

# Perspectives

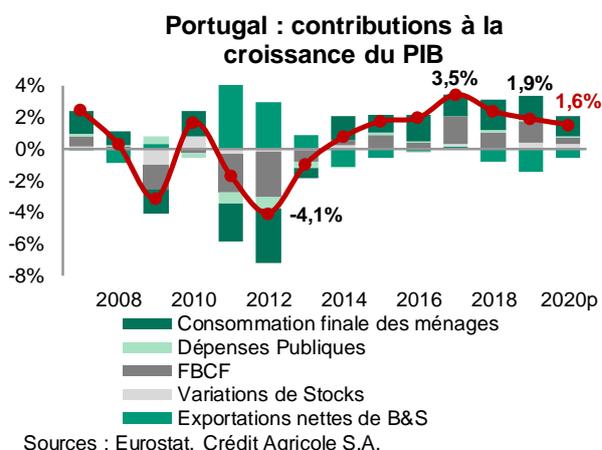
Apériodique – n°20/035 – 18 février 2020

## PORTUGAL – Le pays continue sur sa lancée

- Près de dix ans après avoir bénéficié d'un plan de sauvetage du FMI, le Portugal renaît. Stabilité et continuité politique, croissance au-dessus de son potentiel, primes de risque souveraines inférieures à celles de l'Espagne et de l'Italie, le pays continue sur sa lancée tandis que les grandes économies européennes s'enlisent dans la fin du cycle. Le Portugal semble en effet épargné par les aléas économiques qui touchent la zone. Soutenue dans un premier temps par un essor des exportations, la reprise s'est appuyée depuis 2018 sur une dynamique interne soutenue. L'intensité de l'ajustement post-crise laisse, malgré la longueur de la phase de reprise, des marges de récupération. Ceci conduit à se demander si le pays pourrait s'émanciper encore longtemps d'un environnement européen et international teinté de morosité et soumis à des risques baissiers ?
- La croissance portugaise s'est montrée robuste en 2019 toujours portée par une forte hausse de l'investissement. Les dépenses de consommation qui représentent 66% du PIB ont décéléré par rapport au pic de 2018 mais sont restées dynamiques (+2,3%). La contribution des exportations nettes est restée négative sous l'effet conjugué d'un ralentissement des exportations et d'une croissance toujours dynamique des importations, soutenues par la croissance de l'investissement.
- L'évolution devrait rester comparable en 2020 avec une croissance attendue de 1,6%. La croissance devrait ainsi se rapprocher de son rythme potentiel mais elle restera nettement supérieure à celle des autres pays de la zone.
- La consommation se modérerait à mesure que le revenu disponible des ménages décélérerait malgré le contexte de faible inflation. En raison d'une pression moindre sur le marché du travail, les salaires devraient continuer d'augmenter mais à un rythme plus lent.
- Les élections de novembre dernier ont renforcé le Premier ministre Antonio Costa qui, bien que sans majorité, a réussi à faire voter le budget 2020 sans reconduire la coalition précédente. Le gouvernement devrait poursuivre sur la même ligne politique avec un maintien de l'objectif de l'équilibre budgétaire, mais il sera néanmoins contraint d'accroître les dépenses sociales après plusieurs années d'austérité.
- La loi de finances pour 2020 vise un excédent budgétaire de 0,2% cette année après des comptes en quasi-équilibre en 2019. L'objectif budgétaire se fonde cependant sur une prévision de croissance optimiste de 1,9% et ne prend pas en compte le contingent alloué à la recapitalisation de Novo Banco qui continue de peser sur les finances publiques.
- La dette publique devrait poursuivre sur sa trajectoire descendante et clôturer l'année à 119%. La faiblesse des taux souverains et la diminution de la prime de risque sur les taux longs portugais devraient en outre continuer de favoriser une diminution du coût du service de la dette et les conditions de financement de l'État portugais.
- Le compte courant de la balance des paiements devrait conserver son léger déficit. La position extérieure nette du pays, qui demeure largement déficitaire (-110% du PIB), devrait néanmoins continuer à se résorber grâce aux entrées d'IDE.
- La dette du secteur privé continue de se réduire mais son niveau reste élevé (155% du PIB en 2018). Le système bancaire, bien que plus robuste, continue de présenter des taux de NPL supérieurs à la moyenne européenne.

## Une fin de cycle ?

Les bons résultats de l'activité en 2019 (taux de croissance de 1,9%) attestent de la robustesse de la croissance portugaise bien que celle-ci ait perdu de sa vigueur au cours des deux derniers trimestres. Depuis 2017, l'investissement a été le principal moteur de l'activité avec une contribution moyenne de 1,4% sur les trois dernières années (sur une croissance moyenne de 2,6% du PIB pour la période). Outre l'effet positif des flux liés aux fonds européens, la FBCF a tiré profit du rebond de l'investissement productif et d'une timide reprise dans le secteur de la construction. La participation de l'investissement public est restée cependant limitée. Avec deux trimestres de contraction consécutifs, cette dynamique montre cependant des signes d'essoufflement depuis le T2 2019. Cette baisse devrait être temporaire. Une amélioration de la confiance des entreprises, de même que la légère amélioration de la production industrielle en novembre et décembre laissent espérer un rebond de la FBCF en fin d'année, qui devrait se répercuter positivement sur l'acquis de 2020. L'investissement devrait néanmoins décélérer avec une croissance attendue de 2,1% en 2020 (après 7,5% en 2019).



Malgré le contexte de faible inflation, les dépenses de consommation privée ont décéléré au premier semestre 2019 pour se consolider progressivement au second semestre. Ce mauvais démarrage de la consommation est en partie imputable à la faible progression du revenu disponible en début d'année. Sur l'ensemble de l'année, la consommation s'est modérée et cette tendance devrait se poursuivre en 2020. Le rattrapage s'étant effectué entre 2017 et 2018, la progression des revenus en 2020 devrait être contenue. Les hausses des salaires dans le secteur public entrant dans le cadre de la politique de dégel des salaires des fonctionnaires, le réajustement des pensions ainsi que les baisses d'impôts ne devraient pas entièrement compenser la moindre pression à la hausse sur les salaires en

2020. En outre, la croissance du crédit à la consommation devrait se modérer. La forte progression du crédit en 2019 a conduit la Banque du Portugal à durcir les conditions d'octroi des prêts à la consommation.

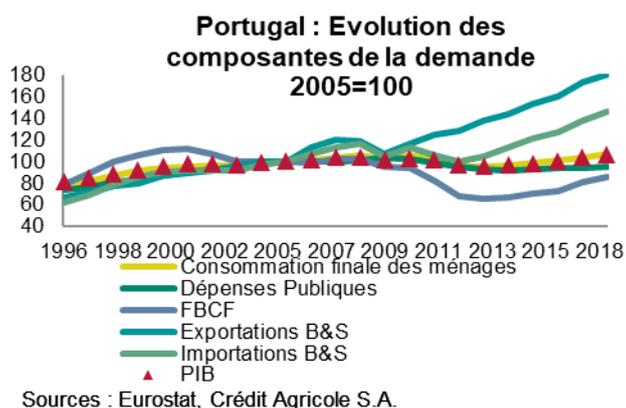
Le marché du travail commence en outre à montrer des signes de fatigue. Le taux de chômage, qui avait atteint 6,1% au T3, a augmenté de 0,6 point au T4 2019. Sur l'ensemble de l'année, il continue cependant à se situer à un minimum historique.

Avec une croissance du PIB à 1,6% en 2020, notre prévision se fonde sur l'hypothèse d'une continuation de la dynamique observée au cours du second semestre mais se veut prudente et se situe en dessous des prévisions institutionnelles (gouvernement, Banque du Portugal, Commission européenne, OCDE) qui tablent pour leur part sur des projections allant entre 1,7% et 2%.

## Focus : exportations, le moteur de la reprise

Entre 2006 et 2018, les exportations de biens et de services ont augmenté de plus de 60% en volume. Leur poids dans le PIB s'est accru de 15 points (44% du PIB en 2018). En dépit du ralentissement induit par la crise, la contribution des exportations a été positive sur la période. Sur les 7% de croissance accumulée du PIB entre 2006 et 2018, 5,4% sont imputables au concours du secteur extérieur.

Les exportations portugaises n'ont pas simplement augmenté, elle se sont également diversifiées par partenaires et par types de biens et de services. L'Espagne, la France et l'Allemagne continuent d'accueillir 49% des biens en provenance du Portugal mais leur poids relatif a baissé depuis 2006 (les trois pays représentaient 54% des exportations portugaises). Cette diversification s'est faite principalement vers l'est de l'Union européenne avec une hausse des flux d'exportations en direction de la Pologne, de la Roumanie mais également l'émergence de nouveaux flux vers la République tchèque ou encore la Slovaquie.



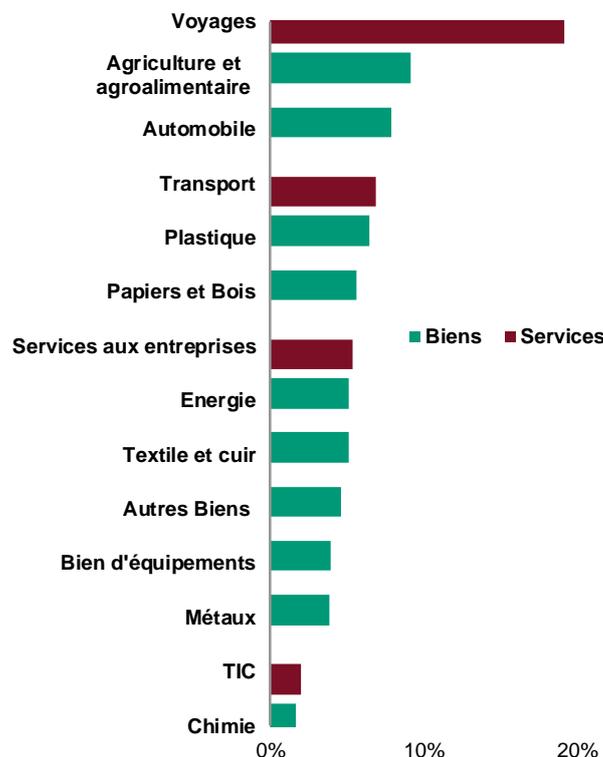
Alors que la hausse des exportations portugaises est souvent associée au boom du tourisme, il semblerait que la contribution des services ait été légèrement moindre que celle des biens (22,4% pour les services contre 37,8% pour les biens au cours de la période 2006-2018). L'agroalimentaire et l'automobile tirent leur épingle du jeu, viennent ensuite les filières de biens intermédiaires telles que le plastique et le bois. Le rebond des exportations d'automobiles a été cependant tardif et est dû à la montée en régime du site d'AutoEuropa (groupe Volkswagen). Les exportations de services se sont également diversifiées et, bien que la plus forte contribution provienne du tourisme, les activités de transport et de services aux entreprises se sont également développées.

Ces évolutions témoignent d'une plus grande internationalisation et ouverture du tissu productif portugais qui a su tirer avantage des années de crise pour gagner des parts de marché à l'international. Malgré une progression de la productivité relativement limitée, la baisse des coûts de production, en particulier des coûts de main-d'œuvre unitaire, et l'atrophie du marché domestique pendant la crise ont favorisé un double mouvement : l'élargissement de la base d'entreprises portugaises qui exportent et la relocalisation de chaînes de valeurs en direction du Portugal.

En conséquence, la part du chiffre d'affaires des sociétés non financières à l'export est passée de 15% en 2006 à 22% en 2018. La part d'entreprises à capital étranger s'est également accrue (+40%) même si elles ne représentent qu'une petite partie des entreprises exportatrices. La participation des IDE aux exportations reste globalement moindre que dans des pays comparables (Hongrie ou République tchèque) mais s'inscrit dans une nette dynamique de progression notamment sous l'impulsion des politiques publiques.

Cette ouverture s'est aussi accompagnée d'une montée en gamme. L'OCDE<sup>1</sup> a estimé, à partir d'une méthodologie de la Banque d'Italie, l'évolution du contenu qualitatif des exportations sur un panel de pays européens. Il en ressort une nette évolution de la qualité des exportations portugaises, particulièrement visible au cours de la période 2007-2015 (+1,6).

**Contribution à la croissance des exportations de B&S**  
(période 2006-2018 en %)



Sources : ITC trade, Crédit Agricole S.A.

Ces performances masquent cependant des fragilités du tissu exportateur. Sur les 52 000 entreprises qui exportent, plus de la moitié sont de très petite taille (moins de 9 salariés) ou n'exportent qu'en direction d'un seul pays partenaire. Après une année 2019 compliquée, il semblerait cependant que le secteur exportateur soit plus résilient qu'attendu. Les exportations ont continué de croître sur l'année en dépit d'une baisse de la demande adressée, mais le pic de 2017 semble être dépassé. Elles devraient décélérer davantage en 2020 pour reprendre de l'allant en 2021, à mesure que les risques baissiers sur le commerce mondial se dissiperaient. Dans un contexte de ralentissement du commerce mondial, la remontée des coûts unitaires et la perte de compétitivité prix qui devrait en découler devraient être le prochain défi que les entreprises exportatrices devront relever pour préserver leurs parts de marché.

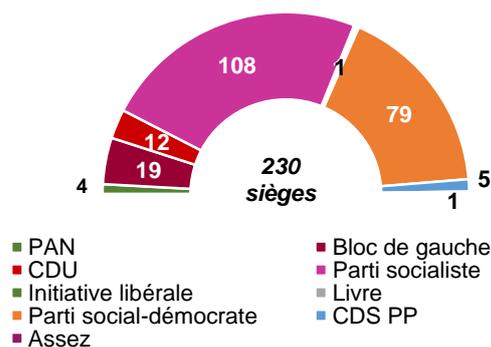
## Antonio Costa Acte II

Le Portugal se démarque par une continuité et une stabilité politique depuis 2015 et les élections du 6 octobre ont confirmé cette réputation. Le premier mandat d'Antonio Costa qui a été encensé par la presse internationale et adoubé par les agences de notation n'a cependant pas été un long fleuve

<sup>1</sup> OECD., 2019. *OECD economic surveys: Portugal 2019*. Organization for Economic.

tranquille. Les réactions au sein du pays ont été plus mitigées notamment en raison de l'affaire « Tancos », dans laquelle le ministre de la Défense a été mis en examen le 26 septembre 2019. Il n'en demeure pas moins que l'ancien Premier ministre a pu assurer sa continuité grâce à un tour de force : accompagner la reprise économique tout en restaurant la crédibilité du pays à l'international, grâce à une politique budgétaire prudente.

### Portugal : résultats des élections du 6 octobre 2019



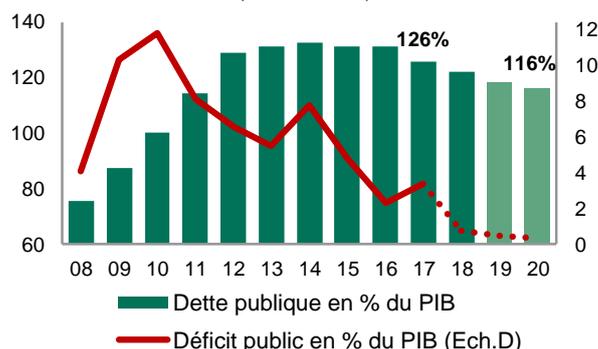
Sources : Commission électorale, Crédit Agricole S.A.

C'est donc sans grande surprise que Antonio Costa a remporté les élections d'octobre dernier, malgré un taux d'abstention record de 45,5%. Le parti socialiste en est sorti renforcé avec près de 37% des voix, soit 106 sièges. Il n'obtient cependant pas la majorité au sein de la Chambre. Les socio-démocrates, principale force d'opposition, ont obtenu 77 sièges tandis que le bloc de gauche, ancien membre de la « *Geringonça* » (nom donné à la coalition sortante), a maintenu ses dix-neuf députés. La hausse du nombre de députés a permis au Premier ministre de ne pas reconduire la coalition avec les partis de gauche, avec laquelle il a gouverné lors de son précédent mandat. Ses marges de manœuvres sont cependant plus limitées puisqu'il doit rechercher le consensus au cas par cas. Même sans majorité, le gouvernement a néanmoins réussi le vote du budget en négociant l'abstention d'une partie de l'opposition. Présenté au parlement le 16 décembre, ce dernier a été voté le 10 janvier dernier.

### Le bon élève de la zone euro

Après avoir clôturé les comptes de l'État en quasi-équilibre (-0,1% de déficit en 2019), le nouveau gouvernement vise un excédent budgétaire de 0,2% en 2020, qui devrait s'accompagner d'un excédent de la balance primaire de 3,2% en hausse par rapport à 2019. Cet objectif permettrait une baisse du ratio de dette sur PIB de 2,7 points de PIB à 116,2% en 2020.

### Portugal : finances publiques (en % du PIB)

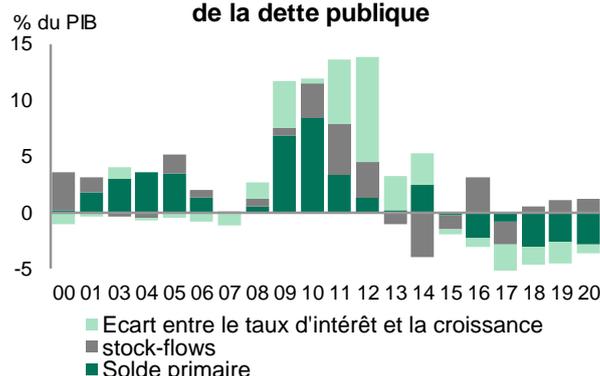


Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Le budget reste prudent mais les dépenses sont légèrement revues à la hausse passant de 43,3% à 43,8% du PIB. Deux mesures devraient bénéficier de cette hausse : une augmentation de la dotation allouée aux services de santé avec un effort de 942 millions pour soulager la dette des hôpitaux, ainsi qu'une hausse des pensions et salaires dans la fonction publique. Enfin, 800 millions devront être injectés dans le Fonds de résolution qui permet de venir en soutien au système bancaire, dont 600 millions seraient destinés à Novo Banco.

Le budget 2020 s'inscrit dans la continuité de la ligne politique de la précédente coalition favorisant une approche prudente et visant l'excédent budgétaire. Cette approche est néanmoins de plus en plus contestée notamment par l'opposition de gauche qui appelle à un effort budgétaire plus important vis-à-vis des ménages et de la fonction publique, pénalisée par la consolidation budgétaire.

### Portugal : contributions à la variation de la dette publique



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Dans un environnement européen marqué par la morosité, les objectifs du budget 2020 semblent ambitieux. Le gouvernement prévoit en effet une croissance à 1,9%, portée par un investissement toujours dynamique. Cette prévision reste supérieure à celle de la Commission européenne mais également à celle de la Banque centrale du Portugal qui projette un taux de croissance de 1,7% actant le ralentissement de l'économie par rapport

à 2019. Notre scénario rejoint celui de la Banque centrale avec une prévision légèrement inférieure (1,6% pour 2020) qui permettrait tout au plus un équilibre des comptes publics. La baisse de la dette

publique serait légèrement moindre (117% en 2020). L'État devrait toutefois continuer de bénéficier de conditions financières favorables sur les marchés obligataires. ■

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
14/02/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/02/2020	<u>Les fintech atteignent l'âge de raison</u>	Banque, innovation
12/02/2020	<u>Chroniques électorales américaines – Février 2020 : comment manœuvrer face à un éléphant quand on est nombreux dans un couloir ?</u>	Etats-Unis
07/02/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/02/2020	<u>Italie, combien valent les Sardines : 6 000, 250 000 ou 25% ?</u>	Italie
06/02/2020	<u>ECO Tour 2020</u>	France, sectoriel
04/02/2020	<u>Italie – Conjoncture : flash</u>	Italie
03/02/2020	<u>France – Réforme des retraites : Quels impacts ? Quelles questions restent en suspens ?</u>	France
03/02/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash</u>	Zone euro
03/02/2020	<u>France – Réforme des retraites : Quels impacts ? Quelles questions restent en suspens ?</u>	France
31/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/01/2020	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : une contraction du PIB décevante au T4 2019...</u>	France
30/01/2020	<u>Italie – Scénario 2019-2020 : la consommation sauve la croissance</u>	Italie
29/01/2020	<u>Quelles tendances alimentaires pour 2020 ?</u>	Agro-alimentaire
27/01/2020	<u>Espagne – Scénario 2019-2020 : le défi progressiste à l'épreuve du ralentissement</u>	Espagne
24/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/01/2020	<u>Italie – Conjoncture : bilan macro-économique et politique</u>	Italie
22/01/2020	<u>Allemagne – Où va l'excédent courant ?</u>	Allemagne
22/01/2020	<u>La retraite de Vladimir Poutine, encore un régime spécial</u>	Russie

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit - **Statistiques** : Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction** : Véronique Champion

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Etudes Economiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad** : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

**Androïd** : application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*