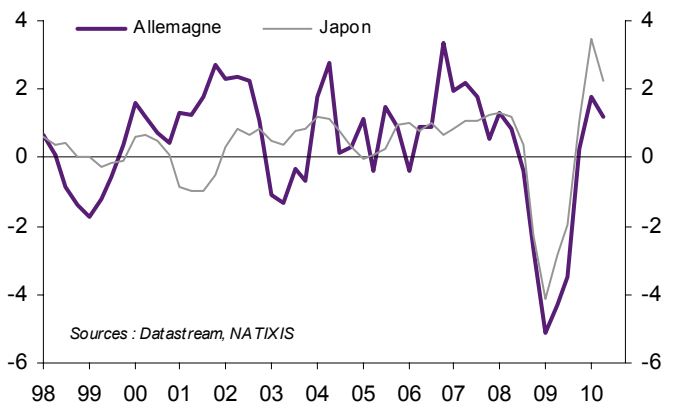
Graphique 8 b
Salaire réel par tête (avec prix conso, GA en %)



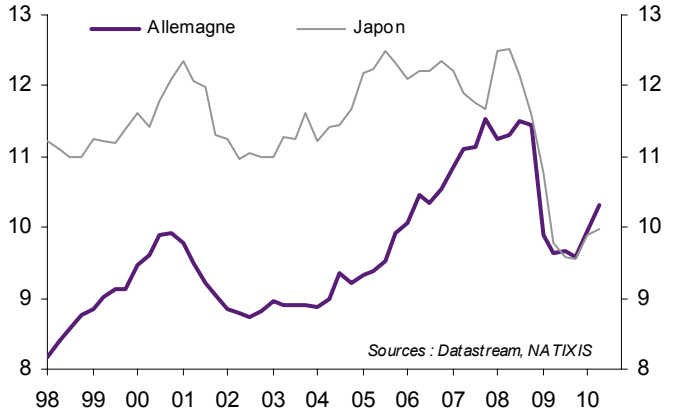
Graphique 8 c
Demande des ménages* (volume, GA en %)



Graphique 8 d
Contribution du commerce extérieur à la croissance (GA en %)



Graphique 8 e
Investissement productif (volume, en % du PIB)



On a vu que la déformation du partage des revenus au détriment des salariés pourrait avoir lieu sur de longues périodes de temps aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon.

Mais ceci peut-il être aussi le cas au Royaume-Uni, en France, en Italie, en Espagne ?

S'il y a une réaction politique et sociale hostile à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés dans ces pays, leurs modèles de croissance et la performance de leurs actifs financiers deviendront très différents de ceux observés aux Etats-Unis, en Allemagne ou au Japon.

Synthèse : des évolutions centrales dépendent des réactions politiques et sociales

Nous avons montré que :

- la poursuite des consolidations budgétaires dans les pays périphériques de la zone euro ;
- le maintien des programmes de soutien à ces pays ;
- la déformation du partage des revenus au détriment des salariés qui aboutit à la forte hausse de la profitabilité des entreprises ;

pourraient être, dans certains pays, compromis par des réactions hostiles, politiques et sociales, évidemment difficile à prévoir.