

DÉFICITS COURANTS DES PECO : COMMENT ÉVALUER LES RISQUES DE RETOURNEMENT ?

Les PECO accumulent depuis plusieurs années des déficits courants de l'ordre de ceux qui, au Mexique ou en Asie, ont débouché sur des crises financières. Un retournement brutal est-il probable ? Ce risque ne peut être mesuré au seul vu des déficits, ni même des engagements extérieurs accumulés par chaque pays. Ces derniers doivent être évalués au regard d'une norme de long terme, définie par les caractéristiques structurelles de l'économie. Introduite dans un modèle estimé sur 63 pays à revenu intermédiaire, cette norme conduit à des résultats différenciés, notamment dans les deux pays les plus exposés : en Hongrie, elle augmente la probabilité de retournement, en Estonie, elle l'atténue. Il reste que les risques de sanction extérieure des déséquilibres macroéconomiques sont certainement moins grands en Europe centrale et orientale qu'ailleurs : leur participation au marché unique européen et la perspective de leur adhésion à l'euro confèrent aux pays de la région une crédibilité de nature à stabiliser les entrées de capitaux.

1

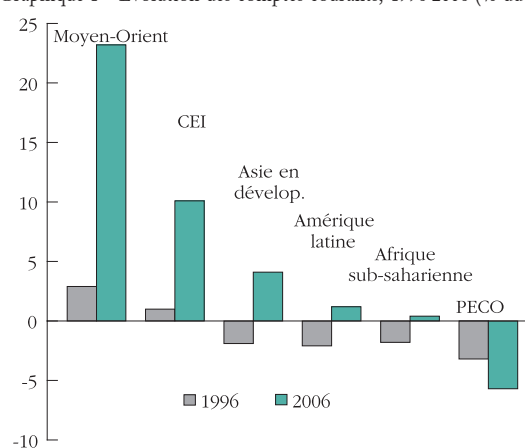
■ Petite géographie des risques

Depuis la crise financière turque de 2001, l'économie mondiale vit dans l'euphorie d'une croissance vigoureuse sans accident, au point qu'un débat s'est développé sur l'utilité du Fonds monétaire international dans un monde sans crises. Un rapide coup d'œil à l'évolution des comptes courants permet de comprendre cette solidité retrouvée : les économies émergentes et en développement sont devenues globalement excédentaires, ce qui signifie qu'elles ont recentré leur croissance sur des financements internes ; les économies avancées sont devenues globalement déficitaires, mais sans inquiéter démesurément les investisseurs internationaux, en partie parce que ce déficit vient essentiellement du pays émetteur de la monnaie mondiale - le dollar us.

Dans ce nouvel environnement, les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) font exception. Parmi les régions émergentes et en développement, ils sont les seuls à avoir vu

leurs comptes courants se dégrader (graphique 1). Ils sont aussi les seuls à toujours enregistrer un déficit courant en 2006, et ce déficit est considérable - près de 6% du PIB,

Graphique 1 - Évolution des comptes courants, 1996-2006 (% du PIB)



Source : FMI, World Economic Outlook Database, septembre 2006.

1. La Slovénie a rejoint l'euro au 1^{er} janvier 2007. Les États baltes et la Slovaquie participent au mécanisme de change européen depuis 2004 ou 2005. La Slovaquie annonce la date du 1^{er} janvier 2009 comme cible officielle d'adoption de l'euro. Les autres pays n'annoncent plus de date-cible.

niveau comparable à celui du Mexique en 1994 (7%), de la Thaïlande en 1996 (8%), soit juste avant que ces pays ne soient confrontés à un arrêt brutal des entrées de capitaux. Cette situation est d'autant plus préoccupante que les nouveaux États membres de l'UE s'approprient, à des horizons variés¹, à rejoindre la zone euro. Pour ce faire, ils doivent passer avec succès l'épreuve du mécanisme de change européen, c'est-à-dire qu'ils devront, pendant deux ans au moins, maintenir leurs taux de change à l'intérieur de marges de fluctuations de $\pm 15\%$ par rapport à l'euro. Or on sait que le régime de change fixe est particulièrement vulnérable à la spéculation. La période à venir est donc *a priori* incertaine et c'est peut-être dans les PECO que se concentrent actuellement les risques de crise de balance des paiements.

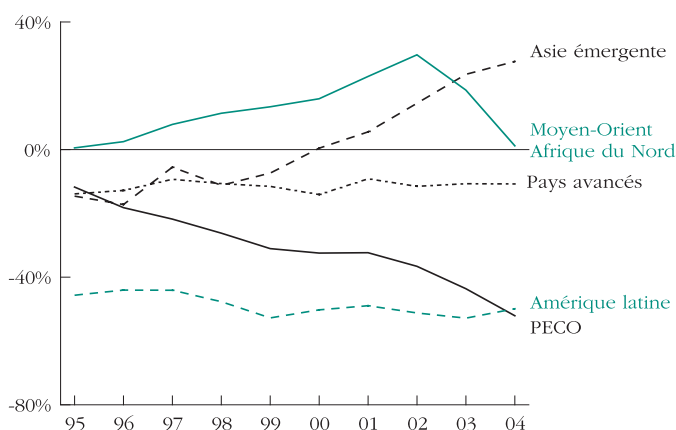
Toutefois, l'ouverture des PECO aux flux internationaux de capitaux n'a que dix ans. Ces pays ont abordé l'économie mondiale avec peu de dettes, et l'accumulation de déficits qui a eu lieu depuis lors (tableau 1) n'a fait que les amener à des ratios d'engagements extérieurs nets proches des niveaux latino-américains (graphique 2). Pour juger des déficits, il est donc important de prendre en compte le stock d'engagements nets accumulés.

Tableau 1 – Déficit courant des PECO, 2000-2005 (% du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bulgarie	-5,6	-7,2	-5,3	-9,3	-8,5	-11,8
Estonie	-5,4	-5,7	-10,2	-12,3	-13,3	-10,3
Hongrie	-8,6	-6,2	-7,2	-8,7	-8,9	-7,4
Lettonie	-4,8	-7,6	-6,8	-8,2	-13,0	-12,5
Lituanie	-5,9	-4,7	-5,1	-7,0	-7,8	-7,0
Pologne	-6,0	-2,9	-2,6	-2,2	-4,3	-1,5
Rép. tchèque	-4,8	-5,4	-5,8	-6,4	-5,2	-2,1
Roumanie	-3,7	-5,6	-3,3	-5,8	-7,6	-8,8
Slovaquie	-3,4	-9,0	-8,1	-0,9	-3,5	-8,6
Slovénie	-2,9	0,2	1,5	-0,3	-2,1	-1,1

Source : Banque mondiale et BERD.

Graphique 2 – Position extérieure nette, 1995-2004 (% du PIB)



Source : P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti (2006) "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", IMF Working Paper 06/69.

Par ailleurs, un déficit excessif ne conduit pas nécessairement à une crise. En effet, la correction du compte courant peut se faire progressivement, notamment lorsque le déficit traduit un boom de l'investissement permettant de construire des capacités d'exportation. Dès lors, les risques de retournement brutal ne peuvent être identifiés au seul vu des déficits courants, ni même des positions nettes accumulées. Il faut prendre en compte la trajectoire de plus long terme des différentes économies. En pratique, il faut comparer la position extérieure nette à une norme qui dépend des caractéristiques structurelles de chaque économie.

■ Un critère de long terme

La prévision des retournements de comptes courants est un exercice périlleux. Une méthode classique consiste à estimer un modèle donnant la probabilité de retournement en fonction d'un certain nombre de variables, dont le niveau atteint par le compte courant. C'est la méthode que nous appliquons ici en estimant un modèle sur 63 pays en développement ou en transition à revenu intermédiaire (classification de la Banque mondiale), sur les années 1975 à 2004. Nous considérons qu'il y a "retournement" quand la réduction du déficit courant est importante et persiste sur trois ans (encadré)². Nous appliquons alors ce modèle au cas des PECO pour évaluer la probabilité d'un retournement dans chacun de ces pays.

La première version du modèle (modèle 1) ne tient compte que des flux. La probabilité de retournement du compte courant est déterminée par l'ampleur et la persistance des déficits ainsi que par un ensemble de variables qui nuancent les risques présentés par la situation du compte courant : le PIB par habitant intègre l'effet du niveau de développement sur l'appel aux financements extérieurs ; les ratios investissement/PIB et consommation publique/PIB capturent la source des déséquilibres ; le taux d'ouverture signale la plus ou moins grande capacité du pays à servir ses engagements extérieurs (en même temps que l'intérêt qu'il a à le faire) ; enfin, la fragilité financière est intégrée par différents indicateurs (encadré)².

Cette première version du modèle indique (tableau 2) que les risques de retournement du compte courant sont concentrés en Estonie et en Hongrie (probabilités supérieures à 30%) ainsi que, dans une moindre mesure, en Lettonie (probabilité de 20%). Ces trois pays affichent un déficit courant moyen de 8% du PIB ou davantage, sur la période 2002-2004. Bien

2. Une description détaillée du modèle est donnée dans K. Benhima & O. Havrylychuk (2006), "Current Account Reversals and Long Term Imbalances: Application to Central and Eastern European Countries", Document de travail du CEPII, n° 2006-27, décembre.

ENCADRÉ — LE MODÈLE DE RETOURNEMENT DU COMPTE COURANT (MODÈLE 3)

Nous considérons qu'il y a "retournement" du déficit courant quand :

1. le ratio déficit courant/PIB, observé en moyenne sur trois ans, est inférieur d'au moins trois points de pourcentage à la moyenne observée les trois années précédentes ;
2. le niveau le plus élevé du ratio déficit courant/PIB sur ces trois ans n'excède pas le niveau le plus faible des trois années précédentes*.

La probabilité que se produise un retournement est calculée à partir du modèle logistique : $\Pr(\text{reversal}_{it} = 1) = \Lambda(\alpha_0 + \alpha_1 \text{dev}_{it-1} + \beta C_{it-1})$ où :

C_{it-1} est un ensemble de déterminants : déficit courant/PIB des trois dernières années, croissance du PIB, consommation publique/PIB, investissement/PIB, taux d'ouverture, IDE nets/position extérieure nette

(PEN), réserves de change/PIB et croissance des pays de l'OCDE

et dev_{it-1} est la déviation de la PEN par rapport à son niveau d'équilibre.

Cet écart est calculé à partir d'un modèle de long terme des déterminants de la PEN** : $PEN_{it} = \beta Z_{it} + \varepsilon_{it}$, où :

PEN_{it} est la position extérieure nette observée

et Z_{it} est un ensemble de déterminants de long terme : PIBppa par tête, structure démographique et indicateur de productivité.

La déviation de la PEN par rapport à son niveau d'équilibre est la différence entre les positions extérieures observée et modélisée :

$$\text{dev}_{it} = PEN_{it} - \hat{\beta} Z_{it}$$

* G. M. Milesi-Ferretti & A. Razin (1998), "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis", *NBER Working Paper*, n° 6310.

** P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti (2001), "Long-term Capital Movements", *NBER Working Paper*, n° 8366 ; C. Calderon, N. Loayza & L. Serven (2000), "External Sustainability. A Stock Equilibrium Perspective", *World Bank Policy Research Working Paper* n° 2281.

qu'affectée d'un déficit comparable à celui de la Hongrie, la Bulgarie ne présente un risque de retournement que de 8% : son niveau de développement, moins élevé, justifie un appel plus important aux financements extérieurs.

Dans la deuxième version du modèle (modèle 2), nous prenons en compte, pour évaluer le risque de retournement, la position extérieure nette. Le risque de retournement s'en trouve accru dans tous les pays, et notamment en Estonie et en Hongrie (tableau 2), où les engagements extérieurs nets avoisinent 100% du PIB en 2004.

Enfin, dans la troisième version du modèle (modèle 3), c'est la déviation de la position nette par rapport à son niveau d'équilibre de long terme qui est introduite (encadré). Cet écart est calculé à partir d'une modélisation qui retient, comme déterminants de long terme de la position extérieure nette : le PIB par tête, la structure démographique et un indicateur composite de la productivité. L'idée est, par

exemple, qu'un pays en développement où la part de la population active est forte et où la productivité est élevée peut supporter des engagements extérieurs importants : il attire des capitaux qu'il peut rentabiliser ; à terme, il pourra rembourser ses dettes. Dans cette optique, les déficits courants accumulés par les PECO pourraient refléter des besoins d'investissement liés à la convergence réelle avec les autres membres de l'UE et la volonté des ménages de lisser leur consommation dans le temps, en empruntant dans la perspective d'une hausse future de leurs revenus.

On observe alors une amplification du risque en Hongrie, où la probabilité de retournement atteint 45% et en République tchèque, où le risque apparaît finalement assez élevé. Ceci résulte, dans ces deux pays, d'une position extérieure nette déjà largement inférieure à sa valeur théorique de long terme. Le risque de retournement est au contraire atténué en Estonie, mais reste à un niveau élevé (40%) ; il passe sous la barre des 20% en Lettonie, où les engagements extérieurs nets n'ont pas encore atteint leur valeur théorique de long terme.

Dans tous les autres pays, le risque de retournement ne dépasse pas 10%, alors que les déficits courants sont, sauf en Slovaquie, considérables. Le risque apparaît particulièrement faible en Bulgarie, où les engagements nets sont inférieurs à leur niveau théorique de long terme. Notons toutefois que, sauf effets de valorisation favorables, deux années de déficit bulgare suffiront à amener la position nette à son niveau théorique de long terme.

■ La chance d'être européens

La méthode que nous venons de suivre est bien sûr imparfaite puisqu'elle repose sur l'expérience d'un ensemble de pays à revenu intermédiaire et n'intègre pas la particularité des PECO. La participation de ces pays au

Tableau 2 – Déviation de la position nette par rapport à la norme de long terme et probabilité de retournement du compte courant

	Solde courant	Position extérieure nette (PEN)	dont Stock net d'IDE	Déviation de la PEN	Probabilité de retournement du solde courant, en %		
					2002-04	2004	2004
		% du PIB	2004	% du PIB	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
Slovénie	-0,3	-18	-14	13	3	4	2
Roumanie	-5,6	-34	-25	-4	8	9	7
Bulgarie	-7,7	-47	-41	15	8	9	7
Pologne	-3,0	-53	-34	-19	6	8	10
Slovaquie	-4,1	-38	-36	-38	6	7	10
Lituanie	-6,6	-39	-27	26	14	15	10
Lettonie	-9,3	-55	-32	16	20	23	16
Rép. tchèque	-5,8	-35	-50	-26	10	13	20
Estonie	-11,9	-106	-80	1	38	49	40
Hongrie	-8,3	-97	-56	-35	31	42	45

Note : Le modèle 1 n'intègre que les flux courants parmi les variables explicatives ; le modèle 2 intègre la position extérieure nette et le modèle 3 sa déviation par rapport à son niveau de long terme. Les nombres en vert désignent les probabilités qui dépassent les seuils critiques : 14 pour les modèles 1 et 2, 20 pour le modèle 3 (cf. K. Benhima & O. Havrylych, 2006 *op. cit.*). Les pays sont classés selon la probabilité de correction fournie par le modèle 3.

Source : Banque mondiale, Lanes & Milesi-Ferretti *op. cit.* et calculs des auteurs.

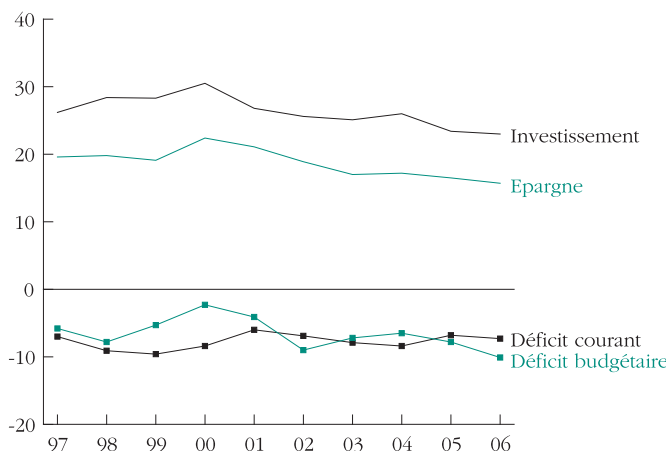
marché unique européen et la perspective de leur adhésion à l'euro sont en effet de nature à stabiliser les financements extérieurs qu'ils reçoivent. Avec leurs caisses d'émission, les États baltes sont par ailleurs, quasiment euroisés.

L'expérience du Portugal et de la Grèce a montré que l'adoption de l'euro avait conduit à un élargissement des déficits courants du fait d'une hausse de l'investissement (couplée, dans le cas du Portugal, à une baisse de l'épargne). Une évolution comparable a été observée après l'adhésion de l'Irlande à l'Union européenne. Cet effet s'est d'ailleurs manifesté avant même l'entrée de ces pays dans l'UE ou l'UEM, du fait de la crédibilité fournie par la perspective d'adhésion. Ceci expliquerait pourquoi les PECO peuvent actuellement maintenir des niveaux élevés de déficits courants et d'engagements vis-à-vis de l'extérieur. Le creusement des déficits des nouveaux entrants de 2007, la Roumanie et la Bulgarie (tableau 1), en serait une nouvelle illustration.

Ainsi, notre méthode surestime sans doute la probabilité de retournement. En ce sens, elle remplirait (trop) bien son rôle de signal. Si la force de rappel de la contrainte extérieure s'exerce moins sur les PECO que sur d'autres pays, la méthode permet néanmoins de repérer les tensions. Ainsi, dans les trois pays baltes, des menaces de surchauffe existent. La forte demande d'investissement associée à un taux d'intérêt faible a donné lieu à une croissance rapide du crédit (notamment sous forme de prêts en monnaie étrangère qui fragilisent l'économie) et à un boom immobilier, qui pourrait se révéler être une bulle spéculative. En cela, l'Estonie est tout à fait similaire aux autres pays baltes. Mais elle se différencie par des engagements extérieurs particulièrement élevés, qui atteignent déjà un niveau critique au regard du critère de long terme.

La situation hongroise, quant à elle, ne prête guère à l'optimisme. La Hongrie souffre de déficits jumeaux : le déficit de la balance des paiements va de pair et est en partie provoqué par des déficits budgétaires persistants (graphique 3). Le déficit budgétaire a dépassé 8% du PIB en

Graphique 3 – Indicateurs économiques de la Hongrie, 1997-2006 (% du PIB)



Source : Commission européenne, Direction générale ECFIN, *Économie européenne*, Annexe statistique, automne 2006.

moyenne ces cinq dernières années. Fin 2006, la dette publique atteint 67% du PIB. De plus, l'accumulation des déficits courants a été provoquée non par une augmentation de l'investissement, mais par la baisse de l'épargne. Celle-ci est le résultat d'une politique de subventions au logement (bonifications d'intérêt et exonérations d'impôt) initiée par le gouvernement en 2000. À l'origine d'un boom immobilier, cette politique a imposé un fardeau croissant au budget du gouvernement, a contribué à la baisse du taux d'épargne et à la hausse de la consommation. Suite aux élections d'avril 2006, les autorités ont présenté en septembre à la Commission européenne un plan très sévère de hausse des revenus fiscaux et de réduction des dépenses budgétaires. Dans ces conditions, le déficit courant, estimé à 7,3% du PIB en 2006, pourrait, selon la Banque centrale, être contenu à 5,8% du PIB en 2007.

Kenza Benhima* & Olena Havrylchuk
olena.havrylchuk@ceprii.fr

* Kenza Benhima est chercheur au CREST et à l'Université Paris X.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2006
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré
RÉDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 48,50 € TTC
Europe 50,10 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
49,10 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
50,10 € HT
Suppl. avion rapide 0,89 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.ceprii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 2006
DÉCEMBRE 2006
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.