

L'actualité du droit communautaire ayant un impact sur l'environnement législatif et réglementaire de la place financière de Luxembourg

## L'Estonie pourra rejoindre la zone euro en janvier 2011

Cette rubrique, paraissant tous les mois, couvre les sujets d'actualité et l'évolution du droit communautaire, et cela chaque fois que la nouveauté en question est susceptible d'avoir des répercussions sur la place financière de Luxembourg et son encadrement législatif et réglementaire.

**ETUDE PATRICK GOERGEN**  
Avocats à la Cour

La Commission européenne vient de recommander<sup>(1)</sup> l'adhésion de l'Estonie à la zone euro au 1<sup>er</sup> janvier 2011. L'entrée dans la zone euro est un symbole majeur pour ce pays des bords de la Baltique, situé à l'extrême nord-est de l'Union européenne à laquelle il a adhéré en 2004. L'Estonie deviendrait le 17<sup>e</sup> pays à utiliser l'euro. Elle sera le premier pays balte et le troisième pays ex-communiste, après la Slovaquie (en 2009) et la Slovénie (en 2007), à entrer dans la zone euro.

L'Estonie, avec une population de 1,3 million d'habitants, espérait d'abord adopter l'euro en 2007, mais avait été sanctionnée à l'époque en raison d'une inflation trop élevée. Le rapport présenté par la Commission européenne couvre neuf États membres<sup>(2)</sup> de l'Union européenne qui bénéficient d'une dérogation concernant l'achèvement de l'union économique et monétaire. Il se base sur l'article 140 (1) TFUE<sup>(3)</sup> qui oblige la Commission et la Banque centrale européenne (BCE) de faire rapport au Conseil, au moins une fois tous les deux ans, ou à la demande d'un État membre bénéficiant d'une dérogation, sur les progrès réalisés par les États membres faisant l'objet d'une dérogation dans l'accomplissement de leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM). Ce rapport examine notamment si la législation nationale de chacun de ces États membres, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, est compatible avec les articles 130 et 131 TFUE<sup>(4)</sup> et avec les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE).

L'Estonie a entrepris une réforme monétaire en 1992 en établissant une monnaie dont le cours était lié d'abord à la Deutsche Mark, ensuite à l'euro à partir de 1999. La Eesti Pank a été réinstallée comme banque centrale de l'Estonie en janvier 1990. Ses organes décisionnels sont le Gouverneur de la Banque Centrale nommé par le Président de la République, et un conseil de surveillance. Le Gouverneur est en charge de la compatibilité de l'organisation avec les opérations de la SEBC. La législation gouvernant la banque centrale a été modifiée en dernier lieu par une loi votée le 22 avril 2010. Celle-ci a notamment renforcé l'indépendance de la banque centrale en supprimant les droits permanents accordés antérieurement au ministre des Finances et en renvoyant explicitement à l'article 130 TFUE. Elle a encore supprimé les obstacles constitutionnels et législatifs qui s'opposaient au droit exclusif de la BCE d'autoriser l'émission de billets en euros et au rôle de la BCE dans la conduite d'opérations de foreign exchange. Cette nouvelle loi prendra effet à la date d'introduction de l'euro, prévue pour le 1<sup>er</sup> janvier 2011. Le rapport de la Commission européenne examine également si un degré élevé de convergence durable a été réalisé. Cette condition est analysée au regard de quatre critères différents: maîtrise de l'inflation et des finances publiques (déficit et dette), fluctuations limitées des changes et des taux d'intérêt. La présente contribution se penchera plus particulièrement sur l'Estonie, le seul pays pour lequel la Commission européenne a assuré que tous les quatre critères sont remplis.

### Une stabilité des prix assurée

Selon l'article 140 TFUE, la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix ressort d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. Le critère de stabilité des prix signifie, aux termes du protocole 13 sur les critères de convergence annexé aux traités européens (article 1), qu'un État membre a un degré de stabilité des prix durable et un taux d'inflation moyen, observé au cours d'une période d'un an avant l'examen, qui ne dépasse pas de plus de 1,5% celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. L'inflation est calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, compte tenu des différences dans les définitions nationales. La valeur de référence a été calculée à 1,0% en mars 2010, le Portugal, l'Estonie et la Belgique étant les États membres les plus performants à cet égard. L'inflation en Estonie, basée sur la moyenne des 12 derniers mois, a connu son point culminant (10%) au deuxième semestre 2008 et a connu une réduction graduelle depuis, en raison de la diminution des prix de l'énergie et des effets de la récession, en tombant à une valeur négative pendant le deuxième semestre 2009.

Le taux moyen annuel a été inférieur à la valeur de référence depuis décembre 2009. Pendant les 12 derniers mois, le taux moyen était de -0,7%, donc bien en dessous de la valeur de référence. Par l'effet de l'augmentation des accises et des prix de l'électricité en début d'année, la Commission prévoit une inflation de 1,3% en 2010 et 2,0% en 2011 pour l'Estonie. Les prix de consommation se situaient, en 2008, à 75% de la moyenne de la zone euro. Les prévisions de croissance ont été mises à 1% en 2010, et près de 4% en 2011, par les services de la Commission européenne au printemps 2010. L'impact positif viendrait surtout d'une demande extérieure, plutôt que de la consommation intérieure, l'Estonie ayant maintenu une politique fis-

cale prudente pendant la crise. Parmi les neuf États examinés dans le rapport, outre l'Estonie, seuls la République tchèque et la Lettonie remplissaient le critère de stabilité des prix.

### Des finances publiques soutenues

Le caractère soutenable de la situation des finances publiques ressort, selon l'article 140 TFUE, d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 126, paragraphe 6, TFUE. Ce critère signifie qu'un État membre ne doit pas faire l'objet, au moment de l'examen, d'une décision du Conseil concernant l'existence d'un déficit excessif dans l'État membre concerné. L'Estonie ne fait pas l'objet d'une telle décision. Ses finances publiques étaient positives entre 2002 et 2007. L'Estonie a abordé la crise dans une position fiscale forte. La détérioration abrupte de l'environnement économique a toutefois conduit à une plus mauvaise position budgétaire et un déclin de la balance structurelle.

Les finances publiques ont cependant été consolidées en 2009, limitant ainsi le déficit du gouvernement central à 1,7% du PIB, comparé à un déficit de 2,7% l'année précédente. La consolidation a été conduite par l'augmentation de plusieurs impôts, et par la réduction des dépenses gouvernementales, limitant la masse salariale et les bénéfices sociaux. La dette publique a augmenté de 3,8% du PIB en 2007 à 7,2% du PIB fin 2009. Le budget de l'État pour 2010 tient compte d'une augmentation du taux des accises pour l'alcool, le tabac, le pétrole et l'électricité, une nouvelle réduction des dépenses opérationnelles et un maintien du niveau d'investissement. Le déficit du gouvernement central est estimé à 2,2% du PIB en 2010. En dehors de l'Estonie, seule la Suède, parmi les autres pays examinés, remplissait le critère concernant la situation des finances publiques.

### Une stabilité des taux de change garantie

Le troisième critère est le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de taux de change du système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à l'euro. Ceci signifie, suivant l'article 3 du Protocole No 13, que l'État en question a respecté les marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du système monétaire européen sans connaître de tensions graves pendant au moins les deux dernières années précédant l'examen, et notamment, de sa propre initiative, pas dévalué le taux central bilatéral de sa monnaie par rapport à l'euro pendant la même période. La couronne estonienne est entrée dans le MCE II<sup>(5)</sup> le 28 juin 2004 et a participé dans ce mécanisme pendant 6 ans maintenant. Initialement lié au DEM, puis à l'EUR, cette monnaie n'a jamais dépassé les bandes de fluctuation de ce mécanisme.

Les obligations domestiques de la banque centrale (monnaie en circulation et participations des banques nationales dans la banque centrale) sont couverts par des réserves de change ou par l'or. La loi gouvernant une convertibilité entière de la couronne au taux de parité et permet l'émission de nouvelles espèces contre des réserves correspondantes de change. Les réserves foreign exchange de la banque centrale couvraient 115% de la base monétaire à la fin mars 2010. En février 2009, la banque centrale de l'Estonie a conclu une convention avec son homologue suédoise (Riksbank) en vue d'améliorer la capacité de la banque centrale estonienne de fournir des liquidités, en cas de besoin, au secteur financier largement détenu par des institutions suédoises. Ce canal de liquidité additionnelle n'a pas été utilisé, et la convention n'a pas été prolongée en 2010.

La banque centrale estonienne ne détermine pas des taux d'intérêt de politique monétaire. L'environnement des taux d'intérêt domestiques est donc directement influencé par la politique monétaire de la zone euro. Sur les marchés financiers en Estonie, les liquidités sont majoritairement détenues en euros, en raison des liens étroits à l'international. Les volumes traités en couronne estonienne sont très limités, et reflètent surtout des activités de hedging de firmes étrangères ayant des expositions à la couronne. En dehors de l'Estonie, seule la Lituanie, parmi les autres pays couverts par le rapport, remplit le critère de la stabilité des taux de change.

### Les taux d'intérêt à long terme

Le caractère durable de la convergence atteinte par l'État membre faisant l'objet d'une dérogation et de sa participation au mécanisme de taux de change doit se refléter dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme (article 140 TFUE). Ce critère signifie qu'un État membre doit avoir eu un taux d'intérêt nominal moyen à long terme qui n'excède pas de plus de 2% celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. Les taux d'intérêt sont calculés sur la base d'obligations d'État à long terme ou de titres comparables, compte tenu des différences dans les définitions nationales (article 4 du Protocole No 13). La valeur de référence a été calculée à 6,0% en mars 2010<sup>(6)</sup>. Les taux d'intérêt sur des prêts en couronne estonienne accordés aux ménages et entreprises non financières a connu un point culminant durant la crise, après une hausse continue les années précédentes. Les taux ont retrouvé fin 2009 leur niveau du début de l'année 2008. Ils sont influencés majoritairement par les conditions de marché dans le secteur bancaire, ce qui n'est pas généralement le cas pour les obligations de l'État. Le marché en couronne reste toutefois limité et basé notam-

ment sur des taux variables, et ne permet donc pas de fournir un échantillon représentatif pour une analyse de la convergence à plus long terme.

Concernant les cotations du marché dénommé en couronne, les écarts court terme ont culminé à 5,6% en mars 2009. Jusqu'en mars 2010, les écarts vis-à-vis des taux d'intérêt de la zone euro sont retombés en dessous de 1,2%, comparables au niveau de mi-2008. Les écarts CDS ont culminé à 700 points de base en février 2009. Deux agences de notation ont abaissé la notation de crédit de l'Estonie en 2009. En mars 2010, les écarts ont retrouvé leur niveau de mi-2008 de moins de 100 points de base, à un niveau inférieur de celui de plusieurs États membres de la zone euro. La notation a été revue pour être 'stable' au début de 2010. La dette publique reste parmi les plus basses dans l'Union européenne, et la consolidation fiscale substantielle a contribué à supporter la durabilité des finances publiques. L'Estonie (seuls la République tchèque et la Suède le rejoignent sous ce critère) est ainsi considérée comme remplissant le critère, prévu dans le Traité, des taux d'intérêt à long terme.

### L'intégration du secteur financier estonien

Les rapports de la Commission et de Banque centrale européenne doivent également tenir compte des résultats de l'intégration des marchés, de la situation et de l'évolution des balances des paiements courants, et d'un examen de l'évolution des coûts salariaux unitaires et d'autres indices de prix. À ce sujet, le rapport récent de l'exécutif de Bruxelles retient que le secteur financier en Estonie est bien intégré au secteur financier de l'Union européenne. Pour preuve, les banques détenues par des entreprises transfrontalières, la convergence des tendances de marché et le rôle de l'euro dans les transactions financières domestiques. L'Estonie a entièrement transposé l'acquis communautaire dans le domaine des services financiers, et les directives sont transposées systématiquement. Le secteur financier national est largement dominé par les banques, grâce à un développement substantiel entre 2004 et 2009. Le marché du crédit se développe surtout grâce aux activités de construction. Les prêts au secteur immobilier comptent pour deux tiers du volume total de crédit accordé au secteur privé.

Le secteur bancaire est fortement concentré, les cinq banques les plus importantes détenant environ 95% de l'ensemble des dépôts. Il est presque entièrement détenu par des entreprises étrangères, les banques nordiques étant les investisseurs stratégiques dans le secteur bancaire estonien ainsi que dans les autres institutions non financières. Le secteur bancaire a connu l'impact négatif de la récession économique. Les crédits non performants ont augmenté à 6% à la fin 2009, comparé à des taux très bas connus les années précédentes. Le ratio d'adéquation de capital a augmenté à 22% fin 2009, loin au-dessus du minimum requis et de la moyenne de la zone euro. La politique de crédit a connu une entorse en 2008. Les volumes prêts ont baissé à 7,4 milliards d'euros (venant de 7,6 milliards) pour les ménages et à 6,9 milliards (7,2 milliards auparavant) pour les entreprises non financières. Les prêts en monnaies étrangères, surtout en euros, dominent maintenant dans les deux marchés.

La bourse de Tallinn appartient au groupe NASDAQ OMX et utilise une plateforme de courtage unique avec d'autres bourses dans la région balte-nordique. Mais les marchés financiers estoniens restent relativement petits et volatils. La capitalisation de la bourse a atteint son point culminant en été 2007, mais est depuis retombé à son niveau de 2004. Le manque d'obligations souveraines fait que le marché obligataire est essentiellement de source corporate. Les émissions les plus récentes trouvent leur origine surtout dans des entreprises non financières et sont dénommées en monnaie étrangère. Le marché monétaire reste relativement sous-développé, étant donné que la gestion de la trésorerie des banques les plus importantes a été centralisée dans les banques actionnaires.

Les autres professionnels du secteur financier restent relativement peu développés. Les activités de leasing et de factoring contribuent pour 14% au PIB. Le sec-

teur des assurances n'est qu'à ses débuts, les primes d'assurances n'atteignant que 2% du PIB en 2009. Les actifs des fonds de pension et d'investissement équivalent à 11% du PIB (chiffres de 2009). La majeure partie (76%) des investissements des fonds et compagnies d'assurance se sont sur les marchés européens. Le marché de l'emploi se caractérise par des pressions sur le niveau des salaires. Fin 2009, le taux de chômage a triplé à 15% par rapport à ses bas historiques en mi-2008. Le taux excède maintenant ceux enregistrés après la crise russe à la fin des années 1990. Les secteurs les plus affectés sont la construction et l'industrie de production. Pendant la réduction de l'activité économique, le coût de la main d'œuvre a augmenté, de 10% par exemple en 2008. En 2009, le niveau des salaires a cédé sous l'impact d'un marché de travail très flexible. Le droit du travail a été modifié dans le sens d'une décentralisation de la fixation du niveau des salaires et de permettre au secteur privé de réagir plus vite aux changements de l'environnement macroéconomique. Dans le secteur public, les salaires ont été réduits de 16% au quatrième trimestre 2009. Les dernières prévisions de la Commission tablent sur une diminution continue des salaires en 2010 et sur une légère augmentation en 2011.

Vu le rapport positif de la Commission européenne quant à la capacité de l'Estonie de remplir les quatre critères de convergence déterminés et de faire ainsi partie de la zone euro, il appartient maintenant au Conseil, après consultation du Parlement européen et discussion au sein du Conseil européen, de mettre fin aux dérogations accordées à l'Estonie. Le Conseil statuera après avoir reçu une recommandation émanant d'une majorité qualifiée de ses membres représentant les États membres dont la monnaie est l'euro. Ces membres statuent dans un délai de six mois à compter de la réception de la proposition de la Commission par le Conseil. Le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres dont la monnaie est l'euro et de l'État membre concerné, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne, fixera ensuite irrévocablement le taux auquel l'euro remplace la monnaie de l'État membre concerné et décide les autres mesures nécessaires à l'introduction de l'euro en tant que monnaie unique dans l'État membre concerné.

M Laurent Suijs - M<sup>re</sup> Patrick Goergen  
Etude Patrick Goergen, Avocats à la Cour  
Luxembourg Member of European Law Firm

<sup>1</sup> Report from the Commission, Convergence Report 2010, prepared in accordance with Article 140 (1) of the Treaty, Document COM(2010)238.

<sup>2</sup> Bulgarie, République tchèque, Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, Roumanie et Suède. Le Danemark et le Royaume-Uni n'ont pas eu le soutien d'adopter l'euro. Ils ne sont pas couverts par le rapport.

<sup>3</sup> Ex-article 121, paragraphe 1, 122, paragraphe 2, seconde phrase, et 123, paragraphe 5, TCE.

<sup>4</sup> Article 130 (ex-article 108 TCE). "Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions." Article 131 (ex-article 109 TCE). "Chaque État membre veille à la compatibilité de sa législation nationale, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, avec les traités et les statuts du SEBC et de la BCE."

<sup>5</sup> Le MCE II consiste en un accord entre le Conseil ECOFIN, la BCE et les banques centrales nationales des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Il a remplacé au 1<sup>er</sup> janvier 1999 le mécanisme de taux de change européen (MCE), mécanisme de taux de change introduit en 1979 destiné à stabiliser les cours des devises européennes, prévenir les risques de change et accroître la confiance dans la monnaie à moyen et long terme, juguler l'inflation et développer le commerce et l'activité dans la zone intra-communautaire.

<sup>6</sup> Étant donné que l'Estonie, un des trois États les plus performants en matière de stabilité des prix, ne dispose pas d'une référence harmonisée d'obligations à long terme, cette valeur a été calculée en prenant la simple moyenne des taux d'intérêt à long terme dans les deux autres États les plus performants en matière de stabilité des prix, à savoir le Portugal (4,2%) et la Belgique (3,8%), plus deux pour cent.

David RICHARDS  
Partner - Consulting Services  
+352 691 946 264  
david.richards@djrjs.com

**DR**

Perspective in Risk & Process Management

17 rue des Ardennes  
L-1133 Luxembourg  
+352 26 64 96 96  
www.djrjs.com