

PORTUGAL : ENGLUÉ DANS LA RECESSION

Sabine Le Bayon

Département analyse et prévision

Le Portugal a connu au deuxième trimestre 2012 son septième trimestre consécutif de baisse du PIB. Ce dernier est maintenant inférieur de 6,4 % à son niveau de début 2008, cumulant les effets de la crise de 2008 puis de la restriction imposée au Portugal à partir de la mi-2010. L'emploi a baissé de 9 % sur la même période et le taux de chômage a atteint 15,5 % de la population active au deuxième trimestre 2012. Les exportations constituent le seul soutien à la croissance. Mais cela n'est pas suffisant pour contrebalancer l'effet récessif d'une impulsion budgétaire extrêmement négative (respectivement -3,7 points de PIB et -1,8 points en 2012 et 2013) et la récession devrait se poursuivre au moins jusqu'au début de l'année 2013. Le PIB reculerait de 2,8 % en 2012 puis de 1,2 % en 2013 (tableau). Le Portugal ne serait pas en mesure d'afficher un solde public inférieur à 3 % du PIB avant 2014, la Commission européenne ayant confirmé début septembre 2012 que l'objectif d'un solde de 3 % en 2013 était irréalisable dans le contexte économique actuel et ayant accordé un délai d'un an au pays pour l'atteindre.

Tableau : Résumé des prévisions

	2011	2012	2013
Croissance du PIB en %	-1,7	-2,8	-1,2
Output gap en % du PIB potentiel	-3,0	-6,1	-7,6
Taux de chômage	12,9	15,4	16
Impulsion budgétaire en % de PIB	-3,7	-3,7	-1,8
Déficit public en % du PIB	-4,2	-5,5	-4,5
Déficit public, hors mesures exceptionnelles, en % du PIB	-7,4	-6,1	-5,1
Dette publique en % du PIB	107,8	113,8	120,9

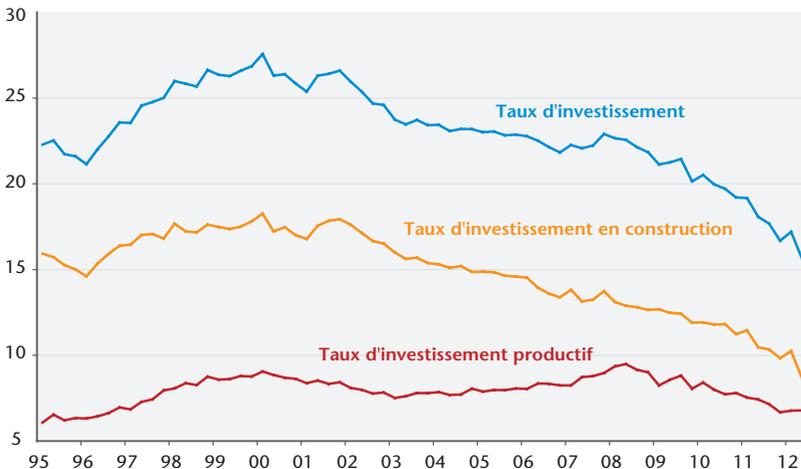
Sources : Données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

La crise prend de l'ampleur

Le recul du PIB concerne toutes les composantes de la demande interne. La consommation privée a chuté de 9,2 % en 4 ans. D'une part, l'emploi baisse depuis 2009. D'autre part, la croissance du salaire nominal par tête n'a cessé de ralentir avant de devenir négative en 2011 (-0,9 %). Ceci s'est traduit par une baisse du salaire réel par tête dès 2010 (-0,2 %) avant de s'amplifier en 2011 (-4,4 %). L'augmentation très forte du taux de chômage (passé de 8,4 % à 15,5 % en quatre ans) limite les marges de négociation des salariés, d'autant que les salaires ont été réduits de 5 % en moyenne dans le secteur public. Dans le même temps, l'endettement des ménages s'est stabilisé autour de 140 % de leur revenu disponible.

Du côté des entreprises, l'ajustement est encore plus sévère : l'investissement a baissé de 35 % depuis 2008 et a concerné dans les mêmes proportions la construction et le reste du secteur productif. Le taux d'investissement a perdu 7 points sur cette période. Si la contraction dans le secteur productif est liée à la crise de 2008 puis à celle de la zone euro, ce n'est pas le cas dans la construction, secteur sinistré depuis le début des années 2000.

Graphique 1. Taux d'investissement*



* le taux d'investissement productif est le taux d'investissement dans les secteurs autres que la construction et l'agriculture.

Source : INE.

En termes de valeur ajoutée, les évolutions sont assez divergentes selon les secteurs d'activité. Ainsi, alors que la valeur ajoutée totale a baissé de 5,2 % depuis le début de la crise en 2008, cette chute a atteint 13 % dans l'industrie, 37 % dans la construction et seulement 0,5 % dans les services liés au commerce et à la restauration. Les services restent donc en partie à l'abri de l'ajustement en cours.

Face au recul de la demande interne (avec une contribution de -6,7 points en 2011), la contribution fortement positive du commerce extérieur (5,1 points) a permis de limiter la baisse du PIB. L'amélioration de cette contribution tient tant au recul des importations qu'au dynamisme des exportations. L'amélioration de la compétitivité-prix est restée modérée, mais les entreprises portugaises ont gagné des parts de marché depuis le début 2011. Dans ce contexte, le déficit de la balance des biens et services s'est réduit de 10 points, passant de 10,1 % du PIB en 2008 à 0,2 % mi-2012.

Quant à la dette totale du pays, elle s'est accrue nettement entre 2009 et 2011 : alors que la dette privée s'est réduite de 6 points, pour atteindre 181 % du PIB, la dette publique augmentait de plus de 24 points, à 107,8 % du PIB (dont 11,8 points d'opérations en capital).

L'ajustement n'est pas terminé

Contrairement à ce que pourrait laisser croire le « bon » résultat budgétaire de 2011 (avec un solde de -4,2 % du PIB, après -9,8 % en 2010), la situation est toujours extrêmement délicate. En effet, cette réduction du solde n'a été obtenue qu'au prix de mesures exceptionnelles d'un montant de 3,5 points de PIB¹ et ce, malgré une impulsion très négative (-3,7 points). La hausse des charges d'intérêt (+0,9 point de PIB en 2011), qui alourdit l'effort nécessaire pour réduire le solde, se poursuivrait en 2012 (+0,8 point) et la part des intérêts atteindrait alors 4,7 % selon les estimations du programme de stabilité d'avril dernier.

1. Pour mémoire, il s'agit du transfert des fonds de pension des banques vers la sécurité sociale. En contrepartie, le gouvernement devra dorénavant prendre en charge les pensions des bénéficiaires de ces fonds de pension.

Les mesures prises en 2012 pour réduire le déficit ont surtout concerné les dépenses avec une réduction de l'emploi et de l'investissement public, une baisse des dépenses de santé et un durcissement de l'accès aux prestations. Du côté des recettes, l'essentiel des mesures a porté sur les impôts indirects (augmentation de la part des biens soumis au taux standard de TVA et des taxes sur l'énergie, le tabac, l'alcool et les voitures). Une hausse de l'imposition des revenus du capital et la réduction de diverses exemptions fiscales pour les ménages et les entreprises ont aussi été décidées.

Les résultats sur les sept premiers mois de 2012 ont été décevants (avec un déficit équivalent à 6,3 % du PIB). La réduction des dépenses a été plus forte que prévu (+0,5 point) mais de moindres recettes fiscales et de cotisations sociales qu'anticipé (-2,1 points) ont rendu caduc l'objectif de déficit public de 4,5 % du PIB en 2012, sans mesures supplémentaires de restriction².

Début septembre 2012, la troïka (Commission européenne, BCE et FMI) a reconnu lors de sa cinquième mission d'évaluation depuis l'adoption du plan d'aide en mai 2011 que les prévisions de solde public n'étaient pas tenables, étant donné la conjoncture économique. L'objectif a été revu à la hausse non seulement pour 2012 (de -4,5 % à -5 %³) mais surtout pour 2013 (de -3 % à -4,5 %). Le retour sous la barre des 3 % est désormais repoussé à 2014 (avec un objectif de 2,5 %) et le ratio dette publique/PIB (qui monterait à 124 %) ne baisserait pas avant 2015 selon la Commission. Par ailleurs, le versement d'une tranche de 4,3 milliards d'euros en octobre a été acté⁴, en attendant la prochaine mission prévue en novembre.

Pour réduire le déficit en 2013, le gouvernement s'appuie à nouveau sur la réduction de l'emploi public et de l'investissement, des coupes dans les dépenses de santé (moindre remboursement des médicaments notamment) et l'élargissement de la base fiscale *via* l'élimination de déductions. Il prévoyait aussi une hausse du

2. Pour plus de détails, voir : « The economic adjustment program for Portugal », *Fifth review*, été 2012.

3. Malgré la révision de l'objectif pour 2012, de nouvelles mesures de rigueur seront nécessaires pour l'atteindre. Nous avons supposé que, malgré ces mesures, le déficit atteindrait 5,5 % du PIB, soit 0,5 point de plus que ce qui est prévu par la Commission européenne.

4. Sur les 78 milliards prévus dans le plan d'aide, 58,6 ont déjà été versés.

taux de cotisations salariés de 11 à 18 %, mais les manifestations et les conclusions d'une réunion du Conseil d'État l'ont conduit à revenir sur cette décision. De nouvelles augmentations d'impôts sont prévues pour compenser cette mesure. D'abord, une hausse de l'impôt sur le revenu est prévue, via une taxe exceptionnelle de 4 % et la modification du barème (avec le passage de 8 à 5 tranches). Le taux moyen d'imposition de l'IR devrait augmenter de plus de 3 points, à 13,2 % en 2013, ce qui rapporterait 1,2 point de PIB de recettes supplémentaires à l'Etat. Ensuite, un alourdissement de l'imposition des revenus du capital et du patrimoine, tout comme une taxation sur les opérations financières, seront mis en place.

Malgré les récents résultats budgétaires mitigés, le Portugal espère toujours un retour progressif sur les marchés financiers. Pour cela, même si les maturités longues sont toujours assurées par les prêts européens et du FMI, au taux de 3,5 %, l'Agence portugaise de gestion de la dette allonge depuis le début de l'année 2012 la maturité de ces émissions de court terme (jusqu'à 18 mois depuis avril dernier). Les dernières émissions ont été réalisées à des taux plus bas que précédemment, signe d'un regain de confiance des investisseurs : les émissions à 6 mois de septembre 2012 avaient un rendement de 1,7 % (contre 2,3 % en juillet dernier) et celles à 18 mois de 3 % (contre 4,5 % en avril⁵). Malgré tout, ces taux restent élevés, tout comme ceux sur le marché secondaire : les taux obligataires à 10 ans étaient fin septembre de l'ordre de 8,9 % (en baisse de près 6 points par rapport à janvier 2012), alors qu'ils atteignaient 5,1 % en Irlande et 6 % en Espagne. Le Portugal a tout de même réussi à échanger des obligations arrivant à échéance en septembre 2013 contre des obligations arrivant à maturité en octobre 2015, ceci pour limiter le montant des émissions nécessaires fin 2013 lors de son retour prévu sur les marchés.

Étant donné le contexte restrictif décrit précédemment, le PIB reculerait en 2012 comme en 2013. La moindre restriction en 2013 limiterait le recul du PIB à -1,2 %, après -2,8 % en 2012. La baisse de l'investissement se poursuivrait. Les ménages pourraient compter sur le ralentissement de l'inflation pour atténuer les pertes de pouvoir d'achat liées à la hausse du taux de chômage et aux

5. À titre de comparaison, la France et l'Allemagne ont récemment émis des titres à 6 mois à des taux négatifs (respectivement -0,01 % et -0,02 %) et à 12 mois à des taux proches de zéro (respectivement 0,02 % et -0,02 %). A deux ans, l'Allemagne émet des titres à un taux de 0,06 %.

hausse d'impôts directs. La consommation privée baisserait de 1,1 % (après -5,6 % en 2012). Le Portugal ne pourrait guère compter sur un soutien des exportations. L'effet négatif de la restriction généralisée dans les grands pays développés sur l'économie portugaise atteindrait 1,9 point en 2012 et 1,7 point en 2013. La demande adressée au Portugal croîtrait de 0,1 % par trimestre en moyenne au second semestre 2012 et de 0,4 % par trimestre en 2013. Les exportations progresseraient un peu plus, les entreprises portugaises continuant de gagner des parts de marché à l'exportation d'ici fin 2013. Mais le rythme de croissance des exportations ralentirait par rapport à la période 2010-2011 (8,2 %) pour se stabiliser à 2 % en moyenne annuelle en 2013. Les importations reculeraient sous le coup de la récession de l'économie portugaise et le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance mais dans des proportions moindres que précédemment.