



Quelques compléments d'information au sujet du Portugal...

Xavier Dupret

Octobre 2017

11.000 signes

Les journaux ont trouvé une nouvelle coqueluche anti-austérité. Il s'agit du gouvernement portugais. Les bonnes nouvelles en provenance de Lisbonne se multiplient depuis peu. C'est ainsi que la Banque du Portugal envisageait une croissance de 2,5% pour 2017 contre 1,8% au début de cette même année.

La lutte contre l'austérité serait donc exemplaire au Portugal et constituerait même, d'après la presse spécialisée, un parangon de keynésianisme en Europe¹. Les choses ne sont pourtant pas si simples. Pour s'en convaincre, on doit rappeler quelques notions au sujet du keynésianisme.

Keynésien ?

Ce courant de la pensée économique centre son analyse sur la nécessité de mettre au point une politique économique qui garantisse la stabilité du niveau de l'investissement. Pour s'en convaincre, on n'hésitera pas à sonder d'un peu plus près la « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » (1936), le chef d'œuvre de John Maynard Keynes himself. Chez Keynes, la détermination des volumes de la production et de l'emploi passe fondamentalement par la demande globale anticipée qui a deux composantes : les dépenses de consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entrepreneurs. Or, d'après Keynes, l'investissement est plus important que la consommation pour agir sur la demande globale anticipée. « Les grandes lignes de notre théorie peuvent être décrites comme suit. Lorsque l'emploi croît, le revenu réel global augmente. Or, l'état d'esprit de la communauté est tel que, lorsque le revenu réel global croît, la consommation globale augmente, mais non du même montant que le revenu. Par suite, les employeurs réaliseraient une perte si l'emploi

¹ Lire à ce sujet The Economist, édition mise en ligne du 1^{er} avril 2017.

supplémentaire était consacré en totalité à produire des biens de consommation. Pour qu'un certain volume d'emploi soit justifié, il faut donc qu'il existe un montant d'investissements courants suffisant pour absorber l'excès de la production totale sur la fraction de la production que la communauté désire consommer lorsque l'emploi se trouve à ce niveau »².

De cette longue (mais intéressante) citation, on conclura donc que Keynes assigne pour but à la consommation de soutenir l'investissement à titre conjoncturel mais non structurel. Par conséquent, il n'y a aucune nécessité logique, dans l'approche keynésienne, à ce qu'un accroissement de la consommation précède un boom de l'investissement, fondement de l'analyse et de l'action du keynésianisme. Une baisse des taux d'intérêts et/ou un accroissement du déficit budgétaire sont, dans certains cas, amplement suffisants. Autrement dit, le rétablissement de l'investissement doit, plus que l'augmentation du montant des retraites ou des salaires, caractériser une politique économique de type keynésien.

A ce sujet, force est de constater que le cas du Portugal pose singulièrement question. Procédons méthodiquement. Le gouvernement d'António Luis Santos da Costa a été porté sur les fonts baptismaux le 26 novembre 2015. Que constate-on après cette date ? Pour l'année 2016, on voit clairement une baisse de l'investissement rapporté au PIB. En 2015, la formation brute de capital représentait 15,5% du PIB portugais. L'année 2016 aura témoigné d'une chute de cette donnée clé au Portugal (15,3%). En comparant avec les années précédentes, on s'aperçoit qu'en 2016, le Portugal réalisait son troisième plus mauvais score dans le domaine depuis l'an 2000. A la fin des années 2013 et 2014, le Portugal connaissait des taux d'investissement de 14,8% et de 15% respectivement. Par comparaison, le taux d'investissement moyen dans la zone euro pour les années 2015 et 2016 était de 20% du PIB³. D'évidence, la voie empruntée par le gouvernement Costa a été, sur ce point, fort peu fidèle aux enseignements de Keynes.

Cela dit, il faut bien reconnaître une tendance à l'amélioration. Le taux d'investissement, au terme de l'année 2017, devrait dépasser les 16% pour la première fois depuis 2012. On prendra soin de relativiser cette embellie. Nous sommes encore loin des niveaux d'avant la crise de 2007 -2008. A cette époque, le taux d'investissement au Portugal était supérieur à 23% du PIB⁴.

Rien n'indique, par ailleurs, que le regain espéré pour 2017 soit à mettre au crédit d'une augmentation des dépenses publiques au pays de Pessoa. En effet, on observe que le volume de la dépense publique a baissé après l'arrivée au pouvoir de la nouvelle coalition passant de 48,3% en 2015 à 45,1% du PIB en 2016⁵. Là encore, les théories keynésiennes semblent n'inspirer finalement que d'assez loin Lisbonne.

Tourisme

Un pays qui investit peu mais qui renoue avec la croissance, comment est-ce possible ? Et puis, est-ce durable ?

La croissance portugaise serait essentiellement due au dynamisme du tourisme et à ses effets d'entraînement dans le secteur de la construction. Cela fait déjà quatre ans (soit avant l'arrivée de Costa au pouvoir) que les revenus tirés du tourisme connaissent une croissance à deux

² John Maynard KEYNES (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (traduit par Jean de Largentaye, 1942). Éditions Payot., Lausanne. 1942, p.45.

³ Eurostat, septembre 2017.

⁴ IMF, *Cross Country Macroeconomic Statistics*, Portugal, 23 septembre 2017.

⁵ Eurostat, octobre 2017.

chiffres. Les investissements dans l'immobilier touristique ont contribué à tirer la croissance par le haut⁶. L'action du gouvernement Costa aura, somme toute, permis de potentialiser cette croissance en dopant la consommation intérieure. La durabilité de l'opération n'a rien de spécialement assuré si l'investissement ne redécoule pas à Lisbonne dans un avenir très proche.

Comme rien n'est jamais ni tout blanc ni tout noir, on n'hésitera pas, pour le coup, à pointer la responsabilité de la Commission européenne. A l'heure où ces lignes étaient écrites, le Portugal n'était toujours pas sorti de la procédure pour déficit excessif alors que le déficit des finances publiques est repassé, et largement, sous la barre des 3% (-2,1%) à Lisbonne.

Sortir de ce cadre asphyxiant ne manquerait évidemment pas de redonner des marges de manœuvre au gouvernement. L'opération permettrait une relance des investissements publics. C'est à cette condition seulement que le Portugal pourrait alors vraiment adopter une orientation pleinement keynésienne.

Cela dit, l'exemple du Portugal permet de démontrer que dans des périodes de diminution structurelle du potentiel de croissance d'une économie, l'investissement public et la consommation des milieux populaires constituent des ressorts efficaces pour la relance économique. Il s'agit évidemment là d'une rupture de cadre logique au regard de l'ordre austéritaire régnant en Europe.

Après avoir mis une sourdine aux trompettes thébaines des militants qui seraient déjà prêts à décréter que la fin de l'austérité est advenue, nous entreprendrons de livrer quelques pronostics sur le devenir de l'économie portugaise. Et comme d'habitude, nous n'hésiterons pas à prendre des risques (calculés, il est vrai).

Un (nouveau) problème européen en vue ?

Pour que Lisbonne puisse retrouver des marges de manœuvre sur le plan budgétaire, il ne suffit pas que son déficit (solde primaire) soit inférieur à 3%. Encore faut-il que les chiffres concernant son endettement public puissent séduire la Commission européenne. En effet, le volet « endettement public » a été intégré en 2005 au monitoring européen des finances publiques des Etats membres par un accord politique. De ce point de vue, les choses se présentent comme suit.

La dette publique du Portugal se trouvait à un niveau proche des critères de Maastricht avant que la crise de 2007-2008 n'éclate (68,4% du PIB en 2007). La crise, comme partout ailleurs dans le sud de la zone euro, a fait exploser l'endettement public du pays qui va passer, en 5 ans, à 126,2% du PIB en 2012. De 2012 à 2015, la dette de l'Etat portugais s'est stabilisée autour de 129% du PIB.

On peut imaginer que la Commission européenne pourrait quelque peu pinailler puisque la dette publique portugaise a légèrement augmenté l'année dernière en passant de 129% à 130,6% du PIB en 2016⁷. Pour pouvoir espérer un abandon de la procédure de déficit excessif pour le Portugal, il faudra sans doute attendre la fin de l'année 2017. Si la croissance a tiré les recettes de l'Etat portugais vers le haut (ce que semble penser la Banque du Portugal), la dette

⁶ IMF, Portugal Staff Concluding Statement of the 2017, Article IV Mission, 30 juin 2017.

⁷ Eurostat, juillet 2017.

en proportion du PIB devrait logiquement diminuer. C'est seulement à ces conditions que des pourparlers avec la Commission pourraient commencer.

Si ces derniers échouaient, il ne serait pas du tout illogique d'accuser la Commission européenne de parti-pris. En effet, la Grèce est sortie, il y a peu, de la procédure de déficit excessif. Pourtant, l'endettement public grec a bondi entre 2015 et 2016 de 177,4 à 179% du PIB. Certes, la Grèce est « parvenue à dégager un excédent budgétaire de 0,7 % du PIB en 2016 et devrait rester en dessous du seuil de 3 % en 2017 et 2018, selon les prévisions de la Commission ». ⁸ Si le Portugal arrive à afficher deux déficits du solde primaire inférieurs à -3% du PIB, il ne devrait donc pas lui être impossible de sortir du carcan budgétaire européen. Sachant que l'intégration de critères liés à la dette publique dans la procédure de déficit excessif repose exclusivement sur un *gentlemen's agreement* entre grands argentiers de la zone euro et n'a jamais fait l'objet d'une transposition écrite, il ne sera pas trop difficile au gouvernement portugais d'arguer que seul le critère d'évaluation lié au déficit budgétaire doit être examiné. Sera-t-il entendu ? C'est une autre histoire.

Signalons, en effet, une divergence d'ordre interprétatif entre Lisbonne et Bruxelles. La chose pourrait, par-delà les arguties d'ordre technique, être lourde de conséquences. En mars de cette année, le gouvernement Costa a injecté 2,7 milliards dans le capital de Caixa Geral de Depósitos (CGD). Si Bruxelles décidait de considérer cette recapitalisation comme une dépense à inscrire au budget 2017, le Portugal pourrait ne pas satisfaire à la règle des 3% de déficit. La perspective de la sortie de la procédure pour déficit excessif s'éloignerait alors logiquement. Les marges de manœuvre dont le pays a tant besoin pour redémarrer un programme d'investissements et voir une amélioration de la notation de sa dette sur les marchés ne seraient évidemment pas au rendez-vous. Retour à la case départ ?

⁸ Le Monde, édition mise en ligne du 25 septembre 2017.