

Portugal: « Connaître la dette pour sortir du piège »

Résumé du rapport de l'Initiative portugaise pour un audit citoyen de la dette (IAC)¹

par Stéphanie Jacquemont (CADTM Belgique)

1. Introduction

Pas de position fermée et définitive de la IAC (initiative pour un audit citoyen). Certaines choses ne sont pas étudiées ou pas suffisamment étudiées : dette des administrations locales, dette des entreprises publiques, partenariats public/privé (PPP).

Un des objectifs : apporter, pour le débat, des concepts et analyses souvent considérés comme réservés aux professionnels > être clairs sans sacrifier à la rigueur.

2. Le processus d'endettement

De quelle dette parle-t-on ?

En 2008, la dette portugaise en % du PIB était au même niveau que celle de l'Allemagne, la France, et moindre que celle de la Belgique, de la Grèce. Des pays comme l'Irlande ou l'Espagne avaient même une dette en % du PIB inférieure à la moyenne de la zone euro.

Le problème, c'est plutôt la dette externe, résultat de déficits externes croissants de la balance courante des paiements.

Dette externe (ou passif net externe) mesurée par la position extérieure nette, est au moins aussi importante que la dette publique, car l'accumulation de dette vis-à-vis de l'extérieur peut mettre en cause la capacité de paiement de notre pays et favorise les attaques spéculatives des marchés financiers contre la dette publique. Trop simpliste de parler de problème de dette souveraine. Notre problème, c'est toute la dette, et particulièrement la dette extérieure.

Années 2000 dans la zone euro : endettement et instabilité financière semblables à ceux qu'ont connus les PED dans les 70s et 80s.

Transformation extraordinaire des économies faisant partie de l'UEM (union économique et monétaire). D'une situation d'équilibre relatif, sont apparus des excédents gigantesques d'une part et des déficits d'autre part.

3 groupes : ceux qui sont passés de l'excédent au déficit (Belgique, France, Finlande) ; ceux qui sont passés de l'équilibre à l'excédent (Pays-Bas, Allemagne, Autriche) ; et ceux qui sont passés de l'équilibre au déficit (Irlande, Grèce, Italie, Portugal).

De ces groupes, Allemagne d'un côté, Grèce et Portugal de l'autre, sont des cas extrêmes.

Facteurs d'explication du « succès » allemand : à la fois changements dans la stratégie européenne et l'insertion de l'UE dans l'économie globale, et stratégie nationale allemande.

Stratégie européenne : 3 facteurs :

¹ Rapport préliminaire du Groupe technique, http://auditoriacidada.info/facebook/docs/relatorio_iac.pdf Rapport élaboré par José Castro Caldas, Nuno Teles, Sara Rocha (Coord.), Alexandre Romeiras, Ana Costa, António Carlos Santos, Bruno Maia, Eugénia Pires, Frederico Pinheiro, João Camargo, João Neves, José Carlos Ferreira, José Gusmão, Luís Bernardo, Mariana Mortágua, Paulo Coimbra, Sandro Mendonça, Susana Figueiredo

- libéralisation du commerce avec le reste du monde > importations de matières premières moins chères et débouchés pour exportations allemandes
- élargissement de l'UE : main-d'œuvre qualifiée et bon marché
- zone euro

Stratégie allemande de restriction salariale (compression salariale). Réduction des salaires réels allemands depuis 2003. Stratégie acceptée par les syndicats sous prétexte de préserver un modèle social allemand où prédomine la retraite par capitalisation (donc accumulation d'excédents qui sont ensuite réinvestis et rentabilisés sur les marchés financiers fait sens).

Impact de la libéralisation des échanges sur la Périphérie de l'UE : concurrence accrue fragilise leurs industries traditionnelles, et dévie les flux d'investissement étranger.
Pas de récession immédiate, car les excédents du Centre sont recyclés sous forme de crédits.

Euro empêche les ajustements permis par les dévaluations > monnaie trop forte pour les pays faibles de la zone euro.

Union monétaire inégale du point de vue des structures économiques, avec une quasi-inexistence de mécanismes de redistribution des revenus. Illusion a duré un temps, tant pour la Périphérie que pour le Centre, mais avec l'arrivée de la crise financière en Europe et la fermeture du robinet du crédit aux pays périphériques, le déséquilibre est devenu manifeste, et l'édifice branlant s'est écroulé.

Le refrain du "nous avons vécu au-dessus de nos moyens", à visée culpabilisatrice, est faux. Les dépenses des familles et de l'État ont très peu augmenté entre 1995 et 2007. La part du gâteau (PIB) qui a véritablement augmenté : le poids des importations de 34% à 40% > substitution de la production nationale par importation de biens et services achetés à l'étranger > approfondissement de la dépendance du Portugal vis-à-vis de l'extérieur.

Dette des ménages portugais très faible : en 2010, 63% des familles ne devaient rien. Le gros de la dette des ménages est lié à l'acquisition d'un logement. Les plus endettés sont ceux qui ont les plus gros revenus et patrimoines.

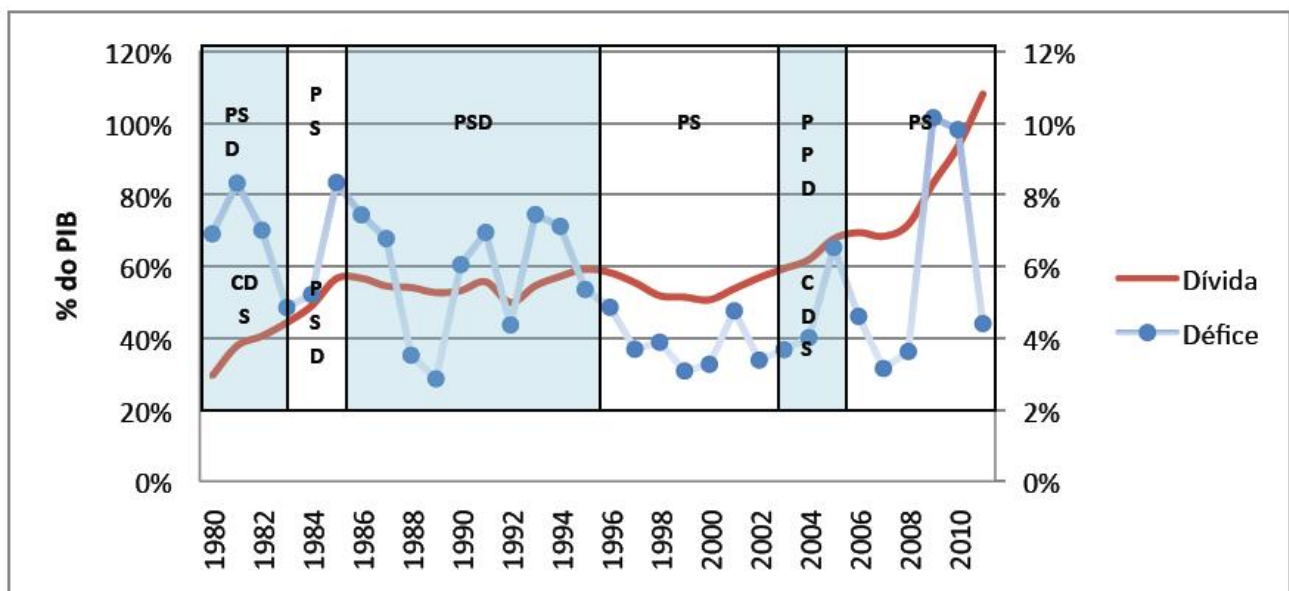
Le crédit obtenu à l'extérieur par les banques n'a pas servi à l'investissement productif (formation brute de capital fixe).

Le crédit est allé vers les ménages surtout pour financer l'achat d'une maison (cependant le % des familles endettées est très faible, voir encadré ci-dessous), et vers les entreprises, surtout les grandes entreprises, notamment dans la construction et l'immobilier.

L'afflux de crédit bon marché a favorisé activités spéculatives, en particulier dans l'immobilier. C'est dans ce secteur que se situent ceux qui ont vécu au-dessus de leurs moyens, avec des investissements financés par des crédits.

Il faut casser 3 mythes :

- seule la dette publique est à l'origine de l'attaque spéculative de 2011
- la dette provient d'une prodigalité, de dépenses excessives sur la période récente (première augmentation de la dette de 1980 à 1986, deuxième période d'augmentation à partir de 2009)
- dépenses et dette sont l'apanage de la gauche



Portugal (1980- 2011) : Dette des administrations publiques, déficit public en % du PIB et cycles politiques.
Source : AMECO.

3.La dette publique, qu'est-ce que c'est?

L'évolution de la dette publique est déterminée par le déficit ou l'excédent budgétaire, mais aussi par la structure même de la dette contractée antérieurement.

Émissions de dettes ne sont pas allouées à des dépenses spécifiques.

Dette directe de l'État (DDE) est un des deux principaux indicateurs de la dette publique. C'est la mesure utilisée par l'Institut de Gestion du Crédit Public (IGCP), l'organisme officiel chargé des émissions et de la gestion des dettes.

Selon l'IGCP, fin septembre 2012 la DDE atteignait près de 190 milliards d'euros, soit 114% du PIB, selon la cinquième révision du Programme d'assistance économique et financier (PAEF) de la troïka. De ce montant, 60 milliards de prêts de la troïka, qui représentent donc plus de 30% de la dette totale. 60% de cette dette se présentent sous la forme de titres échangeables sur le marché (ce % a baissé du fait du poids croissant des prêts de la troïka, il était de 80% fin 2010 et de 70% fin 2011). Le principal instrument de financement sur les marchés financiers = Obligations du Trésor (OT), qui représentent aujourd'hui 50% de la DDE.

Il y a aussi les bons du Trésor (BT), qui représentent 9% de la dette et sont émis sur 18 mois max.

La majorité de la dette actuelle date de la période de l'euro. La dette de la dictature est négligeable. Il y a quelques titres "à vie" émis sous la dictature qui sont en circulation, et des titres émis après 1974 ont servi à rembourser une dette antérieure, mais si on fait l'exercice théorique de calculer le montant actuel de cette dette issue de la dictature aujourd'hui, on arriverait à quelque 3 milliards d'euros (une somme considérée comme négligeable par les auteurs).

6% de la dette est sous forme de certificats d'épargne et certificats du trésor, instruments destinés à capter l'argent des petits épargnants.

	31/12/00	31/12/08	31/12/12	Variation sur la période	
				Période 1	Période 2
Nbre d'années de la période				8	4
PIB*	127,32	171,98	166,90	44,66	-5,08
Montant de la dette*	61,57	123,11	198,78	61,54	75,67
Dette en % du PIB	48,4%	71,6%	119,1%	23,2%	47,5%
Intérêts de l'année*	3,7	5,3	7,8	1,6	2,5
Intérêts en % du PIB	2,9%	3,1%	4,7%	0,2%	1,6%

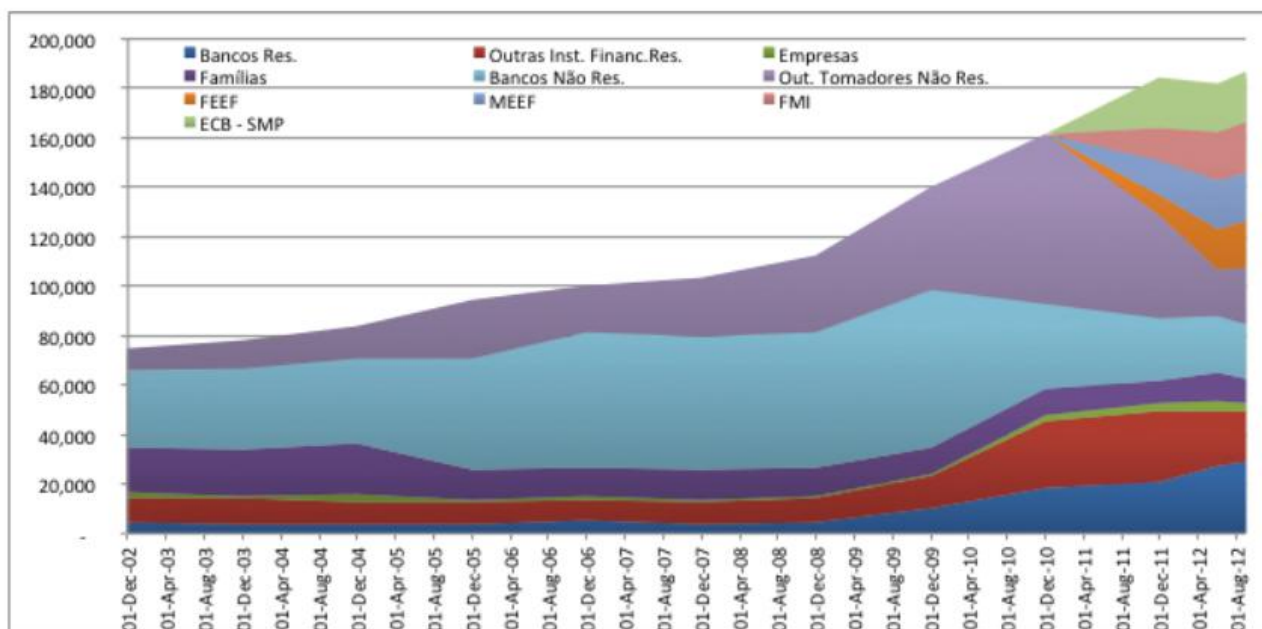
* en milliards d'euros

Variation de la dette et des intérêts. Source : base de données du World Economic Outlook du FMI et de la Banque mondiale et INE. Estimations pour 2012 : 5e révision du PAEF

> l'essentiel de l'augmentation de la dette s'est produit depuis 2009 (de fin 2000 à fin 2008, hausse de 61,54 mds, puis de 75,67 mds en seulement 4 ans, entre fin 2008 et fin 2012)

NB: DDE ne comprend pas la dette contingente, les arriérés, mais comprend la dette émise avec une garantie de l'État.

Qui sont les créanciers?



Baisse des détenteurs résidents jusqu'à 2008, due à la diversification des portefeuilles de la part des banques et autres institutions financières portugaises, ainsi que des particuliers + 1998: ouverture des adjudications d'OT aux banques non résidentes.

Avec la crise, le poids des ménages reste faible, mais celui des banques et institutions financières a augmenté (banques de 4% à 15 % de 2008 à 2012, de 9% à 12% pour les autres institutions financières).

Avec la crise, les banques étrangères ont commencé à se défaire de leurs positions. Tendances compensées par le SMP (*Securities Market Programme*) créé par la BCE, via lequel la BCE a acheté 20 milliards de dette portugaise.

Changement dans le *rollover*, puisque la dette arrivée à échéance est maintenant financée par des prêts multilatéraux (FMI, FESF, MESF). Les créanciers privés sont ainsi remplacés par des créanciers qui revendiquent de fait un statut de créancier prioritaire. Donc si restructuration, le *haircut* sera surtout imposé aux créanciers privés, y compris aux petits détenteurs.

> la substitution de la dette détenue par les banques non résidentes par une dette détenue par des entités multilatérales pourra limiter la réalisation d'une restructuration sélective visant à protéger certains créanciers comme les petits épargnants ou les fonds de pension publics.

+ ce sont les contribuables des autres pays qui vont supporter le *haircut* au cas où une réduction de la dette était imposée aux entités multilatérales.

Vu les ramifications de l'État et les différentes formes de financement, pratiquement chaque organisme a sa définition de la dette publique. Important de connaître les différences entre les différentes définitions pour choisir la plus adaptée à chaque type d'analyse.

Secteur public et administrations publiques

Composé de l'ensemble des unités institutionnelles publiques. Point commun : sont sous contrôle public. On distingue dans ce secteur, les unités institutionnelles non marchandes avec :

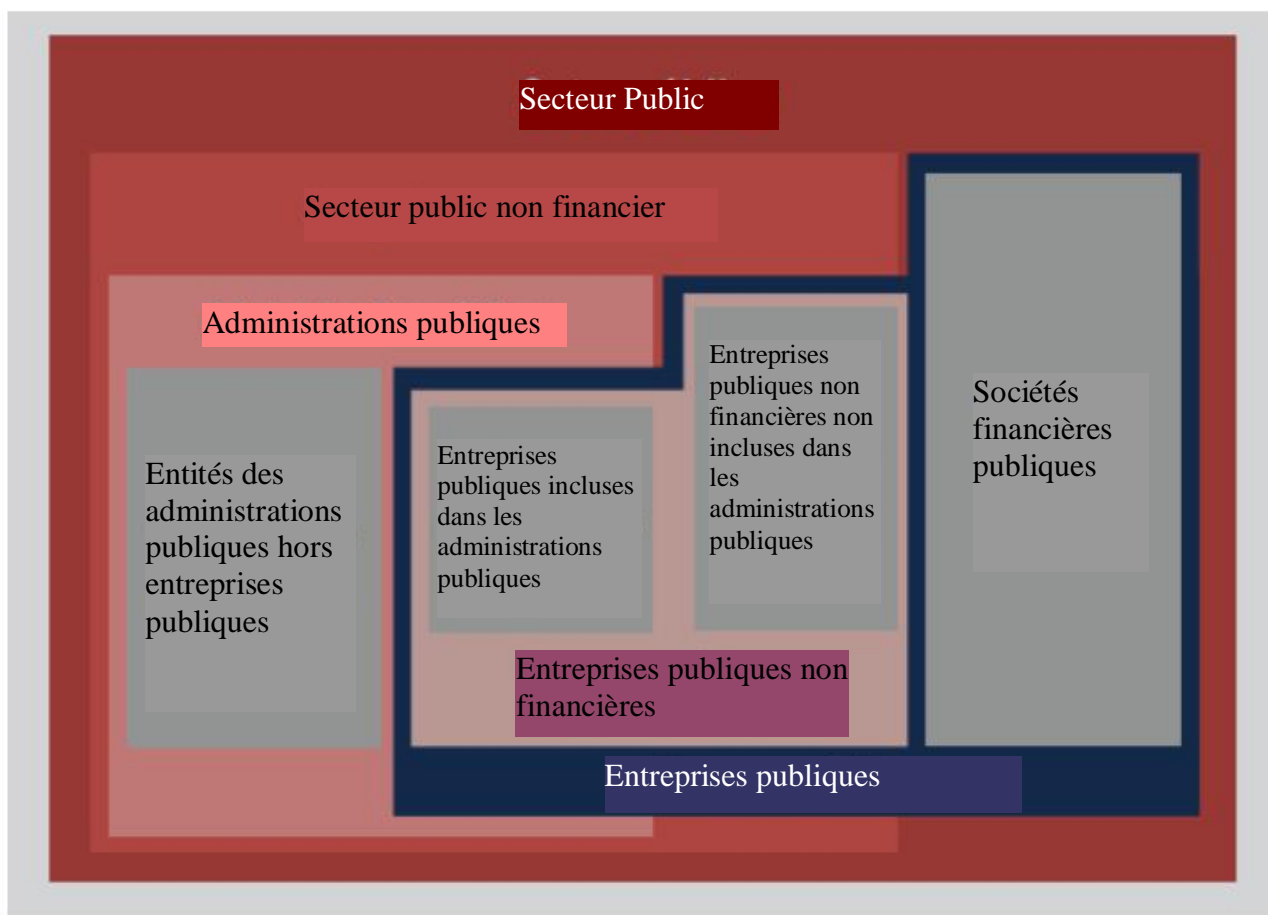
- administration centrale (État + Services et fonds autonomes)
- administration locale et régionale
- sécurité sociale

les unités institutionnelles marchandes, avec :

- entreprises publiques non financières
- sociétés publiques financières

Certaines entreprises publiques, en termes de comptabilité, ont été incluses dans ce qu'on appelle les administrations publiques. Il s'agit d'entreprises dont les recettes sont majoritairement publiques comme le parc scolaire, les routes, le métro de Lisbonne entre autres.

Ces entreprises comptent donc dans le déficit et la dette publique.



La dette publique dans l'optique de Maastricht

C'est celle qui est normalement utilisée pour évaluer le niveau d'endettement des administrations publiques. Définition du Traité : correspond à une partie du passif² brut consolidé des administrations publiques.

Mesure brute : on ne décompte pas du passif les actifs financiers que l'État détient.

Mesure consolidée : exclut les dettes des administrations publiques entre elles.

La dette est évaluée à sa valeur nominale, et non pas à sa valeur sur le marché.

Dette directe de l'État (DDE)

Inclut seulement la dette émise par le sous-secteur État. A l'inverse de la définition de Maastricht, cette mesure n'est pas consolidée et reflète tous les passifs du sous-secteur.

Se distingue de la définition de Maastricht en ce qu'elle inclut la capitalisation accumulée des Certificats d'Épargne.

Dette telle qu'elle est définie dans le Programme d'assistance économique et financière (PAEF)

² La dette au sens de Maastricht ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers mais uniquement les numéraires et dépôts, les titres autres qu'actions que sont les bons du Trésor (BTF et BTAN), les obligations assimilables du Trésor (OAT), les Euro medium term notes (EMTN), ainsi que les emprunts ; en sont exclus les produits dérivés et les autres comptes à payer et à recevoir. Source: Insee

Semblable à la dette selon la définition de Maastricht, à l'exception de quelques situations prévues dans le mémorandum, notamment dette contractée pour la recapitalisation des banques, dépôts de l'IGCP.

		Juin 2012
[1]	Dette non consolidée du secteur public non financier	249,8
[2]	Dette des entreprises publiques non financières non incluses dans les administrations publiques	19
[3]= [1-2]	Dette non consolidée des administrations publiques	230,8
	<i>Dont: dette non consolidée de l'administration centrale</i>	217,2
	<i>Dont: dette non consolidée des administrations locales et régionales</i>	13,6
[4]	Dette entre entités des administrations publiques	28,6
[5]= [3-4]	Dette consolidée des administrations publiques	201,2
[6]	Crédits commerciaux obtenus par les administrations publiques	3,8
[7]= [5-6]	Dette selon la définition de Maastricht	198,1
[8]	Dette selon la définition de Maastricht nette des dépôts des administrations publiques	182
[9]	Ce qui est exclu selon les critères du PAEF	27,2
[10]= [7-9]	Dette des administrations publiques selon la définition du PAEF	170,9

Comment la dette publique est-elle financée ?

Émission de titres (Obligations du Trésor) : concrètement, l'État, à travers l'IGCP, annonce à un groupe de banques avec lesquelles il travaille directement (les Opérateurs spécialisés en valeurs du Trésor, OSVT) qu'il va émettre un nombre déterminé de titres. A la date fixée, ces banques participent à une vente aux enchères dans laquelle elles font des offres (*bids*) d'achat de titres qui sont ordonnés du plus bas au plus haut taux d'intérêt implicite (*yield*). Si leurs offres sont acceptées, elles fournissent finalement l'argent à l'État pour recevoir, conformément aux conditions définies, des intérêts et, à la date prévue d'échéance du titre, le montant total de leur investissement (le principal).

Deux manières d'envisager les intérêts payés sur ces titres : **le taux du coupon** et ce qu'on appelle le **yield (rendement)**. Le taux du coupon est le taux d'intérêt nominal, celui qui détermine le montant des coupons que l'État va payer chaque année. **Le rendement est le taux réel, c'est-à-dire ce qu'il en coûte réellement à l'État**, et c'est ce qui doit être retenu dans les analyses. En effet, les titres peuvent être vendus en-dessous ou au-dessus de leur valeur réelle.

Marché primaire de la dette ne fonctionne pas tous les jours, contrairement au marché secondaire (sur lequel les banques s'échangent des titres entre elles ou les placent auprès des investisseurs finaux). Ce qui veut dire que les variations quotidiennes de taux d'intérêt dont les médias nous parlent concernent les rendements (yields) sur le marché secondaire.

Si des taux croissants sur ce marché n'impliquent pas directement des coûts supérieurs pour l'État sur des titres déjà émis, ces taux quotidiens sont importants en ce qu'ils reflètent la perception du risque par les marchés. Ils peuvent *in fine* conditionner les taux d'intérêt payés par l'État, quand il sera amené à réémettre des titres : il ne trouvera preneur pour ces titres que si les *yields* sont semblables à ceux que les investisseurs trouvent sur le marché secondaire.

« Cette architecture financière place les États dans une position de vulnérabilité face aux attaques spéculatives des acteurs financiers et des agences de notation. »

L'intervention de la BCE – Opérations monétaires sur titres

Pour faire baisser les taux d'intérêt, la BCE s'est engagée à assumer son rôle de prêteur en dernier ressort et à acheter, de manière illimitée si nécessaire, des titres de la dette sur le marché secondaire. Les transactions effectuées dans ce cadre sont connues sous le nom d'opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions*, OMT), et leur fonctionnement a été rendu public le 6 septembre 2012, ce qui a contribué de manière décisive à la baisse des taux d'intérêt sur la dette souveraine des pays périphériques. Cependant, « une condition nécessaire aux OMT est l'existence d'une conditionnalité stricte et effective » (selon la Banque du Portugal), ce qui veut dire que les pays doivent nécessairement accepter les programmes d'ajustement macro-économique, ou de prévention, associés aux programmes de FESF/MES. « En d'autres termes, l'intervention de la BCE est conditionnée à l'acceptation de politiques d'austérité ». De plus, en limitant ce soutien à des pays qui disposent d'un accès effectif aux marchés financiers, des pays comme le Portugal sont pour le moment hors de sa portée.

Les différents instruments de l'IGCP

Instruments de dette	Montant (millions €)	% du total de la dette	Echangeable	Coupon/intérêt	Terme	Destinataires et Observations
Obligations du Trésor (OT)	93 626	47,48%	Oui	Fixe	Moyen et long terme: entre 1 et 50 ans (n'a jamais dépassé 30 ans)	Intermédiaires financiers (banques) et investisseurs finaux du secteur financier (banques centrales, assurances, fonds de pension...)
Billets du Trésor (BT)	19 833	10,06%	Oui	Fixe (intérêt décompté du montant versé par l'investisseur à l'achat)	Court terme (jusqu'à 18 mois)	Intermédiaires financiers (banques) et investisseurs finaux du secteur financier (banques centrales, assurances, fonds de pension...)
Certificats d'épargne (CA)	9 667	4,90%	non	Variable indexé, avec des primes de fidélité et des limites maximales	Long terme. Séries A et B sans terme: les titres restent actifs jusqu'au rachat. Série C/ 10 ans	Particuliers
Certificats spéciaux de dette de court terme (CEDIC)	6 028	3,06%	non	Fixe – basé sur les taux de BT comparables	Court terme (jusqu'à 18 mois)	Entités du secteur public administratif et entreprises publiques, soumises au principe d'unité de trésorerie de l'Etat. Manière de garantir que leurs excédents soient employés dans l'Etat et pas dans le secteur financier.
Medium Term Notes (MTN)	2 947	1,49%	Oui	Fixe, variable ou flexible. Dépend de ce qui a été conclu avec l'acheteur initial du titre	Moyen terme (jusqu'à 5 ans)	Entités du secteur financier avec des besoins spécifiques en termes de conditions d'émission, notamment émission en monnaies spécifiques ou avec des modèles de taux d'intérêt personnalisés (variables ou indexés). Permet de diriger

						des produits à des investisseurs spécifiques dans des négociations privées et non sur les marchés
Certificats du Trésor (CT)	1 419	0,72%	non	Fixe mais croissant selon la fidélité de l'investisseur	Long terme (10 ans)	Particuliers
Certificats spéciaux de dette de moyen et long terme (CEDIM)	151	0,08%	Non	Fixe- Basé sur les taux d'OT comparables	Moyen et long terme – échéance toujours supérieure à 18 mois qui coïncide avec l'échéance d'une OT active sur le marché à convenir entre les parties	Même destinataires que les CEDIC. Instrument relativement récent, créé en 2011
Autres	1 012	0,51%	-	-	-	-
Sous-total	134 683	68,29%				
Programme d'assistance financière	62 527	31,71%	non	Emprunts multilatéraux	Long terme	
Dettes totales	197 209	100,00%				

Instruments de dette. Source : IGCP

IGCP : Créé en 1999, changement récent, avec accroissement de ses attributions. La loi prévoit une gestion plus active de la dette : passe de la simple émission-achat-vente de titres à des instruments plus complexes. L'IGCP a maintenant pour mandat de « réaliser les opérations financières (...) considérées comme adéquates, comme les opérations impliquant des dérivés financiers tels que les opérations de swaps de taux d'intérêt, de devises et d'autres conditions financières, ainsi que les opérations à terme, des futurs et des options qui ont pour base les engagements découlant de la dette publique ».

Du point de vue du système financier, la dette souveraine est absolument cruciale. Jusqu'à la crise des dettes souveraines, les titres des États étaient les seuls actifs rentables avec un risque quasi nul. La nécessité pour les investisseurs d'acheter des valeurs de la dette souveraine sans risque amène au transfert énorme qui a pu s'observer en Europe. Les fonds qui ne sont pas disponibles pour les pays périphériques sont transférés vers l'Allemagne par ex, où l'afflux de fonds est tel que les rendements sont négatifs.

« Dans le contexte européen, les titres de la dette publique ont peu à peu gagné plus de poids du fait qu'ils sont acceptés par (...) la BCE comme des garanties des prêts qu'elle concède aux banques privées ».

Troïka= le FMI+ La commission européenne + la BCE

En fait, les créanciers du PAEF ne sont pas la CE et la BCE, mais des fonds créés par la CE et la BCE, c'est-à-dire le FESF et le MES.

Ces deux fonds se financent sur les marchés financiers, à travers l'émission de titres garantis par l'ensemble de leurs États membres.

Les doutes quant au coût réel des emprunts réalisés auprès de la troïka subsistent en raison de la complexité du programme de paiements créé (qui inclut taux de marché, taux variables et montants

progressifs de commissions), et d'autre part, du fait que ce schéma n'a été présenté publiquement dans aucun document officiel.

Banque du Portugal a tenté d'éclaircir ces conditions dans une brochure sur le programme publiée en 2011. Selon ce document, les conditions sont les suivantes :

–Fonds européens : 26 mds + 26 mds euros

▲ 14 tranches

▲ intérêts payés sur une base annuelle

▲ Intérêts et coûts associés

✖MESF : coût de financement obtenu par le fonds sur le marché lors de l'émission de dette destinée à financer chaque tranche, augmenté de coûts administratifs non précisés

✖FESF : idem + S'ajoute 0,5% de commission de service pour chaque prêt

✖les deux fonds ont touché initialement une marge de profit de 2% à ajouter à ces coûts. En juillet 2011, en conséquence des négociations sur la dette grecque, ces marges ont été éliminées pour les 2 pays.

–FMI : 23,74 mds de DTS, soit environ 26 mds d'euros

▲ 13 tranches

▲ remboursement entre 2015 et 2024 : chaque tranche remboursée en 12 paiements semestriels, payables 4 ans et demi après le versement de la tranche. Les intérêts sont payés sur base trimestrielle, mais sont calculés sur base hebdomadaire en fonction des taux d'intérêt de référence des DTS.

▲ Intérêts et coûts associés :

✖taux d'intérêts du DTS + 1%

✖Surtaxe de 2% à partir du moment où le prêt dépasse 300% du quota du Portugal au sein du FMI (c'est-à-dire au-dessus de 3,4 mds euros environ). Cette surtaxe augmente à 3% après 3 ans de prêt. S'ajoute 0,5% de commission de service pour chaque prêt.

Difficile d'évaluer les taux d'intérêt qui varient en fonction des taux du marché, mais on peut faire des calculs simples pour établir une fourchette. En termes de coût global du programme, étant donné les inconnues, nous pouvons utiliser les prévisions du coût total des prêts (commissions comprises) présentées par l'IGCP dans son bulletin mensuel de décembre 2012 : 3,1% pour les fonds européens et 4,1% pour le financement du FMI, ce qui donnerait une moyenne de 3,4% applicable au total déjà reçu (environ 61,7 mds d'euros).

Retenir qu'avec les conditions négociées entre-temps avec les autres pays sous ajustement, les maturités moyennes des prêts européens ont été augmentées, et se situent désormais autour de 12,4 ans pour le MES et de 14,6 ans pour le FESF. Les prêts du FMI se maintiennent à une maturité moyenne de 7,3 ans, ce qui porte la moyenne du total à 11,3 ans.

Sur base des taux et maturités déjà connues, si l'on extrapole pour le total des prêts accordés (qui seront totalement versés au 1er semestre 2013), voici les coûts totaux simplifiés que l'on obtient :

Tableau : conditions des prêts de la Troïka

	Taux moyen d'intérêt et commissions*	Montant total du prêt	Maturité*	Coût annuel (mds €)	Coût total (mds €)
FESF	3 %	26	12,4	0,78	9,67
MESF	3 %	26	14,6	0,78	11,39
Total	3 %	52	---	1,56	21,06

"européen"					
FMI	4,1%	26	7,3	1,07	7,78
Total PAEF	3,4 %	78	11,3	2,63	28,84

Source : bulletin mensuel de l'IGCP, décembre 2012 (*)calculs de la IAC

Cela fait un coût total de l'ordre de 29 mds d'euros.

Il est prévu que les dernières tranches soient versées au 1er semestre 2013, ce qui veut dire qu'après cela, le Portugal devra se financer sur les marchés financiers, notamment pour rembourser les quelque 6 mds d'amortissement prévus pour septembre 2013.

A partir de 2014, il s'agira de financer plus de 9 mds par an jusque 2021, le pays sera donc fortement dépendant des financements externes dans les prochaines années. « Sans une restructuration de la dette et en cas d'accès limité aux marchés, ce montant devra être financé sur le budget de l'État, ce qui est manifestement inadmissible ».

Le montant de la dette a plus que doublé entre 2001 et 2011.

L'augmentation des taux d'intérêt fut la raison invoquée par le gouvernement pour justifier le recours à « l'aide » de la troïka. Intéressons-nous à la variation des taux d'intérêt : baisse prononcée des taux dans les années 1990, jusqu'à 1997, en termes nominaux mais aussi réels. Taux continuent à baisser après 2000, même si de manière moins prononcée.

Analyse de l'effet stock de dette (si le taux se maintient, combien faudrait-il payer d'intérêts si le stock augmente ?), de l'effet taux d'intérêt (hypothèse inverse : si le stock se maintient, combien d'intérêts à payer en fonction de la variation des taux), et de l'effet croisé (effet des deux variables, c'est-à-dire stock et taux, effet généralement négligeable).

Conclusion de cette analyse : Jusque 2007, le montant des intérêts à payer a augmenté du fait de l'effet stock.

En 2007 et surtout en 2011, les intérêts à payer ont augmenté en conséquence à la fois de l'augmentation du stock de la dette et de celle des taux d'intérêt.

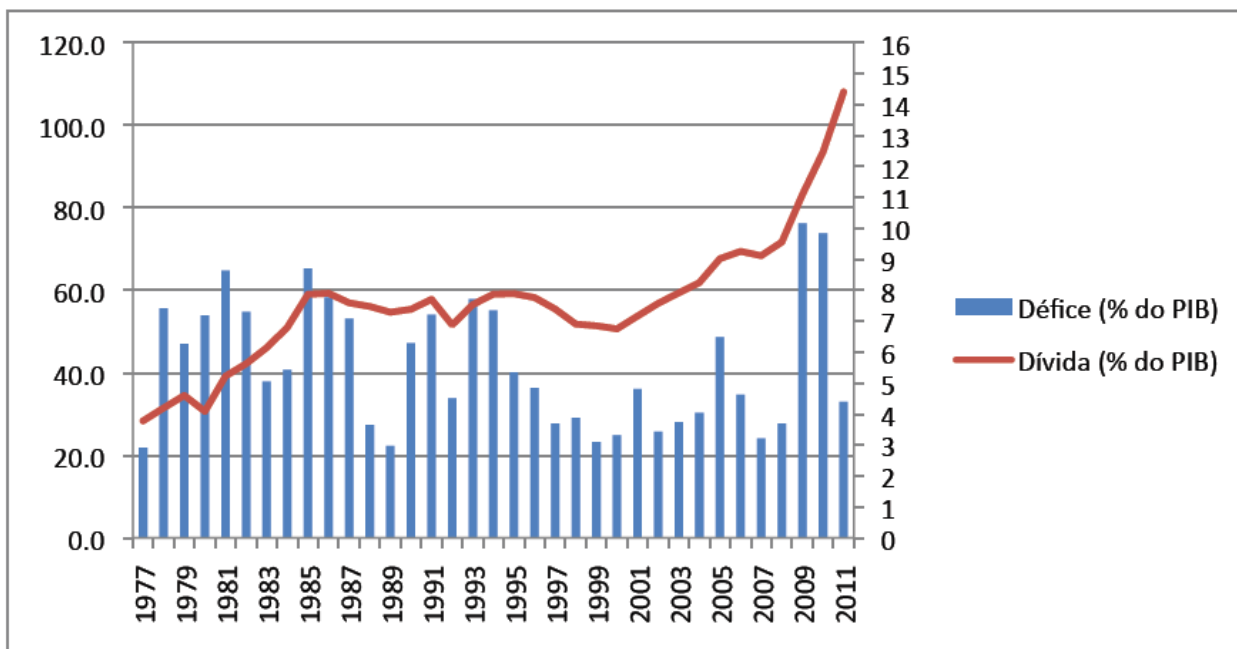
Baisse des taux jusque 2007 parce que titres émis en euros, et considérés comme équivalents aux autres titres européens, avec un risque minime. Légère baisse des taux y compris juste après l'éclatement de la crise, car les titres de la dette ont joué le rôle de valeur-refuge. Tendence s'inverse en 2010, avec la dégradation des notes de plusieurs dettes souveraines. En 2011, la montée des taux conjuguée à l'augmentation de la dette a été à l'origine du bond de près de 1,5 mds d'euros du montant d'intérêts à payer.

4.Le compte courant d'endettement

Erreur de considérer la dette publique comme une simple accumulation de déficits publics. Cet aspect est réel mais c'est seulement un des aspects, pas toujours le plus pertinent.

Graphique suivant présente l'évolution de la dette en % du PIB de 1977 à 2011, ainsi que les montants des déficits budgétaires sur la période. On distingue trois périodes concernant la dette :

- une période d'augmentation entre 1977 et 1986, avec accélération à partir de 1981
- 1987-2000 : stabilisation avec même légère diminution (sauf la parenthèse 1993-94)
- depuis 2000 : augmentation avec forte accélération depuis la crise financière



Déficit et dette en % du PIB. Source : AMECO et Banque du Portugal

Ce graph permet de voir le lien entre déficits et dette, lien loin d'être mécanique. Ex : en dépit des importants déficits entre 1986 et 1992, le ratio dette/PIB a diminué. A l'inverse, après l'entrée dans l'euro, période marquée par des déficits plus limités, le ratio augmente considérablement.

Le ratio dette/ PIB suggère en fait que le montant de la dette n'a de sens que comparé à la capacité d'un pays à la rembourser : augmentation de la dette est un problème quand il ne va pas de pair avec une croissance de l'économie.

Périodes de diminution du ratio dette/PIB correspondent aux périodes de croissance forte, avec un double effet de la croissance (sur le budget à travers augmentation des recettes fiscales, et sur le résultat du ratio puisque le dénominateur augmente).

L'histoire post-dictature peut se découper en 5 périodes.

Années	Période	Déficit moyen annuel (% du PIB)	Variation moyenne annuelle de la dette (% du PIB)	Croissance moyenne réelle du PIB
1977-1981	Après-25 avril	5,95	0,80	5,57
1981-1986	AD/Bloco Central	7,15	4,80	1,67
1986-2000	Stabilisation	5,07	-0,62	4,07
2000-2008	Entrée dans l'euro	4,26	2,63	0,99
2008-	Crise financière	8,13	12,13	-1,07

Dans la dynamique de la dette/PIB, il faut prendre en compte 3 éléments :

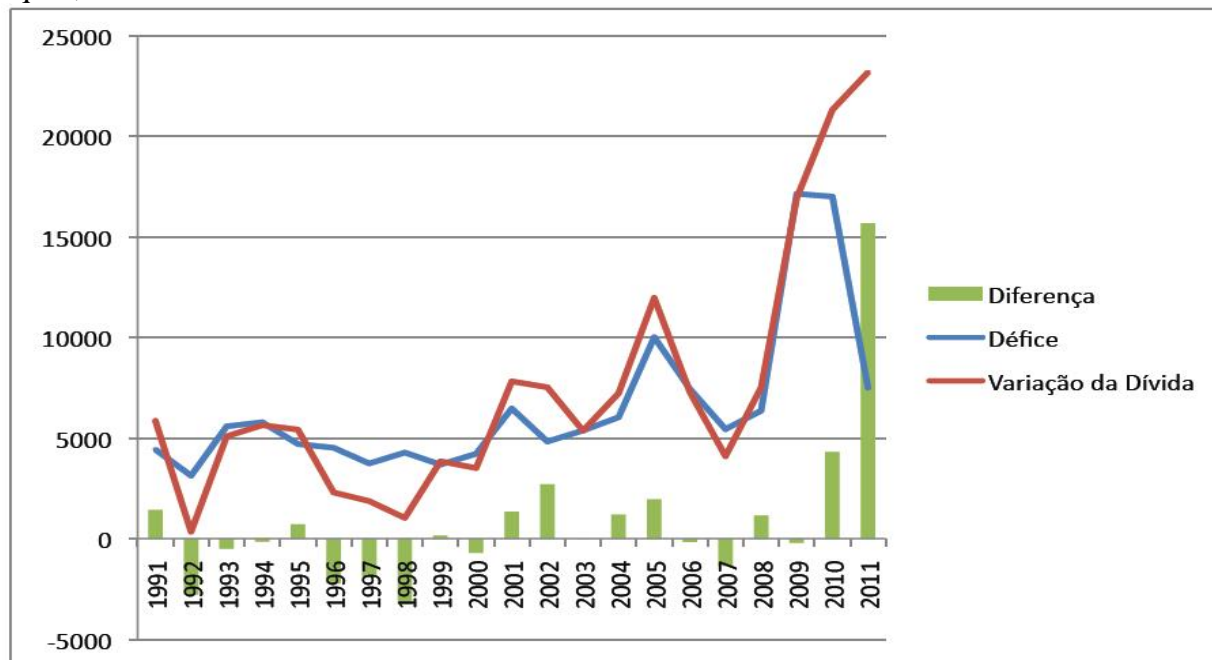
–solde budgétaire primaire (c'est-à-dire avant paiement des intérêts)

–croissance du PIB

–taux d'intérêt

+ le taux d'inflation, qui a aussi un impact. L'inflation influence la croissance nominale du PIB et dévalorise le stock de la dette, atténuant les effets des intérêts, même si elle peut avoir des conséquences négatives sur les conditions de financement.

Il y a aussi des variations du montant de la dette qui ne découlent pas directement du solde budgétaire. Il peut s'agir de changements dans la valeur des actifs de l'État, des altérations du périmètre de consolidation budgétaire, des recettes issues de privatisations (années 1996-98), d'opérations avec les banques, etc.



Différence entre le déficit et la variation de la dette (1991-2011). Source : Banque du Portugal

L'énorme différence entre la variation du stock de la dette et le déficit budgétaire observée en 2011 correspond ainsi à une partie non utilisée du prêt de la Troïka (10,2 mds) et à la part toujours non régularisée des fonds de pensions transférés à la sécurité sociale. Contribuent également l'enregistrement de la contribution de l'État portugais au prêt à la Grèce et l'Irlande (900 millions) et le paiement anticipé d'une partie du prêt FESF (900 millions)

Question des altérations du périmètre de consolidation budgétaire aussi très importante. Selon Eurostat, les engagements éventuels (hors bilan) de l'État portugais qui sont hors du périmètre de consolidation budgétaire se sont élevés en 2011 à 16 mds €. Cependant, selon le doc du FMI sur la 3e révision de l'accord avec la troïka, ces engagements éventuels pourraient atteindre les 25 mds entre les garanties accordées aux institutions financières, les entreprises publiques hors du périmètre de consolidation et les PPP (partenariats public/privé)

Les ajustements entre déficit et dette

Pacte de stabilité de croissance et compta européenne : les déficits des administrations publiques sont reportés en valeur nominale, de même que la dette publique.

Le déficit des administrations publiques ne correspond généralement pas à la variation de la dette publique sur la même période. La différence entre cette variation et le montant du déficit est appelée ajustement déficit-dette. (ADD). Si $ADD > 0$, la dette augmente plus que le déficit, et inversement.

Facteurs qui peuvent contribuer pour une ADD différente de 0 :

– transactions sur actifs financiers : la dette publique est une donnée BRUTE, c'est-à-dire qu'elle ne tient compte que des passifs des administrations publiques et leurs actifs ne sont pas déduits. Des changements dans la possession de ces actifs constituent des facteurs de divergence, par ex quand on émet de la dette pour acquérir un actif ou quand on utilise des actifs financiers pour financer le déficit ou amortir la dette publique.

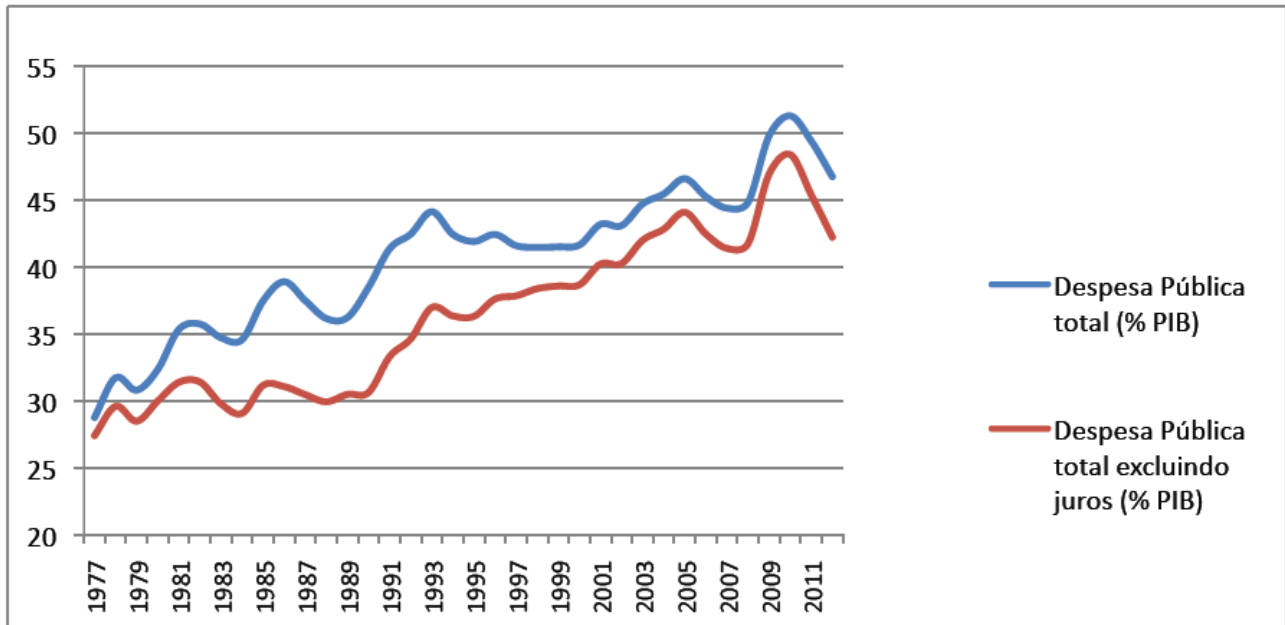
– Transactions sur des passifs non comptabilisés dans la dette publique : la dette exclut les dérivés et autres crédits (dettes commerciales). Ex : quand un État recourt à de crédits commerciaux pour financer l'achat de biens et services, cela n'affecte pas la dette. Quand il émet de la dette pour

liquider les crédits commerciaux enregistrés précédemment, la dette augmente sans impact sur le déficit.

Des dépenses et recettes publiques au déficit

fin des années 70 : dépenses publiques = moins de 30% du PIB. Années 80, dépassent les 35% et en 2010, les 50%.

Depuis la fin des années 70, 3 périodes de pic : 1990-93 / 2003-2005 / 2009-10, et 3 épisodes importants de réduction du poids des dépenses dans le PIB : 1994-95 / 2006-07 / 2011-12.



Dépenses publiques (bleu) et dépenses publiques primaires (hors intérêts, rouge) en % du PIB. Source : AMECO, Eurostat

Jusqu'aux années 1980, niveau de dépenses au Portugal en % du PIB largement inférieur au niveau des autres pays européens. L'augmentation de 30% à 50% correspond en réalité à un processus de convergence qui s'est achevé au milieu des années 2000. Augmentation parce que démocratisation de l'accès aux soins de santé et à l'éducation et élargissement de la sécurité sociale.

Analyse des dépenses par secteurs d'affectation montre également que le Portugal ne diffère pas de la moyenne de l'UE, avec par ordre d'importance en 2010 : protection sociale, santé, services généraux de l'administration publique et l'éducation.

Dépenses de personnel supérieures à moyenne UE, mais au contraire, dépenses pour allocations sociales inférieures à celles de l'ensemble de l'UE.

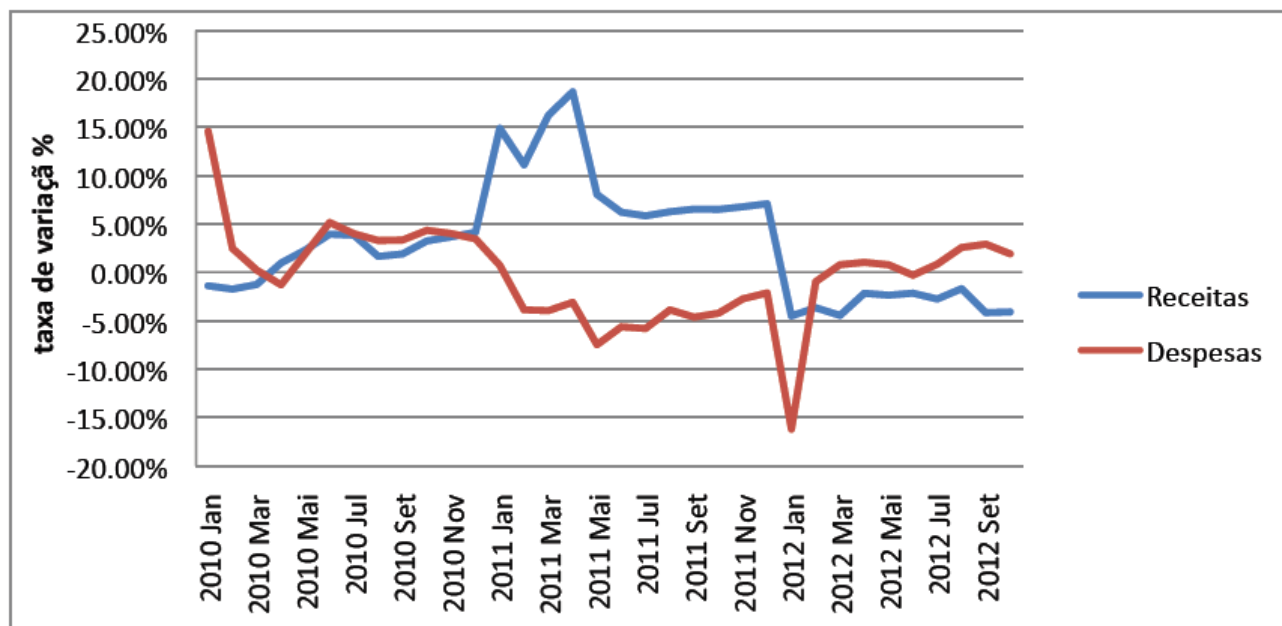
L'évolution des recettes en % du PIB a suivi de près celle des dépenses : passées de près de 25% en 1977 à 45% en 2012.

Périodes de récession, recettes tendent à baisser. Cependant, au cours de la période de crise actuelle, on distingue deux phases distinctes : entre 2008 et 2009, les recettes ont clairement diminué du fait de la récession ; depuis 2010, les recettes augmentent en dépit de la récession.

Avec l'austérité, objectif affiché est de réduire les dépenses, d'augmenter les recettes, afin de réduire le déficit et ainsi soutenir la croissance. Le résultat est loin de l'objectif.

L'austérité aggrave la récession, les dépenses n'ont pas diminué autant que prévu, les recettes fiscales ont diminué et les recettes globales augmentent seulement au prix de mesures extraordinaires. A partir d'avril 2011, l'augmentation des recettes courantes s'est faite à un taux de plus en plus faible, qui est devenu négatif en 2012. Les dépenses courantes, elles, qui avaient diminué au début de 2011, ont pratiquement stagné en 2012. Les recettes et dépenses de sécurité sociale ont aussi évolué de

manière défavorable.



Recettes et dépenses courantes de l'État, taux de variation par rapport à la même période de l'année précédente. Source : Banque du Portugal

L'érosion de la base fiscale comme source d'endettement

Structure fiscale au Portugal : impôts indirects prédominant sur les impôts directs.

Si l'on questionne la légitimité de la dette, on doit aussi se poser des questions sur la légitimité des mesures qui conduisent à une insuffisance dans la collecte des impôts et donc à des déficits et une dette excessive. Fiscalité n'est pas le principal facteur derrière la crise mais des études du FMI et de l'OCDE montrent qu'elle l'a favorisée. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous avons retenu quelques facteurs sur 5 plans différents : le contexte international, le plan budgétaire et les politiques publiques ; le plan législatif ; le plan administratif ; le plan du comportement des contribuables.

Contexte international

- 1) concurrence fiscale > érosion des bases fiscales
- 2) l'échec de la lutte contre les paradis fiscaux

Contexte du budget et des politiques publiques

1) prévisions, parfois délibérément, optimistes quant aux recettes : impossible d'être infaillible dans les prévisions, mais en 2012, le gouvernement a été sourd aux critiques qui pointaient les prévisions trop optimistes et alertaient d'une baisse probable des recettes issues de la TVA en raison de la chute du pouvoir d'achat. Cette surdité du gouvernement est soit un aveuglement idéologique, soit preuve d'incompétence, soit une tromperie délibérée.

2) Inexistence de politiques économiques : existence de politiques publiques qui contrecarrent les tendances dépressives ou récessives est cruciale pour éviter une chute dans les recettes budgétaires. Une croyance inébranlable dans les mécanismes de marché amène à la déconsidération de telles politiques. « La politique économique est aujourd'hui réduite à la promulgation d'une nouvelle loi sur la concurrence (sans grand impact), à des privatisations (qui, en règle générale, réduisent les recettes fiscales à venir), et consiste à attendre que d'une politique d'appauvrissement (bas salaires, droits écornés, qui détériorent la collecte des impôts) émerge une rénovation économique, tel le phœnix qui renaîtrait de ses cendres ».

- 1) avantages fiscaux deviennent privilèges fiscaux : l'érosion non justifiée des recettes peut être en

partie expliquée par la mise en place de véritables privilèges fiscaux (paradis fiscaux internes), qui constituent des entorses difficilement justifiables au principe d'égalité devant l'impôt. C'est le cas de l'IRS (impôt sur le revenu des personnes physiques), où l'existence de taux libératoires, applicables au revenus du capital et aux plus-values, met en cause non seulement le principe d'égalité, mais aussi le principe d'unicité de l'impôt inscrit dans la Constitution. Même en période de crise, ces revenus n'ont pas été touchés par la « surtaxe » extraordinaire de l'IRS ! Il y a aussi les réductions d'impôts, déductions fiscales, et autres amortissements accélérés. Ces avantages, quand ils s'appliquent aux entreprises, s'apparentent à des aides d'État, attribuées pour des raisons diverses, pas seulement les plus louables (action des lobbies).

2) Mauvaises politiques fiscales : Ex : abolition de l'impôt sur les successions et donations, impôt qui existe dans la grande majorité des démocraties et qui vise à créer les conditions pour une meilleure égalité des chances. Suppression au lieu de refonte montre comment ceux qui en ont beaucoup bénéficié ont réussi à convaincre ceux qui n'en ont pas ou peu bénéficié. Autre exemple : éloignement des taux d'imposition de l'IRS et de l'IRC (sur le revenu des entreprises), invitation à la planification fiscale, avec des entrepreneurs et professions libérales qui passent au régime de l'IRC, pour profiter du meilleur des deux régimes.

Sur le plan administratif

1) organisation administrative : politique fiscale trouve son expression dans la loi et sa concrétisation dans une bonne administration. Facteur décisif de la confiance des contribuables dans le système fiscal.

2) Contrôle et prévention : important que le contrôle soit effectué par des cadres préparés, que soient fixés des objectifs de collecte atteignables, que le contrôle s'effectue dans le cadre légal. Les recettes non perçues sont rarement détectées, et le pourcentage de procès perdus, pour cause d'instructions ou de preuves insuffisantes, par l'administration fiscale est élevé. Peu de prévention et d'éducation, système surtout répressif.

Sur le plan des comportements des contribuables

Méfiance des contribuables, qui ont le sentiment que le système est injuste, l'argent collecté mal dépensé, l'administration toute-puissante. Favorise l'évasion fiscale et la fraude, augmente l'inefficacité du système. Économie non déclarée est estimée, selon les études, à entre 18 et 24 % du PIB

Le centre off-shore de Madère

A été créé sous le prétexte qu'il servirait à attirer les investissements étrangers, amener des recettes fiscales et créer de l'emploi. En réalité, les investissements réalisés sont d'une utilité douteuse pour l'économie portugaise, la création d'emplois très limitée, et en fait de recette fiscale, c'est plutôt une dépense fiscale. Données plus récentes de 2009 rendent compte de l'existence de 2 678 entreprises dont plus de 90% n'emploient aucun travailleur ou ne déclarent rien au titre de l'IRC (impôt sur le bénéfice des sociétés). Au total, 1 677 travailleurs employés. Les autorités fiscales estiment que la recette fiscale au titre de l'IRS (impôt sur le revenu des personnes physiques) est de 2964 € par travailleur et que la dépense fiscale de 650 089 € par travailleur. Au total, la recette fiscale collectée dans la zone franche de Madère s'élève à 33 millions, 33 fois moins que la dépense fiscale associée.

5. Autres sources de dette

Les transports publics.

Secteur souvent pointé comme un exemple de la piètre efficacité de la gestion économique par l'État. Entreprises de transport public étudiées : Carris (transports publics de Lisbonne), STCP (société de transports collectifs de Porto), Métro de Lisbonne, Métro de Porto, Transtejo/Soflusa, REFER (chemins de fer), CP (Comboios de Portugal), sur la période 2002-2011.

Les 7 entreprises citées affichaient une dette, fin 2011, de 20,5 mds d'euros, l'équivalent de près de 12% du PIB. Cette dette a augmenté à un rythme fou sur la période étudiée : 1,4 mds euros / an, le paiement des intérêts étant la principale cause de cette escalade (augmentation de 12,5 mds entre 2002 et 2011 / intérêts payés sur la période : 4,49 mds). Depuis 2006, les intérêts dépassent le montant des pertes opérationnelles.

Le taux de couverture des coûts opérationnels par les recettes opérationnelles pour les entreprises étudiées est relativement élevé (si on exclut Transjeto/Soflusa, entre 65,8% et 88,7% en 2011). Le principal problème dans le modèle de financement portugais, par rapport à d'autres pays européens, est qu'il ne prévoit pas de financement alternatif, et le déficit opérationnel (qui a été réduit au fil des années) ne peut être financé que par le recours à la dette.

Autre problème : le désengagement de l'État dans les investissements d'infrastructures, travaux pourtant demandés par l'État (taux de couverture des investissements par l'État= 35%).

Les comptes de 3 des entreprises étudiées n'indiquent pas qui sont les créanciers de cette dette, notamment CP et REFER, qui comptent à elles deux pour la moitié de la dette des entreprises de transports publics. Sont parvenus à identifier les créanciers de 6,4 mds de dette, soit 1/3 de la dette analysée.

25 créanciers, dont 7 détiennent plus de 80% du montant. La Banque européenne d'investissements (BEI), dont les 27 États membres sont les actionnaires, est la principale créancière (1,8 mds). L'État portugais est le 2nd créancier (1,1 md). Les 5 plus gros créanciers privés (Deutsche Bank, BNP Paribas, ABN Amro, JP Morgan, Barclays) sont créanciers de 2,1 mds, soit 33,5% du total considéré. L'exposition des banques portugaises est très réduite.

Pour tenter de rembourser intégralement la dette des entreprises de transports publics, le gouvernement a mis en place une stratégie basée sur l'équilibre opérationnel des entreprises, via la réduction des coûts et l'augmentation des recettes.

> augmentation des tarifs, avec l'argument (fallacieux, voir graphique p. 59) que les tarifs n'auraient pas suivi l'inflation.

> réduction du nombre de travailleurs, qui a chuté de 38% sur la période analysée pour les 7 entreprises étudiées. **Stratégie vouée à l'échec, puisque les charges financières équivalent à 189% des salaires, il ne sert à rien de réduire les charges opérationnelles si on ne s'attaque pas au problème des charges financières.**

Détérioration du service rendu aux usagers + augmentation des tarifs > les entreprises de transports publics ont perdu 17% de leurs passagers sur les dix dernières années.

Accumulation de dette due pour un tiers au paiement d'intérêts. Également due à un modèle de financement défaillant.

Les partenariats public- privé (PPP)

Portugal champion du monde des PPP, avec des dépenses en % du PIB relatives aux PPP les plus élevées (près de 11%). Les PPP ont contribué à alourdir la dette, avec des taux de rentabilité injustifiés pour les consortiums privés qui les ont promus.

PPP consistent à la concession de travaux publics ou services publics à des financements privés. Différents types de PPP, parmi lesquels :

–*Free-standing* : projets où le secteur privé développe l'infrastructure. Il récupère les coûts et dégage une rentabilité à travers les frais payés par les usagers.

–*Joint venture* : secteur public contribue au financement et la gestion est confiée au partenaire privé.

–*Services sold* : services prestés par le secteur privé pour lesquels l'État paie une redevance.

Au moins 120 PPP négociés avec l'État central, en plus d'une quantité d'autres au niveau local établis avec des organes de pouvoir locaux ou des entreprises d'État. Du fait de ce nombre élevé de PPP, le pays était en 2004 le pays le plus exposé aux prêts de la BEI, avec 2,8 mds euros (beaucoup de PPP utilisent des fonds de la BEI). La situation s'est aggravée depuis 2004 avec un recours croissant au financement de la BEI : 285 millions en 2007, 839 millions en 2008, 290 millions en 2009 et 945 millions en 2010.

Les investissements dans les PPP ne sont pas comptabilisés comme une dépense publique (Eurostat, 2004), stratégie efficace pour débudgétiser les investissements publics.

Les charges financières liées au PPP ont toujours tendance à augmenter, non seulement du fait de la renégociation des contrats, mais aussi du fait de l'exigence de rééquilibrage financier. « A chaque fois que l'État procède à une modification unilatérale du contrat (ce qui arrive très régulièrement, parce que les négociateurs de l'État, au moment de la signature du contrat, n'ont pas prévu tous les paramètres futurs), les partenaires privés exigent un rééquilibrage financier pour garantir le maintien des conditions de profit initialement prévue dans le contrat ».

Dans les contrats de concession, l'État assume les risques commerciaux et financiers, comme les risques liés à l'augmentation des taux d'intérêt, des spreads. Parallèlement, c'est la banque qui finance qui exige que l'État assume ces risques sous peine de ne pas accorder le crédit.

« Les PPP au Portugal représentent un canal important de transfert d'argent public au secteur privé ». Arguments en défense des PPP : meilleure sélection des projets, seuls les rentables étant retenus. La réalité dément largement cette affirmation. Les PPP sur les projets routiers surestiment le trafic. En 2010, 40% des autoroutes portugaises avaient un trafic moyen quotidien inférieur aux 10 000 véhicules, le critère utilisé pour justifier la construction d'une autoroute.

Audit des PPP confié à Ernst & Young : dénoncé publiquement par la IAC en mai 2012, qui a demandé la suspension de cette adjudication auprès du Procureur général de la République. Cette adjudication a violé les principes fondamentaux de l'attribution de marchés publics : bonne foi, sérieux, neutralité et interdiction de conflits d'intérêts.

Conflit d'intérêts : Ernst & Young SA réalise et a réalisé la révision légale des comptes de nombreuses entreprises impliquées dans des consortiums de concession et de PPP.

Le tribunal administratif a rejeté la demande en action d'annulation, en disant que le fait qu'Ernst & Young ait travaillé pour des entreprises impliquées de PPP ne veut pas dire que ses concurrents aient été désavantagés dans l'attribution du contrat. En d'autres termes, le tribunal a seulement étudié si les autres cabinets d'audit ont subi ou non un préjudice, alors qu'il aurait fallu s'intéresser aux intérêts publics en cause.

Sans surprise, les résultats de l'audit, dont seulement une partie a été rendue publique, sont favorables aux entreprises privées. Entre les mesures proposées par le cabinet d'audit :

- privatisation de certains PPP avec abrogation des contrats de concession, livraison des structures au privé et acquisition des crédits bancaires par l'État ;
- introduction de péages supplémentaires sur les autoroutes
- transfert des recettes des péages aux concessionnaires privés
- augmentation de la durée des concessions
- réduction des coûts du privé en termes d'entretien des structures, avec l'élimination des exigences de qualité

Nouvelle législation sur les PPP entrée en vigueur le 1er juillet 2012, qui indique que l'État entend bien poursuivre avec ce modèle de PPP. Nouvelle législation particulièrement ambiguë, sujette à des interprétations qui favorisent les concessionnaires dans des actions en justice.

Une étude récente de l'observatoire des PPP de l'Université catholique suggère que la meilleure sortie serait l'achat par l'État des autoroutes à péage fictif³ (SCUT) pour un montant de 3,5 à 5 mds (près de 2% du PIB), ce qui représenterait, selon l'étude, une économie de 400 millions d'euros annuels. L'étude prétend que cette opération serait bénéfique tant pour l'État que pour les entreprises privées. L'idée de la nationalisation des PPP fait son chemin à grande vitesse : cela fait penser qu'en dépit de contrats soigneusement conçus en faveur des intérêts privés, dans certains secteurs, notamment les routes, les affaires ne sont plus rentables. Ainsi, les PPP, grâce auxquels ces entreprises et banques ont pu encaisser des sommes régulières ces dernières années, se termineraient par un dernier grand déboursement en leur faveur.

Les PPP permettent la débudgétisation c'est-à-dire, de « cacher » une dépense en la retirant du budget général de l'État. Ils permettent aussi le transfert de deniers publics vers le privé. Exemples du pont du 25 avril ou du terminal de conteneurs d'Alcantara p. 66-68.

PPP dans le domaine de la santé. Première expérience entre 1996 et 2008 : concession de la gestion clinique de l'hôpital Amadora-Sintra. Contrat terminé notamment en raison de divergences sur les comptes entre l'Administration régionale de Santé de Lisbonne et de la Vallée du Tage (ARSLVT) et le groupe privé auquel la gestion avait été confiée, Mella Saúde. Accusations de l'ARSLVT selon lesquelles Mella Saúde facturait à l'État des examens qui n'avaient jamais été pratiqués. Bien que le gouvernement ait mis fin à ce contrat, il a choisi le même groupe pour la gestion du nouvel hôpital de Braga et de Vila Franca de Xira.

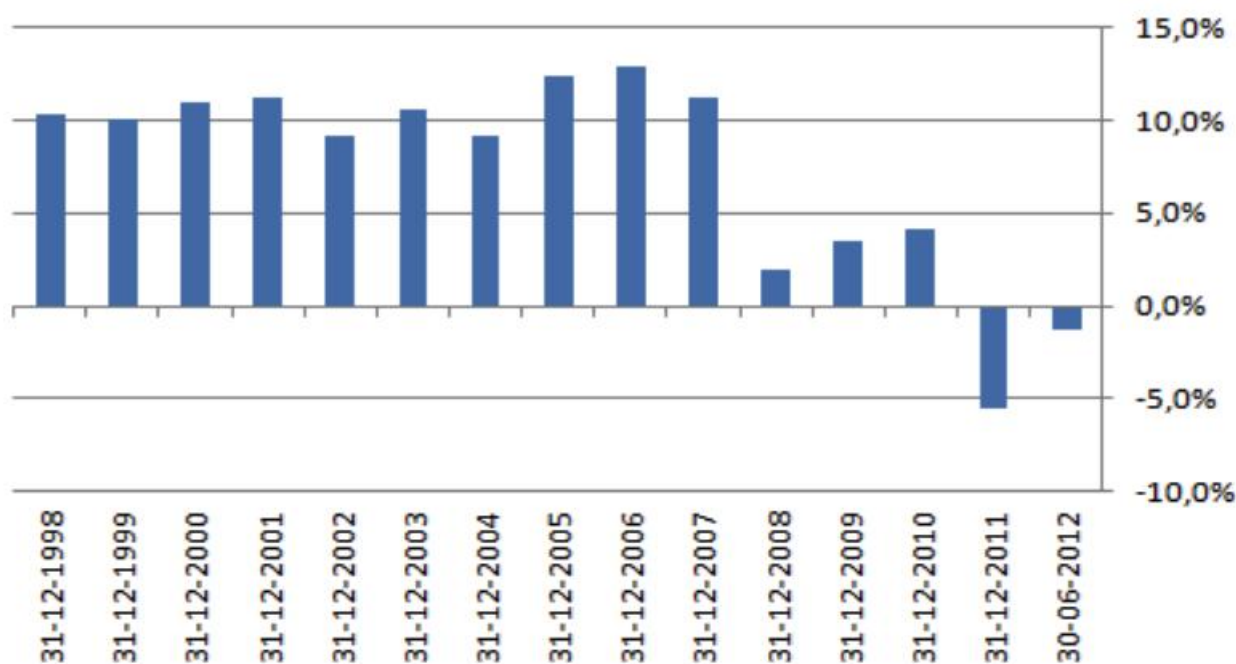
Introduction d'un comparateur public (connu sous le nom de CPC), qui justifie la concession au privé comme l'option la moins chère (par rapport à un investissement direct de l'État pour l'infrastructure). Mais il est facile de manipuler les critères de ce comparateur (selon ce qu'un juge retraité de la Cour des comptes, Carlos Moreno, explique dans son livre). De plus, après l'attribution de la concession, les renégociations peuvent aboutir à des coûts nettement supérieurs à ceux pris en compte par le comparateur.

PPP santé : jamais l'opérateur privé n'assume un risque seul (et souvent dans une moindre proportion que l'État), et les risques les plus probables et à l'impact le plus important sont assumés par l'État seul. « Dans la pratique, l'entité privée se trouve à l'abri des oscillations de l'économie réelle et elle maintient son revenu annuel, issu de l'argent public, protégé des variations qui pourraient être enregistrées sur les marchés les années suivantes ». Pantouflage entre l'appareil d'État et les groupes privés de santé, pratique que l'on retrouve dans d'autres domaines des PPP.

Sauvetages bancaires

Secteur bancaire portugais très rentable avant la crise (plus de 10% de ROE).

3 Désigne les autoroutes pour lesquelles l'État paye une redevance aux concessionnaires en fonction du trafic. SCUT= Sans Coûts pour les Utilisateurs



Rentabilité du capital dans le système bancaire portugais. Source : Banque du Portugal

Diversification des affaires des banques, loin des ses fonctions traditionnelles d'intermédiation.

Changement radical avec l'euro, baisse et stabilisation des taux d'intérêt, avec pour conséquences :

- dépôts deviennent moins attractifs > réduction des taux d'épargne
- augmentation des crédits octroyés, souvent avec un laxisme dans les politiques d'octroi de crédit, sans prise en compte des risques et avec une focalisation sur la rentabilité.
- Accès facilité des banques au marché interbancaire, à coût réduit, en particulier pour les opérations à court terme.

Changement dans les bilans des banques, surtout du côté du passif, où les dépôts pèsent moins, et donc le recours au financement externe sur le marché interbancaire augmente.

Par ailleurs, baisse généralisée des niveaux des capitaux au sens strict/fonds propres de première catégorie (*core capital*), notamment grâce à des changements réglementaires. (Bâle II: rating interne pour évaluer le risque des actifs, ce qui a libéré du capital + possibilité de comptabiliser dans le capital des instruments hybrides) > Banques largement sous-capitalisées, incapables de faire face à la détérioration de la qualité de leurs actifs.

Banques également affectées par leur politique de distribution de dividendes. Avant la crise, dans la majorité des grandes banques européennes, part des bénéfices destinée aux dividendes = 50%.

Grands actionnaires qui pendant des années n'ont pas recapitalisé grâce aux bénéfices, ont demandé recapitalisation par l'État au moment de la crise

Entre le 1er octobre 2008 et le 1er octobre 2012, le volume mis à disposition (approuvé) du secteur financier européen s'élève à 5058,9 milliards d'euros (40,3% du PIB de l'UE). Entre octobre 2008 et le 31 décembre 2011, le soutien réellement obtenu (utilisé) par les banques s'élève à 1615,9 mds d'euros (12,8% du PIB de l'UE).

Le secteur bancaire portugais est parvenu, de manière générale, à maintenir des résultats positifs tout au long de la crise financière, en partie du fait de son activité internationale, et aussi en raison d'une politique de provisionnement et classification du crédit échu plus favorable.

Par ailleurs, le secteur bancaire portugais affiche des ratios crédit/dépôts parmi les plus élevés (obligé de le faire descendre à 120% dans le cadre du programme d'assistance financière).

Point faible : faible niveau des fonds propres, en particulier des fonds propres de première catégorie, c'est-à-dire du capital ayant une capacité effective d'absorption des pertes.

Programme d'assistance financière – exigences vis-à-vis du secteur bancaire

- ratio de *core capital* de 9% en 2011 et de 10% en 2012, niveau qui devra se maintenir par la suite
- réduction du levier: atteindre un ratio crédit/dépôts de 120% jusqu'à 2014
- adoption du ratio de « crédit à risque » pour la classification du crédit échu, en accord avec les normes internationales

En octobre 2008, le gouvernement portugais annonce l'octroi de garanties sur la dette émise par les banques portugaises jusqu'à 20 mds d'euros. Mesure d'abord mise en place jusqu'à fin 2009, puis étendue à 35 mds en 2011, dans le cadre du PAEF.

Novembre 2008: programme de recapitalisation des institutions de crédit ayant leur siège au Portugal, jusqu'à un montant total de 4 mds. En vigueur initialement jusqu'à fin 2009, le programme a également été renforcé jusqu'à 12 mds d'euros dans le cadre du plan d'aide.

Les banques portugaises, devant la raréfaction et l'enchérissement de leurs financements en 2009, se sont tournées vers l'émission de dette garantie par l'État. Voir tableau 5.4 p. 78 pour le détail de ces garanties.

Si dans la première phase de la crise, les banques n'ont pas eu besoin de recapitalisation, les nouvelles exigences en termes de fonds propres imposées fin 2012 ont donné lieu à des besoins en capitaux significatifs. Parmi les 4 grandes banques, seule la BES a réussi à porter son capital aux niveaux requis sans recourir aux capitaux publics. Pour les autres banques, entrée de l'État au capital à travers les *contingent convertibles*, ou *Coco*, instruments hybrides qui fonctionnent comme des dettes en temps normal, mais se transforment en capital si un événement déterminé se produit. Cet événement consiste généralement en la baisse des fonds propres au dessous d'un certain niveau. En cas de *stress*, l'investisseur est obligé d'essuyer les pertes. L'État n'est donc pas actionnaire de facto des banques et n'interviendra pas dans leur gestion. La situation ne sera modifiée que si les fonds propres descendent au dessous du niveau requis.

Utilisation de *coco* est hautement discutable pour les raisons suivantes :

- instrument de capital hybride qui, bien que considéré comme capital, n'en est pas dans les faits
- l'État, bien qu'il injecte de l'argent dans les banques, n'a pas de contrôle sur la manière dont il est utilisé
- en dernière instance, si l'État est appelé à injecter du capital dans les banques, la dette publique s'en trouvera augmentée

En plus de ces mesures, les banques ont eu accès au financement de la BCE à des taux réduits (actuellement 0,75%).

Est-ce que ces moyens donnés aux banques ont contribué (ou auraient pu contribuer) à stimuler l'économie?

Mémorandum contient une obligation de réduire le levier, donc de réduire le ratio crédit/dépôts > il faut soit augmenter les dépôts, soit réduire le crédit, soit faire les deux. De manière générale, augmentation des dépôts parce que augmentation de leur rémunération et hausse du taux d'épargne des ménages. Mais on peut s'attendre, avec les mesures d'austérité mises en place, à une inversion de cette tendance en 2013. On a également assisté à une importante réduction des crédits octroyés (demande de crédit des entreprises et ménages diminue + durcissement des conditions d'octroi).

Les banques ont réduit leur rôle de financement de l'économie. Avec l'inversion des tendances concernant l'épargne, et l'exigence de maintenir le ratio crédit/dépôts, une contraction du crédit encore plus importante est sans doute à prévoir pour l'année qui vient.

En revanche, augmentation significative au dernier semestre de la dette publique portugaise détenue par les banques nationales. Une des raisons derrière cette augmentation est que les banques ont davantage recouru aux financements de la BCE et ont déposé à la BCE les titres de la dette portugaise comme collatéral. Cependant, le poids de la dette publique portugaise dans les actifs des banques reste limité.

Socialisation des pertes du privé : la BPN (Banco Português de Negócios)

Le secteur bancaire a été l'un des principaux consommateurs de ressources publiques depuis le début de la crise. Une bonne partie de la dette publique (effective ou potentielle) contractée par l'État à travers les différentes décisions de soutien au secteur découle de l'opération liée à la BPN.

Depuis la nationalisation jusqu'à la reprivatisation, plusieurs milliards d'euros des contribuables portugais ont été dépensés. Bien que la revente au privé de la BPN ait été conclue, les coûts de l'opération vont se faire sentir dans le budget de l'État et dans sa dette pendant les prochaines années, sans qu'on en connaisse le montant réel.

Décret de nationalisation de la BPN de novembre 2008: décision de nationaliser fondée sur 2 arguments habituellement utilisés dans ce genre de situation :

- défense des droits des épargnants de cette banque : l'État intervient pour garantir les dépôts
- nécessité de garantir la stabilité du système financier portugais, en évitant que la faillite de la BPN n'engendre une ruée aux guichets dans les autres banques et donc une banqueroute généralisée.

Cependant, toujours pas de démonstration solide des arguments invoqués. Au contraire, beaucoup d'éléments indiquent qu'une non nationalisation, avec liquidation, aurait été moins coûteuse pour le contribuable portugais.

Quel que soit le jugement que l'on porte sur la nationalisation, on peut en tout cas constater que les principaux bénéficiaires de cette nationalisation ont été les banques étrangères, dont les investissements ont été intégralement protégés.

Période de gestion publique de la BPN : novembre 2008- mars 2012.

2010 : 3 « bad banks » sont créées (Parvalorem, Parups, et Parparticipadas), où les actifs toxiques de la BPN sont transférés. Objectif : rendre la BPN solvable et la préparer pour la revente au privé.

En 2010, l'État a dû enregistrer des pertes sur les actifs transférés dans les bad banks pour un montant de 1,8 md (qui a contribué au déficit cette année-là). En 2011, de nouvelles pertes de l'ordre de 400 millions + Injection de capital de 600 millions dans la BPN en 2011 (concrétisée en février 2012) > en 2011, coût pour l'État d'un milliard d'euros.

Coûts déjà assumés par l'État : 2,8 mds d'euros.

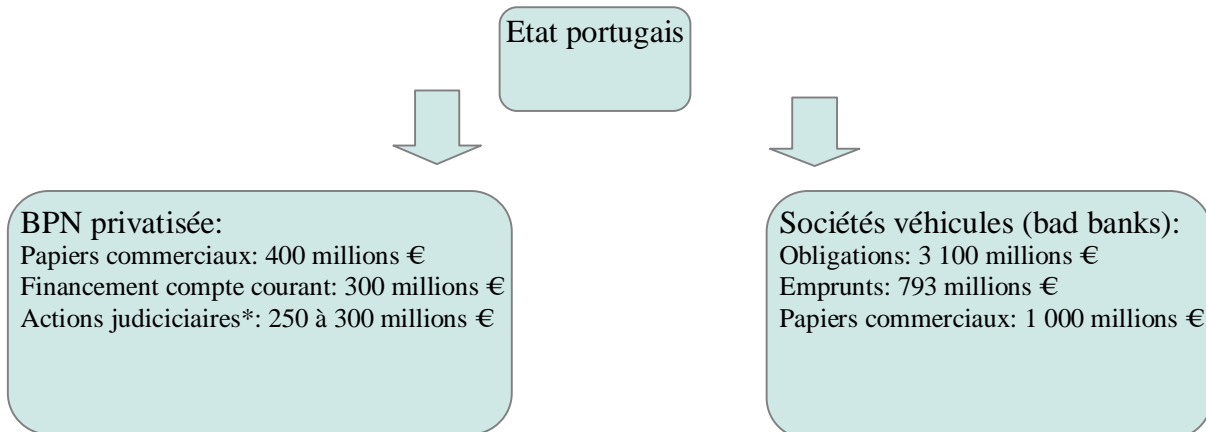
Dette de la BPN, garantie par l'État, s'élevait fin 2011 à 5,7 mds d'euros (une partie a été transférée dans les bad banks). Source potentielle de dépenses pour l'État si les garanties doivent être activées.

BPN reprivatisée en avril 2012, selon un processus peu transparent. Vendue pour 40 millions d'euros à BIC (selon les travaux de la Commission parlementaire sur processus de nationalisation, gestion et cession de la BPN, la valeur estimée de la banque se situait dans une fourchette de 60 à 160 millions).

Sur 1,4 milliard de dette de la BPN sous forme de papiers commerciaux, 1 milliard a été cédé à Parvalorem. Les 400 millions restants assumés par la BPN conservent la garantie d'État jusqu'à échéance, en mars 2015 + Autre financement de 300 millions aussi garanti par l'État.

En résumé, malgré la privatisation, la responsabilité de l'État reste engagée et l'opération peut s'avérer très coûteuse pour les contribuables.

Les garanties et autres responsabilités potentielles assumées par l'Etat portugais



* *L'État* assume la responsabilité pour d'éventuelles indemnisations résultant d'actions judiciaires en cours.

Les bad banks restent aux mains de l'État et les coûts de gestion associés à ces structures vont avoir un impact sur les comptes publics sur plusieurs exercices, impact difficile à évaluer. Même à très court terme, les doutes persistent quant aux montants en jeu. Le rapport sur le budget de l'État pour 2013 prévoit que jusqu'à la fin 2012 il soit nécessaire d'enregistrer de nouvelles pertes pour dépréciations mais elles ne sont pas quantifiées > preuve supplémentaire de l'opacité sur ce dossier.

En plus des pertes, les coûts de gestion et dettes dues par ces structures génèrent des dépenses. Selon prévisions budgétaires pour 2013, les intérêts de la dette que devront payer Parvalorem et Parups s'établiront à 207 millions d'euros.

Bref, décisions concernant la BPN n'ont pas protégé l'intérêt public, au contraire. Plus que les petits épargnants, ce sont les banques étrangères détentrices de créances sur la BPN et les grands épargnants qui ont bénéficié de l'opération. Processus sous le sceau de l'opacité, encore plus quand il s'est agi de la revente de la BPN (choix de l'acheteur, détermination du prix, concessions faites à l'acheteur dans les négociations).

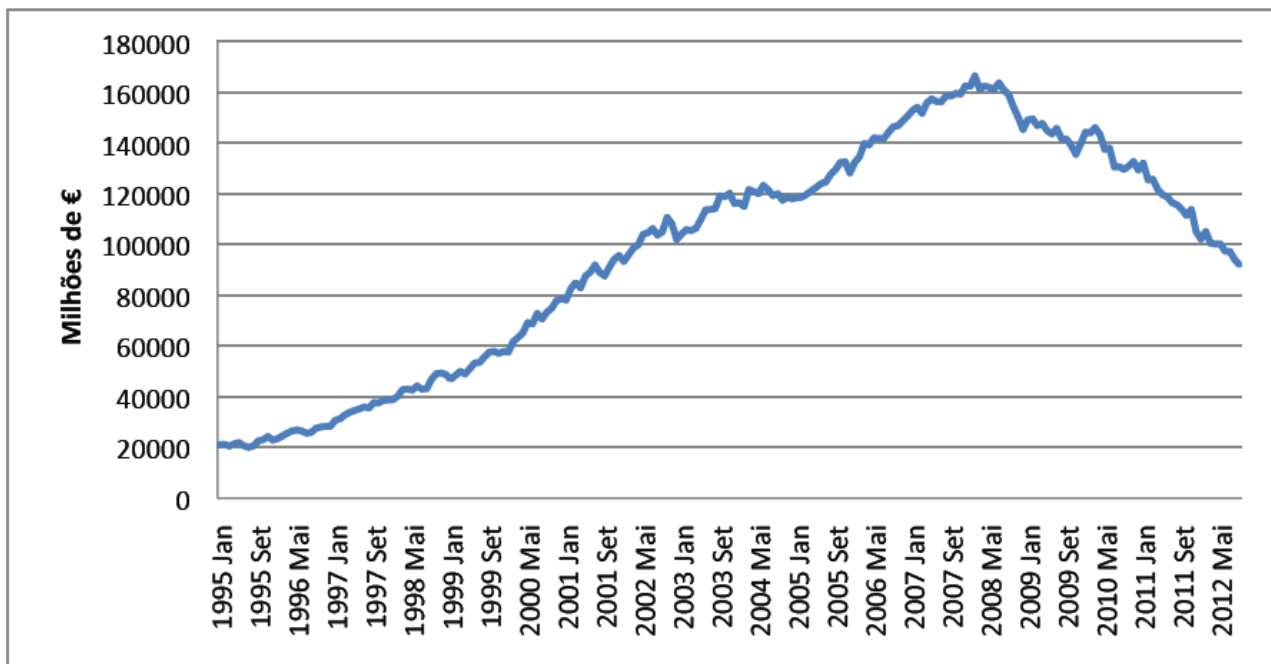
Combien nous coûte la BPN ?

<i>En millions d'euros</i>	Dépréciation d'actifs toxiques	Injections de capital	Charges nettes de Parvalorem et Parups	Indemnisations	Total
Pertes déjà portées dans les comptes publics	2 200	600	244	-	3 044
Estimation de pertes potentielles	3 400 (?)	-	186	300	3 886
Total	5 600 (?)	600	430	300	6 930

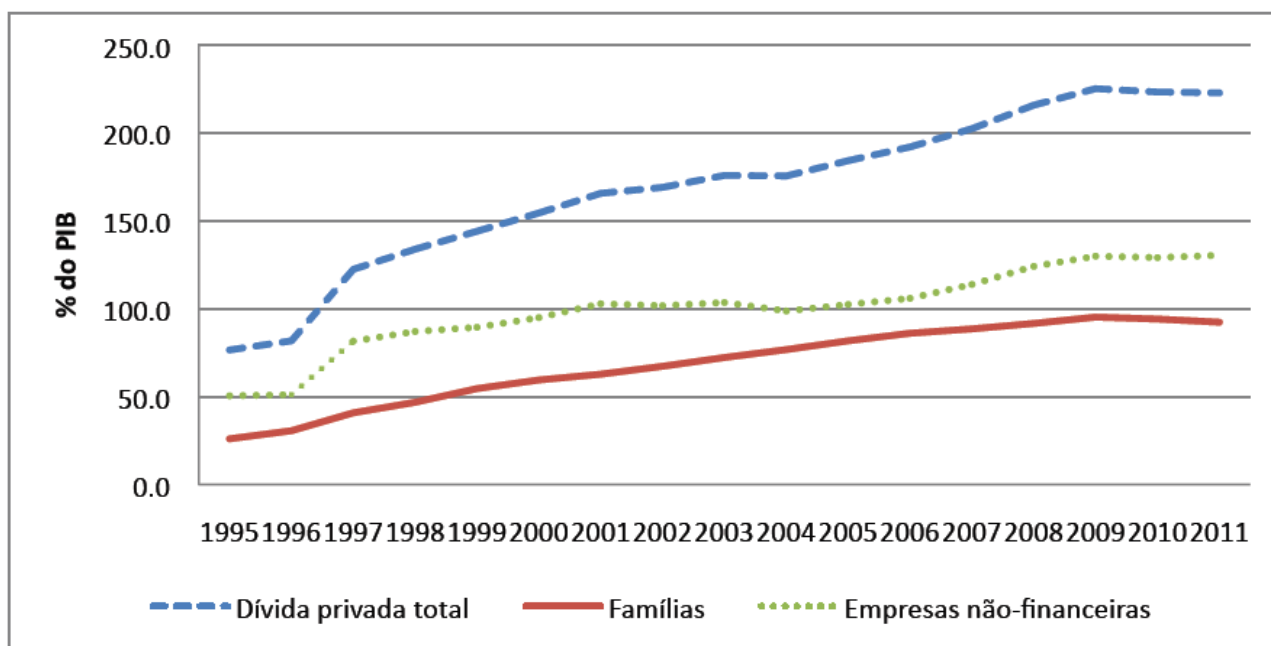
6. La dette privée : des banques aux entreprises et aux ménages

Comme nous l'avons vu dans la première partie, l'endettement qui joue un grand rôle dans les attaques spéculatives contre la dette souveraine portugaise est l'endettement des banques. Le passif des banques portugaises face à l'extérieur a crû de manière extraordinaire (multiplié par 7) entre 1995 et 2008. Les banques ont recouru au crédit extérieur pour prêter aux ménages et aux entreprises, qui se sont aussi beaucoup endettés.

Les banques ont pu augmenter leur volume de crédit grâce à un financement externe abondant et bon marché et au laxisme de la Banque du Portugal. Ainsi le poids de la dette des ménages et des entreprises dans le PIB a augmenté de 146 points de % entre 1995 et 2011 (66 pour les ménages, 80 pour les entreprises non financières).



Passif des banques portugaises face aux non-résidents entre janvier 1995 et septembre 2012. Source : Banque du Portugal (millions d'€).



Dette privée des familles (rouge) et des entreprises non financières (vert) en % du PIB (dettes consolidées).
Source : Banque du Portugal.

Les liens entre dette publique, privée et bancaire sont étroits et sont devenus visibles avec la crise financière initiée en 2007. Les banques ont alors gelé l'octroi de crédit (entre elles et avec le reste des acteurs économiques). Incapables de refinancer leurs dettes, les entreprises et ménages surendettés ont entamé un processus de désendettement, avec pour conséquence une contraction de la consommation et de l'investissement, qui a un impact négatif sur les recettes publiques.

Les dettes bancaires et les dettes publiques sont liées par la décision de l'UE en 2008 de sauver les banques à tout prix. Au Portugal, les banques ont été protégées par l'octroi de garanties publiques sur les dettes émises. Ces garanties ont détérioré la position financière de l'État. Ultérieurement, les banques ont reçu des contribuables près de 10% de l'emprunt auprès de la troïka sous forme de capital.

Endettement des sociétés non-financières, en 2011, selon Eurostat : 130,6% du PIB. Majeure partie du crédit octroyé aux grandes entreprises. 2 secteurs se distinguent : la construction et l'immobilier. Situation d'endettement des entreprises est grave si l'on considère la contraction du crédit qui a cours actuellement.

Dettes des particuliers (par particulier, on entend les familles, les entrepreneurs en nom propre et les institutions sans but lucratif au service des familles). Dette la plus importante : celle contractée pour l'acquisition d'un bien immobilier ou pour l'amortissement d'un prêt hypothécaire.

Le profil d'épargne des familles portugaises est plutôt conservateur, mais elles ont subi 3 types de pression : salaires qui stagnent et pressurisés par un système fiscal régressif dans les faits (pas *de jure*), services publics fragiles et de plus en plus chers, et offres de crédit apparemment avantageuses, en fait souvent usuraires.

Selon Eurostat, en 1995, dette des familles représentait 26,1% du PIB ; a atteint 95,5% en 2012. Dette très inégalement répartie selon les classes de revenus. Chez le quintile inférieur, 12,5% des familles sont endettées. Décile supérieur : 62,5% ont des dettes.

Décembre 2012 : crédit immobilier des familles représentait 71,7% du PIB (% de familles propriétaires de leur habitation en 2011 supérieur à 75%). Question à se poser : poids de la dette hypothécaire dans le revenu disponible des ménages. Selon Eurostat, % des ménages avec des charges financières élevées liées à l'achat d'une maison s'élève à 34,1% du total, au-dessus de la moyenne de l'UE à 27 et à 15.

Crédit à la consommation a un poids beaucoup moins important.

7. La dette publique peut-elle être payée ? À quel prix ?

L'austérité, ça ne paye pas les dettes !

Réponse de l'UE à la crise depuis 2008 en plusieurs phases :

- mars à décembre 2008 : souci majeur : stabilité du système financier, sauvetage des banques
- décembre 2008 à février 2010 : tentative d'éviter la récession par le recours temporaire à des politiques expansionnistes
- depuis février 2010 : le centre de l'attention se déplace de la reprise économique à la stabilité de l'euro, via la « consolidation budgétaire ».

Ces réponses de l'UE se transcrivent dans les politiques nationales. Les 3 phases se retrouvent bien dans les politiques menées par le gouvernement portugais.

Dernier trimestre 2008, le gouvernement portugais adopte une initiative de renforcement de la stabilité financière (IREF). Janvier 2009 : « Initiative pour l'investissement et l'emploi ». 3e phase inaugurée en mars 2010 avec le « Programme de Stabilité et de Croissance » (baptisé PEC I), auquel vont succéder en mai de la même année le PEC II, le budget 2011 (PEC III), et le mémorandum signé avec la troïka.

Politiques d'austérité et d'ajustement structurel inscrites dans les PEC et dans le mémorandum sont orientées vers la réduction du déficit budgétaire et de la dette publique, le rééquilibrage du déficit extérieur via la réduction des salaires (« dévaluation interne ») et des politiques attractives pour les investissements étrangers.

Objectif de réduction du déficit et de la dette poursuivi à travers la hausse de tous les taux d'impôts, des coupes transversales dans les dépenses dans quasi tous les postes budgétaires et des privatisations. Principales augmentations d'impôts : réduction des allègements fiscaux, augmentation de tous les taux de la TVA, augmentation de la contribution des salariés pour la sécurité sociale et des taux de l'IRS (impôt sur le revenu des personnes physiques). Des formes de co-paiement ont été introduites dans le système de santé et le prix des transports publics a connu une hausse substantielle.

Principales coupes dans les dépenses : réduction des salaires dans l'administration publique, coupes dans les pensions, dans les dépenses du Service national de la Santé et dans l'éducation, et gel de l'investissement public.

Le programme de privatisations prévu dans les PEC a été incorporé au mémorandum et étendu pour inclure la quasi-totalité des entreprises publiques.

L'objectif de dévaluation interne a été poursuivi par des politiques de flexibilisation du marché du travail et de réduction de la protection sociale : licenciements facilités, flexibilisation du temps de travail, réduction de la rémunération des heures supplémentaires. Le nombre de jours de travail annuels a été augmenté. Réforme de la protection sociale avec durcissement des conditions d'accès et réduction des prestations.

Impact économique et social de près de 3 ans d'austérité est dévastateur :

- du 3e trimestre de 2010 au 3e trimestre de 2012, contraction du PIB en termes réels de 5,3%
- augmentation du nombre de faillite d'entreprises (principalement les petites) + 12% en 2011 par rapport à 2010, + 43% en 2012 par rapport à 2011
- taux de chômage est passé de 11,2% au 1er trimestre 2010 à 16,6% au 3e trimestre 2012
- Salaires nominaux ont baissé : -1,1% entre 2e trimestre 2010 et 2e trimestre 2011, -8,9% entre 2e trimestre 2011 et 2e trimestre 2012
- solde migratoire négatif en 2010 et 2011, avec des valeurs comparables à celles observées

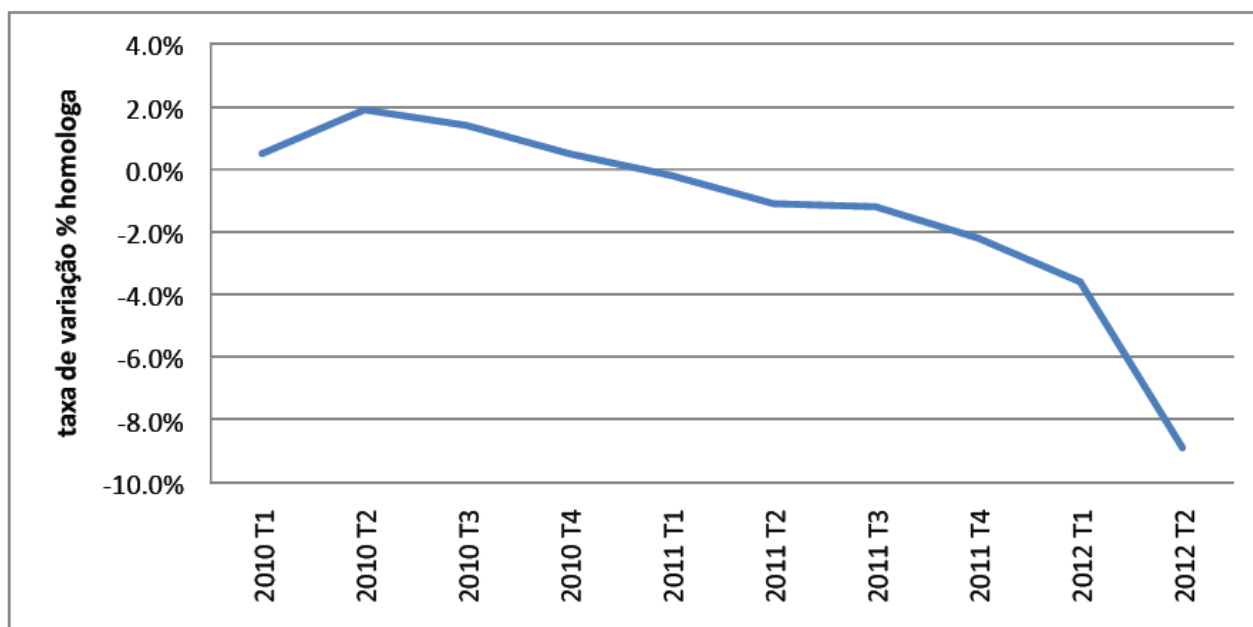
dans les années 1960. 1er semestre 2012 : nombre de Portugais émigrant en Allemagne a augmenté de 53% par rapport à la même période de 2011.

Logique des plans d'austérité, avec pour objectifs :

- a) diminuer la dépense intérieure et augmenter les exportations pour dégager un excédent de la balance courante et ainsi diminuer la dette extérieure
- b) réduire les dépenses publiques pour dégager un excédent budgétaire et réduire la dette publique

Réduction des dépenses et augmentation des impôts ont pour conséquences la récession économique et le chômage. Ces effets a priori négatifs sont en fait des instruments utiles à l'objectif de l'obtention d'un excédent de la balance courante. Le chômage, combiné à une réduction de la durée et du montant des indemnités, oblige les travailleurs à accepter des salaires plus bas ; la baisse du revenu disponible des familles réduit le volume des importations. La réduction des salaires par ailleurs est vue comme une condition de l'augmentation des exportations.

« Dans un certain sens, le gouvernement et la Troïka n'ont pas tort lorsqu'ils disent que « l'ajustement » se réalise « avec succès ». Les salaires ont effectivement chuté progressivement ».



Salaires nominaux, taux de variation par rapport à la même période de l'année antérieure. Source : INE, Rapport sur le budget de l'État 2013.

Quant au déficit budgétaire, même dans la logique du mémorandum, l'échec est patent. Résultat direct de l'austérité (récession et destruction d'emplois) ne permet pas de transformer un déficit en excédent. La dette publique continue d'augmenter en valeur absolue, en même temps que le PIB courant diminue > détérioration du ratio dette/PIB, résultat qui traduit la disproportion croissante entre le montant de la dette et le montant du produit annuel, c'est-à-dire, la dégradation de la capacité de rembourser la dette.

Par ailleurs, concernant la balance courante : si les exportations ont augmenté, le rythme de leur croissance diminue, et ce pour une raison simple : les autres pays de l'UE, principales destinations des exportations portugaises, subissent aussi les effets des politiques austéritaires.

La dette publique atteindra fin 2012 les 120% du PIB, niveau à partir duquel le FMI la considère insoutenable. Difficile de prévoir sa trajectoire, car dépend de nombreux éléments. Incertitude a amené les « experts » de la Troïka à revoir leurs prévisions à la hausse plusieurs fois.

Seule certitude : approfondissement de la récession en conséquence du renforcement de l'austérité, et la capacité à servir la dette sera plus faible après l'ajustement.

Actuellement, les intérêts de la dette s'élèvent à près de 7,2 mds (9% des dépenses inscrites au budget 2013 et 4,3% du PIB), soit un peu moins que le budget de la santé (8,5 mds) mais plus que celui de l'éducation (6,7 mds).

Nous savons qu'une dette publique dont le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance nominal de l'économie génère un effet boule de neige.

Des « ajustements » de cette profondeur et nature ont déjà été testés en d'autres lieux en d'autres temps. Résultat : catastrophe sociale et effondrement de la démocratie.

Dette soutenable ?

Niveau de dette en soi dit peu de choses, il faut considérer ses caractéristiques : structure d'amortissement, répartition dette interne/externe, dette en euros/devises, son évolution récente, et même la position du pays débiteur dans l'économie mondiale.

Concept de soutenabilité pose problème. Pas d'accord sur une définition, sujet complexe. On tend donc à faire rimer soutenabilité avec baisse du ratio dette/PIB.

Il convient de noter que la notion de soutenabilité de la dette n'est pas nécessairement limitée à la trajectoire financière de la dette, c'est-à-dire à la garantie d'exécution des engagements des États vis-à-vis de leurs créanciers. La soutenabilité peut et doit être analysée également à la lumière de la capacité de l'État à promouvoir un programme de croissance économique et de création d'emplois, associé à la fourniture de services publics de qualité et la sécurité sociale.

Prévisions d'évolution de la dette par la troïka : révisées à chaque fois, mais toutes prévoient une tendance décroissante à partir de 2014. Le problème réside dans les hypothèses utilisées pour parvenir à cette tendance, que nous présentons ici :

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dette publique en % du PIB	108,1	119,1	123,7	123,5	121,1	118,3
Croissance réelle du PIB (en %)	-1,7	-3,0	-1,0	1,2	1,8	1,8
Solde budgétaire primaire (avt paiement des intérêts) en % du PIB	-0,4	-0,5	0,2	2,4	3,1	3,2
Inflation (déflateur du PIB) en %	0,7	0,3	1,3	1,0	1,2	1,2
Taux d'intérêt réel moyen en %	3,6	3,7	2,6	3,2	3,0	3,1

Hypothèses de la 5e révision du PAEF. Source : FMI

La trajectoire décroissante de la dette dans les prochaines années dépend d'une croissance positive dès 2014 et de soldes primaires positifs au-dessus des 2% à partir de 2014. Ces deux hypothèses paraissent irréalistes, surtout avec le renforcement de l'austérité annoncé. De même, la baisse des taux d'intérêt dans les prochaines années nous semble irréaliste.

Il faut donc faire les calculs pour d'autres scénarios (ce que le FMI fait lui-même dans les rapports de révision du PAEF).

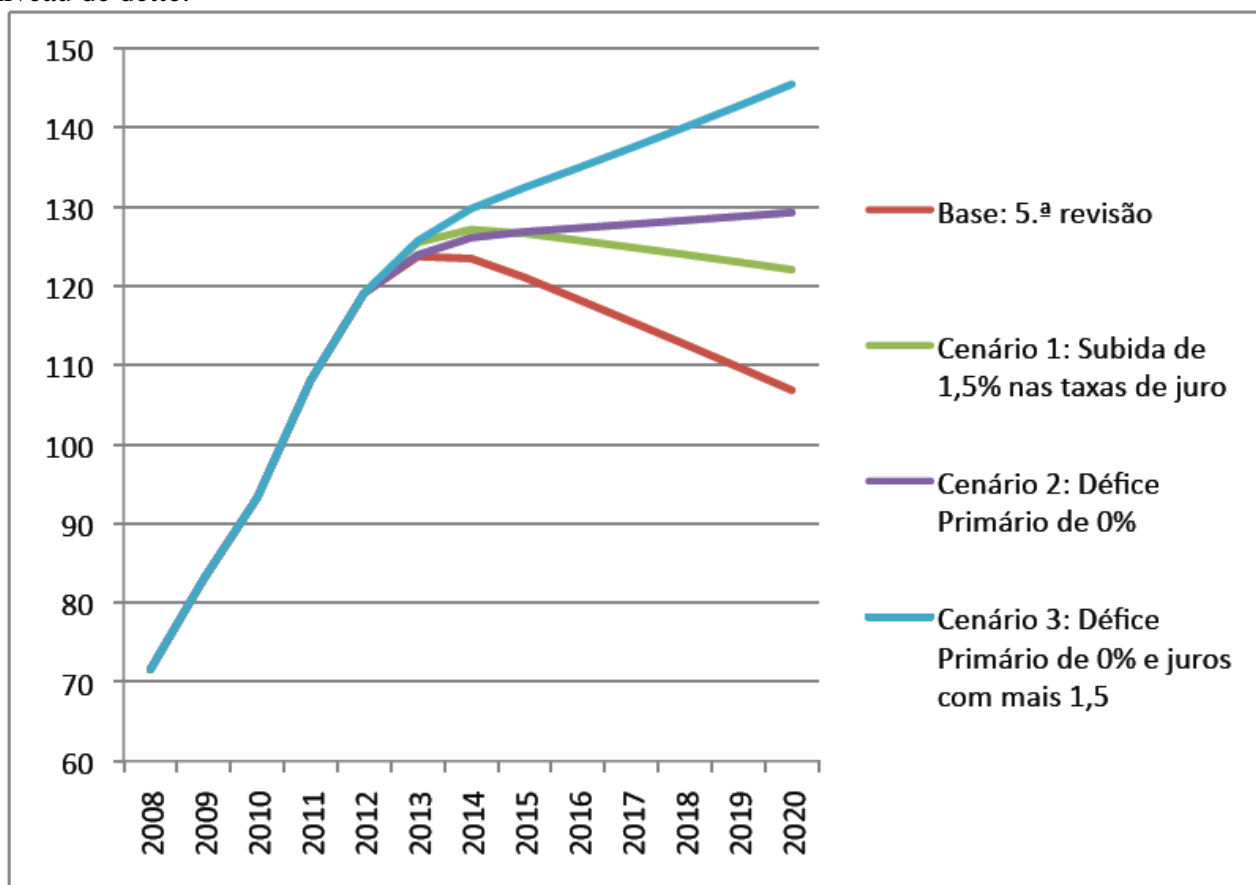
Scénario 1 (vert) : hausse de 1,5% du taux d'intérêt nominal à partir de 2013 (le reste identique au tableau ci-dessus)

Scénario 2 (mauve) : déficit primaire de 0% à partir de 2013

Scénario 3 (bleu) : combinaison des scénarios 1 et 2. Résultats dans graphique ci-dessous

NB : scénarios peu réalistes, puisqu'une seule variable change alors que les différentes variables sont interdépendantes. Il s'agit juste de montrer l'effet « automatique » de telle ou telle variable sur le

niveau de dette.



Conclusions :

- des variations raisonnables des hypothèses de la troïka mettent rapidement la dette sur un chemin insoutenable
- la récession a un effet clairement négatif sur les ratios de dette. Il est impossible de mettre la dette sur une chemin soutenable sans croissance économique
- un déficit primaire nul à lui seul ne suffirait pas à contrôler la dette. Nous savons l'impact terrible d'une tentative de dégager des excédents dans un contexte récessif. Notez que l'objectif d'équilibre budgétaire n'est toujours pas atteint. Cela montre l'irresponsabilité d'une prévision d'excédent primaire pour les prochaines années
- si l'on prend des montants réalistes, la trajectoire décroissante ne sera pas atteinte. Les intérêts et leur effet boule de neige pèseront toujours davantage que n'importe quelle tentative de contrôle budgétaire et seront en plus aggravés par les effets récessifs du contrôle budgétaire.

Sans une réduction de la dette et des intérêts, suivie d'une politique de relance économique dont les déficits soient compensés par la croissance générée, il n'est pas possible de considérer la dette portugaise comme soutenable.

8. La dette doit-elle être payée ?

L'idée qu'une dette doit être payée quel qu'en soit le coût, parce que les contrats seraient sacrés, n'en devient pas vraie à force de répétition.

Dette résulte d'un contrat, mais le pouvoir des contractants est bien souvent asymétrique. Un contractant en position d'extrême faiblesse peut être amené à signer un contrat qui met en cause sa dignité et ses droits. Une fois reconnue, cette violation de la dignité et des droits rend le contrat illégitime. L'État peut même ne pas reconnaître le contrat, le considérant comme illégal.

Le consentement des parties ne suffit pas pour caractériser un contrat de légitime. La légitimité de

toutes sortes de contrats est souvent contestée, et les contrats de prêt ne font pas exception. Rappel de la doctrine de la dette odieuse, telle que formulée par Alexander Sack. D'abord circonscrits aux cas de dictatures, les critères pour qualifier une dette d'odieuse ont avec le temps été élargis pour comprendre les situations dans lesquelles

- a) la dette est contractée contre la volonté du peuple,
- b) les ressources financières ont été dépensées contre les intérêts de la population,
- c) et les créanciers connaissaient les intentions de ceux qui ont contracté le prêt.

Le droit contient d'autres éléments que l'on peut invoquer pour la suspension du remboursement, et même pour l'annulation de dettes. À la lumière du droit international public, un contrat peut être nul parce que a) il est entaché de vices du consentement, en raison de b) causes illicites ou immorales c) ou de l'usage illicite des fonds empruntés.

Dans le cas de la dette portugaise, il y a clairement des questions de légitimité qui doivent être examinées, entre autres : les circonstances dans lesquelles la dette liée au mémorandum passé avec la troïka a été négociée (par un gouvernement démissionnaire et sans débat parlementaire) et les conditions associées à cette dette ; la dette qui résulte de dépenses publiques illégitimes, comme les contrats qui favorisent indument des intérêts privés (les PPP) ; les aides aux banques privées ; les décisions de nationalisation et de privatisation de la BPN ; le manque à gagner au niveau des recettes fiscales en raison de l'amnistie des délits fiscaux ; les dépenses publiques auxquelles sont associés des faits de corruption.

Les questions de légitimité/illégitimité et de légalité/illégalité de la dette sont les thèmes centraux du processus d'audit depuis la Convention de Lisbonne. Ils continuent à être essentiels et méritent un approfondissement.

« Au cours des débats et du travail de la IAC, il est devenu clair que la formulation de la question de la légitimité en termes de la détermination d'une partie de la dette qui ne doit pas être payée, parce qu'illégale ou illégitime, et d'une autre partie qui doit l'être, parce que légitime et légale, n'est pas rigoureuse ».

Il y aura des cas de dettes illégales par vice du contrat, de même que des cas de dettes illégitimes en raison de la nature des conditions associées, cas qui seront prioritaires pour l'annulation. « Mais en général l'audit citoyen de la dette permettra difficilement d'identifier et de délimiter des parties de la dette légitimes et des parties illégitimes de la dette sous forme de titres ».

La raison est simple : la dette n'est pas contractée pour un usage déterminé, n'est pas allouée à des dépenses précises. S'il est possible de déterminer un montant illégitime, il n'est pas possible d'établir une correspondance entre ce montant et des titres de la dette.

Illégitimité quand le service de la dette se fait au mépris des engagements de l'État vis-à-vis des citoyens, en violation claire du respect de la dignité et des droits consacrés dans le droit international et dans la Constitution portugaise. La priorité accordée aux engagements avec les créanciers est alors illégitime.

9. Restructurations

Cette partie entend esquisser différents scénarios d'une restructuration de la dette portugaise, en démêlant les différents sens (souvent utilisés à dessein de manière ambiguë) d'un processus défendu par les sphères les plus diverses de la société portugaise.

Une restructuration d'une dette, stricto sensu, c'est tout changement apporté à une dette et à son profil, sur un des 3 aspects : maturité, prix (taux d'intérêt), montant emprunté. L'objectif de toute restructuration est l'allègement des paiements du débiteur face à une situation d'insoutenabilité ou de

risque de défaut.

Une restructuration de dette n'implique pas nécessairement une réduction de la valeur nominale de la dette (ou *haircut*). Par exemple, si on allonge la maturité sans toucher au taux d'intérêt ni à la valeur nominale, la valeur nette actuelle de la dette sera néanmoins réduite du fait de l'inflation.

Restructuration de la dette incontournable. Analyse de cinq scénarios possibles, restructuration à l'initiative des créanciers ou du débiteur. Dans le 1er cas, on pose l'hypothèse que le débiteur n'entre pas en défaut et que les nouveaux engagements financiers approuvés seront appuyés par un financement officiel (FMI, UE) avec des conditionnalités (austérité). Dans le 2e, le pays souverain déclare un moratoire, entrant ainsi en défaut et négocie avec ses créanciers.

Restructuration menée par les créanciers

1e modalité :

Premier aspect à prendre à compte : portée de la restructuration. Comme cela s'est passé dans le cas grec, les institutions publiques font tout pour que les coûts soient surtout supportés par les créanciers privés.

Dans ce scénario, le gouvernement, avec la collaboration de la troïka, offre un échange de titres au secteur privé avec de nouvelles conditions (maturité, intérêts, et montant) de manière à mettre le stock de la dette et son service sur une trajectoire soutenable. On parviendrait à une restructuration « en douceur », sans défaut, et donc sans déclenchement des CDS, seulement si l'immense majorité des créanciers privés acceptent l'échange. Il s'agirait d'une restructuration « volontaire » qui ne concernerait que les créanciers privés, et pas les créanciers publics qui détiennent aujourd'hui une bonne part de la dette portugaise. Effets négatifs quant à la réputation du pays seraient minimisés par l'appui financier et politique des créanciers publics, même si les conditionnalités de ce genre de processus engendrent des coûts très importants pour l'économie nationale.

2e aspect à prendre en considération : niveau d'endettement jugé (de manière discrétionnaire) insoutenable par les créanciers. Dans le cas grec, 120% du PIB. Le fait que le Portugal ait seulement légèrement dépassé ce seuil explique en partie la réticence des créanciers publics à prendre le chemin de la restructuration.

3e élément à prendre en compte : une restructuration de ce type serait liée à de nouvelles conditionnalités de la troïka, dont on connaît les effets désastreux. Servirait seulement aux créanciers publics à gagner du temps pour continuer leur politique austéritaire. De plus, les dirigeants européens ont insisté sur le caractère exceptionnel de la restructuration grecque. Un processus sur le modèle grec, à la demande du gouvernement portugais, rencontrerait une forte résistance.

2e modalité :

propositions de quelques économistes et « laboratoires d'idées » européens. Institut Brueghel a élaboré un plan⁴ ambitieux de restructuration de la dette grecque : réduction des intérêts à 0% pendant un certain temps, avec des changements dans le cadre légal du FESF et une éventuelle indexation des taux d'intérêt à l'évolution du PIB ou réduction du stock nominal de la dette. Première solution a la préférence des auteurs pour son coût symbolique et politique moindre. Les 2 options impliquent la participation des créanciers publics dans la restructuration, avec un taux d'intérêt accordé aux pays débiteurs inférieur au taux auquel les créanciers se financent. Les auteurs ne rejettent pas les programmes d'austérité, mais plaident pour un transfert des ressources des pays créanciers vers les pays débiteurs.

3e modalité :

Les économistes Yannis Varoufakis et Stuart Holland ont présenté ce qu'ils qualifient de « proposition modeste » (qui n'implique pas d'altération institutionnelle) pour la résolution de la crise

4 <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/759-the-greek-debt-trap-an-escape-plan/#.URuY0vKdJGo>

de la zone euro. Plaident pour le transfert d'une partie des dettes nationales (60% du PIB de chaque pays) au niveau européen, mutualisant ainsi la responsabilité à travers l'émission d'obligations européennes (eurobonds). Ces titres seraient émis par la BCE et permettraient selon les auteurs une diminution du risque dans tous les pays, stabilisant les coûts et empêchant la spéculation sur ces titres.

Ajoutent à cette proposition la concrétisation d'une union bancaire qui prévoit la responsabilité de recapitalisation bancaire à travers le FESF.

Pour s'attaquer aux déséquilibres structurels à l'origine de la crise, ils proposent un « new deal » européen, c'est-à-dire un plan d'investissement européen financé par la BEI.

Bien qu'ils ne se réfèrent pas explicitement à une restructuration de dette, leur plan équivaut à une restructuration. Propositions similaires à celles présentées par des économistes tels que Paul de Grauwe ou Paul Krugman.

Restructuration menée par le débiteur

1e modalité :

Proposition de l'économiste portugais Ricardo Cabral. Rejet du mémorandum et renégociation de la dette pour obtenir des conditions plus favorables. Faiblesse du Portugal face à ses créanciers, qui débloquent les tranches à mesure que et dans la mesure où le pays applique le mémorandum > propose un moratoire sur le service de la dette à court terme (3-4 mois) qui permette au pays de renégocier.

Aux problèmes immédiats de financement extérieur de l'économie portugaise dans ce scénario, l'auteur répond par la perspective d'un excédent extérieur de l'économie portugaise comme un moyen d'assurer le financement de l'économie. C'est pourquoi sa proposition englobe une restructuration non seulement de la dette publique mais aussi de la dette privée due à l'extérieur. C'est la dette extérieure, plus que la dette publique, qui est ici identifiée comme principal problème.

Différence d'une restructuration menée par l'État réside dans l'impact qu'elle aura sur le bilan des banques nationales créancières. Sans mécanisme de financement extérieur (comme les prêts actuels de la Troïka dans le cas grec), le secteur bancaire national peut entrer dans une crise aiguë. C'est pourquoi Cabral propose un mécanisme qui ait pour priorité le maintien de l'activité bancaire (acceptation de dépôts et concession de crédits) en même temps que le bilan de la banque subirait une restructuration, avec pertes ordonnées et garantie des dépôts en deçà de 100 000 euros.

2e modalité :

Lapavitsas et al. défendent une restructuration à l'initiative du débiteur (moratoire sur le service de la dette), suivie d'une sortie de l'euro. Étant donné les plus que probables problèmes de liquidité et de recapitalisation des banques nationales dans ce scénario, ce type d'action unilatérale implique d'avoir la souveraineté sur la monnaie, donc la sortie de l'euro.

Moratoire serait suivi de négociations pour imposer aux créanciers une réduction importante du stock de la dette. Dette souveraine serait libellée en monnaie nationale. Dévaluation de la monnaie nationale permettrait une réduction de poids réel de la dette. Dans le cas portugais, étant donné l'importance de la part privée dans la dette extérieure, il est probable que ce processus oblige à englober dans la restructuration la part privée (surtout celle des banques) de la dette, qui est aujourd'hui en grande partie socialisée à travers les opérations de refinancement de l'euro-système. Les banques souffriraient des pertes imposées par la restructuration. Insolvables, elles devraient passer sous contrôle public sans indemnisation des actionnaires, et obtenir les financements nécessaires auprès d'une banque centrale reconstituée. Elles seraient au service de l'économie et concentreraient leurs activités à l'échelle nationale.

La réduction substantielle du service de la dette diminuerait automatiquement le déficit budgétaire. La fin de l'austérité quant à elle impliquerait un plus grand déficit. Mais avec le contrôle de sa monnaie, l'État portugais pourrait recourir aux financements de la Banque centrale. Cette solution aurait certes des coûts et présenterait des défis importants, mais constitue une sortie préférable à

l'austérité sans fin.

Dans l'optique d'une restructuration menée par le débiteur, l'examen de sa composition, légitimité et soutenabilité est important dans les négociations. L'audit citoyen a dans ce cas une contribution cruciale à apporter au processus.

Les coûts du défaut.

Restructurations fréquentes, surtout ces dernières années, avec l'augmentation exponentielle des flux financiers internationaux et de l'endettement public. Les répercussions d'un défaut et d'une renégociation consécutive ne sont pas claires. 4 types de coûts sont identifiés par le Working Paper du FMI « The Costs of Sovereign Default » : coût de réputation (fermeture de l'accès aux marchés du crédit international) ; coût d'exclusion du commerce international (via le gel des crédits commerciaux) ; coûts économiques dus à la déstabilisation du système financier ; coûts politiques.

De cas de défaut dans le passé, les auteurs concluent que :

- le défaut s'accompagne d'une baisse de la croissance d'1,2 point de %, l'impact étant de courte durée ; mais corrélation difficile à établir entre défaut et croissance faible.
- Le défaut ne conduit pas à une exclusion permanente des marchés de capitaux internationaux.
- L'accès est fermé le temps du défaut mais est rouvert une fois la restructuration achevée. Les pays entrés en défaut dans les années 1980 sont parvenus à avoir de nouveau accès au crédit international en 4 ans environ.
- les cas de quotas ou embargos imposés à des pays en défaut sont très limités.
- pas de preuves solides que le défaut cause une contraction du crédit sur les marchés intérieurs.
- les coûts politiques semblent être les plus importants, réduisant l'espérance de vie des gouvernements.

Selon les auteurs, parfois les dirigeants reportent un défaut qui est pourtant inévitable, et vont bien au-delà du point de défaut, c'est-à-dire du point à partir duquel le coût de servir la dette dans ses termes contractuels est supérieur aux coûts encourus par une restructuration de ces termes.

La restructuration de la dette grecque

Négociations commencées à l'été 2011 se concluent par une restructuration organisée par la troïka en mars 2012. En accord avec l'autorité bancaire européenne (EBA), la majorité des créanciers privés a accepté une réduction nominale de 50% (équivalente à une réduction de la valeur actuelle nette supérieure à 75%). Cependant, avec une majorité de la dette détenue par des créanciers publics, avec les mécanismes de compensation des créanciers et la recapitalisation des banques grecques prévue dans le 2e paquet de prêts de la troïka, l'impact de cette restructuration dans le total de la dette grecque est limité. On l'évalue à 20% du PIB grec pour une dette estimée à 160% du PIB.

Restructuration s'est vite révélée insuffisante. En novembre 2012, nouvelle restructuration approuvée par la troïka, impliquant cette fois les créanciers publics, mais sans *haircut*. Grosso modo : réduction des taux d'intérêt des emprunts bilatéraux concédés en 2010 ; avance de financement pour rachat de dette grecque sur le marché secondaire à un prix inférieur.

Cette restructuration qui ne comprend pas de réduction et s'appuie sur une nouvelle vague d'austérité ne devrait pas résoudre le problème de soutenabilité de la dette grecque.

10. Conclusion

« L'audit citoyen de la dette publique ne sera achevé que lorsque la servitude de la dette sera vaincue et lorsque la vie, la justice sociale et l'espérance prévaudront sur les intérêts de ceux qui ont comme unique but l'accumulation de richesses. D'ici là, il y a une bataille à mener pour mieux connaître et comprendre la dette, dénoncer son paiement à tout prix et mobiliser les citoyens en faveur de solutions qui existent, mais demandent des choix difficiles, de la détermination et un soutien populaire ».

Nous ne savons pas tout sur la dette, mais nous avons des convictions. L'une d'elles est que l'austérité aggrave le problème au lieu de le résoudre et qu'il faut par conséquent y mettre un terme. Une autre

est que la dette ne doit pas être remboursée « quoi qu'il en coûte ». Mettre le service de la dette au-dessus de toutes les autres obligations que l'État a vis-à-vis des citoyens, c'est faire passer de manière illégitime les intérêts et droits des créanciers avant les intérêts et droits de la majorité des citoyens. Une autre conviction est que la dette publique sert à imposer au Portugal un programme politique qui tourne le dos aux souhaits exprimés par les électeurs dans les urnes car il implique la destruction de l'État social et même de l'État de droit démocratique.

Nous pensons donc que la IAC doit dénoncer :

- l'austérité
- l'illégitimité d'une dette alimentée par la socialisation des pertes du privé et par les avantages privés concédés
- l'injustice dans la répartition des coûts de la crise qui punit les chômeurs, les travailleurs et les retraités, et préserve les privilèges fiscaux des gros patrimoines et des revenus de capitaux.

Nous pensons aussi que la IAC doit défendre :

- l'urgence d'une renégociation de la dette avec les créanciers, y compris l'UE, la BCE, et le FMI, concernant les taux d'intérêt, la maturité et le montant de la dette, afin de la mettre sur une trajectoire compatible avec le développement, la création d'emplois et le progrès social
- la prise de responsabilités de l'État dans un audit de la dette publique et la préparation de sa renégociation
- l'urgence de la mise en place, via décision de l'Assemblée nationale, d'une commission d'audit et de préparation de la renégociation de la dette publique portugaise qui intègre non seulement des représentants de tous les groupes parlementaires, mais aussi des cadres des organismes publics pertinents et des experts indépendants, et qui soit ouvert à la participation de la société civile.