Lettre de l'OFCE
Mardi 28 décembre 2010 325

Estonie : l'euro détrône la couronne

Céline Antonin
Sandrine Levasseur

OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po

Le 1er janvier 2011, l'Estonie deviendra le 17e membre de la zone euro. Voilà qui devrait faire réfléchir ceux qui envisagent l'éclatement de la zone. En Estonie, l'euro est en effet perçu comme une consécration de la politique pro-européenne menée depuis l'effondrement de l'ex-URSS. Depuis près de vingt ans, l'Estonie s'est ancrée à l'Europe en matière monétaire – via le currency board –, en matière commerciale – les deux tiers de ses exportations ayant pour destination l'Union européenne (UE) –, et enfin en matière budgétaire par le biais d'une politique budgétaire rigoureuse.
Cet effort a permis au pays de remplir les critères de Maastricht. Pourtant, ces critères ne permettent pas de rendre compte pleinement des enjeux de l'intégration de l'Estonie à la zone euro. Après treize années de croissance (1994-2007), l'Estonie a subi la crise de plein fouet, enregistrant une récession record de -13,9 % en 2009. Cette forte dégradation conjoncturelle se double de faiblesses structurelles – faible compétitivité, fort endettement privé, pressions inflationnistes – qui risquent d'en faire un nouveau maillon faible de la zone euro, au moment même où cette dernière cherche à se redéfinir.

Centre de recherche en économie de Sciences Po
69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15
www.ofce.sciences-po.fr

Edité par les Presses de Sciences Po
117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris
Tel/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Ironie du sort, au moment même où certains pays envisagent de quitter la zone euro, l'Estonie s'apprête à en devenir membre. Le 1er janvier 2011, une page se tournera dans ce pays à l'histoire monétaire mouvementée : en l'espace de vingt ans, l'Estonie aura connu trois monnaies différentes. Après le rouble sous l'ère soviétique puis la couronne estonienne depuis 1992, l'euro sera la troisième monnaie à circuler en Estonie. Troisième pays du « bloc de l'Est » à adopter l'euro, l'Estonie s'est résolument tournée vers l'Europe depuis près de 20 ans : en matière monétaire – *via* le *currency board* et le renoncement à l'autonomie de sa politique monétaire –, en matière commerciale également – l'Estonie réalisant les deux tiers de ses exportations vers l'UE – et enfin en matière budgétaire, par le biais une politique budgétaire rigoureuse. Cet effort a porté ses fruits et permis au pays de remplir les critères de Maastricht.

Cela étant, l'étude des seuls critères de convergence ne permet de rendre compte qu'imparfaitement des enjeux de l'intégration du Tigre balte à la zone euro. L'Estonie demeure l'un des pays les plus pauvres de l'UE et a subi la crise de plein fouet. Il pâtit de faiblesses structurelles – faible compétitivité, fort endettement privé, pressions inflationnistes – qui risquent d'en faire un maillon faible supplémentaire, au moment même où la zone euro est en quête d'un nouveau souffle.

Du *currency board* à l'euro : itinéraire d'un parcours d'intégration réussi

Du *currency board* à l'euro

Le 13 juillet 2010, le Conseil de l'UE a approuvé l'adhésion de l'Estonie à la zone euro. À compter du 1er janvier 2011, l'euro remplacera la couronne estonienne au taux de conversion de 1 euro pour 15,6466 couronnes. L'adhésion officielle à l'euro ne représente pas pour autant un grand bouleversement. En effet, ce taux de conversion correspond à celui qui prévaut depuis 1992, date à laquelle la couronne estonienne a été rattachée au Deutsche Mark (DM) dans le cadre du *currency board*, avant d'être ancrée à l'euro en 2002 (encadré). Qui plus est, en juin 2004, l'Estonie est entrée dans le Mécanisme de change européen (MCE II) sans marge de fluctuation par rapport à l'euro. Depuis 20 ans, l'Estonie a donc renoncé à l'autonomie de sa politique monétaire.

Le respect des critères de Maastricht

Comme tout pays admis à entrer dans la zone euro, l'Estonie a dû satisfaire les critères de Maastricht. Dans son cas, la période d'évaluation a couru d'avril 2009 à mars 2010.

– Le respect du **critère de taux de change** (soit deux ans d'appartenance au MCE II sans dévaluation et dans des bandes de fluctuation de +/- 15 % par rapport à l'euro) n'a pas posé de problème. Membre du MCE II depuis 2004, l'Estonie a réussi à maintenir aisément un taux de change fixe vis-à vis de l'euro, même au plus fort de la crise.

– La satisfaction des **critères de finances publiques** (*i.e.* un déficit public inférieur à 3 % du PIB et une dette publique inférieure à 60 %) n'a fait l'objet d'aucune difficulté lors de l'évaluation. Longtemps positif, le solde budgétaire estonien s'est dégradé avec la crise (tableau). Pour autant, les déficits publics sont restés contenus (-2,7 % du PIB en 2008, -1,7 % en 2009). À partir de 2008, le gouvernement a procédé à des ajustements budgétaires qui ont pris essentiellement la forme de coupes budgétaires et, dans une moindre mesure, de hausses de recettes fiscales.

Encadré : le *currency board*

Après plus d'un demi-siècle de règne du rouble (1940-1992), l'Estonie devenue indépendante a recouvré sa monnaie en 1992. Pour autant, afin de juguler l'hyperinflation, l'Estonie a fait le choix de la caisse d'émission (*currency board*) avec ancrage sur le DM puis l'euro.

Le *currency board* * est assimilable à un système de changes fixes. Pour garantir la parité, la base monétaire doit être entièrement couverte par des réserves de change dans la devise utilisée comme étalon. Le pays renonce ainsi à la conduite de toute politique monétaire autonome. La caisse d'émission fixe un taux de change entre monnaie nationale et étrangère et s'engage à faire l'échange d'unités monétaires à ce taux à la demande du public.

Le principal avantage est la stabilité du taux de change, et donc la réduction de l'anticipation de dévaluations inflationnistes. En limitant la création monétaire et en ancrant les anticipations inflationnistes sur celles d'un pays stable (Allemagne puis zone euro), l'Estonie a éliminé le biais inflationniste et stabilisé son économie. Le risque de change, élevé dans des économies en transition, a été supprimé. Le principal inconvénient du *currency board* est sans aucun doute la perte d'autonomie de la politique monétaire. En changes fixes et en situation de mobilité parfaite des capitaux, mener une politique monétaire autonome est impossible, comme l'illustre le triangle des incompatibilités de Mundell. De plus, il devient impossible d'équilibrer la balance courante par le taux de change. Ainsi, dans le cas de l'Estonie, le *currency board* a vraisemblablement empêché la recherche du taux de change d'équilibre lorsque de forts déséquilibres du compte courant se sont matérialisés et lorsqu'il a fallu décider du taux de conversion pour adhérer à l'euro.

* G. Stanoeva (2004), Les caisses d'émission des pays baltes et de la Bulgarie : la recherche d'une crédibilité renforcée, *Revue d'Economie Financière* n° 75.

Il est vrai que les fonds communautaires ont incontestablement contribué à la bonne tenue des finances publiques estoniennes sur les dernières années. Sans ces fonds, l'Estonie ne serait pas parvenue à respecter le critère de déficit public (tableau). Quant à la dette publique, elle est très faible (environ 7 % du PIB). D'une part, la république créée en 1991 n'a hérité d'aucune dette de l'ex-URSS. D'autre part, l'Etat a mené des politiques budgétaires rigoureuses à la fois pour renforcer la crédibilité du régime de *currency board* et pour satisfaire aux critères de Maastricht.

— Du fait de la quasi-inexistence d'emprunts obligataires, le **critère du taux d'intérêt à long terme** n'a pas semblé pertinent lors de l'évaluation par les autorités européennes.

— **Le critère d'inflation** [1] a été le plus problématique. Jusqu'en 2009, l'inflation est demeurée à des niveaux élevés. Alors que l'Estonie n'était jamais parvenue, depuis 2005, à respecter le critère, elle a réussi à contenir la hausse des prix entre décembre 2009 et mai 2010 (graphique). Cependant l'inflation est repartie à la hausse au second semestre 2010, sous l'impulsion des prix des produits alimentaires et de l'énergie et de la reconstitution des marges des entreprises, malgré un taux de chômage élevé et une économie morose.

1. Le critère d'inflation indique que le taux d'inflation du pays candidat ne doit pas dépasser la moyenne des taux des trois pays de l'UE les moins inflationnistes +1,5%.

L'adoption de l'euro, étape ultime d'intégration

Le passage à l'euro constitue une étape supplémentaire dans le processus d'intégration de l'Estonie à l'espace européen. De fait, le pays réalise une part importante de ses échanges commerciaux avec la zone euro (38 % de ses importations et exportations en moyenne sur 2005-2009) et plus généralement avec l'UE (65 %). La Finlande est son premier partenaire commercial (18 % des échanges de l'Estonie), suivie de la Suède (11 %), devançant la Russie (9 %). Les échanges commerciaux de l'Estonie avec ses partenaires européens s'inscrivent souvent dans le cadre d'une division internationale des processus productifs, l'exemple le plus fameux étant Nokia (multinationale finlandaise présente en Estonie pour l'assemblage des téléphones). Plus généralement, un certain nombre de multinationales de l'UE sont venues s'implanter en Estonie afin de profiter de coûts salariaux plus faibles. La part du stock d'investissements directs étrangers (IDE) dans le PIB estonien est élevée (85 % contre 45 % dans l'UE). Certains secteurs ont reçu davantage d'IDE. Ainsi près de 98 % des avoirs bancaires estoniens sont détenus par l'étranger (en l'occurrence la Suède et la Finlande). La perspective d'adhésion de l'Estonie à l'UE, puis à la zone euro, ont largement contribué à son intégration au sein de l'espace européen.

Des faiblesses structurelles

Un pays durement touché par la crise…

Alors qu'entre 2000 et 2007, portée par un phénomène de rattrapage, l'Estonie connaissait la croissance la plus forte parmi tous les pays de l'Union européenne (8,2 % en moyenne, contre 1,9 % en zone euro), la crise l'a atteint de plein fouet, de même que ses voisins baltes [2]. Le PIB a diminué de 13,9 % en 2009, faisant de l'Estonie le deuxième pays d'Europe le plus touché par la crise après la Lituanie. Ce n'est qu'au dernier trimestre 2009 que l'Estonie a mis fin à sept trimestres consécutifs de baisse du PIB et renoué avec la croissance, tirée par la reprise de la demande extérieure – qui demeure en 2010 le seul levier de croissance. La demande intérieure, bien que principale source de croissance avant la crise, resterait atone en 2011, du fait de moindres crédits aux ménages, de baisses de salaires et de l'explosion du chômage, qui touche 17,9 % de la population en octobre 2010 (contre 5,6 % en 2008). L'investissement devrait quant à lui se stabiliser en 2011. Les perspectives sont donc moyennement réjouissantes : grâce au commerce extérieur, l'Estonie connaîtrait une croissance de 2,4 % en 2010 et de 4,4 % en 2011, une croissance insuffisante pour refermer l'*output gap*. Ce dernier, qui atteignait 30 % du PIB potentiel [3] en

2. Voir C. Purfield et C. Rosenberg, Adjustment under a Currency Peg : Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09, *Document de travail du FMI*, septembre 2010.

Tableau : Fonds européens et solde budgétaire en Estonie (+ excédent/-déficit)

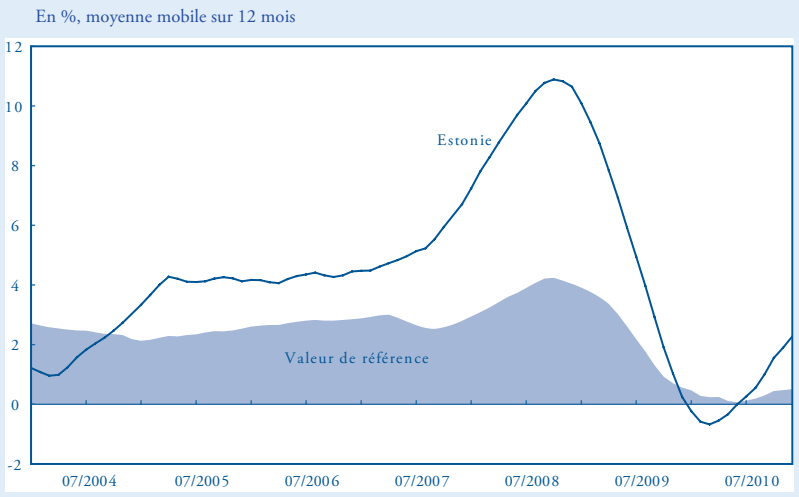
En % du PIB

	2004	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*	2011*	2012*
Fonds communautaires reçus (nets des versements)	3,9	2,8	2,2	1,7	2,6	4,5	6,1	6,2	4,8
Excédent/Déficit public au sens de Maastricht	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	-2,5	-2,0	-1,0
Excédent/Déficit public hors fonds communautaires	-2,3	-1,2	0,2	0,8	-5,4	-6,2	-8,8	-8,4	-5,9

* Prévisions.

Source : Ministère des Finances de l'Estonie (*Budget Strategy 2010-2013*; réactualisé dans *Budget Strategy 2011-2014).*

Graphique : Stabilité des prix en Estonie au regard du critère d'inflation



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

2009, devrait continuer à se creuser et atteindre 36 % en 2011.

… qui pâtit de faiblesses structurelles

Si l'Estonie a réussi à se qualifier pour entrer dans la zone euro, son économie présente néanmoins des faiblesses structurelles. La première de ces faiblesses concerne le fort déficit des comptes courants et ses corollaires, la forte dépendance vis-à-vis des financements extérieurs et le manque de compétitivité de l'économie. La seconde a trait au niveau élevé d'endettement des agents privés tandis que la troisième porte sur l'existence de fortes inégalités sociales.

Dépendance vis-à-vis de l'extérieur et problèmes de compétitivité

Depuis 2002, le solde des échanges commerciaux de l'Estonie n'a cessé de se dégrader : en 2006, le déficit de la balance des biens et services a dépassé les 10 % du PIB (20 % du PIB pour le seul déficit de la balance des biens). La crise aidant, ces deux déséquilibres se sont très largement résorbés, les importations baissant davantage que les exportations .À moyen terme, on pourrait toutefois assister à une résurgence du déficit commercial. En effet, l'étude des échanges commerciaux montre que les biens de consommation (soit 25 % des importations estoniennes en 2009) ont, par le passé, largement contribué au déséquilibre de la balance commerciale tandis que les biens non manufacturés (12 % des exportations en 2009) ont aidé à son rééquilibrage. À l'opposé, les échanges de biens intermédiaires et d'équipement ont eu globalement une contribution nulle au solde commercial, du fait de la forte présence de multinationales en Estonie pour y segmenter leur processus de production. Dès lors, à compétitivité inchangée, une résorption durable des déséquilibres commerciaux nécessite une réduction drastique des importations de biens de consommation et un maintien des exportations de biens non manufacturés. Si la crise, à travers la baisse du revenu des ménages, a eu pour effet d'amorcer la baisse des importations des biens de consommation, le bon maintien des exportations de biens primaires dépend en revanche de la reprise chez les principaux partenaires commerciaux (Finlande et Suède entre autres). Or, cette reprise n'est pas encore bien assise, ce qui pour l'instant assombrit les perspectives d'une résorption durable des déséquilibres commerciaux estoniens.

Corollaire de ses déficits commerciaux, l'économie estonienne souffre de problèmes de compétitivité. Entre 2006 et 2008, le taux de change réel (évalué relativement aux coûts salariaux de ses principaux partenaires commerciaux) s'est apprécié de quelque 30 %. Pour l'essentiel, ce problème s'explique par des hausses salariales en Estonie très largement déconnectées des évolutions de productivité [4]. Au plus fort de la crise (fin 2008, lorsque la Lettonie a dû faire appel au FMI), l'Estonie a fait le choix de la dévaluation interne (consistant en des baisses de salaires) plutôt que de la dévaluation externe, qui aurait différé son entrée dans la zone euro. En 2009, les salaires ont baissé en Estonie (-4,6 % en nominal ; -3,7 % en réel), mais l'impact sur les coûts salariaux unitaires réels a été limité en raison de la forte chute de la productivité dans les entreprises estoniennes (-5,1 %). Pour restaurer la compétitivité de l'économie estonienne, il sera nécessaire de limiter la croissance des salaires dans le futur, le risque étant toutefois de fragiliser davantage une demande interne déjà très atone. Selon les estimations de la Banque centrale d'Estonie, les contractions de salaires observées jusque là ont été trop faibles et le taux de change réel de l'Estonie est encore probablement surévalué du fait des « excès » passés [5].

Autre corollaire de ses déficits commerciaux, l'Estonie est très dépendante des financements extérieurs. Environ 50 % d'entre eux prennent la forme d'IDE, soit essentiellement des capitaux de long terme, réputés stables. L'autre source de financement importante est constituée de prêts, notamment interbancaires (entre filiales implantées en Estonie et leurs maisons-mères suédoises ou finlandaises) qui représentent à eux seuls 30 % du financement extérieur (au 30 septembre 2010). En revanche, les investissements de portefeuille (réputés volatils) ne représentent qu'une faible part du financement extérieur (5 %). C'est d'ailleurs avant tout cette composante qui s'est tarie durant la crise (-34 % entre fin 2008 et septembre 2010), le volume d'IDE restant globalement inchangé tandis que la baisse des prêts interbancaires a été contenue à 17 %. La crise n'a pas eu l'effet dévastateur annoncé par certains : les systèmes bancaires des trois États baltes ont bien résisté grâce au maintien des flux de capitaux des maisons-mères vers leurs filiales. Aucun élément ne laisse penser que, dans le futur, les flux se renverseront. L'engagement à soutenir les systèmes bancaires – pris dès le début de la crise par les banques centrales suédoises, finlandaises et baltes – explique la relative stabilité des flux de capitaux interbancaires. Actuellement, si baisse des flux interbancaires il y a, c'est parce qu'entreprises et ménages estoniens ne demandent plus de crédits, et non parce qu'il y aurait rationnement du crédit faute de liquidités (voir *supra*).

Une dette privée élevée

La dette publique est en Estonie très faible (voir *supra*). *A contrario*, la dette privée (des ménages et des entreprises) atteint 190 % du PIB en 2009 (contre 170 % dans la zone euro). Même si la dette des entreprises estoniennes est large-

3. Le PIB potentiel est mesuré en appliquant à l'Estonie le taux de croissance d'avant la crise (2000-2007) à partir de 2007.

4. Levasseur S. (2009), États baltes et Irlande : de l'euphorie à la dépression salariale, *Lettre de l'OFCE*, n° 312.

5. Des anticipations de croissance trop optimistes, conjuguées à des augmentations de salaires dans le secteur public très généreuses, le tout dans un contexte de travailleurs estoniens émigrant vers d'autres pays de l'UE, expliquent les fortes augmentations de salaires du passé. Voir S. Levasseur (2009).

ment supérieure aux standards internationaux, elle n'y est pas plus préoccupante qu'ailleurs. D'une part, le levier financier des sociétés non financières demeure raisonnable (72 %) et même inférieur à ce que l'on observe dans la zone euro (75 %) [6]. D'autre part, les entreprises sous contrôle étranger – nombreuses en Estonie – peuvent compter sur le soutien de leur maison-mère en cas de problème, ce qui réduit la probabilité de défaillances d'entreprises à grande échelle. Signe positif souligné par la Banque centrale d'Estonie : sur les 6 derniers mois, le nombre de créances douteuses détenues sur les entreprises (arriérés fiscaux inclus) a baissé. La situation d'endettement des ménages est plus sensible pour plusieurs raisons : *(i)* beaucoup de ménages estoniens ne disposent pas d'épargne, d'où une position financière nette qui représente 49 % du PIB et très en deçà des standards internationaux (138 % pour la zone euro) [7] ; *(ii)* les ménages à bas revenus sont relativement endettés en Estonie (davantage qu'en Lituanie ou Lettonie) [8] ; *(iii)* un certain nombre de chômeurs vont bientôt arriver en fin de droits. À l'heure actuelle, les créances bancaires sur les ménages, avec un retard de paiement supérieur à 3 mois, demeurent dans des proportions très raisonnables (2,5 % des crédits aux ménages) et bien inférieures à celles observées en Lettonie et Lituanie (environ 12 %). Selon les principales banques implantées en Estonie (Swedbank, SEB et Sampo Pank), le pire est passé : les créances douteuses ont baissé. Soulignons que 88 % de la dette privée est libellée en euros (10 % en couronnes estoniennes). L'adoption de l'euro au 1er janvier 2011, sans modification de parité, est de ce point de vue salutaire puisqu'elle écarte définitivement le risque de dépréciation de la couronne estonienne et de renchérissement de la dette des agents privés.

Un Estonien sur cinq sous le seuil de pauvreté

Bien que l'Estonie soit le plus riche des pays baltes, elle reste l'un des pays de l'UE les plus pauvres. Le revenu net médian par habitant a certes plus que doublé entre 2004 et 2008, il ne représente pourtant que 6 333 euros par an, soit seulement 33 % de la moyenne de la zone euro en 2008 (contre 20 % en 2005). En outre, 19,5 % de la population estonienne vit sous le seuil de pauvreté [9], alors que la moyenne est de 15,8 % en zone euro. Les inégalités sont moins marquées que dans les pays du Sud (Portugal, Espagne, Grèce ou Italie) ou qu'au Royaume-Uni. L'Estonie se situe dans la moyenne de la zone euro : le quintile supérieur de revenus représente en moyenne 5 fois plus que le quintile inférieur en 2009. En outre, elle se situe à la 17e place sur 27 avec un indice de Gini [10] de 0,31 (soit la moyenne de la zone euro).

Le risque de résurgence de l'inflation

En octobre, l'inflation a atteint 4,5 % en Estonie, contre 2,1 % dans la zone euro. L'inflation est structurellement plus élevée et plus volatile en Estonie que dans la zone euro, et ce pour plusieurs raisons. Comme dans les autres pays baltes, le taux d'inflation en Estonie est beaucoup plus dépendant des prix de l'énergie (13 %) et de l'alimentaire (30 %) que dans la zone euro (10 % et 19 % respectivement). Or, au cours de 2010, on a assisté à une forte hausse des prix de l'énergie (+ 24 % par rapport à 2009) et des matières premières alimentaires (+10,5 %), ce qui explique que le différentiel d'inflation entre l'Estonie et la zone euro se soit déjà creusé depuis la mi-2010. Il est à craindre que cette divergence ne s'accroisse à moyen terme : les prix moyens des produits agricoles, au cours des dix prochaines années devraient être supérieurs à ceux observés au cours de la décennie 1997-2006 [11]. Le constat est similaire du côté des prix de l'énergie, avec une hausse attendue des cours du pétrole (100 dollars le baril fin 2011 d'après nos prévisions). En outre, l'Estonie étant un petit pays, la concurrence y est limitée et le taux de marge des entreprises y est plus important, ce qui crée de l'inflation.

À ces éléments structurels s'ajoutent des facteurs conjoncturels. Etant données les coupes budgétaires réalisées en 2009, les dépenses sociales et de fonctionnement pourraient s'accroître en 2011. Pour maintenir l'équilibre budgétaire, le FMI prône un relèvement de la fiscalité et des droits d'accise, autant de mesures susceptibles d'entretenir l'inflation. Le passage à l'euro, du fait des arrondis pratiqués par les entreprises, aura sans doute également un effet inflationniste.

L'intégration de l'Estonie à la zone euro devrait se faire, au mieux dans l'enthousiasme, au pire dans l'indifférence. Un peu plus d'un million d'habitants supplémentaires dans une zone qui en compte déjà 322 millions ne modifieront pas la physionomie de la zone euro. D'autant que cette adhésion représente un véritable aboutissement pour le pays ; l'aboutissement de deux décennies d'ancrage à l'Europe, et de choix résolument pro-européens.

Malheureusement pour le Tigre balte, le moment est mal choisi. La zone euro porte encore les stigmates des crises grecque et irlandaise, et les craintes d'éclatement de la zone ou de défauts souverains en cascade sont loin d'être dissipées. Dès lors, l'adhésion, qui serait passée totalement inaperçue dans un autre contexte, relance le débat.

Davantage que l'entrée de l'Estonie elle-même, ce sont ses implications qui posent question : avec l'entrée de l'Estonie, on voit se profiler l'entrée des deux autres pays baltes, et plus indirectement celle des pays d'Europe centrale et orientale à l'horizon 2014-2015. Or, ces pays ont des caractéristiques monétaires et budgétaires différentes de celles des pays membres. Certes, la zone euro n'a jamais été une zone monétaire optimale, et si besoin était, la crise qu'elle traverse actuellement nous le rappelle. Le spectacle actuel est celui d'une zone euro en cercles concentriques, avec l'Allemagne au centre, et des pays comme la Grèce, l'Irlande ou le Portugal à la périphérie. Mais est-il judicieux d'accroître encore son hétérogénéité, de créer « un cercle supplémentaire », alors que c'est précisément ce qui la mine ?

Comme le montre une nouvelle fois le cas estonien, les critères de Maastricht ne permettent pas de rendre compte de cette hétérogénéité. Il semble par exemple crucial de tenir compte du solde courant, ou encore de la dette privée en plus de la dette publique. Enfin, le cas estonien montre clairement les limites d'un critère d'inflation sur 12 mois, surtout en période de récession mondiale. Il est donc nécessaire de revoir ces critères et de les compléter, avant d'envisager des adhésions de plus grande ampleur. ■

6. Le levier financier se définit comme le passif rapporté aux actions et titres de participation.
7. La position financière nette est constituée des avoirs financiers minorés des passifs.
8. Herzberg (2010), Assessing the Risk of Private Sector Debt Overhang in the Baltic Countries, *International Monetary Fund Working Paper*, WP/10/250.
9. Données Eurostat. Le seuil de pauvreté est défini comme 60 % du revenu net médian après transferts, soit 3 725 euros en 2009 en Estonie.
10. Le coefficient de Gini est un coefficient mesurant le degré d'inégalité de la distribution des revenus, et prenant des valeurs comprises entre 0 (tout le monde a le même revenu) et 1 (une personne a tout le revenu, les autres n'ont rien).
11. Perspectives agricoles de l'OCDE et de la FAO, 2010-2019.

Abonnements
Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34
Directeur de la publication : Jean-Paul Fitoussi
ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424
Mise en page : Valérie Richard
Imprimerie Bialec, Nancy
Prix : 4,50 €
Maquette : Najette Moummi