



## LE MIRACLE PORTUGAIS RECTO-VERSO...

Xavier Dupret

12.500 signes

Juin 2016

*Pour les partisans de la rupture avec l'austérité, le Portugal est en passe de revêtir un statut d'Eldorado pour alternatifs en quête d'un second souffle militant. Les indéniables difficultés traversées par les gouvernements « populistes » en Amérique latine ont, en effet, privé ces milieux, que l'on qualifiera un peu vite d'altermondialistes, d'un contre-modèle à opposer à l'idéologie néolibérale dominante ?*

Après Caracas, Lisbonne va-t-elle devenir La Mecque de tous ceux qui sont aujourd'hui en quête d'« un autre monde » ? Les plus ironiques souriront à l'idée que la jeunesse révoltée se tourne vers

un gouvernement de front populaire dans lequel la social-démocratie joue un rôle prépondérant.

Mais, après tout, pourquoi pas ? A chaque génération, son exotisme...

### *Ni la Révolution ni la résignation*

Pour autant, on encouragera ceux qui, demain, s'appuieront sur ce qui se passe au Portugal pour contester l'« ordolibéralisme » de la Commission européenne à ne pas idéaliser la situation portugaise. On gardera donc une saine distance critique avec les événements en repérant la liste des défis qui ne manqueront pas de se poser à l'économie portugaise à court et moyen terme.

Auparavant, on examinera, tout de même, la liste des bonnes nouvelles en provenance du Portugal. Alors qu'en 2011, le pays était au bord de la banqueroute, Lisbonne affiche aujourd'hui des performances plus qu'appréciables.

Le déficit du Portugal est ainsi tombé sous la barre fatidique des 3%. Le moins que l'on puisse dire est que cet indéniable succès tient à une forme de résistance particulièrement affirmée face aux diktats austéritaires du ministre allemand des finances, Wolfgang Schäuble, qui s'est proprement couvert de ridicule lorsqu'à l'été 2016, il promettait un nouveau et douloureux plan de sauvetage au Portugal si ce dernier cessait de respecter ses engagements<sup>1</sup>.

Rappelons-nous. A cette époque, le Portugal, tout comme l'Espagne, était dans le collimateur de la Commission européenne et faisait l'objet de sanctions financières pour avoir laissé filer son déficit tout au long de l'année 2015. A cette époque, le Brexit avait mis une pression maximale sur la Commission européenne. Cette dernière, vu le contexte, avait fini par renoncer à son projet initial

---

<sup>1</sup> O Observador, édition mise en ligne du 29 juin 2016.

d'infliger de lourdes amendes aux deux pays de la péninsule ibérique.

Le dérapage qui s'est produit au Portugal a des origines clairement politiques. En l'occurrence, il s'agit de l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement exclusivement composé de sociaux-démocrates mais ne disposant pas d'une majorité au parlement. Ce gouvernement minoritaire a bénéficié d'un soutien extérieur de la part des élus de la Coalition démocratique unitaire (CDU), cartel électoral résultant de l'alliance entre le Parti Communiste portugais et du Bloco de Esquerda (Bloc de gauche).

Ce soutien s'est traduit par la mise en œuvre d'une série de micro ruptures avec l'ordre austéritaire au pouvoir, aujourd'hui, dans toute l'Europe. La lutte contre le déficit budgétaire va conduire le gouvernement d'António Luis Santos da Costa à trancher dans les dépenses afin de financer une relance du pouvoir d'achat des ménages portugais. Cette dernière avait pour axes stratégiques la revalorisation des prestations sociales ainsi qu'une diminution de la charge fiscale pesant sur les salaires.

Rien de bien révolutionnaire apparemment (mais il faut toujours se méfier des apparences). Il est vrai que le gouvernement Costa ne disposait pas spécialement de marges de manœuvres importantes lorsqu'il est arrivé aux affaires. Les marchés financiers étaient, en effet, aux abois. Le président conservateur de la république, Anibal Cavaco Silva avait tout fait pour discréditer l'action du gouvernement Costa en présentant la coalition de gauche comme incohérente et incapable d'apporter une solution satisfaisante aux problèmes du pays. De plus, l'exemple de la Grèce était là pour prouver qu'une politique de confrontation avec la Commission européenne n'aboutirait de toute façon à rien<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> The Guardian, édition mise en ligne du 25 novembre 2015.

### *Situation en demi-teinte*

Le Portugal est, en effet, un pays qui connaît de profonds déséquilibres macroéconomiques. La question des dettes, privées comme publiques, y reste particulièrement étouffante. En 2006, la dette publique du Portugal s'élevait à 133% du PIB. En soi, un tel chiffre ne veut *a priori* rien dire. Par exemple, la dette publique du Japon s'élève à 246,6% du PIB<sup>3</sup>. Et cela ne pose aucun problème puisque cette dette est largement financée par de l'épargne intérieure. Cette configuration particulière met à l'abri la dette publique nipponne d'attaques spéculatives.

Tel n'est évidemment pas le cas du Portugal. Ce dernier ressemble davantage à une nation périphérique qui, pour se financer, doit structurellement recourir à l'endettement extérieur. La dette publique de Lisbonne est, en effet, détenue à un peu plus de 65% par des investisseurs non-résidents<sup>4</sup>.

C'est une première faiblesse. Elle est, hélas, loin d'être la seule. Voir sa dette détenue majoritairement par des non-résidents n'est pas forcément problématique. Le cas de la France s'avère, de ce point de vue, particulièrement emblématique. Fin 2016, 56% de la dette publique française était détenue par des non-résidents. Cet état de choses laisse pourtant peu de place à de mauvaises surprises pour l'économie française.

En effet, les ménages hexagonaux disposent d'une épargne abondante que l'on peut considérer comme un volant de liquidités permettant de refinancer la dette publique française sur une base davantage locale. Et c'est d'ailleurs ce qui est en train de se passer sans drame, à pas feutrés, de

---

<sup>3</sup> OCDE, juin 2017

<sup>4</sup> Eurostat, janvier 2016.

manière imperceptible, structurelle (et donc forcément décisive) puisqu'à la fin de l'année 2015, le taux de détention de la dette publique de long terme du Trésor français par des non-résidents était de 59%<sup>5</sup>.

Cette baisse est d'ailleurs particulièrement spectaculaire si l'on envisage les choses à moyen terme. En 2009, le taux de de détention de la dette publique hexagonale par des non-résidents se situait égalait autour des 70%<sup>6</sup>.

Un pays comme le Portugal ne jouit guère de tels avantages. Le pays ne se caractérise guère pas spécialement par une épargne privée abondante. Au contraire, la dette privée s'y situe à des niveaux impressionnants. La dette des ménages était de 143% du PIB en 2015. La patrie de Fernando Pessoa se situait en quatrième position pour cette variable au sein de la zone euro<sup>7</sup>. La faiblesse de l'épargne au sein de l'économie lusitanienne saute aux yeux lorsque l'on cherche à définir la position du pays en termes de solvabilité, c'est-à-dire en mesurant la différence entre le volume de la dette en pourcentage du PIB et la valeur des actifs qu'elle a servi à financer.

Pour cette variable, le Portugal présentait une déficience structurelle de l'ordre de 113,2% du PIB en 2013<sup>8</sup>. Il s'agit là d'une donnée particulièrement dégradée qui place le Portugal parmi les pays qui se caractérisent par les scores les plus défavorables dans ce domaine.

---

<sup>5</sup> Banque de France, Stat Info, Émission et détention de titres français au 31 décembre 2016, 13 avril 2017

<sup>6</sup> Guillaume Leroy, *Qui détient la dette publique ?*, Fondapol, avril 2011, p.16.

<sup>7</sup> OCDE, data base, juin 2017.

<sup>8</sup> Eurostat, juin 2017

### *Une liste de défis longue comme le bras*

Une des conséquences de cet état de chose est que l'Etat portugais ne peut guère compter sur les acteurs locaux pour s'autofinancer. Les bases de données d'Eurostat ne permettent pas, pour l'heure, de disposer de données plus récentes que celles arrêtées en 2013.

Nous doutons que le retour de la croissance ait permis d'améliorer cette situation hautement problématique. Et ce retour n'a pas grand-chose à voir avec un modèle d'accumulation reposant sur des perspectives de long terme. En effet, d'autres phénomènes expliquent ce retour de la croissance. La politique de dévaluation interne [renvoyant *in fine* à la baisse des salaires réels dans le pays], en ravageant les structures de l'économie portugaise, a davantage ouvert l'économie portugaise et les exportations représentent désormais 40 % du PIB contre 27 % avant la crise. Le retour de la croissance chez le voisin espagnol, notamment, tire donc les exportations et la croissance. De surcroît, la faiblesse de l'euro favorise les ventes de produits portugais désormais fort bon marché en dehors de la zone euro.<sup>9</sup>

L'économie portugaise repose en bonne partie sur la conjoncture de ses partenaires commerciaux au détriment d'éléments plus clairement endogènes. L'amélioration de la conjoncture explique depuis une dizaine de mois l'amélioration de la croissance mais vu la dépendance du pays à ses exportations, la tendance s'inversera inexorablement.

Cette donnée n'incite guère à l'optimisme béat. Parallèlement, le secteur bancaire portugais ne rassure guère non plus.

Chacun garde en mémoire l'épisode durant lequel le gouvernement portugais a, en 2014, dû intervenir à hauteur de 4,4 milliards d'euros en faveur de Banco Espírito Santo avant que cette dernière ne soit divisée entre une structure saine (Novo Banco) et une structure de défaisance qui reprenait les actifs toxiques de Banco Espírito Santo.

C'est peu dire que depuis, le secteur bancaire portugais continue à montrer des signes de faiblesse. En décembre 2015, le gouvernement portugais venait à la rescousse de Banco Internacional do Funchal (BANIF). A l'époque, Lisbonne mettait en œuvre un plan de sauvetage de 2,2 milliards d'euros avant de séparer, comme cela avait été le cas avec Banco Espírito Santo, les actifs toxiques du reste du bilan bancaire. Les actifs sains ont été cédés au groupe espagnol Banco Santander pour un montant de 150 millions d'euros. C'était la deuxième opération de sauvetage bancaire au Portugal en mois de 18 mois.<sup>10</sup>

En mars de cette année, la première banque du pays, la Caixa Geral de Depósitos (CGD), était sauvée par le gouvernement. CGD, détenue à 100% par l'Etat portugais depuis 1993, est déficitaire depuis 2011. Le plan de sauvetage avalisé par la Commission européenne prévoit une recapitalisation pour plus de 4 milliards d'euros. Dans un premier temps, le gouvernement portugais a, en janvier 2017, pratiqué un jeu d'écritures en portant sa participation directe dans le capital de Parcaixa, une filiale de CGD. Montant de l'opération : 500 millions d'euros. Ensuite, Lisbonne a mis en œuvre une conversion pour 945 millions d'euros de la dette de CGD auprès du Trésor portugais. Enfin, le gouvernement Costa a injecté du cash dans le capital de CGD pour 2,7 milliards d'euros.

---

<sup>9</sup> La Tribune, 27 août 2015.

<sup>10</sup> Financial Times, édition mise en ligne du 21 décembre 2015.

Pour autant, la situation des banques portugaises est, pour l'heure, encore loin d'être assainie. Le Portugal affiche un taux de créances douteuses de 20% contre 4% en France et 2,7% en Allemagne<sup>11</sup>. On comprend que dans ces conditions, les agences de notation ne relèvent guère la note sur la dette souveraine du Portugal<sup>12</sup>, ce d'autant que la dette publique de Lisbonne s'est encore alourdie l'an dernier. Voilà qui explique pourquoi l'administration Costa s'est engagée à faire glisser son déficit à 1,5% du PIB en 2017 en visant l'équilibre à l'horizon 2020. Il est vrai que la croissance du pays rend possible cette orientation sans toucher pour l'heure à la fragile (et relative) amélioration des conditions de vie des Portugais. Si la conjoncture venait à se dégrader au centre de la zone euro, le gouvernement Costa continuera-t-il à afficher cette volonté farouche de réduction des déficits ? Si oui, il faudra dire adieu au contre-modèle portugais...

---

<sup>11</sup> Autorité Bancaire Européenne, avril 2017.

<sup>12</sup> Les Echos, édition mise en ligne du 16 juin 2017