

Le Portugal au sommet de l'Europe



[JACQUES ADDA](#) 19/07/2017

L'activité redémarre au Portugal, mais entreprises endettées, banques vulnérables et main-d'oeuvre déclinante restent une menace.

Le Portugal a le vent en poupe : après les victoires à l'Euro et à l'Eurovision, son économie se retrouve aussi dans le peloton de tête de la croissance en Europe occidentale avec une progression du produit intérieur brut (PIB) de 2,8 % sur un an, soit autant que les Pays-Bas et à peine moins que l'Espagne (3 %), l'Irlande restant hors concours avec un taux proche de 7 %. Qui dit croissance dit emplois et recettes fiscales. Conjuguée à une démographie déclinante et à des flux migratoires nets encore négatifs, la reprise de l'emploi a ramené le taux de chômage sous la barre des 10 % en avril dernier, une décrue de près de huit points en quatre ans. Et les finances publiques sont repassées au vert en 2016 avec un déficit budgétaire ramené à 2 % du PIB, le taux le plus bas depuis quarante ans. Du coup, en mai dernier, la Commission européenne a recommandé la clôture de la procédure de déficit excessif ouverte en 2009, un an seulement après avoir menacé le Portugal d'une amende pour ne pas avoir agi assez pour réduire son déficit.

La consommation a pris le relais

Libérée de la tutelle de la troïka – Commission européenne, Banque centrale européenne (BCE) et Fonds monétaire international (FMI) – depuis mai 2014, le Portugal n'a tourné le dos aux politiques de rigueur imposées par Bruxelles dans le cadre du pacte de stabilité qu'à la suite des élections d'octobre 2015. Sous la conduite du socialiste António Costa, la coalition « anti-austérité » a rétabli les salaires et les retraites de la fonction publique ainsi que la durée du travail à leurs niveaux d'avant le plan de sauvetage de 2011, tout en relevant des impôts indirects (essence, automobiles et tabac). Cette politique dite de « restauration des revenus » a donné une assise solide à la reprise de la consommation des ménages, laquelle reposait principalement depuis 2014 sur la baisse du taux d'épargne, une tendance encouragée par le redressement de l'immobilier et l'effet de richesse* qu'il a entraîné.

Libérée de la tutelle de la troïka depuis mai 2014, le Portugal n'a tourné le dos aux politiques de rigueur imposées par Bruxelles

La meilleure tenue de la consommation a ainsi pris le relais des exportations, qui ont tant bien que mal amorti la chute de l'activité pendant les années d'austérité. Stimulées d'abord par la réduction des coûts salariaux, ces exportations ont bénéficié à partir de 2014 de la baisse de l'euro et, plus récemment, de la reprise de la croissance européenne. De plus en plus diversifiées, tant sur le plan géographique (percée dans les économies émergentes) que sectoriel (métallurgie, automobiles, équipements industriels...), les exportations de biens et de services ont progressé de 50 % en volume depuis 2010 (contre 33 % pour l'Italie et 18 % pour la Grèce). Elles représentent maintenant 40 % du PIB, contre 27 % en 2005. Du coup, le déficit des échanges courants, qui a culminé à 12 % du PIB en 2008, est devenu un excédent (+ 0,8 % en 2016).

Bonnes nouvelles sur le front budgétaire

L'orientation de la politique budgétaire ayant cessé d'être restrictive, le redémarrage de l'activité a provoqué une contraction immédiate du déficit public. Celle-ci est accentuée par les retombées des interventions de la BCE sur les marchés obligataires**, qui ont permis de comprimer la marge de risque sur la dette publique portugaise. De 11 % en 2012, le rendement des titres d'Etat à dix ans était revenu à 2,5 % à la veille des élections d'octobre 2015.

La défiance des marchés vis-à-vis de la coalition au pouvoir a certes suscité une remontée des taux jusqu'à 4,3 % en mars 2017, mais les bonnes nouvelles du front budgétaire et la dissipation du risque

politique après les élections néerlandaise et française les ont ramenés à 3 % à la mi-juin. Cette décreue des taux d'intérêt explique que la charge des intérêts versés sur la dette publique – charge qui reste considérable à 4 % du PIB – ait diminué d'un demi-point de PIB environ depuis 2013, alors que la dette publique continue de plafonner à 130 % du PIB.

A 145 % du PIB, la dette des entreprises est l'une des plus élevée en Europe

Fort du soutien de l'opinion et de la confiance des marchés, le gouvernement peut profiter des marges de manoeuvre budgétaires retrouvées pour s'attaquer aux problèmes de fond du pays, à commencer par les déséquilibres financiers hérités de la période de crise. Si la dette publique est gérable tant que les taux d'intérêt à long terme restent bas, le surendettement des entreprises bloque la reprise de l'investissement ; il pèse aussi lourdement sur les bilans bancaires, faisant obstacle à la reprise du crédit.

A 145 % du PIB, la dette des entreprises est l'une des plus élevée en Europe. Elle décline depuis le pic atteint en 2013 (168 % du PIB), mais ceci résulte davantage de la faillite des entreprises les plus endettées que d'un mouvement général de désendettement. Selon le FMI, les créances douteuses représentaient 12 % de l'ensemble des prêts bancaires et 20 % des prêts aux entreprises fin 2015, un taux parmi les plus élevés en Europe. Encore s'agit-il là des chiffres officiels, qui seraient sensiblement sous-évalués selon les agences de notation, lesquelles continuent d'attribuer à la dette portugaise un statut spéculatif.

A la différence de l'Espagne, le programme d'assistance au Portugal mis en place par l'Union européenne et le FMI ne comportait pas de volet d'assainissement du système bancaire par le rachat de ses actifs toxiques. En effet, les prêts du mécanisme européen de stabilité – qui a pour vocation d'aider les pays exposés à une crise bancaire – ne sont pas accordés directement aux banques en difficulté mais aux Etats, lesquels procèdent ensuite au sauvetage des institutions concernées. Le déblocage de tels prêts est donc conditionné, entre autres choses, par le niveau de la dette publique des Etats qui les reçoivent, ce qui, dans le cas du Portugal, constituait un obstacle rédhibitoire.

De ce fait, la restructuration des banques portugaises et leur recapitalisation ne se sont opérées jusqu'ici qu'au coup par coup et *in extremis*, chaque fois qu'une banque était menacée de faillite. Ce fut le cas notamment de Banco Espírito Santo en 2014, à l'époque second groupe bancaire portugais, dont le sauvetage a coûté l'équivalent de 2,8 % du PIB à l'Etat. Encore très vulnérable, le système bancaire n'est guère en mesure de profiter des conditions de refinancement ultrafavorables de la BCE pour accroître ses encours de crédit au secteur privé.

Un potentiel de croissance négatif

Freinée par les contraintes financières, la croissance risque en outre de se heurter rapidement à des butoirs plus physiques, à savoir des capacités de production insuffisantes et une force de travail déclinante. Surendettées et sevrées de crédit, les entreprises portugaises n'investissent guère : en 2016, le volume de l'investissement privé était encore inférieur d'un tiers en volume au niveau de 2008.

Quant à la population active, après avoir stagné dans les années 2000, elle a chuté de 6 % depuis 2010 sous l'effet de l'implosion démographique et de l'exode de la jeunesse. A quoi s'ajoute un niveau de qualification anormalement bas, avec 43 % seulement des adultes (25-64 ans) ayant achevé leurs études secondaires, contre 76 % en moyenne dans l'OCDE.

Résultat : le potentiel de croissance de l'économie¹, qui mesure l'écart entre le taux de croissance observé et ce qu'il serait si l'économie utilisait de façon normale les ressources humaines et en capital dont elle dispose, est négatif depuis 2012. Une caractéristique partagée seulement avec la Grèce et l'Italie, parmi les pays de l'OCDE. Cela souligne l'ampleur de la tâche qui attend encore António Costa.

- ¹Voir « La croissance potentielle, une notion d'avenir », *Alternatives Economiques* n° 342, janvier 2015, disponible sur notre site.