

Portugal

Confiance renouvelée

Très progressif jusqu'ici, le ralentissement économique devrait peu à peu s'étendre au cours de la seconde moitié de 2019 et en 2020. Alors que le chômage est au plus bas depuis 2002, le moral des ménages est bon. Ils viennent d'ailleurs de renouveler leur confiance à l'équipe sortante du premier ministre Costa. Le Parti socialiste est ainsi arrivé largement en tête des élections législatives du 6 octobre dernier avec plus de 36% des votes. Comme lors de la précédente législature, il va chercher à s'assurer du soutien des autres partis de gauche pour former un nouveau gouvernement.

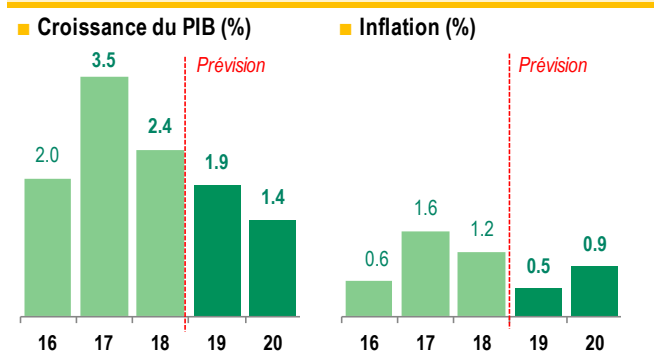
■ Ralentissement en cours

Le redressement de l'économie au sein de la zone euro continue d'être un succès. Bien entendu, la croissance portugaise ne pourra échapper au ralentissement général de la zone, et est soumise aux mêmes incertitudes (évolution des tensions commerciales mondiales, mise en œuvre du Brexit, évolution des prix du pétrole, etc.) qui constituent actuellement autant de risques baissiers pour l'activité économique des prochains trimestres. Dans cet environnement difficile, la croissance portugaise a malgré tout fait preuve jusqu'ici de beaucoup de résistance, si bien que nous n'avons que peu révisé nos perspectives la concernant. En effet, après deux années dynamiques, la croissance annuelle du PIB n'est repassée sous la barre des 2% que fin 2018. Elle s'y est maintenue (à 1,8% g.a.) tout au long du premier semestre 2019, la bonne tenue de la demande intérieure, et notamment des dépenses d'investissements, ayant permis de compenser une bonne partie des effets du ralentissement du commerce extérieur. Très progressif donc, le ralentissement devrait toutefois s'étendre dans la seconde moitié de 2019 et en 2020, alimenté, notamment, par le tassement des créations d'emplois et de la consommation privée. A ce stade, il nous semble que la croissance du PIB pourrait, au final, s'établir autour de 1,8% cette année puis de 1,3% en 2020. À ce niveau, elle se situerait, l'an prochain, environ au niveau des estimations actuelles de croissance potentielle, et toujours, pour la quatrième année consécutive, au-dessus de la moyenne pour la zone euro (0,7% attendu en 2020). Particulièrement riche en emplois en 2017 et 2018, la croissance a permis de ramener le taux de chômage à 6,5% début 2019, au plus bas depuis 2002. Il s'est globalement stabilisé au 1^{er} semestre, en raison du ralentissement des créations d'emplois entamé en 2019 (+0,7% g.a. au T2, contre +2,7% g.a. un an auparavant), avant de repartir à la baisse en juillet et en août. Jusqu'ici, ce tassement n'a pas réellement pesé sur la confiance des ménages dont les dépenses continuent de croître plus vite que le PIB, leur taux d'épargne (4,5% du revenu disponible brut au T2) s'affichant parmi les plus faibles de la zone euro.

■ Continuité politique

Dans ce contexte, les élections législatives du 6 octobre dernier ont, sans grande surprise, tourné à l'avantage de l'équipe sortante qui, aux yeux de beaucoup d'électeurs, a su mener ces dernières années une politique sociale sans nuire au redressement du pays. Le parti socialiste a emporté plus de 36% des suffrages, son leader Antonio Costa devrait logiquement être reconduit à la tête du gouvernement pour un second mandat. Comme lors de la

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

précédente législature, son ambition est de renouveler l'accord passé avec les partis de la gauche plus radicale qui, sans participer au gouvernement minoritaire, ont soutenu sa politique à l'Assemblée.

Si ce scénario se confirme, on peut supposer que la politique budgétaire restera prudente dans les années à venir, même si le ralentissement de la croissance devrait accentuer un peu la pression subie par le gouvernement. Jusqu'ici en tout cas, la consolidation se poursuit. Le solde budgétaire a ainsi été ramené à -0,5% du PIB en 2018 et devrait se contracter davantage en 2019 (-0,2% du PIB). Outre l'effet de soutien de la croissance économique, les finances publiques bénéficient de la discipline budgétaire en cours et des effets durables de la très forte baisse des spreads souverains enregistrée en 2017. Dans l'environnement actuel (nouveau repli des taux et des *spreads* au premier semestre, reprise des achats d'actifs nets de la BCE à partir de novembre 2019), la réduction supplémentaire attendue d'un ½ point de PIB de la charge d'intérêts au cours des deux prochaines années pourrait être dépassée. Notons enfin que le redressement progressif du système bancaire¹, réduit les risques que pèsent sur les finances publiques. Dans ce contexte, le FMI a récemment estimé que, selon les tendances actuelles, le pays pourrait atteindre l'équilibre budgétaire en 2020 et voir son ratio de dette publique passer sous le seuil de 100% du PIB d'ici 2024.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com

¹ Le ratio de prêts non-performants dans le secteur bancaire est revenu en deçà de 9% au T1 2019, un niveau médiocre, mais beaucoup plus proche que par le passé de celui des autres « mauvais élèves » de la zone euro (Grèce et Chypre exceptées).

