

## Le redressement économique et financier du Portugal

Gilbert Koenig\*

**Au cours de la période 2011-2018, deux politiques différentes se sont succédé au Portugal pour concilier la consolidation budgétaire et la croissance économique. La première est analogue à celles imposées par les instances européennes et le FMI à tous les pays ayant demandé leur aide financière. La seconde prend le contre-pied de la première tout en respectant les règles de la discipline budgétaire européenne. L'analyse des modalités et des résultats de ces politiques permet d'évaluer leurs efficacités respectives et leurs contributions au redressement économique et financier depuis 2016.**

Le Portugal est l'un des pays européens les plus touchés par la crise économique et financière de 2008-2009. Cela s'est traduit en 2009 par une baisse de 3 % du PIB national et par une détérioration importante de ses finances publiques (déficit budgétaire de 9,4 % du PIB et dette publique de 89,6 % du PIB détenue en grande partie par des étrangers). Cette situation a entraîné la défiance des agences de notation, ce qui a conduit à celle des opérateurs sur les marchés financiers internationaux et à une hausse du coût du financement du pays sur ces marchés. Pour faire face à ces difficultés, le gouvernement a mis sur pied en mars 2011 un programme de redressement économique et d'assainissement des finances publiques que le parlement a rejeté, ce qui a incité les agences de notations inquiètes pour la solvabilité du pays, à continuer à dégrader la note de la dette publique portugaise. De ce fait, il a été impossible pour le pays d'obtenir des ressources financières sur les marchés internationaux à un taux d'intérêt raisonnable pour rembourser une dette de 5 milliards d'euros venant à échéance à la mi-juin 2011. Le gouvernement portugais a donc été obligé de faire appel, malgré ses réticences, à l'aide européenne. Cette aide s'est traduite par un prêt de 78 milliards d'euros sur trois ans fournie par le Fonds européen de stabilité financière et par le Mécanisme européen de stabilité financière. Cette aide a permis de couvrir les besoins de financement du Portugal (refinancement des titres de la dette arrivant à échéance et financement du déficit public courant) à un taux d'intérêt plus favorable que celui du marché financier international. Elle s'accompagne d'un « programme économique

global » que le nouveau gouvernement issu des élections de juin 2011 doit appliquer de 2011 à 2014 sous la surveillance de la Troïka (BCE, Commission européenne et FMI). Après sa sortie de ce programme en 2014, le gouvernement a poursuivi au cours de l'année suivante une politique partiellement conforme à celle conseillée par la Commission européenne. Mais, le mécontentement suscité par les effets économiques et sociaux de la politique d'austérité menée depuis 2011 a conduit à l'avènement d'un nouveau gouvernement à l'issue des élections du mois d'octobre 2015. Ce gouvernement s'est engagé dans un programme de redressement économique dont les principes diffèrent de ceux fondant traditionnellement les programmes européens imposés aux pays en difficulté. Les résultats économiques et financiers positifs de ce programme, très contrastés avec ceux du plan européen, sont attribués essentiellement par une partie des médias au soutien de la demande macroéconomique fourni par les mesures du nouveau gouvernement. Par contre, pour les instances européennes, ils proviennent essentiellement de l'efficacité de moyen terme de la politique d'offre et des réformes structurelles menées sous le contrôle de la Troïka. L'analyse des politiques successives menées au Portugal de 2011 à 2018 pour essayer de concilier la consolidation budgétaire et la croissance économique permet de rendre moins abrupte l'opposition entre ces deux opinions sur la nature de la politique à mener.

\* Université de Strasbourg, CNRS, BETA UMR7522, F-67000 Strasbourg, France.

---

## **Le programme économique et financier imposé par la Troïka**

En contrepartie du prêt de 78 milliards d'euros accordé par la Troïka, le gouvernement portugais a dû accepter les dispositions spécifiées dans le mémorandum du 17 mai 2011 qui a été appliqué à partir du 21 juin 2011 par le nouveau gouvernement issu des élections parlementaires. Ce texte comprend plus de 400 mesures destinées à assainir les finances publiques, à redresser l'économie et à renflouer les banques en difficulté. Ces mesures ont été appliquées scrupuleusement par le gouvernement portugais sous le contrôle de la Troïka.

### ***Les mesures destinées à assainir les finances publiques***

Ces mesures doivent conduire à une réduction du déficit budgétaire par une baisse des dépenses du secteur public et une hausse de ses recettes afin d'alléger la dette publique.

Une partie importante de la réduction des dépenses publiques est obtenue par la baisse des dépenses en personnel du secteur public. Cette baisse résulte de celles du nombre des agents publics (100 000 en 2013), de la rémunération du personnel restant en place (diminutions successives allant de 2,5 % à 12 % selon le niveau de revenus) et des pensions de retraite (diminution de 10 % en 2013). Ces mesures sont accompagnées de réformes structurelles portant notamment sur le statut des fonctionnaires et sur l'évolution de leurs carrières.

Une autre partie de la diminution des dépenses publiques est due aux mesures réduisant la protection sociale, comme celles qui diminuent la durée et le montant des allocations chômage ainsi que les prestations bénéficiant aux handicapés et aux étudiants. De plus, des coupes budgétaires ont été effectuées, notamment dans les secteurs de la santé et de l'éducation.

L'effort de compression des dépenses publiques n'a pas seulement porté sur la consommation, mais aussi sur l'investissement du secteur public. Le gouvernement a notamment dû renoncer à de grands investissements publics qu'il souhaitait lancer comme la construction d'un nouvel aéroport à Lisbonne et un réseau de transports à grande vitesse (TGV).

La hausse des recettes publiques exigée par la Troïka résulte de celles des impôts et taxes et des opérations de privatisation. C'est ainsi que la TVA est passée de 21 % en 2010 à 23 % en 2011 et que les impôts sur le revenu ont augmenté d'une façon importante, notamment en 2013. Différentes taxes ont augmenté ou ont été créées, comme celles portant sur les véhicules, le tabac, les produits énergétiques et les propriétés de luxe.

Les opérations de privatisation d'une trentaine d'entreprises publiques ou parapubliques ont été réalisées dans le secteur du transport (compagnie aérienne nationale, métro de Lisbonne et de Porto), de l'énergie (pétrole, gaz et électricité) et des communications. Elles doivent rapporter 5 milliards d'euros en fin de période.

### ***Les mesures de redressement de l'économie***

Le redressement économique du Portugal doit être réalisé, selon la Troïka, par une amélioration de la compétitivité-prix du pays et par la levée de certains obstacles structurels à la croissance.

Du fait de son appartenance à la zone euro, le Portugal ne peut pas mener une politique nationale de change. Sa compétitivité-prix ne peut être rétablie que par une dévaluation interne qui doit se traduire par une baisse du coût du travail. Les salaires doivent diminuer de 5 % en 2011 et rester gelés en 2012 et 2013, comme les pensions de retraite, sauf les plus basses. Le salaire minimum mensuel de 485 euros est gelé pendant 4 ans. De plus, l'horaire de travail quotidien a été augmenté d'une demi-heure et la rémunération des heures supplémentaires ainsi que le nombre des jours de congé ont été réduits.

Afin d'assurer la flexibilité des salaires, la Troïka impose une réforme du droit du travail considéré comme très protecteur. Dans cette optique, le gouvernement adopte des mesures qui sont censées améliorer le fonctionnement du marché du travail : dégressivité et plafonnement des indemnités de licenciement, extension des critères de licenciement, réduction de la durée et du montant des allocations-chômage, dispositions privilégiant les négociations salariales individuelles plutôt que les accords collectifs. Ces mesures ont provoqué plusieurs mouvements de grève et

certaines d'entre elles ont été invalidées par la Cour constitutionnelle du Portugal<sup>1</sup>.

Plusieurs autres réformes ont été engagées en vue de favoriser la croissance ou l'assainissement des finances publiques. Elles concernent essentiellement le système fiscal et judiciaire, la gestion des finances publiques, l'administration publique et les hôpitaux.

### Le renflouement des banques

La faiblesse structurelle des banques portugaises explique en partie la défiance des agences de notations et des opérateurs sur les marchés financiers internationaux qui a obligé le Portugal à demander l'aide européenne en 2011. En effet, les banques sont fortement endettées, surtout envers l'extérieur. De plus, elles possèdent une masse importante de créances douteuses, ce qui limite leur accès aux marchés internationaux des capitaux. De ce fait, il a été prévu de réserver une part d'un montant de 12 milliards d'euros de l'aide européenne pour la recapitalisation éventuelle des banques. C'est ainsi que la banque *Millennium BCP* et la *Banco Internacional do Funchal (Banif)* ont bénéficié respectivement d'une aide gouvernementale de 3 milliards d'euros en juin 2012 et de 1,1 milliard en janvier 2013. Enfin, en 2014, le gouvernement a dû injecter 4,9 milliards d'euros dans le sauvetage de la *Banco Espírito Santo* pour lui permettre de retrouver une partie de sa solvabilité<sup>2</sup>.

### Le Bilan du programme d'ajustement budgétaire et économique

<sup>1</sup> Le Portugal est le premier pays de l'Eurogroupe où la plus haute institution judiciaire a bloqué une réduction budgétaire demandée par la Troïka. En effet, en 2013, la Cour constitutionnelle portugaise a condamné, au nom du principe d'égalité, le ciblage des mesures d'austérité sur les travailleurs du secteur public et a invalidé la baisse de près de 10 % des retraites des fonctionnaires au-delà de 600 euros.

<sup>2</sup> Cette banque a ensuite été divisée en deux structures : la *Novo Banco* qui gère les actifs sains et une structure de défaillance (*bad bank*) qui reprend les actifs toxiques de *Banco Espírito Santo*. 75 % des parts de la *Novo Banco* ont été ensuite vendues à *Lone Star* qui est un fonds d'investissement américain. Voir : Direction générale du Trésor, Ambassade de France au Portugal, Service économique de Lisbonne, Actualités économiques et financières du Portugal, mars 2018.

Bien qu'il ait été appliqué scrupuleusement par le gouvernement portugais, le programme d'ajustement imposé par la Troïka n'a pas atteint ses principaux objectifs budgétaires et économiques et a fait supporter à la population un coût social important.

### Une évolution des finances publiques décevante

Dans le domaine des finances publiques, les prévisions de la Troïka n'ont pas été réalisées, comme le montrent les données du Tableau 1.

**Tableau 1** : Soldes budgétaires portugais prévus et réalisés (en % du PIB)

Années	2011	2012	2013	2014
Prévisions	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3
Réalisations	-7,4	-5,6	-4,8	-7,2

Source : Eurostat et memorandum of understanding on specific economic policy conditionality (2011).

En effet, le déficit budgétaire devait passer de 9,8 % du PIB en 2010 à 5,9 % en 2011 avant de diminuer régulièrement pour atteindre 2,3 % en 2014. Or, le déficit réalisé a beaucoup moins baissé de 2010 à 2013 avant de s'accroître d'une façon importante en 2014 à cause des fonds consacrés au renflouement de la banque *Espírito Santo*.

**Tableau 2** : Prévisions et réalisations de la croissance et du chômage 2011-2014

Années	Taux de croissance annuel		Taux de chômage	
	Prévision	Réalisation	Prévision	Réalisation
2011	-2,2	-1,8	12,2	14,6
2012	-1,8	-4,0	12,9	17,3
2013	+1,2	-1,1	12,4	15,1
2014	+2,5	+0,9	11,6	13,7

Sources : mémorandum de 2011, Eurostat et Commission européenne.

Du fait de cette évolution du déficit budgétaire, la part de la dette publique dans le PIB qui est passée de 93 % en 2010 à 111,1 % en 2011 a continué à s'accroître pour atteindre 130,6 % en 2014, alors qu'à cette date elle devait représenter 115 % selon les prévisions de la Troïka.

### Des effets économiques récessifs

Les prévisions de la Troïka sur les effets que pouvait exercer son programme sur la croissance et le chômage diffèrent sensiblement des réalisations, comme le montre la comparaison des chiffres du Tableau 2.

Selon les prévisions de la Troïka, l'économie portugaise devait subir une récession pendant deux ans avant de retrouver une croissance d'abord modeste en 2013, puis assez

importante en 2014. Cette évolution devait avoir des conséquences assez faibles sur le taux de chômage qui, après un pic en 2012, devait diminuer un peu en-dessous de son niveau de 2010.

En fait, la récession a été plus importante et plus longue que prévue. Le PIB a diminué de 5,9 % au cours de la période 2011-2014, alors qu'il ne devait diminuer que de 0,5 % selon les prévisions de la Troïka. L'importance de cette récession a induit un taux de chômage largement supérieur aux taux prévus par la Troïka. Ce taux est passé par un pic à la fin de 2012 et au début de 2013, puis il a progressivement diminué pour atteindre en 2014 un niveau qui reste bien supérieur aux prévisions.

**Tableau 3 :** Evolution de la demande macroéconomique 2011-2014  
(Unités : milliards d'euros aux prix courants)

Années	Consommation des ménages	Consommation publique	Investissement	Exportations nettes
2011	112,6	34,9	32,7	-7,5
2012	108,2	31,2	26,4	-0,9
2013	107,7	32,5	24,9	+1,7
2014	110,5	32,2	26,5	+0,3

Source : OCDE.

La différence entre les prévisions et les réalisations de la croissance et du chômage ne provient pas seulement de la sous-estimation des effets des mesures imposées par la Troïka sur les finances publiques, mais aussi de sa sous-estimation de l'importance des multiplicateurs budgétaires qui mesurent les incidences de la variation du solde budgétaire sur les composantes de la demande macroéconomique dont dépend le PIB<sup>3</sup>. Ces incidences sont chiffrées dans le Tableau 3.

De 2011 à 2014, l'investissement total a diminué de 19 % en valeur et sa part dans le PIB est passée de 20 % à 15 %. Cette baisse a surtout touché l'investissement public dont la part dans le PIB a diminué de 60 % au cours de cette période afin de respecter la discipline budgétaire imposée par la Troïka. La réduction de 15 % de la part de l'investissement privé dans le PIB<sup>4</sup> est due essentiellement à l'accès difficile aux crédits et aux anticipations

<sup>3</sup> Blanchard, O.J. and D. Leigh (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers." *American Economic Review*, 103 (3): 117-20. L'étude montre que les programmes de consolidation budgétaire appliqués en Europe étaient fondés sur les anticipations d'un multiplicateur budgétaire de 0,5, alors qu'en réalité sa valeur était comprise entre 0,9 et 1,7.

<sup>4</sup> Les parts respectives de l'investissement privé et public dans le PIB sont passées de 15 % et de 5 % en 2011 à 13 % et à 2 % en 2014. Source: OCDE, Portugal, synthèse de l'étude économique du Portugal, février 2017.

pessimistes des entreprises sur les débouchés des produits qu'ils pourraient fabriquer avec le nouveau capital. La consommation publique a diminué, conformément aux exigences de la Troïka, de plus de 10 % de 2011 à 2012, puis s'est stabilisée à un niveau un peu supérieur à celui de 2012. Quant à la consommation des ménages, elle a diminué de 4,4 % entre 2011 et 2013 avant de revenir en 2014 à un niveau proche de celui de 2011. La baisse de la consommation des ménages résulte de la hausse du chômage, de la diminution des salaires et de l'accroissement des impôts et des cotisations sociales. Mais, en réduisant les importations, la diminution de la consommation privée a eu un effet favorable sur la balance commerciale. Cet effet est renforcé par la hausse des exportations due en partie à l'amélioration de la compétitivité-prix du pays.

De ce fait, le déficit de la balance commerciale de 2011 a diminué de façon importante en 2012 avant de faire place à des excédents en 2013 et 2014, ce qui a exercé un effet positif sur la croissance. Cette amélioration du solde commercial qui constitue le seul succès du programme imposé par la Troïka a été obtenue à un coût social important.

### ***Le coût social de l'application du programme de la Troïka***

Ce coût est analogue à celui supporté par la Grèce, l'Irlande et Chypre qui ont été soumis à un programme similaire imposé par la Troïka en contrepartie d'une aide financière. Il se traduit essentiellement par un appauvrissement d'une partie importante de la population, par une hausse des inégalités et par une forte émigration<sup>5</sup>.

L'appauvrissement de la population résulte essentiellement de la hausse du chômage, de la baisse des salaires et de la réduction de la protection sociale. Selon une enquête de l'Institut nationale de la statistique, 19,5 % de la population est en risque de pauvreté en 2013 contre 18,1 % en 2010. Ce risque touche 40,5 % des chômeurs en 2013 contre 36 % en 2010 et 10,7 % des salariés en 2013 contre 10,3 % des salariés en 2010. De plus, des enquêtes révèlent qu'en 2014, 25,7 % des Portugais se trouvent dans un grand

<sup>5</sup> F. Vasquez (2016), « Portugal 2016, le lourd bilan de l'austérité », *Métis*, 05 Mars.

dénuement matériel (difficultés à satisfaire les besoins de bases tels que ceux concernant la nourriture, le logement et la santé) contre 21 % en 2011.

L'appauvrissement de la population et certaines réformes opérées ont accru les inégalités sociales en empêchant notamment un nombre de plus en plus important de personnes à accéder dans de bonnes conditions à un logement décent et aux services de la santé et de l'éducation. A cette hausse de l'inégalité sociale s'ajoute celle de l'inégalité des revenus résultant de la hausse de la pression fiscale sur les salariés et de la baisse des charges fiscales et sociales pesant sur les entreprises.

Selon l'Observatoire de l'émigration, les flux d'émigrés portugais ont augmenté de 50 % entre 2010 et 2013 avant de se stabiliser à 110 000 personnes par an entre 2013 et 2014. Ils sont formés essentiellement d'individus assez jeunes<sup>6</sup> et peu qualifiés, mais la part des individus qualifiés augmente. En dehors des drames humains qu'elle comporte, cette émigration met en péril l'avenir de moyen et de long terme du pays en le privant d'une main d'œuvre jeune dont une partie est formée et en accentuant le vieillissement de la population qui résulte déjà des flux migratoires des périodes précédentes et de la baisse du taux de natalité. Dans l'immédiat, elle contribue à réduire la pression revendicative que peut susciter la politique d'austérité et à augmenter statistiquement le taux de chômage en réduisant la population active.

### **Le maintien de l'austérité hors du programme de la Troïka**

Après la sortie du Portugal du programme européen en avril 2014, la Commission européenne considère, malgré les résultats de son programme, que le pays doit poursuivre en priorité sa politique de consolidation budgétaire et renforcer les mesures d'austérité et les réformes du marché du travail. Le gouvernement portugais en place se conforme en partie à cette opinion en présentant à la Commission européenne, à la fin de 2014, son premier budget, hors du programme de la Troïka, pour 2015. Il privilégie la

<sup>6</sup> L'émigration des jeunes chômeurs est encouragée par le gouvernement à partir d'octobre 2011.

consolidation budgétaire en réduisant les dépenses publiques et en augmentant les impôts afin de diminuer le déficit budgétaire à 2,7 % du PIB et d'obtenir un endettement public représentant 123,7 % du PIB. Mais, pour ne pas défavoriser une reprise économique encore hésitante et dans la perspective des élections de fin 2015, il renonce à renforcer les mesures d'austérité et à poursuivre les réformes. Cependant, pour soutenir cette reprise, il décide une réduction du taux d'imposition des sociétés de 23 % à 21 %. Il espère ainsi obtenir une baisse du taux de chômage de 1 point de pourcentage.

La pause dans la politique d'austérité a permis au Portugal de bénéficier des effets de la reprise économique qui s'est manifestée en 2015 par un taux de croissance de 1,6 % (0,9 % en 2014) et un taux de chômage de 12,2 % (13,7 % en 2014). Cette reprise résulte essentiellement de facteurs externes. En effet, la fin de l'austérité dans certains pays clients du Portugal et la faiblesse de l'euro ont entraîné une hausse importante des exportations portugaises. De plus, les investissements ont repris grâce à la réduction des taux d'intérêt et à l'amélioration de la distribution des crédits résultant de la politique de la BCE. Néanmoins, le PIB reste encore inférieur à celui de 2007 précédant la crise financière.

Par contre, l'objectif de consolidation budgétaire n'est pas atteint, car le déficit budgétaire et l'endettement public représentent respectivement 4,8 % du PIB et 128,8 % du PIB en 2015.

### **La relance de la demande macroéconomique sous le contrôle de la Commission européenne**

Le nouveau gouvernement issu des élections d'octobre 2015 veut rompre avec la politique d'austérité imposée par la Troïka tout en se conformant aux principes de la discipline budgétaire européenne<sup>7</sup>. De ce fait, il ne se contente pas de faire une pause dans la politique d'austérité, comme son

<sup>7</sup> En cas de non-respect de cette discipline, la Commission aurait rejeté le projet de budget, ce qui aurait entraîné une dégradation de la note attribuée à la dette publique portugaise. Alors, le Portugal n'aurait plus bénéficié de la politique d'achats de titres par la BCE et n'aurait plus pu se refinancer à un coût raisonnable sur les marchés financiers internationaux.

---

prédécesseur, mais il s'engage à alléger l'austérité par des mesures de soutien de la demande et par la correction de certaines réformes structurelles introduites sous la pression de la Troïka.

Parmi les principales mesures de soutien de la demande, on trouve :

- l'accroissement du salaire minimum mensuel gelé pendant 4 ans à 485 euros jusqu'en 2014. Ce salaire est passé progressivement à 580 euros en 2018. Il devrait atteindre 600 euros en 2019 ;
- la revalorisation des retraites les plus modestes;
- la fin des coupes de salaires des fonctionnaires;
- la suppression progressive d'une surtaxe sur les salaires instaurée dans la période 2011-2014 ;
- l'élargissement des critères d'attribution des minima sociaux et des allocations familiales et de chômage et de l'application du tarif social de l'énergie.

Certaines de ces mesures induisent mécaniquement une hausse de la consommation des ménages qui n'ont pas la possibilité d'épargner faute de moyens suffisants et qui de ce fait affectent toute hausse de leur revenu disponible à la consommation<sup>8</sup>.

Par ailleurs, des dispositions ont été prises pour réduire la pression fiscale sur les classes moyennes.

Quelques mesures ont été décidées pour revenir sur certaines réformes structurelles. Elles ont porté notamment sur

- les privatisations : baisse des concessions faites au secteur privé des transports collectifs de Lisbonne et Porto dans le cadre d'opérations de privatisation et hausse de la participation de l'État à la compagnie aérienne nationale par rapport à la participation accordée initialement au moment de la privatisation ;
- la fonction publique où ont été rétablis les 35 heures de travail et les quatre jours fériés qui avaient été supprimés. De plus, un programme de valorisation de la fonction publique est mis en œuvre en 2018.

---

<sup>8</sup> Les économistes anglo-saxons appellent les ménages formant cette population des *hand-to-mouth*. On estime qu'ils représentent en moyenne 20 % de la population totale dans les pays développés.

On peut cependant noter que l'essentiel des réformes imposées par la Troïka portant sur le fonctionnement du marché du travail et sur le droit social a été conservé jusqu'ici. Mais contrairement aux conseils de la Commission européenne, ces réformes n'ont pas été renforcées par le gouvernement.

Pour éviter que ces mesures conduisent à un dérapage budgétaire, le gouvernement a dû prendre les dispositions fiscales suivantes pour faire accepter le budget 2016 par la Commission européenne :

- hausses d'impôts sur les carburants, les véhicules, le tabac et les alcools;
- instauration d'une taxe sur l'énergie, les banques et les sodas;
- taxation du patrimoine immobilier des contribuables fortunés.

Des efforts ont été consentis par le gouvernement du côté des dépenses publiques en acceptant de freiner la consommation et les investissements publics et de geler le recrutement des fonctionnaires.

## **Le bilan de la nouvelle politique économique**

Les mesures introduites dans les budgets de 2016 à 2018 ont fait l'objet d'après négociations entre le gouvernement portugais et la Commission européenne qui craignait un dérapage budgétaire. Mais les résultats obtenus par leur application a permis d'apaiser cette crainte sans cependant convaincre la Commission du bien-fondé de cette politique.

### ***L'évaluation du redressement économique et financier***

Le gouvernement portugais a proposé initialement à la Commission européenne un budget pour 2016 fondé sur des objectifs de croissance de 2,1 % et de déficit budgétaire de 2,6 % du PIB. Mais pour obtenir la validation de la Commission, il a dû revoir son budget en vue d'assurer un déficit budgétaire de 2,2 % du PIB, ce qui l'a amené à réduire son objectif de croissance à un taux de 1,8 %. Ce budget pourtant approuvé avec réserve par la Commission<sup>9</sup> s'est soldé par un déficit

---

<sup>9</sup> La Commission considère que le projet comporte un risque persistant de « non-conformité » avec les exigences du Pacte de stabilité.

inférieur à l'objectif. Le taux de croissance économique un peu plus faible que prévu s'est accompagné cependant d'une baisse du chômage. Les deux années suivantes sont marquées par une croissance vigoureuse et une baisse importante du chômage, comme le montrent les chiffres du Tableau 4. Cette tendance semble devoir se poursuivre en 2019, selon les prévisions gouvernementales et celles de l'Institut national de statistique.

**Tableau 4.** Evolution de la croissance, du chômage et des finances publiques 2016-2019

Années	Taux de croissance	Taux de chômage	Solde budgétaire (% du PIB)	Dettes publiques (% du PIB)
2016	1,4	10,1	-2	129,9
2017	2,7	7,9	-3(1)	125,7
2018	2,3	6,8	-0,7*	121,2*
2019*	2,2	6,3	-0,2	118,5

Source : Eurostat. \*Prévisions.

Note : Le taux de croissance de 2018 est celui du second trimestre 2018 par rapport au second trimestre 2017 et le taux de chômage de 2018 est mesuré en juillet, alors que les taux des autres années le sont en décembre.

Le redressement économique s'est accompagné d'un assainissement des finances publiques qui s'est traduit par une baisse importante du déficit budgétaire<sup>10</sup>. Cette baisse ne peut cependant qu'atténuer faiblement à court terme le poids de l'importante dette publique. La reprise économique résulte de l'accroissement de la consommation des ménages qui ont bénéficié d'une hausse de leurs revenus et d'une inflation faible, et de l'augmentation de l'investissement (8,4 % en 2017) stimulé par la perspective de débouchés plus élevés et par des aides publiques<sup>11</sup>. Cette évolution est renforcée par la hausse de la demande extérieure.

En effet, les exportations de biens et services représentent 42 % du PIB en 2017, soit plus de 2 points de pourcentage de plus qu'en 2016<sup>12</sup>. Les exportations de biens ont augmenté de plus de 10 % en 2017 par rapport à 2016. Cette hausse s'est particulièrement manifestée dans les secteurs à forte valeur ajoutée dont certains comme le secteur de l'automobile ont bénéficié d'investissements étrangers

<sup>10</sup> Le déficit public portugais a représenté 3 % du PIB en 2017 à cause de la recapitalisation de la banque publique Caixa Geral de Depositos (3,94 milliards d'euros). Sans cette opération ponctuelle, il se serait établi à 1 % selon l'Institut national de la statistique, comme le prévoyait le gouvernement.

<sup>11</sup> Pour favoriser l'investissement privé, le gouvernement a baissé les cotisations des petites entreprises, notamment dans le secteur du textile afin de favoriser la montée en gamme de ses produits exportés.

<sup>12</sup> Autier L. (2018), *Le commerce extérieur du Portugal en 2017*, Direction générale du Trésor.

importants, ainsi que dans les secteurs traditionnels comme le textile, les chaussures et le bois, qui ont fait des efforts importants de modernisation et d'innovation. La baisse du coût du travail imposée au cours de la période 2011-2014 et l'amélioration de la situation économique des pays importateurs étrangers ont favorisé les exportations portugaises des secteurs d'activité traditionnelle, comme dans les années précédentes. Cette hausse des exportations a été surcompensée par celle des importations induite par l'augmentation de la consommation privée et par les achats extérieurs des fournitures, des machines et des équipements nécessaires pour la production. La hausse du déficit commercial en résultant en 2016 s'est atténuée en 2017.

Quant à la balance des services, elle est largement excédentaire notamment grâce au développement important du tourisme qui représente 51 % des exportations de services.

Ce bilan a convaincu la Commission de mettre fin en mai 2017 à la procédure de déséquilibre excessif engagé contre le Portugal depuis 2009. De plus, il a incité les agences de notation à améliorer leur appréciation du risque lié à la détention des titres portugais, ce qui a permis au Portugal de se financer à des coûts raisonnables sur les marchés financiers internationaux<sup>13</sup>.

### ***Les causes du redressement économique et financier du Portugal***

Pour une partie des médias, le redressement de la situation portugaise au cours de la période 2016-2018 relève d'un miracle économique. Mais, cette terminologie paraît inappropriée, car, à la différence d'un miracle, ce redressement n'a rien de mystérieux ou de surnaturel. Il peut être expliqué théoriquement et empiriquement.

A la fin de 2015, le gouvernement portugais avait le choix entre la poursuite de la politique appliquée par la Troïka comme le demandait la Commission européenne ou l'élaboration d'une nouvelle politique. Le bilan du

<sup>13</sup> En mars 2017, l'agence de gestion du Trésor et de la dette publique a émis des titres du Trésor pour 1,25 milliard d'euros dont 2/3 à 10 ans et 1/3 à 27 ans aux taux d'intérêt respectifs de 1,8 % et de 2,8 %.

---

programme imposé par la Troïka a montré que la politique d'offre axée sur la baisse des coûts salariaux et la réforme du marché du travail n'était pas adaptée à la situation portugaise comme l'a fait savoir à la Troïka le président de la confédération des entreprises portugaises<sup>14</sup>. De ce fait, la baisse des salaires et la réforme du marché du travail n'ont pas entraîné la hausse espérée de la demande de travail et du niveau de l'emploi. Par contre, la réduction des salaires a déterminé une baisse des revenus des ménages, ce qui n'a pas seulement diminué la demande de consommation, mais aussi les anticipations des investisseurs sur leurs recettes futures. La baisse des recettes fiscales résultant de celle du niveau d'activité n'a pas permis d'obtenir la réduction désirée du déficit budgétaire, malgré la diminution des dépenses publiques.

La poursuite de cette politique à partir de 2016 aurait été peu judicieuse, car elle était encore plus inadaptée à la situation économique de cette date qu'auparavant du fait de la baisse importante de la demande de biens résultant du programme de la Troïka et du niveau d'activité encore plus bas qu'en 2009. Le gouvernement a donc décidé, contre l'avis de la Commission, de présenter à partir de 2016 des budgets comprenant des mesures de soutien de la demande et de correction, au moins partielle, des effets néfastes de l'austérité.

D'abord très hostile à cette nouvelle politique, la Commission européenne a finalement salué ses résultats en 2017. Mais, sans faire de commentaires sur les résultats de la politique menée de 2011 à 2014, la Commission européenne considère que le maintien de l'essentiel des réformes précédentes par le gouvernement portugais explique l'essentiel des succès de la politique mise en œuvre à partir de 2016 et que le soutien de la demande n'y a contribué que marginalement. Dans cette perspective, il est probable qu'en demandant au gouvernement en 2016 de renforcer ces réformes plutôt que de s'engager dans une voie nouvelle, la Commission espérait obtenir encore de meilleurs résultats que ceux obtenus de 2016 à 2018. Or, un tel espoir avait déjà été déçu avec le renouvellement et le renforcement d'un programme similaire qui, dans le cadre de trois mémorandums

---

<sup>14</sup> Pour ce responsable économique, la politique de bas salaires constitue une stratégie obsolète. Quant à la réforme du marché du travail, elle ne forme que sa septième priorité bien après des politiques de produits innovants.

successifs, ont conduit la Grèce dans une situation économique et sociale dramatique<sup>15</sup>.

Contrairement à la Commission, le gouvernement portugais attribue le succès de sa politique à ses mesures de stimulation de la demande renforcées par la hausse de la demande extérieure résultant de la reprise économique des autres pays européens. En effet, il considère qu'une telle politique s'impose, car en 2016 comme en 2011, l'économie portugaise souffre plutôt d'une insuffisance de la demande que de coûts du travail excessifs. Il peut donc prendre des mesures favorables à la demande, mais pesant sur les coûts de production, comme l'augmentation du salaire minimum, sans soulever l'opposition des entrepreneurs, d'autant plus que ces derniers avaient précédemment bénéficié d'une réduction importante des salaires. Mais le gouvernement ne se contente pas de s'assurer que ses mesures n'affectent pas trop l'offre, il prend également des dispositions susceptibles de la favoriser. Dans cette perspective, il conteste le bien-fondé pour le Portugal d'une politique d'offre axée uniquement sur l'objectif d'amélioration de la concurrence-prix sur les marchés internationaux. En effet, il considère qu'en se limitant à ce type de concurrence, on maintient le modèle de production *low cost*, alors qu'il est de plus en plus difficile de concurrencer sur cette base les pays à bas salaire et à faible protection sociale. C'est pourquoi il incite les entreprises par diverses mesures à miser plutôt sur une concurrence fondée sur la qualité et l'innovation et à se positionner sur des segments de marché haut de gamme. L'amélioration du solde commercial de 2017 est déjà due en partie à cette nouvelle orientation.

Diverses autres mesures ont été prises à partir de 2016 pour favoriser l'offre, comme la baisse des cotisations de 23 % à 22 % accordée aux entreprises en contrepartie de la hausse du salaire minimum et l'encouragement de la construction d'infrastructure immobilière en vue de faire face à une forte demande de séjours touristiques<sup>16</sup>. De plus, le gouvernement est

---

<sup>15</sup> Voir G. Koenig (2015), « Le troisième référendum grec : Triomphe du dogme néo-libéral du TINA », *Bulletin de l'OPEE*, n°33.

<sup>16</sup> En 2017, le développement du tourisme s'est traduit par une hausse de 20 % des recettes issues de cette activité et par la mise en chantier de 200 hôtels dont la plupart est classée dans les catégories des 4 et 5 étoiles.

revenu, bien qu'assez timidement, sur certaines réformes structurelles que la Troïka avait imposées, dans des secteurs, comme la santé, l'éducation et les transports pour améliorer les finances publiques, mais qui peuvent avoir des effets négatifs sur l'offre de services.

### *Les perspectives d'avenir*

Les résultats obtenus depuis 2016 par le gouvernement portugais doivent être confortés par des mesures destinées à corriger des faiblesses structurelles anciennes de l'économie portugaise que la Troïka a négligées ou amplifiées. Les corrections les plus importantes concernent l'endettement total du pays, le secteur bancaire et l'investissement.

L'endettement des ménages et des entreprises représente plus de 200 % du PIB, ce qui pèse sur la consommation et l'investissement. Il ne pourra être réduit que progressivement à la faveur des succès de la politique économique favorisant la croissance. A cet endettement s'ajoute celui du secteur public qui reste très élevé malgré les améliorations importantes du solde budgétaire annuel. Le gouvernement s'est engagé pour les années à venir à continuer à assainir ses finances publiques en visant un équilibre budgétaire à partir de 2020. Mais, il paraît difficile pour le pays de dégager un déficit primaire suffisamment important et durable pour obtenir un déficit total représentant 60% du PIB, comme le demande la Commission. Conscient de cette difficulté, le gouvernement a tenté de renégocier sa dette publique, ce que les instances européennes ont refusé comme elles l'ont fait pour la Grèce.

Les efforts d'assainissement des finances publiques risquent d'être mis en cause par les aides publiques dont les banques peuvent avoir besoin. En effet, malgré les aides importantes dont elles ont bénéficié depuis 2008<sup>17</sup>, les banques portugaises restent très fragiles à cause de l'importance des créances douteuses dans leur bilan (20 % des créances totales) et de leur endettement extérieur élevé. Cette situation pourrait s'aggraver d'une façon importante si une crise financière internationale survenait, ce qui rendrait

---

<sup>17</sup> Les aides publiques, à l'exclusion des garanties accordées par l'État, expliquent environ 20 % de la hausse de la dette publique au cours de la période 2008-2014.

nécessaires des aides publiques sous la forme de garanties, de participation au Fonds de résolution et de mesures de recapitalisation. Différentes mesures peuvent être envisagées pour corriger certaines faiblesses du secteur bancaire, comme une surveillance plus stricte de la gestion des banques qui s'est révélée parfois insuffisante et le maintien d'un secteur public bancaire portugais susceptible de fournir les crédits adaptés aux besoins de l'économie nationale<sup>18</sup>.

Bien que le développement de l'investissement ait contribué au soutien de la demande, sa part dans le PIB reste encore inférieure à la moyenne européenne. Une hausse de l'investissement public permettrait de corriger cette insuffisance non seulement en amplifiant directement l'effet-demande sur le niveau d'activité, mais aussi en amorçant des investissements privés dans des secteurs qui, sans l'intervention préalable de l'État, n'auraient pas dégagé un rendement suffisant pour attirer les investisseurs privés. Des investissements publics importants sont nécessaires pour corriger les faiblesses structurelles de l'économie portugaise. Ils permettraient notamment d'améliorer le système de santé qui manque gravement de moyens matériels et de personnel, celui de l'éducation en grande difficulté, les infrastructures de transport<sup>19</sup> et la formation professionnelle<sup>20</sup>. De plus, des efforts devraient être faits pour lutter contre la pauvreté et corriger les inégalités sociales et territoriales croissantes. Mais, toutes ces mesures nécessitent des investissements publics dont le financement se heurte aux règles de la discipline budgétaire européenne qui ne permettent qu'un déficit structurel de

---

<sup>18</sup> Jusqu'ici, l'État portugais s'est limité à renflouer les banques en difficulté avant de les céder à des fonds d'investissement ou à des groupes bancaires étrangers. C'est ainsi qu'une banque portugaise spécialisée dans les crédits aux PME a été vendue à un fonds spéculatif.

<sup>19</sup> Le gouvernement a décidé en mars 2018 de relancer le programme d'infrastructure ferroviaire (Ferrovia 2020) après une période d'investissement faible dans le secteur qui explique l'état mauvais ou médiocre de plus de la moitié des lignes ferroviaires nationales. Cf. Service économique de l'Ambassade de France au Portugal, Actualités économiques et financières du Portugal, mars 2018.

<sup>20</sup> Selon le président de la principale confédération patronale, une grande partie des entreprises ne trouve pas actuellement un personnel suffisamment qualifié pour accroître la production.

---

0,5 % du PIB pour financer un montant annuel d'investissement public dépassant ceux financés par impôts. Il paraît donc assez improbable qu'un pays comme le Portugal soit en mesure de mener à la fois une politique d'investissements publics susceptible de répondre à des besoins économiques et sociaux urgents et importants et de réduire son endettement public dans des délais raisonnables.

## Conclusion

La comparaison des résultats obtenus par les deux politiques qui se sont succédé à partir de 2011 peut faire penser qu'une politique de demande constitue une alternative à la politique d'offre et de restriction budgétaire imposée par la Troïka. Mais, la politique de soutien de la demande à partir de 2016 a bénéficié de certaines mesures favorables à l'offre prises pendant la période 2011-2014 et de celles adoptées à partir de 2016. De ce fait, la politique de la période 2016-2018 est assez proche d'une politique d'offre et de demande globales fondée sur le principe de demande effective de J.M. Keynes. Mais les mesures susceptibles de soutenir l'offre et la demande ne devraient pas être prises séquentiellement, comme dans la période 2011-2018, mais simultanément, et les dispositions favorisant l'offre ne devraient pas se limiter à la baisse du coût du travail, comme le demande la Troïka. De plus, dans l'optique de J.M. Keynes, la stimulation de la demande interne devrait privilégier l'investissement plutôt que la consommation. Mais, le gouvernement n'a pas pu réserver une place prédominante à

l'investissement dans sa politique de soutien de la demande du fait des concessions qu'il a dû faire à la Commission pour qu'elle valide ses projets de budget.

L'application, dès 2011, d'une politique d'offre et de demande globales privilégiant la relance de l'investissement et ne se limitant pas à une réduction du coût du travail pour favoriser l'offre aurait probablement évité les effets économiques et sociaux néfastes du programme européen tout en générant des rentrées fiscales qui auraient permis d'améliorer les finances publiques. Une telle politique aurait pu être validée par la Commission, car elle aurait pu se fonder sur des prévisions sur la croissance, le chômage et les finances publiques assez proches de celles faites par la Troïka pour l'application de son programme. Mais en restant convaincues que les résultats de la période 2016-2018 sont dus essentiellement à la politique d'offre et de discipline budgétaire de la période précédente, les instances européennes continueront à appliquer systématiquement la même thérapeutique aux pays en difficulté en espérant probablement que les résultats seront différents de ceux obtenus jusqu'ici<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Alors que la Commission européenne n'a jamais mis en cause les principes de sa politique, le FMI s'est parfois montré critique envers la politique qu'il met en place ou à laquelle il participe au sein de la Troïka. Il a par exemple reconnu la nécessité de restructurer les dettes publiques importantes comme celle de la Grèce et du Portugal, ce que la Commission a toujours refusé. Il a également montré que la Troïka avait largement sous-estimé les effets récessifs de son programme, notamment de celui appliqué à la Grèce, et émis des doutes sur l'efficacité des politiques d'austérité.