

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

23 avril 2015 – N° 333

Peut-il y avoir contagion de la Grèce au Portugal ?

Beaucoup d'investisseurs se demandent si, en cas de sortie de la Grèce de l'euro ou simplement de tension encore plus forte entre la Grèce et l'Europe, il pourrait y avoir contagion de la Grèce au Portugal.

Pour tenter de répondre à cette question, nous comparons la situation économique présente de la Grèce et du Portugal : la solidité de l'économie portugaise la met-elle à l'abri de la contagion ?

La réponse est probablement négative : la situation économique et financière du Portugal n'est pas considérablement meilleure que celle de la Grèce.

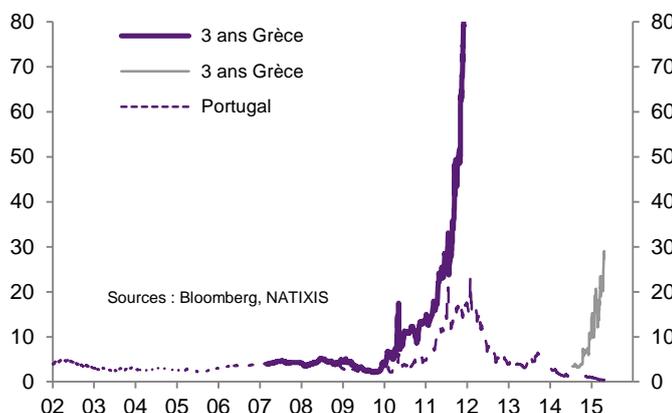
L'absence de contagion devrait donc résulter des interventions de la BCE : Quantitative Easing, OMT...

Rédacteur :
Patrick ARTUS

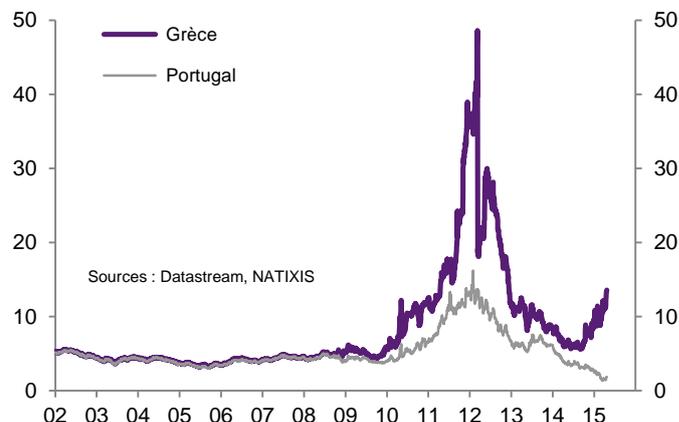
Aujourd'hui, absence de contagion de la Grèce au Portugal

La tension entre la Grèce et les autorités européennes et le risque perçu par les investisseurs que la Grèce sorte de l'euro n'ont pour l'instant provoqué **aucune contagion notable sur la situation financière du Portugal (graphiques 1a/b).**

Graphique 1a
Taux d'intérêt à 3 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 1b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



La Grèce ne peut pas émettre à plus de 6 mois, le Portugal émet en 2015 à 10 ans.

Cette absence de contagion persisterait-elle si la crise avec la Grèce amplifiait ? **La situation économique et financière du Portugal le mettrait-elle à l'abri de la contagion ?**

Nous allons comparer :

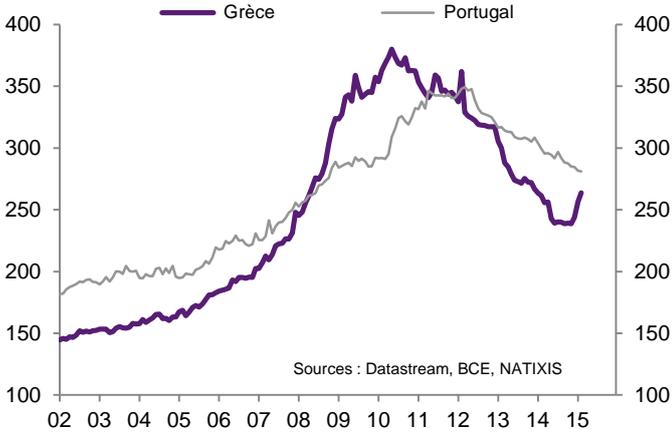
- la situation des banques ;
- la situation des finances publiques ;
- la situation du marché du travail, la qualification de la population active, la situation sociale ;
- la situation des entreprises, l'investissement ;
- la situation des ménages ;
- la compétitivité et la situation du commerce extérieur ;
- la structure sectorielle de l'économie.

Le Portugal plus solide que la Grèce ?

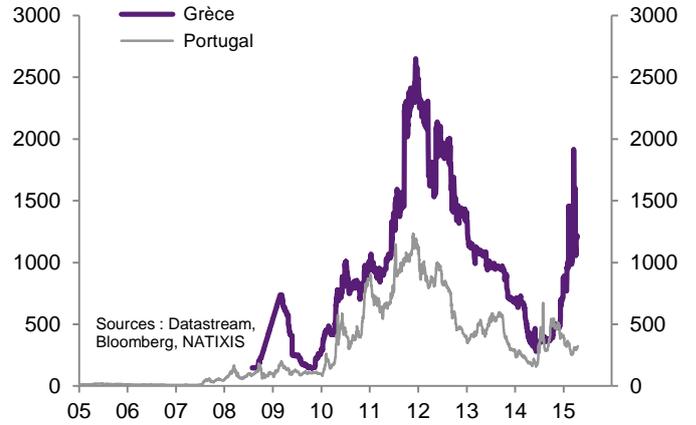
1- Situation des banques : pas d'avantage au Portugal

On sait que des retraits de dépôts bancaires importants ont eu lieu en Grèce, mais c'est aussi le cas au Portugal (**graphique 2a**) ; les deux systèmes bancaires sont jugés comme très risqués (**graphique 2b**) ; les taux d'intérêt des crédits sont plus bas au Portugal (**graphiques 2c/d**), mais ceci ne conduit pas à un redémarrage de crédit (**graphique 2e**).

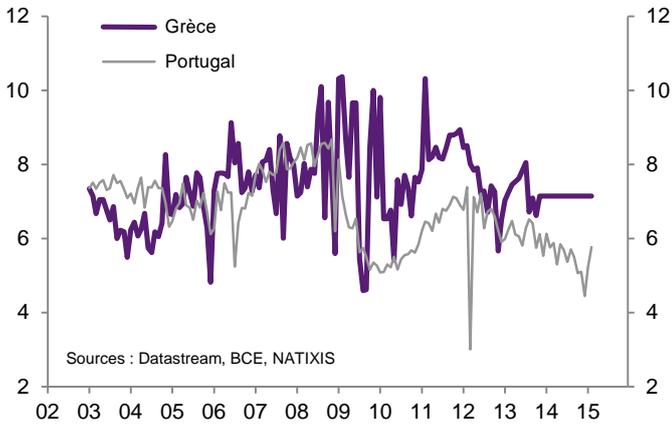
Graphique 2a
Encours de dépôts bancaires (en Mds d'€)



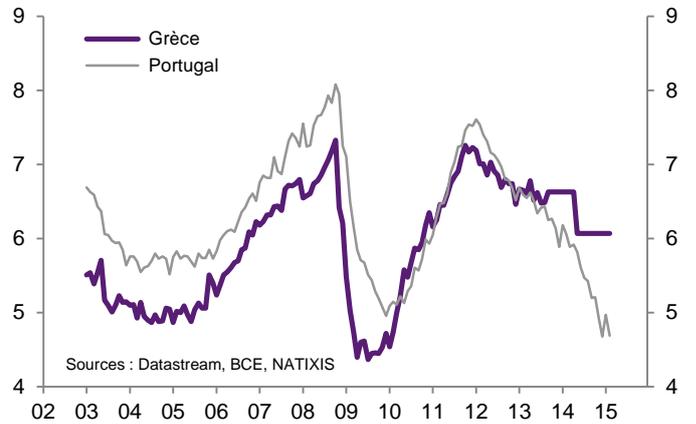
Graphique 2b
CDS banques (5 ans, en pb)



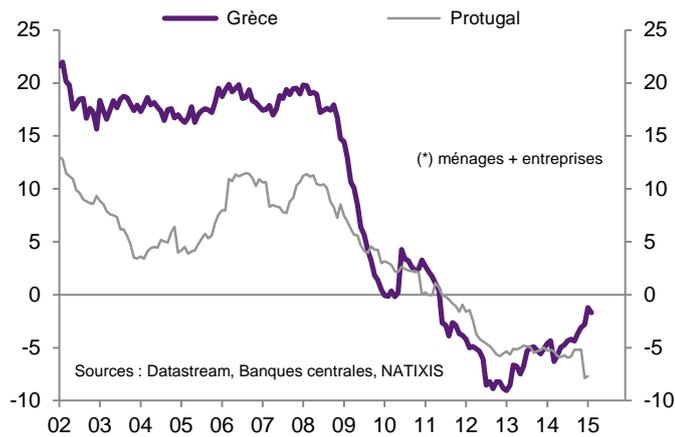
Graphique 2c
Taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux ménages (en %)



Graphique 2d
Taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux ménages (en %)



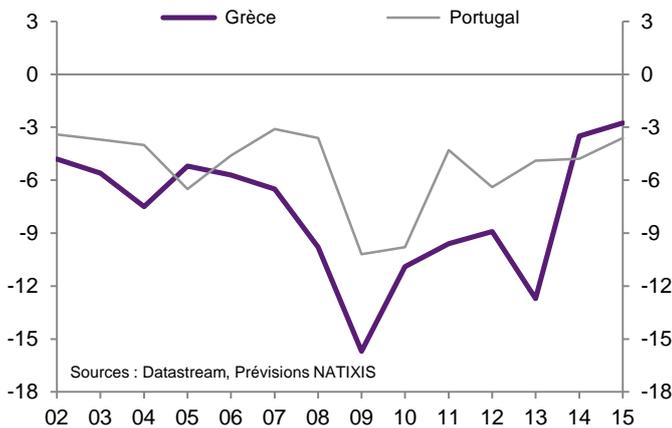
Graphique 2e
Crédit au secteur privé (GA en %)



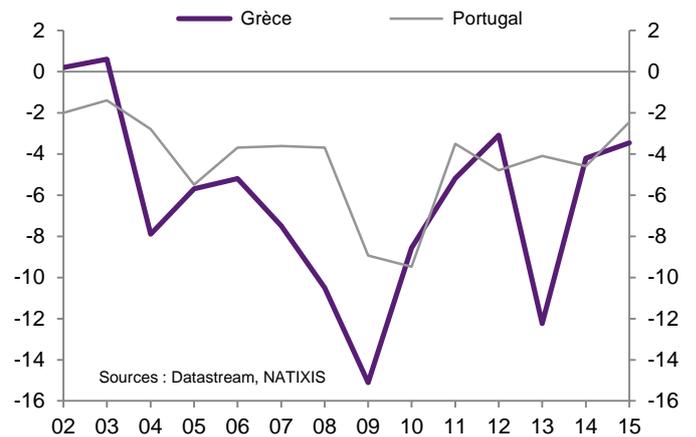
2- Situation des finances publiques : léger avantage au Portugal

Les deux pays ont beaucoup réduit leur déficit public (**graphiques 3a/b/c**), avec hausse de la pression fiscale (**graphique 3d**), baisse des dépenses publiques (**graphique 3e**). La dette publique sera stabilisée à un niveau plus faible au Portugal qu'en Grèce (**graphique 3f**) mais elle est très élevée au Portugal.

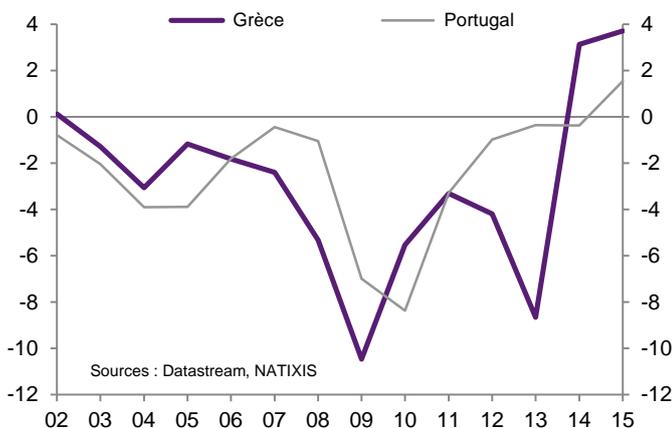
Graphique 3a
Déficit public (en % du PIB valeur)



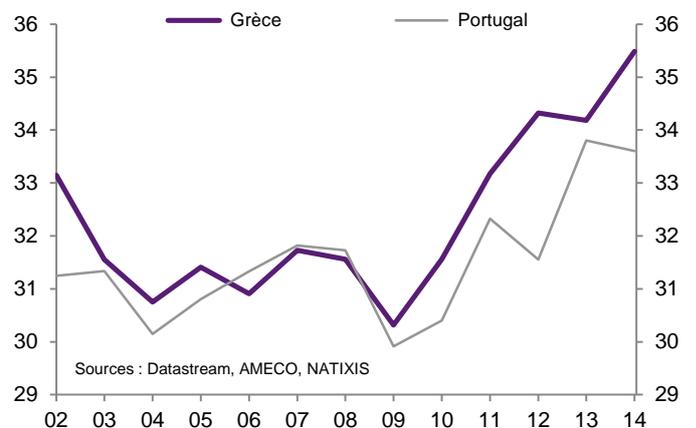
Graphique 3b
Déficit public structurel (en % du PIB valeur)



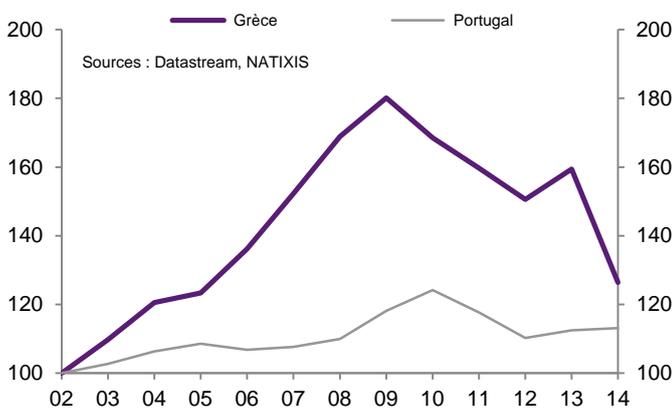
Graphique 3c
Déficit public primaire (en % du PIB valeur)



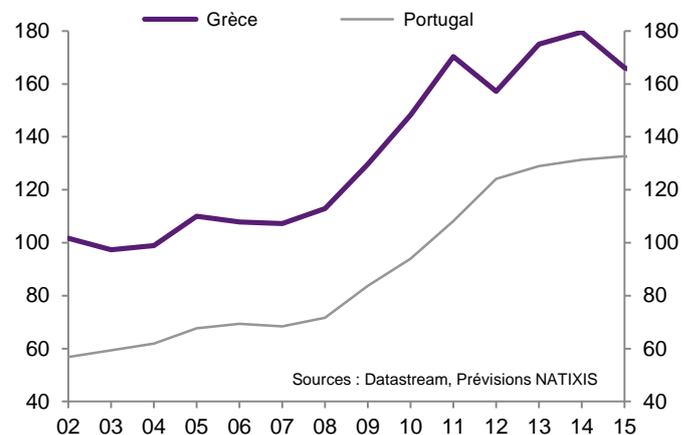
Graphique 3d
Pression fiscale (en % du PIB valeur)



Graphique 3e
Dépenses publiques réelles
(déflatées par le prix du PIB, 100 en 2002:1)



Graphique 3f
Dette publique (en % du PIB valeur)

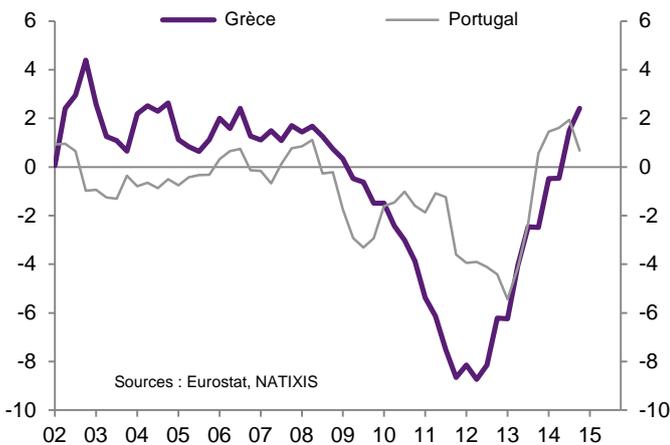


3- Situation du marché du travail, qualification, situation sociale : léger avantage au Portugal

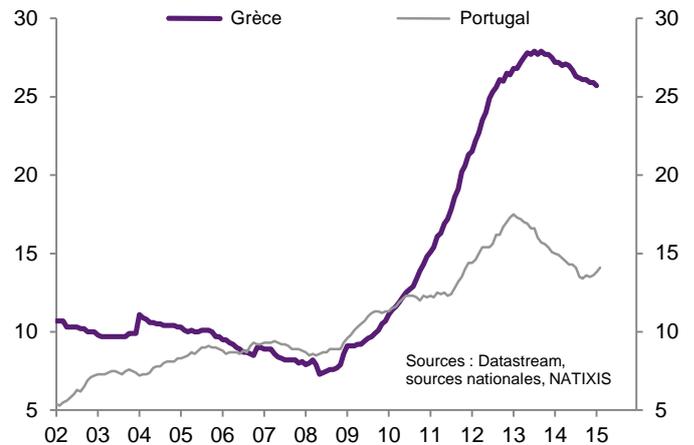
Dans les deux pays, l'emploi recommence à croître (**graphique 4a**), avec un taux de chômage nettement plus élevé en Grèce (**graphique 4b**), une pauvreté très élevée dans les deux cas mais encore plus élevée en Grèce (**tableau 1**). Le recul des revenus a été beaucoup plus violent en Grèce qu'au Portugal (**graphiques 4c/d**).

La qualification de la population active est faible dans les deux pays (**tableau 2**), avec une proportion de très peu qualifiés plus élevée en Grèce.

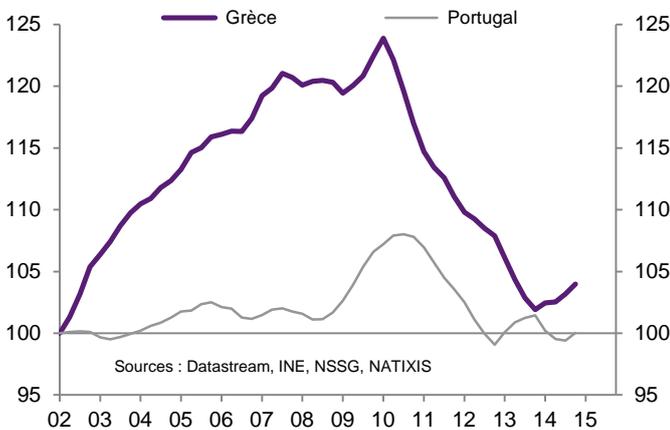
Graphique 4a
Emploi total (GA en %)



Graphique 4b
Taux de chômage (en %)



Graphique 4c
Salaire réel par tête
(déflaté par le prix conso, 100 en 2002:1)



Graphique 4d
PIB par habitant (en milliers d'€)

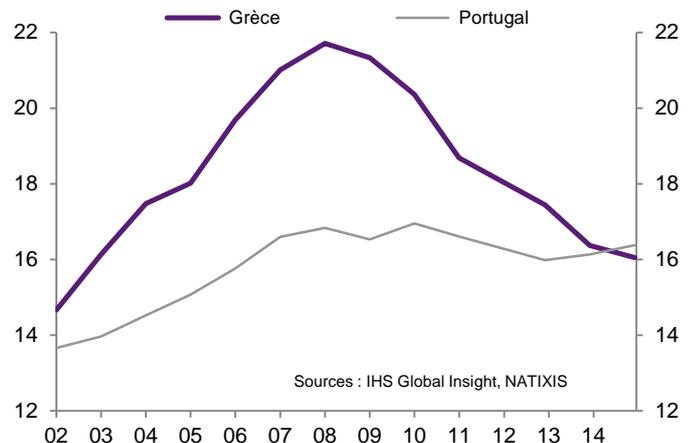


Tableau 1
Pourcentage de la population en-dessous du seuil de pauvreté

	Grèce	Portugal
2002	20,0	20,0
2003	20,7	19,0
2004	19,9	20,4
2005	19,6	19,4
2006	20,5	18,5
2007	20,3	18,1
2008	20,1	18,5
2009	19,7	17,9
2010	20,1	17,9
2011	21,4	18,0
2012	23,1	17,9
2013	23,1	18,7

Sources : Eurostat, Natixis

Tableau 2
Structure de la population active par niveau d'éducation
Structure de la population active selon le niveau de formation (en %)

	2005			2006			2007		
	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire
Allemagne	16,9	58,6	24,6	16,8	59,3	23,9	15,6	60,1	24,3
France	33,2	41,4	25,4	32,6	41,2	26,2	31,5	41,8	26,6
Espagne	51,2	20,6	28,2	50,2	21,3	28,5	49,3	21,7	29,0
Italie	49,9	37,9	12,2	48,7	38,4	12,9	47,7	38,7	13,6
Portugal	16,9	73,5	13,6	17,9	72,4	14,1	18,7	72,5	13,8
Grèce	42,5	36,1	21,3	41,0	36,7	22,3	40,2	37,1	22,8

	2008			2009			2010		
	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire
Allemagne	14,7	59,9	25,4	14,5	59,1	26,4	14,2	59,2	26,6
France	30,4	42,4	27,2	29,7	41,7	28,6	29,2	41,8	29,0
Espagne	48,8	22,0	29,2	48,2	22,1	29,7	47,1	22,2	30,7
Italie	46,7	39,0	14,4	45,7	39,8	14,5	44,8	40,4	14,8
Portugal	19,6	71,8	13,9	21,2	70,1	15,2	22,5	68,1	16,5
Grèce	38,9	37,7	23,4	38,8	37,7	23,5	34,8	40,6	15,4

	2011			2012		
	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire	Inférieur du 2 ^e cycle du secondaire	2 ^e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaires	Tertiaire
Allemagne	13,7	58,7	27,6	13,7	58,2	28,1
France	28,4	41,8	29,8	27,5	41,7	30,9
Espagne	46,0	22,4	31,6	45,4	22,3	32,3
Italie	44,0	41,1	14,9	42,8	41,5	15,7
Portugal	23,3	65,0	17,8	24,5	62,4	19,1
Grèce	32,9	41,1	26,1	31,5	41,8	26,7

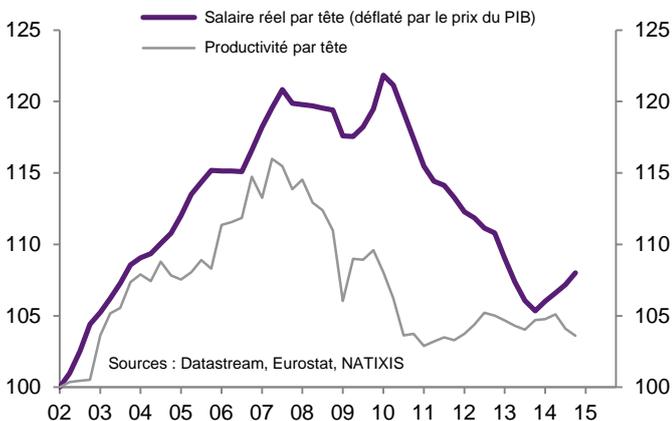
Sources : Regards sur l'éducation OCDE (2014), Natixis

4- Situation des entreprises, investissement : pas d'avantage au Portugal

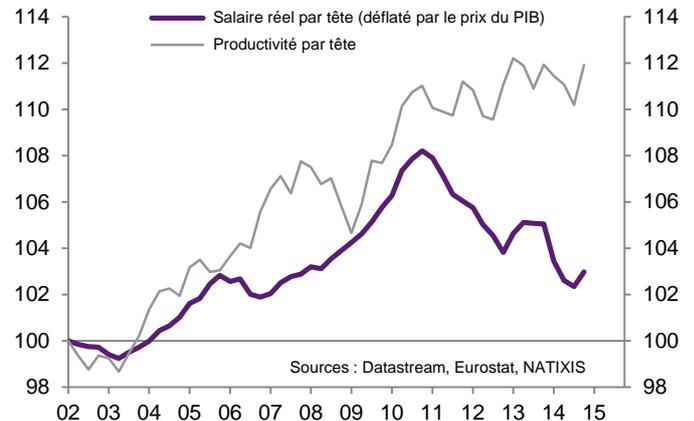
Le recul des salaires réels par rapport à la productivité du travail depuis 2010 a redressé la profitabilité dans les deux pays (**graphiques 5a/b/c**), mais le niveau de profitabilité est plus élevé en Grèce qu'au Portugal.

L'investissement productif a beaucoup plus chuté en Grèce qu'au Portugal (**graphique 5d**), mais il se redresse très rapidement en Grèce. La dette des entreprises, enfin, reste légèrement plus élevée au Portugal qu'en Grèce (**graphique 5e**).

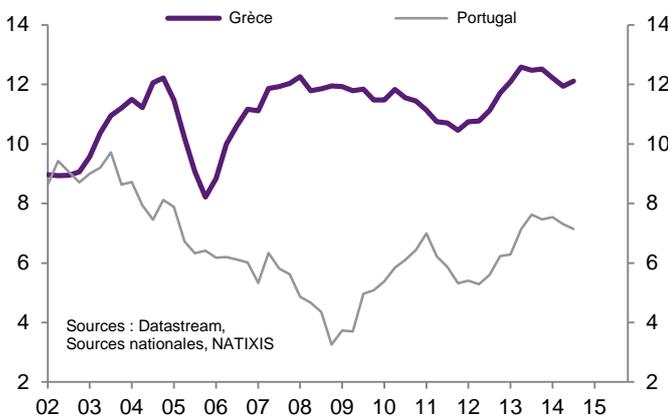
Graphique 5a
Grèce : salaire réel et productivité par tête
(100 en 2002:1)



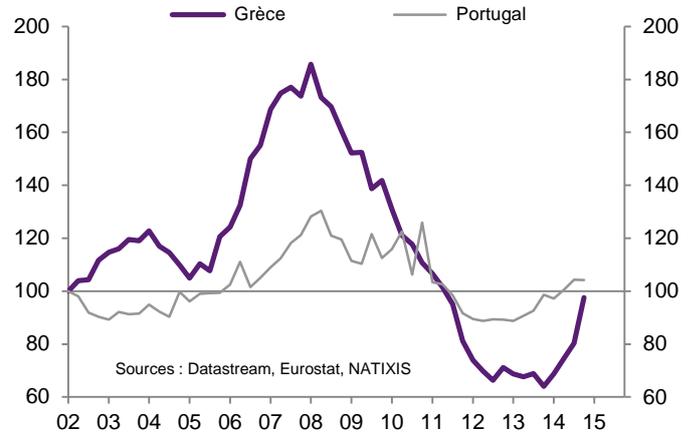
Graphique 5b
Portugal : salaire réel et productivité par tête
(100 en 2002:1)



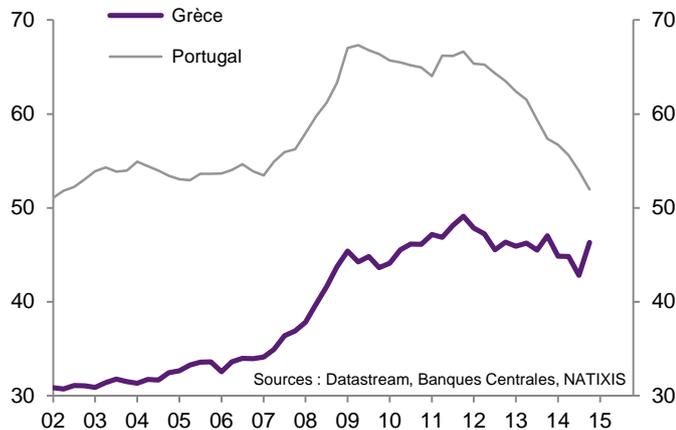
Graphique 5c
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



Graphique 5d
Investissement productif (volume, 100 en 2002:1)



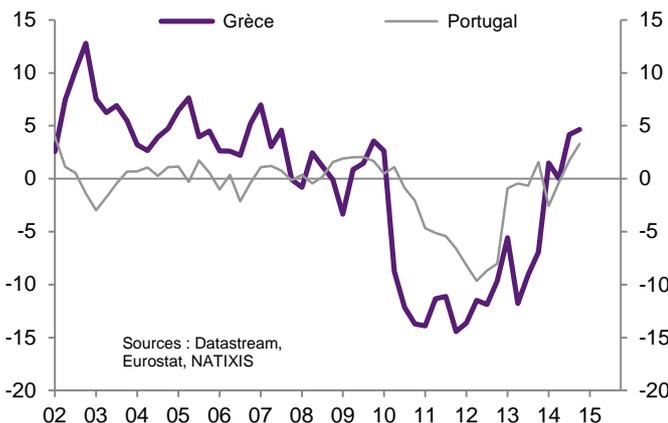
Graphique 5e
Dettes des entreprises (en % du PIB valeur)



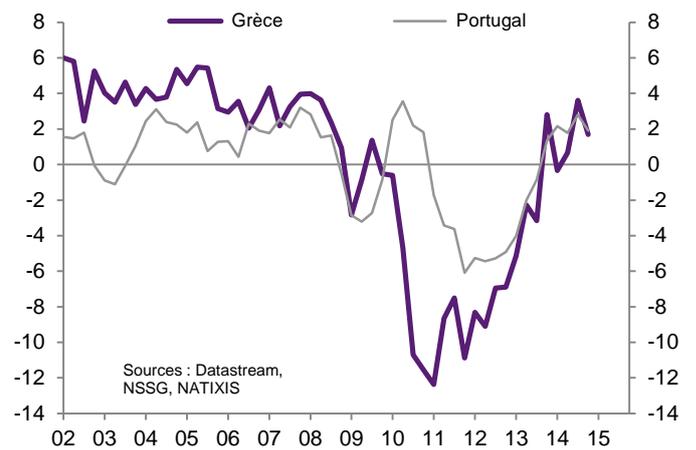
5- Situation des ménages : pas d'avantage au Portugal

Nous avons vu plus haut l'évolution des revenus et de l'emploi. On observe aujourd'hui dans les deux pays des progressions de la masse salariale réelle (graphique 6a) et de la consommation (graphique 6b) qui sont assez voisines. L'investissement logement des ménages continue à s'effondrer en Grèce (graphique 6c) mais ne progresse pas au Portugal. La dette des ménages est nettement plus élevée au Portugal qu'en Grèce (graphique 6d).

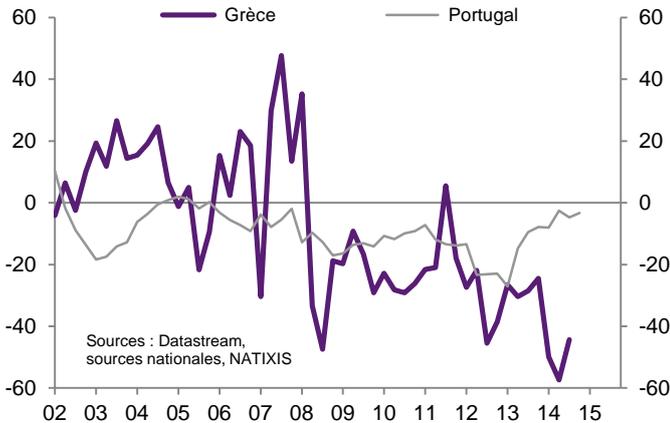
Graphique 6a
Masse salariale réelle reçue par les ménages
(déflétée par le prix de consommation, GA en %)



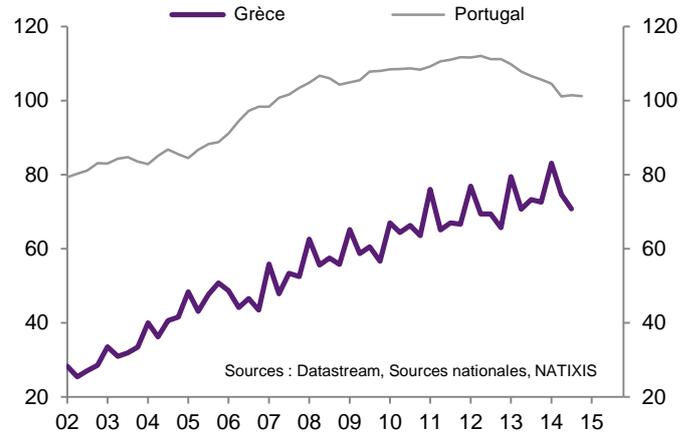
Graphique 6b
Consommation des ménages (volume, GA en %)



Graphique 6c
Investissement logement des ménages
(volume, GA en %)



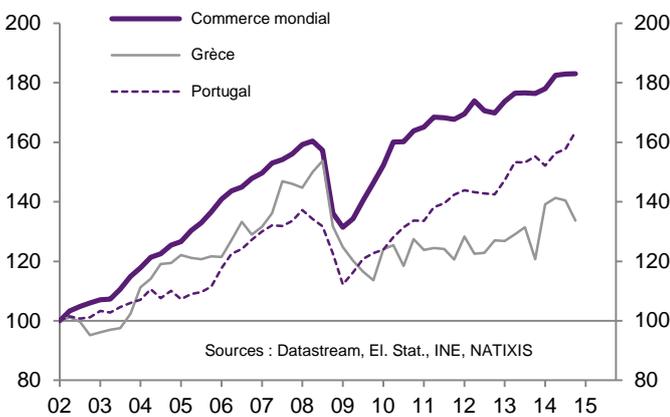
Graphique 6d
Dettes des ménages (en % du RDB des ménages)



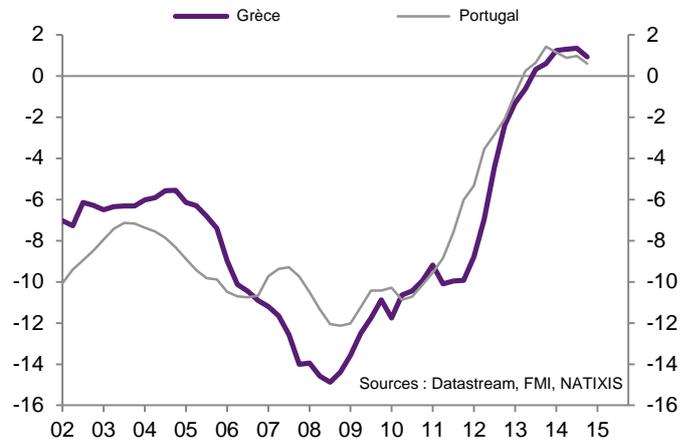
6- Compétitivité, commerce extérieur : pas d'avantage au Portugal

Les exportations se redressent davantage au Portugal qu'en Grèce (**graphique 7a**). Les deux pays ont retrouvé un excédent courant (**graphique 7b**) et ont une dette extérieure nette énorme (**graphique 7c**). Malgré le recul de la productivité (**graphiques 7d/e**), la Grèce a amélioré sa compétitivité-coût plus que le Portugal (**graphique 7f**) grâce au violent recul des salaires (**graphique 7g**). Au total le niveau du coût salarial unitaire est le même au Portugal et en Grèce (**graphique 7h**), et il est nettement plus bas que dans les autres pays de la zone euro.

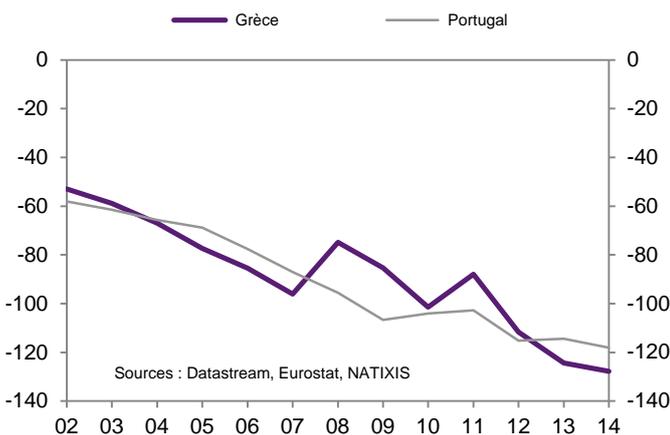
Graphique 7a
Commerce mondial et exportations
(volume, 100 en 2002:1)



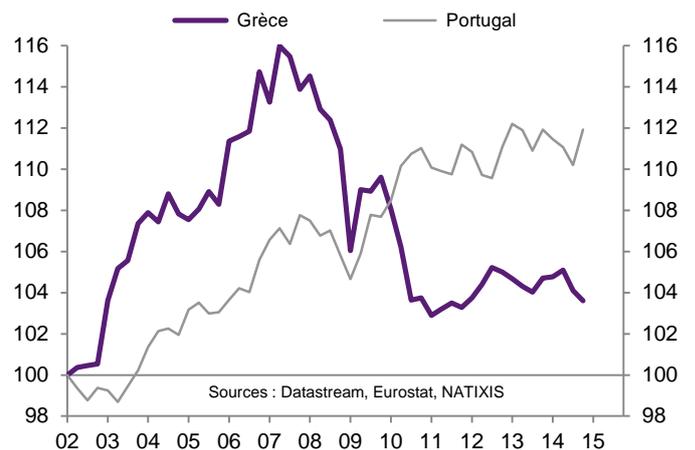
Graphique 7b
Balance courante (en % du PIB valeur)



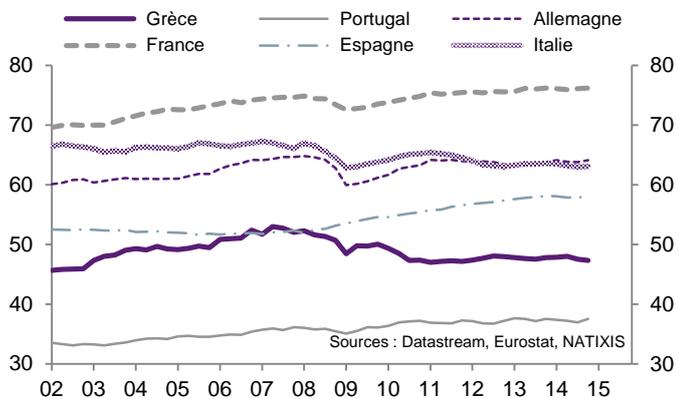
Graphique 7c
Dette extérieure nette (en % du PIB valeur)



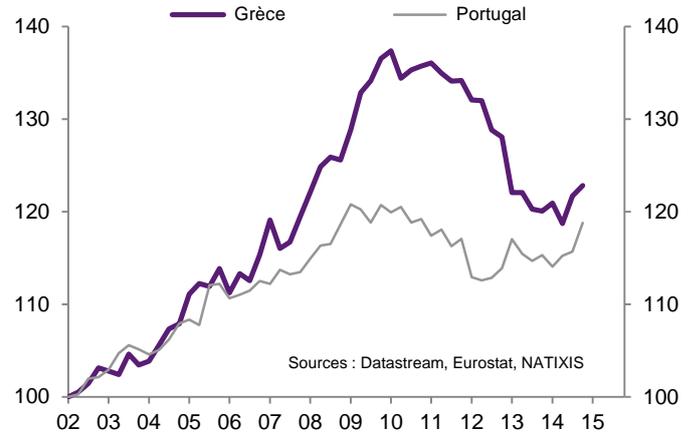
Graphique 7d
Productivité par tête (100 en 2002:1)



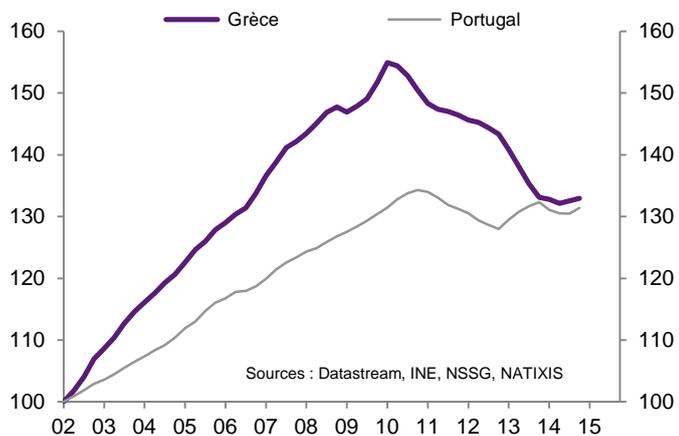
Graphique 7e
Niveau de productivité par tête de l'ensemble de l'économie
(en milliers d'€ constants base 2010, annualisé)



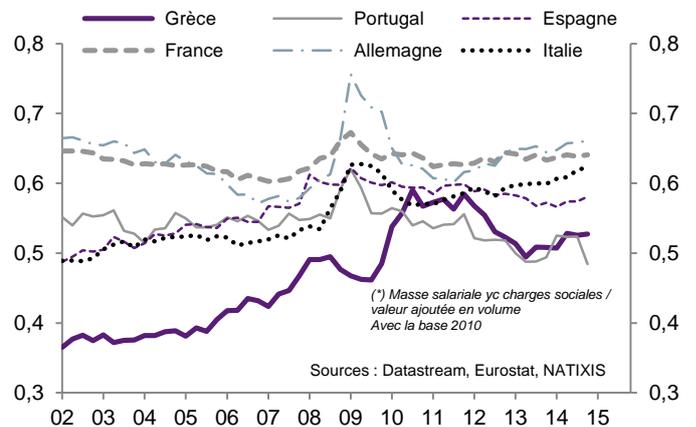
Graphique 7f
Coût salarial unitaire (100 en 2002:1)



Graphique 7g
Salaire nominal par tête (100 en 2002:1)



Graphique 7h
Niveau de coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière*



7- Structure sectorielle de l'économie : léger avantage au Portugal

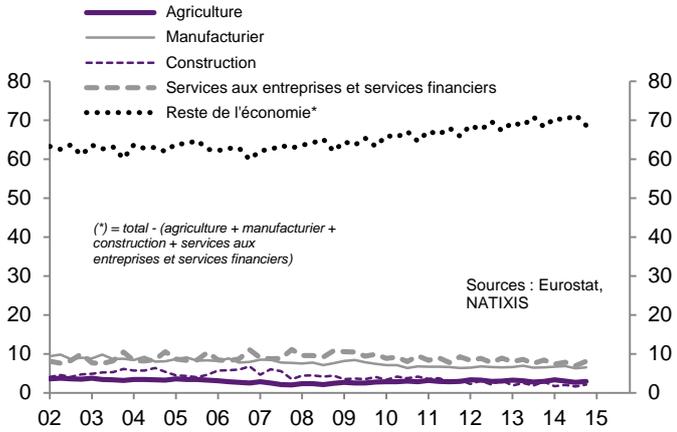
Le poids des secteurs « sophistiqués » (industrie, services aux entreprises et financiers) est très faible dans les deux pays : 15% du PIB en Grèce, 21% du PIB au Portugal (**graphiques 8a/b**), plus élevé cependant au Portugal.

La Grèce a un déficit extérieur pour tous les produits industriels, n'a même pas d'excédent pour l'agro-alimentaire ; les excédents viennent des services (transports) et du tourisme (**graphiques 8c/d/e**).

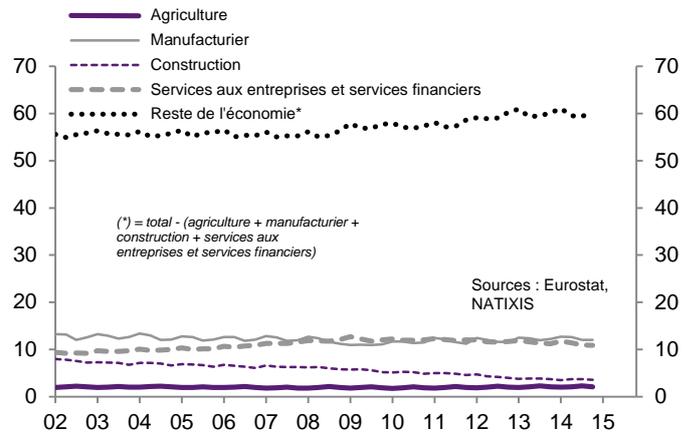
Le Portugal a un excédent pour les biens intermédiaires et un léger excédent pour le matériel de transport ; un excédent important aussi pour les services et le tourisme (**graphiques 8f/g/h**).

La dégradation de l'industrie est donc plus forte en Grèce qu'au Portugal, ce que montre ici la taille du recul de la capacité de production industrielle (**graphique 8i**) et le niveau des dépenses de Recherche & Développement (**tableau 3**). Enfin l'investissement public, nécessaire aux entreprises, a baissé autant au Portugal qu'en Grèce (**graphique 8j**).

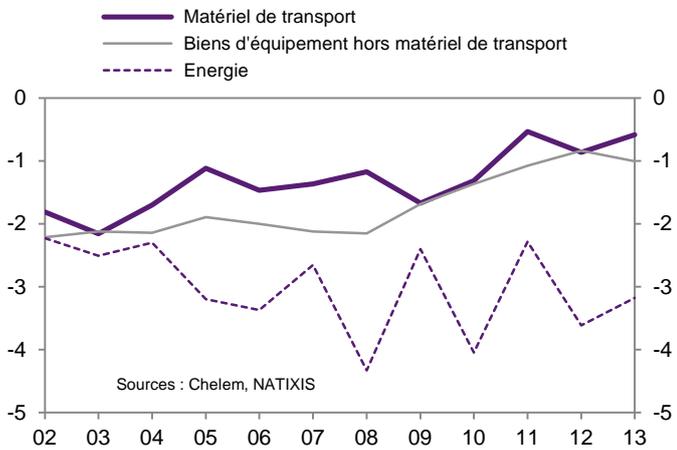
Graphique 8a
Grèce : valeur ajoutée sectoriel (volume, en % du PIB volume)



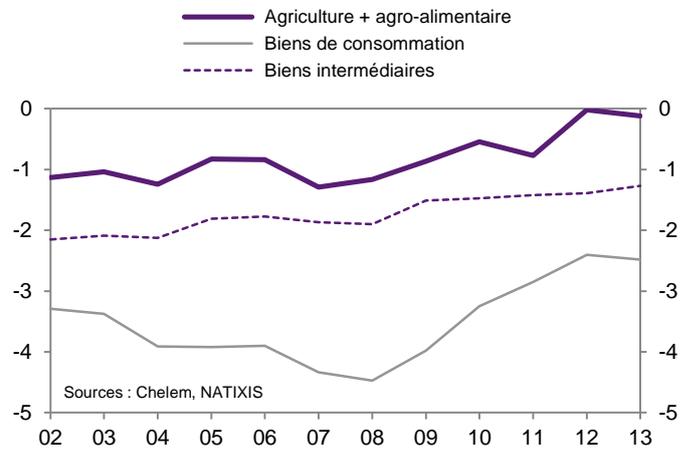
Graphique 8b
Portugal : valeur ajoutée sectoriel (volume, en % du PIB volume)



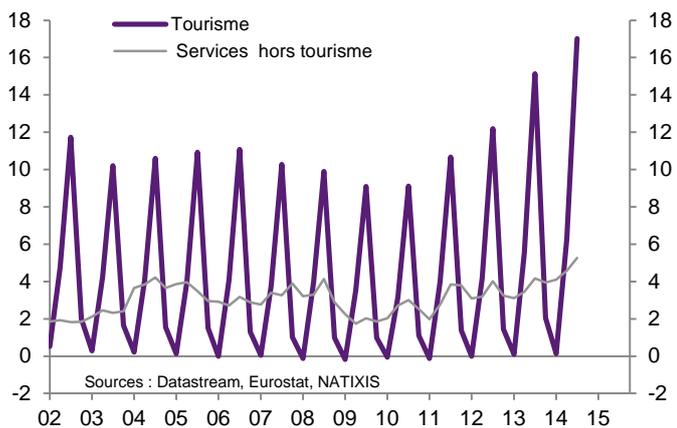
Graphique 8c
Grèce : balance commerciale (en % du PIB valeur)



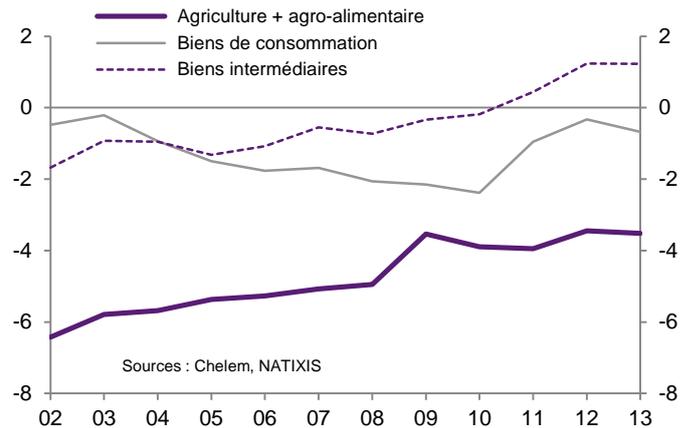
Graphique 8d
Grèce : balance commerciale (en % du PIB valeur)



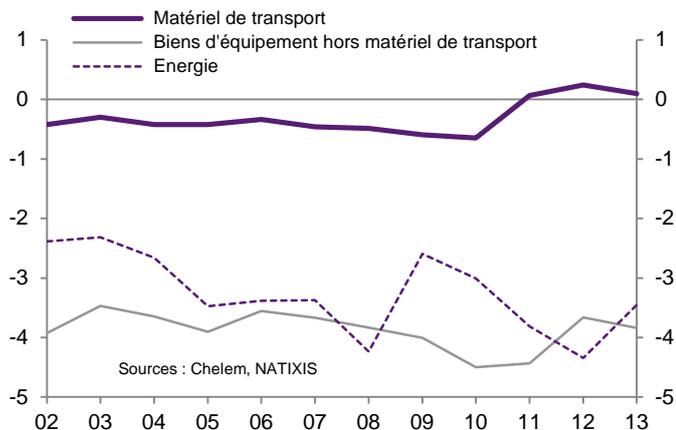
Graphique 8e
Grèce : balance commerciale (en % du PIB valeur)



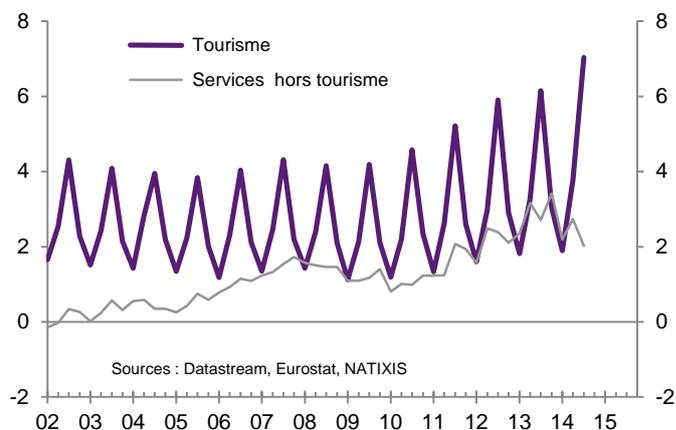
Graphique 8f
Portugal : balance commerciale (en % du PIB valeur)



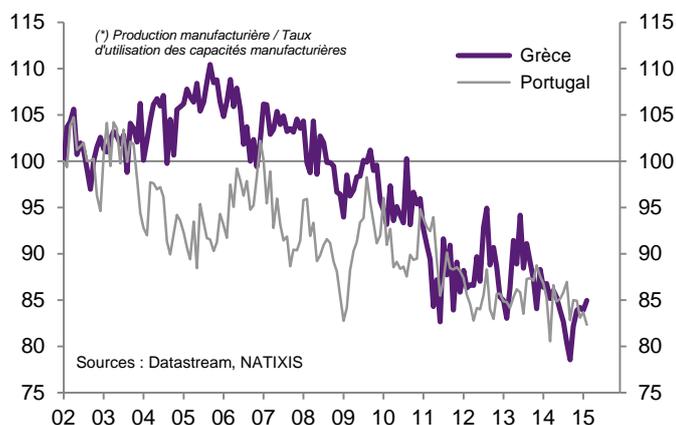
Graphique 8g
Portugal : balance commerciale
(en % du PIB valeur)



Graphique 8h
Portugal : balance commerciale
(en % du PIB valeur)



Graphique 8i
Capacité de production manufacturière*
(100 en 2002:1)



Graphique 8j
Investissement public (en % du PIB valeur)

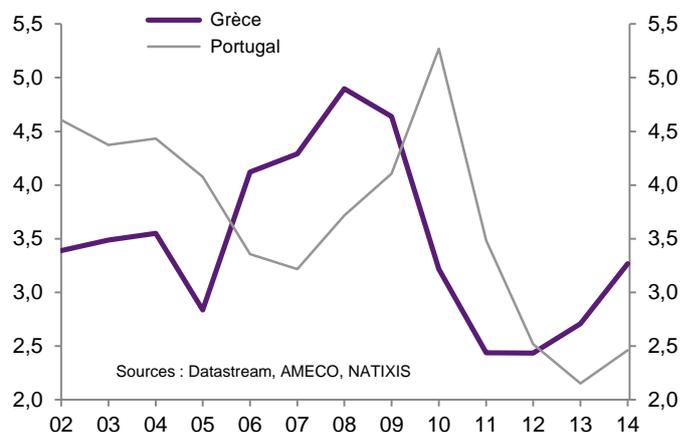


Tableau 3
Dépenses en R&D (en % du PIB valeur)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	moyenne de 2002-2013
Allemagne	2,4	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	2,6
France	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Espagne	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
Italie	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2
Grèce	#N/A	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,6
Portugal	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	1,1	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,1

Source : OCDE

Synthèse : un léger avantage au Portugal, sans doute insuffisant pour le protéger de la contagion

La situation est légèrement meilleure au Portugal qu'en Grèce en ce qui concerne les finances publiques, la situation du marché du travail, la qualification de la population active, la situation sociale, la structure sectorielle de l'économie.

Mais elle n'est pas meilleure en ce qui concerne la situation des banques, la situation des entreprises et l'investissement, la situation des ménages, la compétitivité et le commerce extérieur.

Cette légère supériorité économique et financière du Portugal par rapport à la Grèce n'est probablement pas suffisante pour protéger le Portugal contre la contagion si la crise grecque dégénère.

Il faudra alors compter sur les actions de la BCE : Quantitative Easing, OMT.