

Bruxelles, le 13.11.2013
COM(2013) 790 final

**RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, À
LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE ET AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET
SOCIAL EUROPÉEN**

Rapport 2014 sur le mécanisme d'alerte

**(établi conformément aux articles 3 et 4 du règlement (UE) n° 1176/2011 sur la
prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques)**

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) est le point de départ du cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), qui vise à identifier et à traiter les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies de l'UE et risquent de mettre en péril le fonctionnement de l'Union économique et monétaire. Le RMA identifie les États membres pour lesquels une analyse plus détaillée se justifie (sous la forme d'un bilan approfondi) afin de déterminer s'il existe un déséquilibre nécessitant des mesures politiques. Dans ce sens, le RMA constitue un instrument de première analyse fondé sur un tableau de bord d'indicateurs assortis de seuils indicatifs et d'une série d'indicateurs auxiliaires. Le RMA n'est pas un exercice automatique, et ce n'est parce qu'un État membre fait état d'un indicateur dépassant le seuil indicatif qu'un bilan approfondi est automatiquement établi, dès lors que la Commission prend en considération la situation économique dans son ensemble.

C'est uniquement sur la base de bilans approfondis que la Commission déterminera si des déséquilibres, voire des déséquilibres potentiellement excessifs, existent, et qu'elle présentera les recommandations politiques appropriées. Les bilans approfondis seront publiés au cours du printemps 2014 et alimenteront l'analyse à la base des recommandations politiques qui seront émises l'an prochain dans le cadre du semestre européen de coordination des politiques économiques.

1. RÉSUMÉ

Les États membres de l'Union européenne poursuivent la correction de leurs déséquilibres économiques externes et internes. Ces déséquilibres, en particulier l'abondance du crédit, les déficits et les excédents substantiels et persistants des comptes courants, les pertes de compétitivité et la progression de la dette, ont contribué à la crise. Des progrès ont été accomplis dans différents domaines ces dernières années. Ainsi, un certain nombre d'États membres ont réduit leur déficit et ont amélioré de manière significative la compétitivité-coûts, notamment grâce aux réformes structurelles et à la pression du marché.

Toutefois, d'autres progrès sont nécessaires pour pouvoir corriger les déséquilibres. Les déséquilibres qui ont aggravé la crise se sont accumulés durant une dizaine d'années. Leur correction prend du temps, et les mesures politiques nécessaires devraient contribuer à la transformation structurelle des économies. On a observé peu de progrès jusqu'ici dans la réduction de la dette privée excessive; les flux de crédit sont faibles ou même négatifs dans bon nombre de pays, mais l'amélioration de la position extérieure globale nette (PEGN) des économies les plus endettées est lente. De plus, les pays qui enregistraient des excédents élevés ont beaucoup moins progressé en direction d'un meilleur équilibre, ce qui semble refléter des niveaux inadéquats d'épargne et d'investissement; un renforcement de la contribution de leur demande intérieure à la croissance, recommandé par la Commission, faciliterait l'ajustement dans l'ensemble de la zone euro. Plusieurs pays dont les déséquilibres nécessitent un ajustement urgent ont vu leur situation se détériorer gravement sur le plan social et de l'emploi, avec une aggravation du chômage et de la pauvreté, ce qui conduit à des divergences importantes entre les États membres.

Le présent rapport marque le début de la troisième vague de mise en œuvre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)¹. Cette procédure vise

¹ Le présent rapport est accompagné de deux documents de travail : une première note est consacrée à un certain nombre de modifications techniques des indicateurs utilisés dans le tableau de bord et des indicateurs auxiliaires, et un second document contient de nombreuses statistiques qui ont servi de base à l'élaboration

à identifier et à corriger les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies des États membres, de la zone euro ou de l'Union européenne dans son ensemble. La mise en œuvre de la PDM est ancrée dans le «semestre européen» dans le but d'assurer la cohérence avec les autres instruments de surveillance économique. Des recommandations appropriées sont ainsi adressées aux États membres. L'examen annuel de la croissance (EAC)², adopté au même moment que ce rapport, examine les liens entre la correction des déséquilibres macroéconomiques dans le cadre de la PDM et les défis urgents qui consistent à assurer des politiques budgétaires viables, à restaurer le crédit, à promouvoir la croissance et la compétitivité, à lutter contre le chômage et les conséquences sociales de la crise, et à moderniser l'administration publique. Au cours des prochains jours, la Commission adoptera également des avis sur les projets de plans budgétaires des États membres de la zone euro (à l'exception de ceux qui font l'objet d'un programme d'ajustement macroéconomique) et sur la position budgétaire de la zone euro. Par ailleurs, la Commission transmettra au Conseil des propositions d'avis sur les programmes de partenariat économique concernant plusieurs États membres.

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) identifie les États membres susceptibles d'enregistrer des déséquilibres, et pour lesquels il y a lieu d'effectuer une analyse plus approfondie afin de déterminer si de tels déséquilibres existent ou persistent et de définir leur nature. Dans ce sens, le RMA est un instrument de première analyse utilisé au début du cycle annuel de coordination des politiques économiques, fondé sur un tableau d'indicateurs assorti de seuils indicatifs et d'une série d'indicateurs auxiliaires. Conformément à la communication «Renforcer la dimension sociale de l'Union économique et monétaire»³, ce rapport comporte pour la première fois une série d'indicateurs sociaux utiles pour l'interprétation du tableau de bord. L'analyse plus détaillée sera effectuée dans les bilans approfondis (BA) ultérieurs. C'est sur la base des bilans approfondis que la Commission déterminera s'il existe des déséquilibres, voire des déséquilibres excessifs, et qu'elle soumettra les recommandations politiques appropriées.

Ce rapport montre qu'il est nécessaire d'analyser plus en détail l'accumulation et la correction des déséquilibres ainsi que les risques liés dans 16 États membres. Pour certains pays, les BA s'appuieront sur les conclusions du cycle précédent de la PDM⁴, tandis que pour d'autres, la Commission établira un BA pour la première fois. Les États membres pour lesquels la Commission envisage d'établir un BA sont confrontés à des difficultés et à

de ce rapport. Voir également *Eurostat News Release* 166/2013, et la proposition récente de règlement concernant la fourniture des statistiques destinées à la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, COM(2013) 342 du 7.6.2013. Cette proposition doit permettre une surveillance appropriée de la qualité des données par Eurostat, et porte également sur un certain nombre de questions liées à la compilation et à la transmission des données et des métadonnées.

² COM(2013) 800, 13.11.2013. Voir également le projet de rapport conjoint sur l'emploi de la Commission

³ COM(2013) 690 du 2.10.2013. La communication propose également un tableau de bord avec une série d'indicateurs principaux à utiliser dans le projet de rapport conjoint sur l'emploi afin de suivre l'évolution sur le plan social et de l'emploi et d'identifier le plus tôt possible les éventuels problèmes dans ces domaines. En décembre, le Conseil déterminera s'il y a lieu de l'utiliser dans le cadre du semestre européen 2014.

⁴ En avril 2013, la Commission a constaté des déséquilibres en Belgique, en Bulgarie, au Danemark, en Espagne, en France, en Italie, en Hongrie, à Malte, aux Pays-Bas, en Slovaquie, en Finlande, en Suède et au Royaume-Uni, et parmi eux, des déséquilibres excessifs dans le cas de l'Espagne et de la Slovaquie (cf. «Résultats des bilans approfondis», COM(2013) 199, 10.4.2013, et «Macroeconomic Imbalances», *European Economy-Occasional Papers*, 132-144). Pour consulter l'ensemble des recommandations par pays adoptées par le Conseil, notamment celles qui sont utiles pour la correction des déséquilibres, voir JO C 217 du 30.7.2013, p.1

des risques potentiels différents, et notamment des risques de retombées pour leurs partenaires.

- Dans le cas de **l'Espagne** et de **la Slovénie**, les BA viseront à déterminer si les *déséquilibres excessifs* persistent ou sont corrigés, et si les politiques structurelles mises en œuvre par ces États membres contribuent à leur correction;
- Pour **la France**, **l'Italie** et **la Hongrie**, des États membres qui enregistrent des *déséquilibres* et pour lesquels la Commission a indiqué qu'il était nécessaire d'adopter des mesures décisives, les BA respectifs examineront la persistance des déséquilibres;
- Dans le cas des autres États membres pour lesquels il avait été conclu précédemment qu'ils connaissaient des *déséquilibres* (**Belgique, Bulgarie, Danemark, Malte, Pays-Bas, Finlande, Suède et Royaume-Uni**), les BA contribueront à identifier les États membres dans lesquels les déséquilibres persistent et ceux dans lesquels ils ont été corrigés. Selon la Commission, puisque les déséquilibres sont identifiés sur la base des analyses détaillées effectuées dans les BA précédents, la conclusion qu'un déséquilibre a été corrigé doit elle aussi se fonder sur l'examen de tous les éléments pertinents dans un autre bilan approfondi, ce qui pourrait conduire à la clôture de la PDM pour certains États membres;
- Des BA seront également établis pour **l'Allemagne** et **le Luxembourg** afin de mieux analyser leur position extérieure et leurs évolutions internes, et de déterminer si ces pays connaissent des déséquilibres;
- Enfin, un BA se justifie également pour **la Croatie**, en tant que nouveau membre de l'UE, dès lors qu'il est nécessaire d'analyser la nature de sa position extérieure et des risques potentiels liés, ses performances commerciales et sa compétitivité, ainsi que ses évolutions internes.

En ce qui concerne les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement macroéconomique et bénéficiant d'une assistance financière, la surveillance de leurs déséquilibres et le suivi des mesures de correction s'inscriront dans le cadre de leurs programmes. Cela concerne l'Irlande, la Grèce, Chypre, le Portugal et la Roumanie, et la situation de l'Irlande dans le cadre de la PDM sera examinée lorsque le programme viendra à expiration.

Dans le contexte de la surveillance multilatérale et conformément à l'article 3, paragraphe 5, du règlement n°1176/2011⁵, la Commission invite le Conseil et l'Eurogroupe à débattre de ce rapport. La Commission attend également les réactions du Parlement européen et contactera les parties concernées. La Commission établira des bilans approfondis pour les États membres concernés sur la base des discussions au sein du Conseil et de l'Eurogroupe. Ces bilans devraient être publiés durant le printemps 2014, en prélude aux recommandations par pays dans le cadre du semestre européen.

⁵ JO L 306 du 23.11.2011, p. 25.

2. PROGRÈS ACCOMPLIS DANS LA CORRECTION DES DÉSÉQUILIBRES

La plupart des États membres de l'UE ont progressé dans la correction de leurs déséquilibres durant l'année écoulée. Cela concerne non seulement les déficits des comptes courants et les principaux indicateurs de la compétitivité, mais également les finances publiques, les bilans du secteur privé et les secteurs financiers. Toutefois, le secteur privé et le secteur public de bon nombre d'États membres sont aux prises avec un processus de désendettement qui pèse sur l'activité économique, dès lors que la demande intérieure dans plusieurs économies est bridée par la nécessité d'accroître l'épargne des ménages et de réduire l'endettement des entreprises, et parfois également par l'évolution des salaires. En outre, la faiblesse de l'activité économique dans le contexte de la crise a entraîné une augmentation des taux de chômage et une détérioration d'autres indicateurs sociaux.

La correction des déséquilibres contribue à l'amélioration des fondamentaux et à une relance progressive. Par ailleurs, la normalisation graduelle des conditions économiques contribue à réduire les risques macroéconomiques liés aux déséquilibres. Les perspectives de croissance⁶ sont meilleures aujourd'hui qu'il y a un an, et les progrès accomplis dans la correction des déséquilibres macroéconomiques externes et internes ouvriront la voie à la croissance et la convergence. Depuis quelques mois, les informations quant à l'évolution économique sont encourageantes. Après s'être contracté pendant plusieurs trimestres, le PIB a progressé de 0,3 % au cours du deuxième trimestre à la fois dans la zone euro et dans l'UE. Les principaux indicateurs confirment cette tendance pour la deuxième moitié de l'année, mais à un rythme modéré. L'augmentation progressive de la demande intérieure et, sous l'effet des gains de compétitivité, l'expansion des exportations, confirment elles aussi les perspectives de reprise plus marquée l'an prochain. En ce qui concerne les différents secteurs couverts par la PDM, on peut émettre les observations suivantes pour l'ensemble des pays:

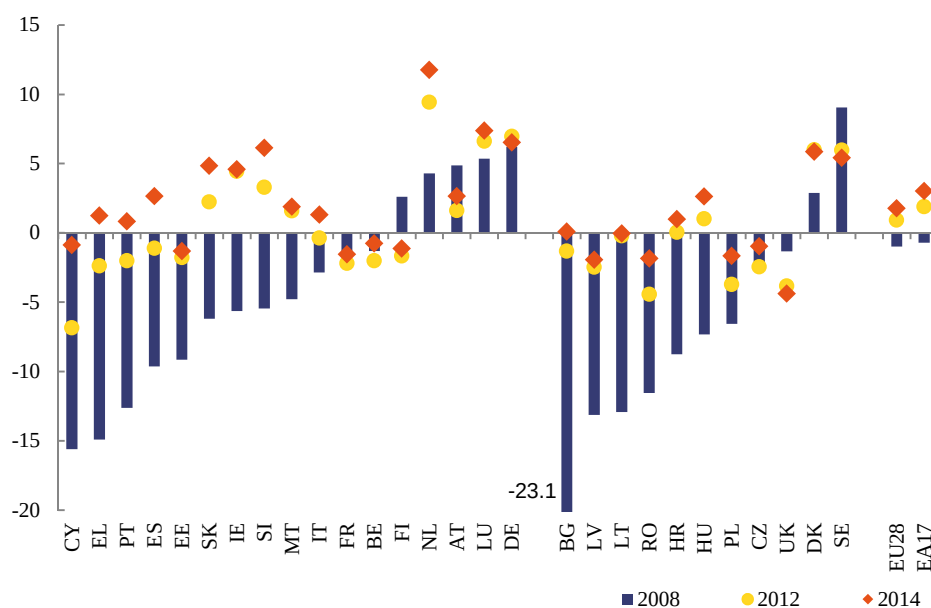
- **On a observé une amélioration remarquable des comptes courants des États membres qui enregistraient des déficits importants** (graphique 1). Cette amélioration est particulièrement manifeste pour les pays qui appliquent un programme d'ajustement économique soutenu par une assistance financière (EL, IE, CY, PT et RO), ainsi que pour BG, EE, ES, LT, LV, SI et SK, à savoir les États membres qui, il y a quelques années encore, enregistraient les déficits courants les plus élevés et des développements macroéconomiques non viables. Si l'amélioration substantielle des comptes extérieurs de ces pays résulte d'une contraction des importations liée à une réduction de la demande intérieure et à une réorientation des dépenses, leurs exportations ont elles aussi évolué favorablement. L'amélioration de la position extérieure des États membres qui connaissaient des déficits importants comporte des éléments conjoncturels et non conjoncturels. Il apparaît que l'amélioration des comptes courants découle en grande partie d'éléments non conjoncturels liés à la fois à l'expansion des exportations et à des pertes de recettes entraînant une diminution des importations, et que ces éléments ne disparaîtront pas lorsque la relance se confirmera.⁷ Dans la dernière mise à jour du tableau de bord, l'indicateur du déficit courant (une moyenne sur 3 ans pour la période 2010-2012) dépasse encore le seuil de 4 % du PIB dans le cas de PL, EL, CY, PT et RO. Toutefois, en 2013, ES, PT, SK et SI devraient dégager un excédent, et en 2012, seules CY et RO affichaient

⁶ Cf. «European Economic Forecast-Autumn 2013», *European Economy*, 2013 (7).

⁷ En d'autres termes, la réduction des déficits des comptes courants a été généralement plus importante que ce que l'on pouvait prévoir compte tenu des écarts de production estimés dans les États membres concernés et chez leurs partenaires commerciaux. Voir Salto, M. et A. Turrini (2010), «Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment», *European Economy-Economic Papers*, 427, pour une méthode d'estimation de l'élément conjoncturel des soldes des comptes courants.

un déficit égal ou supérieur à 4 % du PIB. Parmi les pays qui ont enregistré une détérioration de leur position extérieure ces dernières années, il y a lieu d'accorder une attention particulière à FR et RU, dont les déficits figurent actuellement parmi les plus élevés de l'UE, même s'ils restent inférieurs au seuil.

Graphique 1: Déficits (-) et excédents (+) des comptes courants
2008, 2012 et 2014 (prévisions)
(% du PIB)



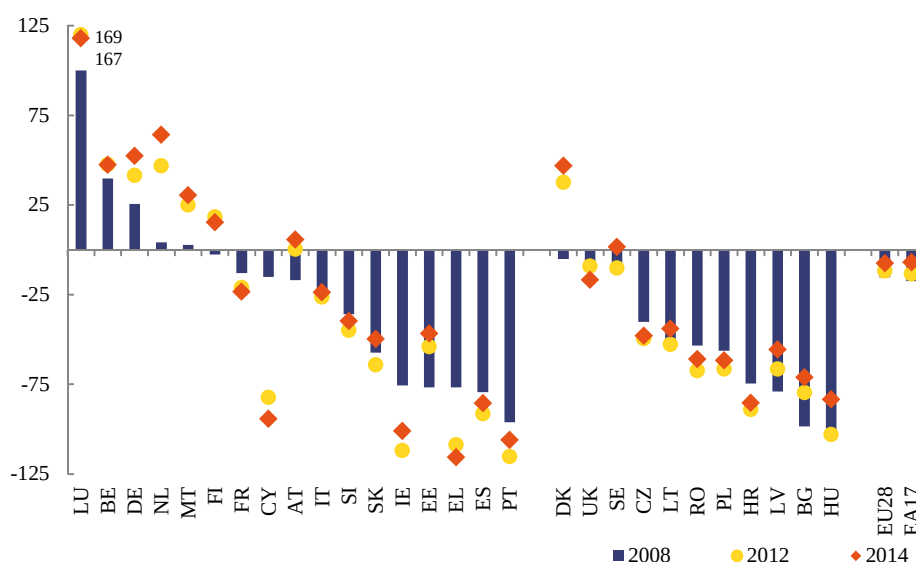
Sources: Eurostat, services de la Commission.

- **En revanche, les économies les plus vulnérables ne sont pas encore revenues à une position extérieure viable** (graphique 2). La plupart des États membres affichent une PEGN largement négative. Dans la zone euro, c'est surtout le cas de ES et EE, ainsi que des quatre pays sous programme, PT, EL, IE et CY, et hors zone euro, cela concerne BG, HR, HU, et LV: chacun de ces pays enregistre une PEGN négative représentant plus de 50 % du PIB, et dans certains cas (IE, EL, PT et HU) une PEGN négative dépassant la valeur du PIB annuel. La PEGN de CY s'est détériorée particulièrement rapidement ces dernières années. En ce qui concerne CZ, LT, PL, SK et SI, ainsi que RO, la PEGN négative dépasse le seuil indicatif mais reste stable. Tous ces États membres (à l'exception de EL et CY) enregistrent en 2013 des soldes de leurs comptes courants qui dépassent les niveaux permettant de stabiliser leurs passifs extérieurs à moyen terme. Néanmoins, des déficits inférieurs ou même des excédents durables et une activité économique plus dynamique sont nécessaires pour ramener la PEGN à des niveaux plus sûrs⁸. De plus, l'amélioration des ratios de la PEGN ne s'est pas encore concrétisée dans certains pays en raison de leur croissance nominale très faible. Des PEGN négatives élevées fragilisent les conditions de financement de ces pays en cas de variations des perspectives économiques et de soubresauts du marché. Les risques liés à une PEGN négative, notamment l'incidence sur l'activité économique et la stabilité financière, dépendent largement de la composition des passifs; à cet égard, les pays qui enregistrent un volume important d'investissements

⁸ Cf. «The Dynamics of International Investment Positions», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(3):7-20.

directs étrangers entrants (notamment BG, CZ, EE, SK, LT, LV et IE) sont dans une situation plus favorable que ceux pour lesquels la PEGN négative reflète surtout la dette extérieure⁹.

Graphique 2: Positions extérieures globales nettes
2008, 2012 et 2014 (projections)
(% du PIB)



Remarque: Les projections pour 2014 supposent l'absence de plus-values/moins-values.
Sources: Eurostat, services de la Commission.

- **Certains États membres continuent d'afficher un excédent très élevé de leur compte courant**, bien au-delà du seuil indicatif de 6 % du PIB (graphique 1 et encadré 1). C'est le cas de DE, LU et NL, et dans une moindre mesure, SE. Selon les prévisions disponibles, ces excédents ne se résorberont pas dans un avenir proche. Si des caractéristiques structurelles justifient la persistance d'excédents modérés dans chacun de ces pays, les niveaux enregistrés ces dernières années et les prévisions pour 2014 sont nettement supérieurs aux niveaux historiques et à la plupart des estimations des excédents que les fondamentaux de ces pays pourraient justifier¹⁰. Dès lors que l'activité économique de DE a souffert moins que celle de la plupart de ses partenaires, on peut s'attendre à ce que son solde corrigé des facteurs conjoncturels soit supérieur à la valeur nominale, mais ce n'est pas le cas pour NL. Les excédents sont le résultat d'une compétitivité élevée et d'une spécialisation dans des secteurs pour lesquels la demande mondiale est plus forte - et ce sont là des évolutions positives - mais ils reflètent également la faiblesse de la demande intérieure, révélatrice à son tour des obstacles structurels qui entravent la partie de la croissance alimentée en interne¹¹. Un accroissement de l'investissement et une diminution globale de l'épargne permettraient d'améliorer le bien-être de ces pays et contribueraient à une croissance durable sans nuire à leur compétitivité, d'autant que les pays en excédent tendent à afficher des ratios d'investissement au PIB inférieurs à la moyenne de l'UE. Par ailleurs, les excédents importants peuvent également être le reflet de défaillances dans

⁹ Cf. «The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2): 17-25.

¹⁰ Voir *par ex.* FMI (2013), «Multilateral Policy Issues Report - 2013 Pilot External Sector Report», (June), et «Germany-Staff Report for the 2013 Article IV Consultation», (août).

¹¹ Ces questions ont déjà été abordées dans les recommandations adressées à ces États membres les années précédentes.

l'intermédiation financière. Compte tenu de ces excédents élevés et de la réduction des déficits évoquée plus tôt, la zone euro qui affichait dans le passé une position extérieure en équilibre dégage maintenant un excédent de plus de 2 % du PIB.¹² Cette situation pourrait entraîner une appréciation de l'euro par rapport à d'autres devises internationales, ce qui obligerait les pays vulnérables à redoubler d'efforts pour réduire leur dette et améliorer leur compétitivité par un ajustement des coûts.

- **Plusieurs pays, en particulier les plus vulnérables, ont amélioré leur compétitivité-prix et hors prix.** Dans la dernière mise à jour du tableau de bord de la PDM, contrairement à ce que l'on constatait il y a quelques années encore, aucun État membre (sauf LU) n'enregistre d'augmentation des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux au-delà du seuil indicatif¹³. Parmi les pays qui enregistraient dans le passé les augmentations les plus importantes, on observe des réductions significatives en ES, LV et LT, ainsi que IE et EL.¹⁴ Cette amélioration de la compétitivité est essentielle pour le processus d'ajustement des économies qui rencontrent le plus de difficultés liées à la viabilité de leur position extérieure. Sans ces gains de compétitivité, la réduction de leurs déficits passerait avant tout par une contraction des importations et une diminution du niveau de vie. De plus, aucun pays n'enregistre une *augmentation* du taux de change effectif réel (TCE réel) au-delà du seuil indicatif. Pour plusieurs États membres, la *dépréciation* du TCE réel a dépassé le seuil, en raison de l'évolution du taux de change nominal de l'euro (et, pour les pays hors zone euro, d'autres monnaies nationales). La compétitivité hors prix est plus difficile à apprécier; néanmoins, elle semble augmenter dans plusieurs pays, qui affichent une expansion de leurs exportations vers de nouveaux marchés et de nouveaux secteurs.
- **Les performances à l'exportation se sont améliorées dans plusieurs pays, mais la plupart des États membres continuent de perdre des parts des marchés mondiaux.** Au cours des cinq dernières années, seules BG, EE, LV, LT, MT, PL et RO, qui ne représentent au total pas plus de 5½ % des exportations de l'UE, ont vu leurs parts de marché augmenter, et seules LV et LT ont gagné des parts en 2012. Ces pertes de parts de marché ont été particulièrement importantes pour HR, CY, IT, FI et EL. Toutefois, les résultats à l'exportation des pays de l'UE sont devenus plus homogènes ces dernières années, et les performances de pays comme ES et PT se sont améliorées. L'analyse de l'évolution des parts de marchés d'exportation devrait prendre en compte les pertes relatives liées à l'expansion des grandes économies émergentes, comme la Chine, le Brésil, la Russie et l'Inde, entre autres. Toutefois, même la comparaison avec d'autres économies avancées, notamment les pays de l'OCDE, n'est pas favorable pour les performances à l'exportation de la plupart des États membres ces cinq dernières années.
- **La correction des bilans se poursuit dans bon nombre d'États membres, mais l'encours de la dette du secteur privé reste élevé** (Graphique 3). Malgré les efforts entrepris pour réduire l'endettement, la dette du secteur privé reste supérieure au seuil indicatif dans la plupart des États membres¹⁵. Toutefois, le rythme et l'ampleur de l'ajustement en cours varient selon les pays. En fait, des ajustements substantiels ont été opérés en ES, HU, LT

¹² Cf. «Current Account Surpluses in the EU», *European Economy*, 2012 (9).

¹³ En ce qui concerne le lien entre les CSU, les prix à l'exportation et le rééquilibrage, cf. «Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3): 19-25.

¹⁴ Cf. «Labour Market Developments in Europe-2013», *European Economy*, 2013 (6) et «Benchmarks for the Assessment of Wage Developments», *European Economy-Occasional Papers*, 146.

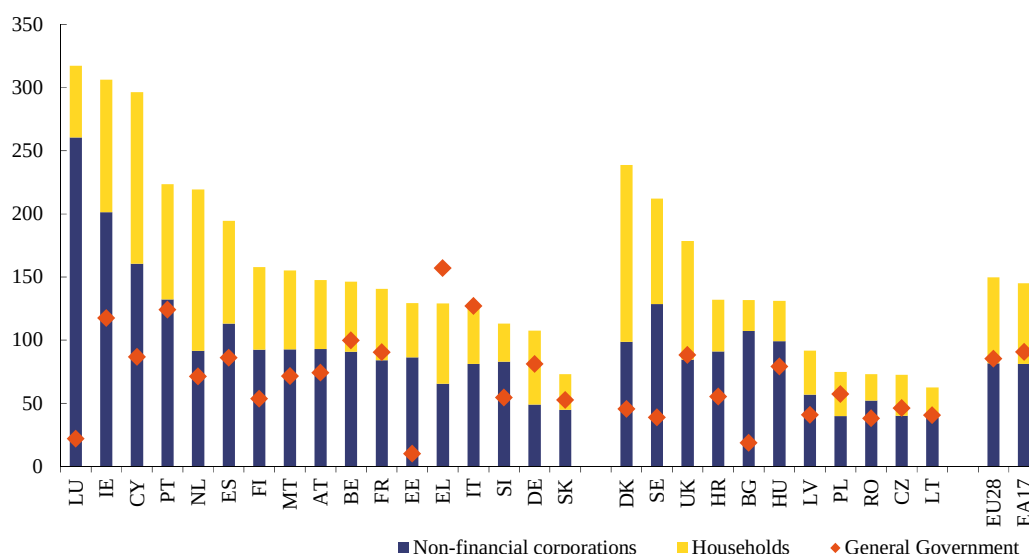
¹⁵ Cf. «Refining the MIP Scoreboard - Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators», *op. cit.*, concernant les modifications de la définition de la dette du secteur privé dans le tableau de bord.

et SI, tandis que les ratios de la dette privée consolidée au PIB augmentaient de manière significative en BE, FR et FI, ainsi que CY et IE. Pour 2012, l'essentiel de l'ajustement du secteur privé résulte du désendettement des ménages (en particulier pour DK, EE et RU, ainsi que PT)¹⁶.

¹⁶ Cf. «Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 26-32, et Cuerpo, C. *et al.* (2013), «Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment», *European Economy-Economic Papers*, 477.

- La dynamique du désendettement est influencée par les conditions sous-jacentes du marché du crédit** et par l'accès aux sources de financement. En 2012, la croissance du crédit était généralement inférieure au seuil, ce qui s'explique par des facteurs d'offre et de demande qui ne peuvent être aisément distingués. Les banques ont réduit leurs bilans dans plusieurs pays, comme le montre l'indicateur des passifs du secteur financier. La diminution du crédit net en 2012 dans les pays faisant l'objet d'un programme, à savoir EL, IE et PT, constituait un frein supplémentaire pour l'activité économique, dans la mesure où elle augmentait temporairement leur taux d'endettement par le biais d'un effet dénominateur; les boucles de rétroaction négative entre les pressions en faveur du désendettement et l'activité économique constituent toujours une source d'inquiétude pour certains pays. Au contraire, l'ajustement de BG, DE, AT, PL et RU reposait sur une diminution des tensions sur le marché du crédit et sur une croissance plus forte du PIB nominal. La ventilation sectorielle montre que parmi les pays affichant un désendettement du secteur des entreprises, les flux négatifs de crédit net jouent un rôle important dans le cas de ES, HU et SI ainsi que EL. À terme, les difficultés de financement pourraient conduire à une situation de sous-investissement dans les États membres vulnérables, ce qui retarderait la relance et le rééquilibrage de l'économie vers des secteurs plus productifs et orientés vers l'exportation¹⁷.

Graphique 3: Dette des entreprises non financières, des ménages et des administrations
2012
(% du PIB)



Remarque: Agrégats pour la dette privée de UE-28 et ZE-17 établis comme la moyenne pondérée des données consolidées par pays.
Source: Eurostat.

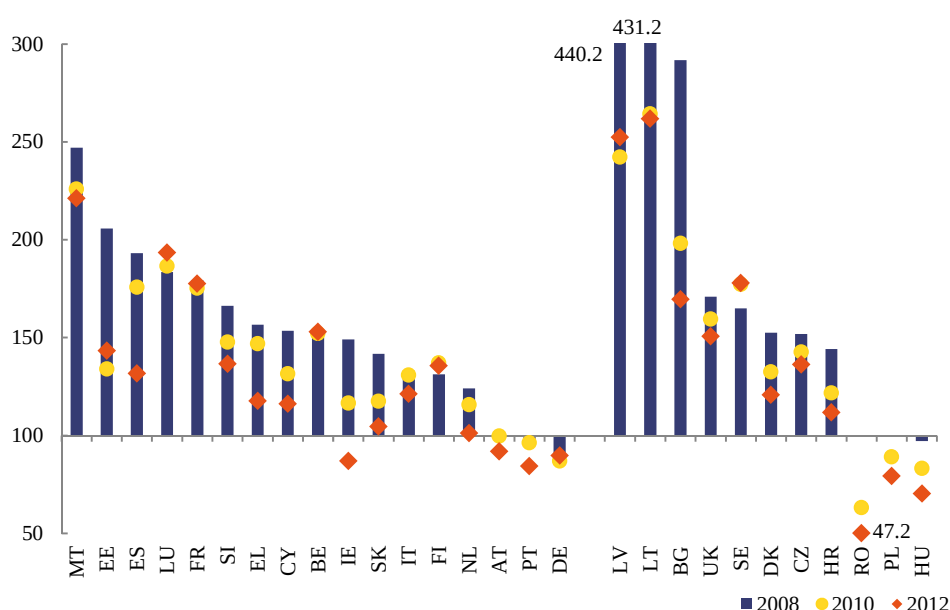
- La diminution des prix des logements s'est généralisée et accélérée** (Graphique 4). Les prix réels des logements¹⁸ ont subi une nouvelle correction en 2012, de sorte que BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI et SK ainsi que IE, PT et RO ont enregistré des taux de croissance négatifs substantiels dans le contexte d'un renforcement des conditions d'octroi de crédit et d'efforts de désendettement des ménages. Les prix réels des logements n'ont augmenté que dans le cas de DE, EE, LU, MT et AT. De plus, l'ajustement s'est accéléré en 2012 dans

¹⁷ Cf. «Product Market Review-2013», *European Economy*, 2013 (forthcoming), et «Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 19-25.

¹⁸ Prix relatifs (ou réels) des logements, à savoir les prix corrigés par le déflateur de la consommation.

les pays qui avaient déjà enregistré une diminution globale importante depuis les niveaux records qu'ils avaient atteints, notamment BG, ES, NL, SI et également CY. La contraction du marché immobilier va de pair avec des politiques visant à réorienter les mesures d'incitation au détriment de la propriété immobilière et de son financement par la dette. Des réformes importantes visant à promouvoir les marchés de la location, à réduire les incitants fiscaux pour les instruments hypothécaires ou à réduire la vulnérabilité des budgets des ménages aux variations des revenus et des taux d'intérêt peuvent contribuer à réduire la volatilité des marchés du logement et à atténuer l'impact économique de leurs variations¹⁹.

Graphique 4: Prix des logements (en valeur réelle)
2008, 2010 et 2012
(indice 2000=100, sauf indication contraire.)



Remarque: Compte tenu de données manquantes, les années de référence sont 2004 pour CZ, 2003 pour EE et SI, 2002 pour CY, 2006 pour SK, 2007 pour HU et 2008 pour PL, AT et RO. De plus, en raison de données incomplètes, dans le cas de AT, le losange rouge fait référence à 2011, et les informations disponibles font état d'une croissance importante en 2012.

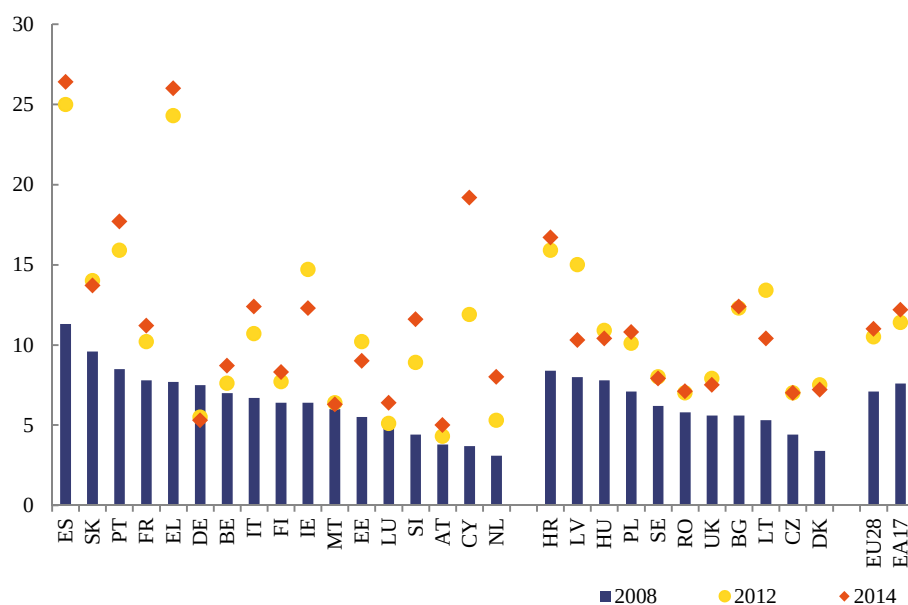
Sources: Eurostat, BCE, OCDE, BRI

- **L'emploi et la situation sociale se sont fortement dégradés dans un certain nombre de pays durant le processus d'ajustement.** On a notamment assisté à une flambée du chômage dans plusieurs États membres. ES, HR, LV, LT et SK, ainsi que EL, IE, CY et PT, enregistrent des taux de chômage élevés ou très élevés (graphique 5). Seule DE a affiché un taux de chômage plus faible en 2012 qu'en 2008, et rares sont les États membres qui ont pu limiter la progression du nombre de sans-emploi ces dernières années. D'autres mesures du chômage, notamment le chômage des jeunes et le chômage de longue durée, ont également progressé de manière substantielle, en particulier pour EL et ES, ce

¹⁹ Cf. «Assessing the dynamics of house prices in the euro area», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 7-18, «Taxation of Housing», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 25-30 et «Tax Reforms in EU Member States 2013», *European Economy*, 2013(5), en particulier la partie 2.6. Voir Pataracchia, B., R. Raciborski, M. Ratto and W. Röger (2013), «Endogenous Housing Risk in an Estimated DSGE Model of the Euro Area », *European Economy-Economic Papers*, 505, pour les risques liés au logement.

qui a donné lieu à des divergences importantes à l'intérieur de l'UE. La faiblesse de l'activité économique et, dans certains cas, la contraction de secteurs importants et à forte intensité de main d'œuvre, tels que la construction (notamment en ES, SI et IE) s'inscrivent dans le processus d'ajustement qui entraîne un transfert de ressources des secteurs de bien non échangeables vers les secteurs de biens échangeables et le glissement des dépenses vers des biens produits à l'échelle nationale. Cependant, si la réorientation des ressources est inévitable et souhaitable, elle présente aussi un coût. De plus, le chômage élevé fait apparaître des défaillances dans l'ensemble de l'économie, une dépréciation du capital humain et des perspectives de diminution de la croissance potentielle. Plusieurs courants de réforme, à la fois sur les marchés du travail et les marchés des produits, contribuent à atténuer ce processus, mais la montée du chômage est très importante et les records précédents ont été dépassés dans de nombreux États membres. Un certain nombre d'indicateurs sociaux ont été ajoutés aux indicateurs auxiliaires pour une lecture économique du tableau de bord, afin de mieux prendre en compte l'impact social des déséquilibres et de l'ajustement. Le taux de chômage reflète une détérioration de la concordance de l'offre et la demande sur le marché de l'emploi; la progression des taux de chômage des jeunes et du chômage de longue durée, de l'inactivité, de la pauvreté et de l'exclusion sociale mettent en évidence une sous-utilisation des ressources et une dégradation de la cohésion sociale.

Graphique 5: Taux de chômage
2008, 2012 et 2014 (prévisions)



Source: services de la Commission

- **La mobilité de la main d'œuvre augmente à l'intérieur de l'UE.** En 2012, les migrations à l'intérieur de l'UE concernaient 6½ millions de personnes, soit 200 000 de plus qu'en 2011, reflétant de plus en plus la situation sur le marché de l'emploi. Dans le cas de LV et LT, la migration négative nette était moins importante que les années précédentes, reflétant l'amélioration du marché de l'emploi. En revanche, pour PT et ES, la progression des taux de chômage a entraîné une accélération des flux migratoires sortants nets, qui sont cependant composés en grande partie de migrants hors UE retournant dans leur pays. Au même moment, les pays qui continuent d'afficher des taux de chômage faibles, comme DE, AT et SE, enregistrent encore une progression de l'immigration nette. Les migrations peuvent jouer un rôle dans l'ajustement dans la mesure où elles facilitent la

réorientation de la main d'œuvre des secteurs touchés par le chômage vers des secteurs où la demande de main d'œuvre est solide. Toutefois, les pays qui connaissent des flux migratoires sortants nets négatifs doivent continuer d'appliquer des politiques visant à accroître leur croissance potentielle de sorte qu'à moyen terme ils acquièrent la capacité d'attirer une main d'œuvre qualifiée qu'ils perdent peut-être pendant la phase d'ajustement.

3. COMMENTAIRES PAR PAYS DÉCOULANT DE LA LECTURE DU TABLEAU DE BORD

Les commentaires qui suivent ne concernent pas les États membres qui font l'objet d'une surveillance au titre des programmes d'ajustement macroéconomique soutenus par une assistance financière²⁰. Cela concerne la Grèce, Chypre, le Portugal et la Roumanie; le cas de l'Irlande est examiné dans ce rapport, mais sa situation dans le cadre de la PDM sera évaluée lorsque l'assistance financière en cours viendra à expiration, ce qui est prévu pour février 2014.

Belgique: en avril 2013, la Commission a conclu que la Belgique enregistrait des déséquilibres macroéconomiques, notamment en ce qui concerne la compétitivité et l'endettement, en lien notamment avec les implications de la dette publique élevée pour l'économie réelle. Dans le tableau de bord actualisé, certains indicateurs, les mêmes que l'an dernier, dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marchés à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique. La tendance à la perte de parts de marchés d'exportation sur le long terme s'est accélérée en 2012, avec un impact sur la balance des biens qui continue à se dégrader. La position du compte courant a continué à se détériorer, et affiche maintenant un léger déficit. Toutefois, la PEGN reste stable et positive. En ce qui concerne la compétitivité-coûts, les indicateurs disponibles montrent qu'elle se stabilise. Néanmoins, bien qu'ils restent inférieurs au seuil indicatif, les CSU ont de nouveau augmenté en 2012, mais on prévoit un ralentissement de leur progression en 2013. Le TCE réel s'est quelque peu déprécié en 2012 parallèlement au taux de change de l'euro. La dette privée a augmenté en 2012 et reste nettement supérieure au seuil, même après consolidation pour prendre en compte les prêts entre sociétés à l'intérieur du pays. La dette publique continue d'augmenter et devrait dépasser 100 % du PIB en 2013, mais se stabiliser au cours des années suivantes selon les prévisions. Les passifs éventuels doivent eux aussi être surveillés dans la mesure où ils pourraient avoir un impact sur la position des finances publiques et sur l'économie réelle. Les passifs du secteur financier ont diminué en 2012, et l'endettement du secteur est tombé à son niveau le plus bas depuis cinq ans. Les prix des logements, qui étaient stables depuis 2008, ont légèrement diminué en 2012, reflétant un ajustement progressif. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Bulgarie: en avril 2013, la Commission a conclu que la Bulgarie connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à l'impact du désendettement du secteur des entreprises et à la poursuite de l'ajustement de la position extérieure, de la compétitivité et du marché du travail. Dans le tableau de bord actualisé, quelques indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la PEGN et le chômage. Les risques liés à la position extérieure semblent avoir diminué depuis quelques années. La PEGN négative reste élevée, tandis que la dette

²⁰ Cette approche, qui permet d'éviter la multiplication des procédures et des obligations de faire rapport, a été mise en place par le règlement (UE) n° 472/2013 (JO L 140 du 27.5.2013, p. 1), qui s'inscrit dans le "two-pack". Elle est également conforme à la proposition de la Commission visant à établir un mécanisme d'assistance financière pour les États membres hors zone euro (COM (2012) 336 du 22.6.2012). Pour une analyse plus détaillée de la situation économique et des progrès accomplis dans la correction des déséquilibres de ces États membres, voir les derniers rapports sur la conformité dans *European Economy-Occasional Papers*, 162 (Irlande), 159 (Grèce), 161 (Chypre), 156 (Roumanie) et 153 (Portugal). La situation de l'Espagne est examinée dans ce rapport bien qu'elle bénéficie d'un soutien financier officiel pour la recapitalisation des banques; cf. *European Economy-Occasional Papers*, 155. En ce qui concerne le "two-pack", voir «The Two-Pack on Economic Governance», *European Economy-Occasional Papers*, 147.

extérieure nette est nettement plus faible, compte tenu de l'encours de l'investissement direct étranger. (IDE). De plus, tant la PEGN négative que la dette extérieure nette suivent une même tendance à la baisse, notamment grâce au retour du compte courant à l'équilibre et à la poursuite d'une contribution positive des transferts de capitaux. La correction du compte courant semble être principalement non conjoncturelle et elle a eu relativement peu d'impact sur l'activité économique. Les indicateurs de la compétitivité des prix et des coûts continuent de s'améliorer et devraient soutenir la croissance future des exportations. L'indicateur des CSU nominaux s'est aligné sur les seuils du tableau de bord depuis 2012, grâce à une moindre croissance des salaires et à des augmentations durables de la productivité, mais également en raison des pertes d'emplois. Le secteur privé continue de réduire son endettement. La dette des sociétés non financières est relativement élevée en Bulgarie par rapport à la situation des pays comparables, bien qu'une part importante de cette dette résulte de prêts transfrontières consentis au sein des sociétés. Le crédit reste limité dans un contexte de faible relance économique. Le marché du travail reste fragile et le chômage, y compris le chômage des jeunes et le chômage de longue durée, continue de progresser, bien qu'il semble plafonner en 2013. La pauvreté et l'exclusion sociale se sont elles aussi accentuées ces dernières années, et le pourcentage de personnes qui n'occupent pas un emploi et ne suivent pas un enseignement ou une formation (NEET)²¹ est le plus élevé de l'UE. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

République tchèque: lors des précédents cycles de la PDM, la République tchèque n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, la PEGN est négative et reste supérieure au seuil indicatif. Cet indicateur s'est à nouveau détérioré en raison du déficit du compte courant, qui représentait entre 2½-3 % du PIB, mais devrait diminuer au cours des prochaines années. Les risques liés à la position extérieure restent limités dès lors qu'une part importante des passifs extérieurs est composée d'IDE, et que la dette extérieure nette est très faible. L'IDE a contribué à améliorer les résultats à l'exportation au début du siècle, mais les gains de parts de marchés d'exportation ont nettement diminué et ont même fait place à des pertes modérées en 2010-2012. Pour l'ensemble de l'économie, les indicateurs de compétitivité tels que le TCE réel et les CSU ne se sont pas encore améliorés suffisamment pour permettre de meilleures perspectives de résultats des exportations durant les années à venir. Sur le plan interne, l'afflux de capitaux étrangers a contribué à une croissance rapide des prix réels des logements avant la crise. Alors que la correction des prix en cours n'a pas eu d'impact significatif sur la solidité du secteur financier, la croissance du crédit est faible depuis quelques années. Le taux d'endettement du secteur privé reste inférieur au seuil indicatif. D'une manière générale, le marché du travail a relativement bien supporté la phase de ralentissement de l'activité économique, et le taux de chômage a augmenté pour atteindre 7 % en 2012. Toutefois, le chômage des jeunes (19½ % en 2012), bien qu'il reste inférieur à la moyenne de l'UE, a plus que doublé depuis 2008, et ne devrait pas s'améliorer avant une nouvelle phase de relance de l'activité économique. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Danemark: en avril 2013, la Commission a conclu que le Danemark connaissait des déséquilibres macroéconomiques liés au niveau élevé de la dette des ménages et à la poursuite de l'ajustement du marché du logement. Dans le tableau de bord actualisé, les mêmes indicateurs que l'an dernier sont supérieurs à leurs seuils indicatifs, à savoir la dette du secteur

²¹ Les jeunes n'occupant pas un emploi et ne suivant pas un enseignement ni une formation.

privé et la perte de parts de marchés d'exportation. Cette dernière découle de la dégradation de la compétitivité au cours des dix dernières années. Toutefois, la modération de la croissance des salaires et des CSU nominaux, ainsi que la dépréciation du TCE réel, devraient favoriser l'amélioration actuelle de la compétitivité. Le compte courant affiche un solde positif depuis plus de vingt ans et l'excédent est actuellement proche du seuil supérieur du tableau de bord, tandis que la PEGN continue de se renforcer. La hausse des prix des logements dans les années qui ont précédé 2008 a amené la dette des ménages à des niveaux très élevés. Par conséquent, la dette du secteur privé est nettement supérieure au seuil, mais se trouve sur une trajectoire descendante depuis 2009. De plus, la concentration de la dette chez les ménages à hauts revenus réduit les risques liés aux variations importantes des taux d'intérêt. Le marché immobilier reste atone, bien que les prix aient quelque peu augmenté durant l'année écoulée. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Allemagne: lors des précédents cycles de la PDM, l'Allemagne n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs à leurs seuils indicatifs, à savoir l'excédent du compte courant, la dépréciation du TCE réel, la dette publique et la perte de parts de marchés d'exportation. En ce qui concerne la position extérieure, l'indicateur correspondant au solde du compte courant dépasse largement le seuil indicatif, et compte tenu de la taille de l'économie allemande, l'excédent du compte courant allemand représente l'essentiel de l'excédent de la zone euro. Depuis que des révisions statistiques ont été opérées, l'indicateur dépasse le seuil tous les ans depuis 2007. Les données trimestrielles les plus récentes et les prévisions d'automne de la Commission font état d'un excédent de même niveau en 2013 qu'en 2012, à 7 % du PIB. Selon les dernières prévisions des services de la Commission, l'excédent devrait rester supérieur au seuil indicatif tout au long de la période de prévision, ce qui semble indiquer qu'il ne s'agit pas d'un phénomène conjoncturel de courte durée. Les excédents élevés se reflètent dans une PEGN nettement positive et croissante et dans des soldes de recettes positifs. Ils peuvent entraîner une appréciation de l'euro par rapport à d'autres monnaies. Si cette appréciation se concrétise, il sera plus difficile pour les pays périphériques d'améliorer leur compétitivité grâce à une dépréciation interne. L'excédent élevé reflète une épargne supérieure à l'investissement dans l'économie allemande. Le taux d'épargne des ménages est l'un des plus élevés de la zone euro. Bien que le ratio de la dette du secteur privé (entreprises et ménages) au PIB soit le deuxième plus faible de la zone euro et que les taux d'intérêt soient favorables, le secteur privé continue à réduire sa dette, quoique plus lentement, et ne contribue donc pas à relancer la demande privée. Les flux de crédit du secteur privé sont restés modestes, tandis que la formation brute de capital fixe a diminué l'an dernier. Les recommandations précédentes mettaient l'accent sur la nécessité de renforcer les sources de croissance potentielle à l'intérieur du pays dans le contexte de perspectives démographiques défavorables. La dynamique de la position extérieure allemande mérite une analyse plus détaillée afin de mieux cerner le rôle de certaines caractéristiques internes, notamment les flux financiers, pour les soldes sectoriels d'épargne/investissement et l'évolution des comptes courants. Le TCE réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié sur la période 2010-2012, principalement par rapport aux partenaires hors zone euro, reflétant la dépréciation nominale de l'euro, mais moins par rapport aux partenaires de la zone euro. Cette évolution a contribué à la compétitivité des entreprises allemandes par rapport à leurs concurrents hors zone euro. Les CSU continuent de progresser davantage que la moyenne de la zone euro, soutenus par la robustesse du marché de l'emploi, la progression des salaires et une croissance relativement faible de la productivité. L'appréciation de la PEGN est cependant limitée par rapport aux

gains enregistrés durant les dix ans qui ont précédé la crise. La dette publique est supérieure au seuil indicatif mais devrait diminuer à partir de 2013. Les prix des logements ont augmenté légèrement, sauf dans certaines régions urbaines où la progression a été plus importante. *Globalement, la Commission juge utile de mener une analyse approfondie afin de déterminer s'il existe des déséquilibres.*

Estonie: lors des précédents cycles de la PDM, l'Estonie n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, quelques indicateurs se situent encore au-delà des seuils indicatifs, à savoir la PEGN négative et le chômage. La PEGN négative continue de dépasser le seuil de manière significative (-54 % du PIB en 2012) mais elle s'améliore, malgré un léger déficit du compte courant. Celui-ci découle à son tour de la contraction de l'excédent commercial liée à des pertes de parts de marchés d'exportation reflétant en partie la progression des CSU nominaux, et à la relance de la demande intérieure. Toutefois, dès lors que l'IDE représente la moitié des passifs extérieurs, les risques restent limités. En termes de dette extérieure, l'Estonie est devenue un créancier net. Parallèlement, alors que l'indicateur du chômage dépasse le seuil du tableau de bord, il se replie rapidement, pour s'établir à 9¼ % à la fin de 2013. Néanmoins, le chômage à long terme reste relativement élevé, de même que d'autres indicateurs liés à la pauvreté, l'exclusion sociale, les privations matérielles graves et la faible intensité de travail. L'endettement du secteur privé a continué à diminuer, pour retomber à 129 % du PIB en 2012, notamment grâce à une croissance nominale robuste. Toutefois, cette réduction de l'endettement du secteur privé s'est pratiquement interrompue, et l'encours encore relativement élevé de dette privée limitera probablement la croissance du crédit à l'avenir et freinera la croissance de la production à moyen terme. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Irlande: depuis décembre 2010, l'Irlande met en œuvre un programme d'ajustement macroéconomique qui s'appuie sur une assistance financière; la surveillance des déséquilibres et le suivi des mesures de correction s'inscrivent dans ce contexte et non dans le cadre de la PDM. Ce programme a permis à l'Irlande d'accomplir des progrès considérables dans la correction de ses déséquilibres excessifs. Dans le tableau de bord actualisé, plusieurs indicateurs dépassent le seuil, notamment la PEGN négative, la dépréciation du TCE réel, les pertes de parts de marchés d'exportation, la dette publique et la dette du secteur privé ainsi que le chômage. En ce qui concerne les déséquilibres extérieurs, le compte courant est excédentaire depuis 2010, mais cela ne s'est pas encore traduit par une amélioration de la PEGN, principalement en raison d'effets de valorisation qui constituent néanmoins un signe de confiance dans l'économie. De même, les risques liés aux passifs extérieurs doivent être replacés dans le contexte d'un encours important d'IDE entrants. La diminution des CSU et la dépréciation du TCE réel ont permis de corriger les excès des années d'expansion et se sont traduits par des gains de compétitivité. Par conséquent, les pertes de parts de marchés se sont ralenties en 2012, et l'érosion qui subsiste s'inscrit dans le cadre d'une modification significative de la composition des exportations de marchandises, de l'expiration des brevets pour des médicaments importants pour l'exportation et d'une réorientation vers les exportations de services. En ce qui concerne les déséquilibres internes, les prix du logement, en baisse depuis cinq ans et actuellement sous-évalués selon plusieurs méthodes de mesure, se sont stabilisés ou ont commencé à augmenter légèrement. Bien que la dette du secteur privé reste supérieure au seuil, le désendettement progresse malgré la diminution des revenus disponibles. Par ailleurs, les banques ont été priées de redoubler d'efforts pour réduire leur portefeuille de prêts non performants, notamment en élaborant des solutions durables pour les arriérés hypothécaires. Les bilans bancaires sont également analysés en profondeur dans le

cadre du programme. Si les objectifs budgétaires approuvés au titre du programme sont strictement respectés, la dette publique devrait plafonner en 2013 en pourcentage du PIB avant de refluer. Bien que le taux de chômage demeure supérieur au seuil, il diminue depuis la mi-2012, et est retombé à 13¼ % en septembre 2013 après un niveau record de 15 % au début de 2012. Néanmoins, le chômage des jeunes et le chômage de longue durée restent particulièrement inquiétants, et la pauvreté et l'exclusion sociale se sont nettement accentuées ces dernières années. *L'assistance financière et le programme d'ajustement en cours ont contribué à réduire les déséquilibres macroéconomiques et à gérer les risques liés. La situation de l'Irlande dans le cadre de la PDM sera examinée lorsque le programme viendra à expiration.*

Espagne: en avril 2013, la Commission a conclu que l'Espagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, notamment parce que les niveaux très élevés de dette intérieure et extérieure continuent de faire peser des risques sur la croissance et la stabilité financière²². De plus, malgré l'assainissement en cours de l'économie, l'ampleur de l'ajustement nécessaire et les fragilités supplémentaires découlant d'un chômage record et d'une dette publique croissante constituent un défi important pour l'avenir, et requièrent la poursuite de mesures politiques. Dans le tableau de bord actualisé, plusieurs indicateurs dépassent le seuil, notamment la PEGN négative, la dépréciation du TCE réel, les pertes de parts de marchés d'exportation, la dette publique et la dette du secteur privé ainsi que le chômage. L'ajustement significatif du compte courant, alimenté par une croissance robuste des exportations et par la chute des importations, a ramené l'indicateur sous le niveau du seuil. En 2013, le solde du compte courant est redevenu positif, et l'excédent devrait augmenter durant les années à venir. Toutefois, la PEGN négative ne s'est pas encore stabilisée; elle s'est détériorée en 2012 principalement en raison d'effets de valorisation, ce qui peut être interprété comme un signe de confiance dans l'économie. L'amélioration de la compétitivité s'est accélérée en 2012, lorsque la modération des salaires s'est ajoutée à la forte progression de la productivité (alimentée cependant dans une large mesure par des pertes d'emplois) pour réduire les CSU. L'amélioration cumulée du TCE réel a dépassé le seuil indicatif et compense l'appréciation enregistrée durant les périodes précédentes. Le pays a continué à perdre des parts de marchés d'exportation. Toutefois, la détérioration relative est plus modeste si on la compare à la situation d'autres pays industrialisés. La dette publique augmente rapidement en raison des déficits publics, de la recapitalisation des banques et du règlement des arriérés aux fournisseurs. Le secteur privé continue à réduire sa dette, principalement par le biais de flux de crédit négatifs; le désendettement des ménages est un peu plus lent que celui des entreprises, reflétant la plus longue durée d'une dette principalement hypothécaire et des recours moins fréquents aux procédures d'insolvabilité. Le processus d'ajustement du marché immobilier s'est accéléré, en raison d'un parc important de biens non vendus et de la faiblesse des fondamentaux. Les coûts sociaux de la crise sont de plus en plus manifestes. Les taux élevés de chômage de longue durée et de chômage des jeunes, la faible intensité du travail dans un nombre croissant de ménages, couplés à la diminution des revenus des ménages, ont des répercussions, et entraînent une aggravation de la pauvreté et de l'exclusion sociale. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs*

²² Toutefois, le volet correctif de la PDM n'a pas été actionné en raison du caractère ambitieux du programme national de réforme (PNR) et du programme de stabilité de l'Espagne. Les services de la Commission suivent attentivement la mise en œuvre des réformes politiques et le respect des recommandations adoptées par le Conseil en juillet dans le cadre de la PDM. Cette surveillance fait apparaître une accélération du rythme des réformes ces derniers mois. Dans l'ensemble, malgré certains retards, les réformes progressent conformément aux engagements pris dans le PNR et dans le programme de stabilité, et conformément aux recommandations adoptées par le Conseil en juillet dans le cadre de la PDM.

constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres.

France: en avril 2013, la Commission concluait que la France connaissait des déséquilibres macroéconomiques et qu'il convenait d'adopter des mesures décisives. Ces déséquilibres concernaient en particulier la détérioration du compte courant et de la compétitivité, ainsi que le niveau élevé de la dette publique. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs à leurs seuils indicatifs, à savoir, comme l'année dernière, les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique, auxquelles s'ajoute la dépréciation du TCE réel. Le tableau de bord fait encore ressortir des problématiques aussi bien sur le plan extérieur que sur le plan intérieur. La France continue de perdre des parts de marché, mais dans une moindre mesure que l'UE (et que la zone euro) dans son ensemble. Ces pertes se traduisent par une détérioration du solde du compte courant et par une PEGN négative, qui restent cependant nettement en-deçà des seuils indicatifs. Cette évolution s'est produite en dépit d'une baisse du TCE réel et d'une relative maîtrise des CSU, soulignant plus encore la faiblesse de la compétitivité hors prix. En effet, les analyses précédentes ont fait ressortir l'impact négatif de la faible rentabilité des entreprises françaises sur leur potentiel d'investissement ainsi que sur leur capacité d'innovation et, par ricochet, sur leur compétitivité. Cette faible rentabilité des entreprises pèse également sur leur capacité de désendettement, contribuant ainsi à l'augmentation de la dette du secteur privé. Parallèlement, la dette des ménages reste relativement peu élevée. La solvabilité des ménages a cependant souffert de la baisse des revenus disponibles, dans un contexte de chômage croissant. L'augmentation du niveau d'endettement du secteur privé est préoccupante, compte tenu de la dette publique qui continue de croître et dépasse aujourd'hui 90 % du PIB. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie les risques liés à la persistance de déséquilibres.*

La **Croatie** a adhéré à l'Union européenne le 1er juillet 2013. Dans le tableau de bord de la PDM, un certain nombre d'indicateurs sont au-dessus des seuils indicatifs, à savoir: la PEGN, les pertes de parts de marché à l'exportation et le taux de chômage. La PEGN négative de près de 90 % du PIB à la fin de l'année 2012 résulte principalement d'une accumulation de déficits du compte courant antérieurs à la crise mondiale. Depuis le début de cette crise, le compte courant s'est progressivement rétabli pour arriver à un quasi-équilibre en 2012, en grande partie sous l'effet d'un ralentissement de la demande intérieure et en dépit de faibles performances à l'exportation. La hausse des CSU, associée à une spécialisation des produits et à une orientation géographique des exportations défavorables, ont entraîné une contraction considérable des parts de marché à l'exportation. Les entrées massives de capitaux enregistrées avant la crise se sont traduites par une accumulation de la dette du secteur privé. Récemment, cependant, le ratio de la dette du secteur privé au PIB a stagné et est même retombé un peu sous le seuil indicatif à la fin de 2012. La part des prêts non productifs a considérablement augmenté depuis 2008, principalement dans le secteur des entreprises mais aussi, pour partie, chez les ménages exposés à des crédits libellés en francs suisses, dont le service de la dette s'est alourdi. La pression en faveur du désendettement pèse sur les perspectives de redressement économique. En même temps, en raison de la contraction de l'économie et de l'absence de tout ajustement budgétaire significatif, la dette publique a crû rapidement. De plus, le surendettement des entreprises publiques se traduit par des passifs éventuels au niveau des administrations publiques. Les contraintes réglementaires et le manque de concurrence dans de nombreux secteurs de l'économie continuent de grever sérieusement la croissance et la création d'emplois. La récession prolongée, les rigidités du marché de l'emploi et les goulets d'étranglement de la sécurité sociale ont conduit à une

baisse de l'emploi, principalement dans le secteur privé, le taux de chômage croissant de manière significative pour atteindre quasiment 16 % en 2012. Le taux de chômage des jeunes supérieur à 40 % est particulièrement préoccupant. L'ampleur du chômage de longue durée donne à penser que le problème a un caractère structurel. La part de la population exposée au risque de pauvreté est en hausse et compte parmi les plus élevées de l'UE. *Globalement, la Commission juge utile de mener une analyse approfondie afin de déterminer s'il existe des déséquilibres.*

Italie: en avril 2013, la Commission concluait que l'Italie connaissait des déséquilibres macroéconomiques et qu'il convenait d'adopter des mesures décisives. Ces déséquilibres concernaient en particulier les performances à l'exportation de l'Italie et la dégradation sous-jacente de sa compétitivité, ainsi que le niveau élevé de sa dette publique. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs à leurs seuils indicatifs, savoir: les pertes de parts de marché à l'exportation, la dépréciation du TCE réel et la dette publique. Les pertes de parts de marché restent nettement au-dessus du seuil indicatif, et les performances à l'exportation sont en-deçà de celles d'autres économies avancées. Les exportations hors zone euro ont été soutenues par une forte baisse du TCE réel jusqu'à la mi-2012, principalement sous l'effet d'une dépréciation nominale de l'euro. Parallèlement, l'évolution très défavorable de la productivité continue de pousser à la hausse les CSU qui, en 2012, ont augmenté davantage que chez la plupart des partenaires commerciaux de l'Italie. La chute de la demande intérieure et, en particulier, la forte contraction de l'investissement expliquent pour l'essentiel l'amélioration du compte courant, qui devrait devenir excédentaire en 2013. Sur le plan intérieur, le niveau élevé de la dette publique reste un facteur de grande vulnérabilité pour le pays, compte tenu notamment de la faiblesse des perspectives de croissance. En 2012, la dette publique exprimée en pourcentage du PIB est montée à 127 %, en raison du recul de l'activité économique et de l'augmentation des dépenses d'intérêt, l'excédent primaire (2 ½% du PIB) venant tempérer cette évolution. L'obtention et le maintien d'un excédent primaire élevé restent des conditions essentielles pour amener le taux d'endettement sur une trajectoire régulièrement descendante. La dette du secteur privé reste inférieure au seuil indicatif. Elle se concentre dans le secteur des entreprises, auquel est imputable, dans un contexte de récession prolongée, la majeure partie de la forte augmentation des prêts non productifs. Bien que l'indicateur du chômage (moyenne sur 3 ans) soit encore inférieur au seuil, le taux de chômage a fortement augmenté pour atteindre près de 11 % en 2012 et 12 ¼% en août 2013. Le taux de chômage des jeunes et le taux de NEET (personnes qui ne travaillent pas, ne font pas d'études et ne suivent pas de formation) sont très élevés. La pauvreté et l'exclusion sociale (en particulier le dénuement matériel extrême) ont aussi notablement augmenté. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie les risques liés à la persistance de déséquilibres.*

Lettonie: lors des précédents cycles de la PDM, la Lettonie n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, certains indicateurs ont dépassé les seuils indicatifs, à savoir la PEGN et le chômage. Ces deux indicateurs évoluent cependant dans la bonne direction, à un rythme élevé. La position extérieure reste saine, les indicateurs relatifs à la compétitivité et aux parts de marché à l'exportation continuant d'augmenter et le déficit courant s'étant stabilisé à des niveaux modérés. Bien que la PEGN négative reste au-delà du seuil indicatif, une grande partie des passifs extérieurs est composée d'investissements directs étrangers entrants, qui présentent moins de risques macroéconomiques que la dette. La PEGN et la dette extérieure diminuent relativement vite, et cette tendance positive devrait se maintenir sur toute la période de

prévision. Sur le plan des indicateurs intérieurs, la dette publique reste nettement en-deçà du seuil et devrait tomber sous les 40 % du PIB en 2015, date à laquelle la Lettonie devrait avoir remboursé les $\frac{3}{4}$ des prêts reçus de l'UE entre 2009 et 2011. La dette du secteur privé se situe également sous le seuil indicatif. Les prix du logement et les flux de crédit se redressent lentement, après la forte correction subie lors de la crise. Aucune fluctuation importante n'est attendue à moyen terme, le désendettement en cours dans le secteur des ménages étant censé se poursuivre. L'indicateur de chômage (moyenne sur 3 ans) ne s'est que légèrement amélioré, mais l'évolution récente du marché du travail est plus positive, et le chômage diminue rapidement. Le taux de chômage devrait tomber sous la moyenne de l'UE en 2014, et sous la barre des 10 % en 2015. La reprise observée sur le marché du travail a commencé à contribuer à la réduction de la pauvreté et de l'exclusion sociale, qui restent à des niveaux très élevés. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Lituanie: lors des précédents cycles de la PDM, la Lituanie n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, quelques indicateurs se situent au-delà des seuils indicatifs, à savoir la PEGN et le chômage. La PEGN reste fortement négative, bien qu'en amélioration progressive depuis 2009. En revanche, la dette extérieure nette est largement inférieure au seuil, une grande partie des passifs extérieurs étant attribuables aux investissements directs étrangers entrants. Le solde du compte courant était légèrement excédentaire au premier semestre de 2013, mais il devrait redevenir faiblement déficitaire, sous l'effet de la reprise de la demande intérieure. Le déficit devrait être financé principalement par les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille. Les parts de marché à l'exportation ont continué de croître, grâce à la baisse du TCE réel et des CSU. Ces derniers ont toutefois recommencé à augmenter, sous l'effet d'une reprise des hausses salariales. Sur le plan intérieur, la dette du secteur privé est relativement peu élevée, de même que la dette publique. Celle-ci devrait en outre commencer à diminuer au cours des prochaines années. La croissance des nouveaux prêts aux entreprises non financières est devenue positive, ce qui a ralenti le désendettement du secteur privé. Les prix des logements sont restés relativement stables au cours des dernières années. Le taux de chômage a baissé sensiblement et devrait tomber au-dessous de 11 % en 2014. La reprise observée sur le marché du travail contribue à réduire la pauvreté et l'exclusion sociale, qui restent à des niveaux élevés. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Luxembourg: lors des précédents cycles de la PDM, le Luxembourg n'était pas ressorti comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs à leurs seuils indicatifs, à savoir: l'excédent du compte courant, les coûts salariaux unitaires, la dette du secteur privé et les pertes de parts de marché à l'exportation. Le très large excédent masque un déficit persistant de la balance commerciale. De plus, les pertes de parts de marché à l'exportation sont devenues récemment une source de préoccupation. Non seulement la balance commerciale a atteint un nouveau déficit historique, mais le pays a également perdu des parts de marché dans les services (principalement financiers), et ce, depuis 2007. En outre, en dépit de mesures récentes visant à contenir les salaires, les CSU nominaux ont augmenté beaucoup plus vite que dans la zone euro depuis 2008 (l'indicateur dépasse le seuil), affaiblissant la position concurrentielle des entreprises luxembourgeoises. Le niveau élevé de la dette du secteur privé, et principalement des entreprises non financières, accroît la vulnérabilité des entreprises. Il pourrait s'expliquer en partie par l'existence, dans la législation fiscale, d'une distorsion favorisant l'endettement au détriment du financement par capitaux propres. Si le secteur financier reste globalement

sain, la crise financière a amoindri son potentiel de croissance et suscite des inquiétudes quant à l'impact d'une perte de dynamisme de ce secteur sur l'emploi et la viabilité des finances publiques, compte tenu des coûts liés au vieillissement de la population. *Globalement, la Commission juge utile de mener une analyse approfondie afin de déterminer s'il existe des déséquilibres.*

Hongrie: en avril 2013, la Commission concluait que la Hongrie connaissait des déséquilibres macroéconomiques et qu'il convenait d'adopter des mesures décisives. En particulier, la PEGN fortement négative était jugée préoccupante. Dans le tableau de bord actualisé, cette variable continue de dépasser le seuil indicatif dans une mesure importante, puisqu'elle est supérieure au PIB annuel. De plus, les indicateurs concernant les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique et le taux de chômage restent également au-dessus des seuils indicatifs. En ce qui concerne les déséquilibres externes, des excédents durables du compte courant ont contribué à une amélioration de la PEGN depuis 2009. Ces excédents résultent toutefois de l'atonie persistante de la demande intérieure, alors que les performances à l'exportation ont été faibles. Les pertes de parts de marché à l'exportation se sont accrues, malgré l'absence de signal fort d'une perte de compétitivité-coûts. Ces faits remettent en question la viabilité de la correction extérieure. S'agissant des déséquilibres internes, en dépit d'un ajustement externe marqué traduisant le désendettement en cours du secteur privé et des administrations publiques, d'importantes vulnérabilités subsistent. Dans un contexte d'incertitude politique, la rapide contraction du crédit aux entreprises a contribué à ramener les taux d'investissement à des niveaux historiquement bas, ce qui pourrait éroder le potentiel de croissance. La baisse continue des prix nominaux du logement, conjuguée aux charges excessives pesant sur le secteur financier, freine le retour à la normale du financement de l'économie et compromet la stabilité financière. La dette publique a légèrement diminué, mais elle reste nettement supérieure au seuil indicatif. Conjuguée à un faible potentiel de croissance, elle rend la Hongrie vulnérable, ce qui se traduit par un coût de financement relativement élevé pour le secteur public. Le taux de chômage se situe au-dessus du seuil; le chômage des jeunes et le taux de dénuement matériel extrême ont sensiblement augmenté depuis le début de la crise. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie les risques liés à la persistance de déséquilibres.*

Malte: en avril 2013, la Commission concluait que Malte connaissait des déséquilibres macroéconomiques découlant de la forte exposition du secteur financier au marché de l'immobilier ainsi que des risques pour la viabilité à long terme des finances publiques. Le tableau de bord actualisé fait apparaître des améliorations dans plusieurs domaines, bien qu'un certain nombre d'indicateurs continuent de dépasser les seuils indicatifs, à savoir la dépréciation du TCE réel, la dette du secteur privé et la dette publique. La position extérieure de l'économie s'est améliorée, les indicateurs concernant le compte courant sont revenus dans la limite du seuil et la PEGN positive s'est renforcée. La dépréciation et le passage du TCE réel sous le seuil inférieur, largement attribuable à la dépréciation nominale de l'euro, ont joué un rôle favorable à cet égard. Néanmoins, les pertes de parts de marché à l'exportation au cours des dernières années pourraient être le signe d'une érosion de la compétitivité, même si l'indicateur mesurant la variation sur 5 ans reste dans la limite du seuil. Sur le plan intérieur, la dette du secteur privé reste supérieure au seuil, mais l'actif du bilan global du secteur privé se révèle sain. La dette publique dépasse aussi le seuil, et elle se trouve sur une trajectoire à la hausse en raison de la persistance d'un déficit primaire. Les risques qui pèsent sur la viabilité à long terme des finances publiques du fait du vieillissement de la population restent encore à traiter. Le marché immobilier semble s'être stabilisé, mais un suivi reste nécessaire compte

tenu de sa relation d'interdépendance avec le secteur bancaire national. Des mesures concrètes visant à obtenir un provisionnement accru des créances douteuses s'imposent, compte tenu de la croissance ininterrompue des prêts non productifs, qui s'est poursuivie au premier semestre de 2013. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Pays-Bas: en avril 2013, la Commission concluait que les Pays-Bas connaissaient des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à l'ajustement continu du marché du logement et à un endettement élevé du secteur des ménages. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs se situent au-delà des seuils indicatifs, à savoir l'excédent - important et croissant - de la balance courante, la dépréciation du TCE réel, les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique. Sur le plan extérieur, le compte courant affiche un excédent important et persistant, qui est largement supérieur au seuil indicatif et est principalement alimenté par la balance commerciale, notamment le solde positif des réexportations et des exportations de gaz. L'important excédent correspond à une épargne élevée, qui n'est pas absorbée par les investissements intérieurs. Pour l'avenir, le désendettement en cours dans le secteur des ménages, nécessaire pour réduire l'importante dette accumulée par ceux-ci, et la faiblesse conjoncturelle des investissements (en particulier dans le secteur de la construction) pourraient encore accroître cet excédent. De légères pertes de compétitivité au niveau des biens et services issus de la production intérieure ont été largement compensées par le dynamisme des réexportations. Les pertes de parts de marché à l'exportation sont comparables à celles d'autres économies avancées au sens large. Les risques pour l'économie proviennent principalement de la situation du marché du logement et de l'ampleur de la dette des ménages. Le taux élevé d'endettement hypothécaire des ménages par rapport à leur revenu disponible est attribuable en grande partie à des incitations fiscales favorisant les emprunts hypothécaires de gros montants et facilitant l'accès au crédit. Les prix du logement sont en baisse depuis le début de la crise, et les premiers signes d'un infléchissement apparaissent actuellement. Par ailleurs, les mesures récemment adoptées, comme la législation concernant le traitement fiscal des crédits hypothécaires, le passage du remboursement différé au remboursement par annuités et l'abaissement progressif du ratio prêt/valeur pourraient favoriser une réduction progressive de la dette hypothécaire des ménages et réduire la vulnérabilité du secteur financier à moyen terme. Le désendettement en cours des ménages, qui se manifeste par une baisse du ratio de leur dette au PIB depuis quelques trimestres, ainsi que les perspectives négatives en termes de chômage et de revenu disponible, freinent la consommation privée, de telle sorte que l'impact de ces mesures sur le secteur financier devra être analysé plus en profondeur. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Autriche: lors des précédents cycles de la PDM, l'Autriche n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, quelques indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique. Certains éléments donnent également à penser que les prix de l'immobilier ont fortement augmenté, portant l'indicateur à un niveau proche, voire supérieur, au seuil indicatif en 2012. La perte de parts de marché est principalement due à une forte baisse des exportations vers la zone euro au cours de la période 2007-2010. Les dernières performances à l'exportation sont toutefois relativement comparables à celles des pays partenaires membres de l'UE. Elles ont profité d'une intégration étroite avec l'Allemagne et l'Europe centrale au niveau de la chaîne d'approvisionnement.

Globalement, la position extérieure n'a guère souffert des pertes de parts de marché et, grâce à la reprise des investissements, l'excédent du compte courant s'est stabilisé à un niveau modéré. La PEGN reste proche de zéro. De plus, les indicateurs relatifs au TCE réel et aux CSU ne font ressortir aucun problème de compétitivité-coûts. Le recul des parts de marché pourrait cependant manifester la nécessité de mieux exploiter les capacités d'innovation de l'économie. Sur le plan intérieur, le ratio de la dette du secteur privé au PIB est supérieur au seuil indicatif depuis 2007, les entreprises non financières ayant à cette époque privilégié l'emprunt à long terme par rapport à l'émission de capitaux propres pour leur financement, dans un contexte de croissance faible. Ce ratio est cependant en train de se réduire progressivement. Les flux de crédit au secteur privé restent modérés, mais positifs. La dette publique est restée supérieure au seuil, mais elle n'a pas augmenté de façon significative au cours de la crise et devrait diminuer à partir de 2014. Pour l'avenir, les finances publiques pourraient être exposées à des risques liés à des retards dans la restructuration des banques nationalisées. Les boucles de rétroaction négative entre les administrations publiques et le secteur financier semblent limitées. L'intégration entre les secteurs bancaires de l'Autriche et des pays voisins d'Europe centrale appelle cependant une vigilance constante. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Pologne: lors des précédents cycles de la PDM, la Pologne n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, certains indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le déficit du compte courant et la PEGN négative. Le déficit du compte courant, qui excède légèrement le seuil, est en grande partie financé par les IDE entrants depuis 2004. Selon les prévisions, il devrait se contracter fortement en 2013, sous l'effet d'une nette amélioration de la balance commerciale favorisée par des facteurs conjoncturels (la faiblesse de la demande intérieure faisant baisser les importations) et non conjoncturels (la diversification des exportations vers les économies hors UE compensant partiellement les pertes récentes de parts de marché à l'exportation). Les autres facteurs susceptibles de contribuer à un redressement du compte courant sont la dépréciation du taux de change nominal et la modération des CSU nominaux traduisant la faiblesse du marché du travail. En dépit d'une PEGN négative dépassant le seuil indicatif, la dette extérieure nette est peu élevée. Cependant, la dépendance croissante de l'État vis-à-vis des créanciers extérieurs, aggravée par les changements annoncés dans le système des retraites, pourrait être un facteur de risque. Sur le plan interne, le ratio de la dette du secteur privé au PIB reste contenu. La part élevée des crédits hypothécaires libellés en devises, qui était perçue comme un risque majeur pour l'économie, diminue du fait que la fourniture de crédits de ce type est interrompue depuis 2011-2012. Les prix de l'immobilier diminuent depuis 2008, mais à un rythme modéré, et les répercussions sur le secteur financier ont été limitées. La modération salariale et la réglementation flexibilisant le marché du travail ont atténué la hausse du taux de chômage en 2012 et au premier semestre de 2013, dans un contexte de net ralentissement économique. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Slovénie: en avril 2013, la Commission concluait que la Slovénie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs²³, comportant notamment des risques pour la

²³ Cependant, le volet correctif de la PDM n'a pas été activé, compte tenu du caractère ambitieux du programme national de réforme et du programme de stabilité de la Slovénie. La Commission suit attentivement la mise en œuvre des réformes politiques et le respect des recommandations adoptées par le Conseil en juillet dans le cadre de la PDM. Ce suivi révèle qu'au cours des derniers mois, le rythme des

stabilité financière en raison de la fragilité des bilans des entreprises, aggravée par les rigidités des marchés du travail et des capitaux et par une forte participation de l'État limitant la capacité d'ajustement de l'économie. Dans le tableau de bord actualisé, la PEGN et les pertes de parts de marché à l'exportation dépassent les seuils indicatifs. Sur le plan extérieur, le compte courant a subi un ajustement de grande ampleur, principalement dû à la faiblesse de la demande intérieure et, en particulier, à un recul des investissements, entraînant un léger excédent. Néanmoins, la PEGN a continué de se détériorer, essentiellement en raison d'effets de valorisation. Les CSU se sont stabilisés, après avoir connu de fortes hausses jusqu'en 2009. Les parts de marché à l'exportation se sont fortement détériorées. Les exportations sont sensiblement moins dynamiques que dans d'autres économies avancées, la Slovaquie faisant ainsi figure d'exception parmi les nouveaux États membres de l'UE. Sur le plan intérieur, l'endettement du secteur privé a diminué, reflétant des flux de crédit négatifs tant vers les ménages que vers les entreprises non financières. Bien que l'indicateur de la dette privée soit inférieur au seuil, l'endettement pèse particulièrement lourd sur les entreprises. La faiblesse de leur chiffre d'affaires sur le marché national et à l'exportation, ainsi que les coûts élevés de la main-d'œuvre et des capitaux, les empêchent de générer les flux de trésorerie nécessaires pour maintenir leur fonds de roulement et pour rembourser leurs dettes. L'ajustement a repris sur le marché du logement, ce qui poussera à la baisse la valeur des garanties détenues par les banques. Le secteur financier a continué à réduire ses passifs pour la troisième année consécutive, les difficultés des entreprises détériorant encore la qualité des portefeuilles de crédits des banques et accroissant la pression sur des réserves de fonds propres déjà limitées. La dette publique augmente rapidement et sera supérieure à 60 % du PIB d'ici à la fin 2013, annonçant de possibles nouvelles recapitalisations bancaires. L'indicateur du chômage a continué d'augmenter, aggravant le coût social de l'ajustement. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres.*

Slovaquie: lors des précédents cycles de la PDM, la Slovaquie n'était pas ressortie comme connaissant des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, deux indicateurs se situent encore au-delà des seuils indicatifs, à savoir la PEGN négative et le taux de chômage. L'indicateur du déficit du compte courant (moyenne sur 3 ans) s'est amélioré et n'est plus que légèrement négatif, en raison d'un excédent enregistré en 2012. De nouvelles améliorations des soldes extérieurs sont attendues en raison de la bonne tenue des exportations de produits manufacturiers en 2013 et de perspectives positives pour 2014. La PEGN ne s'est que faiblement améliorée en 2012 par rapport à 2011. La dette extérieure reste cependant modérée et relativement stable, la plupart des passifs extérieurs n'étant pas constitués d'instruments de dette. La compétitivité-prix a évolué favorablement: le TCE réel a diminué - bien que dans une moindre mesure que dans la plupart des pays de la zone euro - et reste dans la limite du seuil. La productivité de la main-d'œuvre ayant augmenté, les CSU nominaux ont légèrement baissé. La croissance des parts de marché à l'exportation s'est ralentie par rapport aux années précédentes. La dette du secteur privé est restée stable, dans un contexte de flux de crédit légèrement positifs. Le secteur bancaire est stable et son passif total n'a que faiblement augmenté. La dette publique a sensiblement augmenté en 2012, mais elle reste sous le seuil indicatif. Les prix de l'immobilier ont continué de s'ajuster, baissant pour la quatrième année consécutive. La performance du marché du travail reflète la persistance d'importantes disparités régionales en termes de croissance économique et d'emploi. Le

réformes structurelles pertinentes pour la correction des déséquilibres s'est accéléré, entraînant des progrès marquants dans le secteur bancaire.

chômage reste le problème le plus pressant dont souffre l'économie nationale. Le chômage est essentiellement de longue durée, ce qui donne à penser qu'il a un caractère plus structurel que conjoncturel et qu'il constitue un facteur de vulnérabilité. Le chômage des jeunes pose également un grave problème, la Slovaquie affichant le sixième taux le plus élevé dans l'UE. *Globalement, la Commission n'approfondira pas, à ce stade, l'analyse dans le cadre de la PDM.*

Finlande: en avril 2013, la Commission concluait que la Finlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques, notamment sous l'angle de la compétitivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs aux seuils indicatifs, à savoir la dépréciation du TCE réel, les pertes de parts de marché à l'exportation et le niveau de la dette du secteur privé. Les problèmes les plus pressants continuent de se poser sur le plan extérieur. La Finlande accuse des pertes constantes de parts de marché, à un rythme plus élevé que tous les autres membres de l'UE. L'ampleur de ces pertes est également considérable si on la compare aux résultats des pays avancés au sens large. Bien que la majeure partie des pertes se soit produite en 2009-2010, la performance à l'exportation de la Finlande continue de se détériorer. Le compte courant, traditionnellement excédentaire, est en déficit depuis 2011, et ce déficit s'est encore creusé en 2012. La compétitivité-coûts, affectée par une forte croissance des CSU sur une longue durée, joue un rôle dans cette évolution, même si l'indicateur est tombé sous le seuil en 2012. On relève également une détérioration notable des termes de l'échange. Parallèlement, le TCE hors inflation IPCH s'est déprécié entre 2009 et 2012, principalement sous l'effet de l'évolution du taux de change nominal de l'euro. Néanmoins, sur la même période, le TCE réel s'est légèrement apprécié par comparaison aux États membres de la zone euro. Sur le plan intérieur, le ratio de la dette du secteur privé au PIB reste supérieur au seuil, cette dette étant majoritairement celle des entreprises, et a encore augmenté en 2012, en partie en raison de la contraction du PIB. La croissance des passifs du secteur financier est revenue à la normale, confirmant ainsi le constat établi lors du précédent cycle de la PDM, selon lequel cette croissance était imputable à des circonstances exceptionnelles résultant de la structure particulière des marchés financiers nordiques. La baisse des prix réels des logements s'est poursuivie en 2012, réduisant le risque de surchauffe du marché immobilier. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Suède: en avril 2013, la Commission concluait que la Suède connaissait des déséquilibres macroéconomiques concernant notamment la dette et le désendettement du secteur privé, ainsi que les défaillances du marché immobilier. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs aux seuils indicatifs, à savoir l'excédent du compte courant, les pertes de parts de marché à l'exportation et la dette du secteur privé. S'agissant de sa position extérieure, la Suède est caractérisée par des indicateurs pointant dans des directions opposées. Le rythme des pertes de parts de marché à l'exportation s'est un peu ralenti en 2010-2011, avant d'accélérer de nouveau en 2012. Ces pertes se situent nettement au-dessus du seuil indicatif. Par comparaison aux économies avancées, la Suède est également en perte de parts de marché, mais dans une moindre mesure. L'évolution des prix et des coûts de main-d'œuvre dans l'économie nationale ne peut expliquer totalement cette situation, étant donné que les prix et les CSU ont augmenté moins rapidement en Suède que chez ses principaux partenaires commerciaux. Le TCE réel s'est cependant apprécié depuis 2010, en raison de la vigueur de la couronne suédoise. Parallèlement, la Suède enregistre d'importants excédents du compte courant depuis 2001. Sur le plan intérieur, le niveau élevé de la dette du secteur privé justifie toujours une attention particulière. En revanche, le niveau de la dette

publique est relativement bas. La dette des entreprises s'est quelque peu ajustée en 2009-2012, mais elle reste élevée. En raison d'un ralentissement de la croissance du crédit, résultant d'un plafonnement des emprunts hypothécaires à 85 % de la valeur des biens financés, l'endettement des ménages s'est stabilisé depuis 2010, mais il reste élevé. Les prix de l'immobilier se sont stabilisés en 2011-2012, mais à des niveaux élevés. En dépit de certaines mesures récentes, le marché du logement reste susceptible d'une évolution défavorable. L'offre de logements reste entravée par la lourdeur des processus de planification, par le manque de concurrence dans le secteur de la construction et par la réglementation du marché locatif. Ces inefficacités et une fiscalité immobilière encourageant le financement par l'emprunt tendent à pousser à la hausse les prix du logement et l'endettement des ménages, faisant ainsi peser des risques sur la stabilité macroéconomique. À court et moyen terme, la dette des entreprises devrait diminuer à la suite de modifications récentes de la fiscalité les concernant. La dette des ménages et les prix nominaux de l'immobilier devraient croître modérément. Les risques pour les banques sont globalement contenus, mais le niveau élevé de l'endettement des ménages suédois rend les banques plus vulnérables à une perte de confiance dans l'hypothèse où les prix de l'immobilier viendraient à chuter sensiblement. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

Royaume-Uni: en avril 2013, la Commission concluait que le Royaume-Uni connaissait des déséquilibres macroéconomiques concernant notamment l'endettement des ménages, le marché du logement et la compétitivité extérieure. Dans le tableau de bord actualisé, certains indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique. Sur le plan extérieur, l'indicateur du compte courant s'est encore détérioré, mais il reste dans la limite du seuil. Le déficit de près de 4 % du PIB enregistré par le compte courant en 2012 pourrait être la résultante de facteurs temporaires, à savoir une faiblesse de la balance des revenus, la perturbation de la production pétrolière et des conditions défavorables chez les partenaires commerciaux du Royaume-Uni. La PEGN reste légèrement négative, mais elle s'est améliorée en 2011-2012. Les pertes de parts de marché à l'exportation se sont ralenties en 2012. En dépit de signes d'amélioration progressive au cours du deuxième semestre de 2012, le Royaume-Uni fait toujours face à d'importants défis structurels en ce qui concerne l'amélioration de ses performances commerciales. Il s'agit notamment de stimuler la productivité et la compétitivité hors coûts du secteur manufacturier et de retrouver le dynamisme d'avant la crise dans les exportations de services. Sur le plan intérieur, l'indicateur de la dette du secteur privé est encore nettement supérieur au seuil indicatif. Les ménages et les entreprises non financières réduisent leur endettement à un rythme très lent, et les flux de crédit restent légèrement positifs. Le désendettement des ménages pourrait se ralentir sous l'effet d'une augmentation des prix immobiliers découlant d'une étroitesse persistante de l'offre de logements et de politiques susceptibles de relancer la demande. Des données récentes font apparaître une augmentation régulière des acceptations de prêts hypothécaires ainsi que des signes d'augmentation des prix à l'échelle nationale. Le niveau élevé et croissant de la dette publique reste un sujet de préoccupation, en raison d'une augmentation considérable sur la période 2009-2012. Si les tendances actuelles se maintiennent, la dette publique devrait s'accroître à court terme, avant de retomber ensuite avec la reprise de la croissance, pour autant que le déficit soit réduit. Enfin, la poursuite du processus d'assainissement des bilans dans le secteur financier et la pénurie persistante de crédits aux petites entreprises pourraient continuer de freiner la croissance économique. *Globalement, la Commission juge utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en avril, d'examiner de façon plus approfondie la persistance de déséquilibres ou leur correction.*

La surveillance dans le cadre de la PDM couvre à la fois les déficits et les excédents du compte courant. Toutefois, la nature, l'importance et l'urgence des défis à relever dans ce domaine varient considérablement en fonction des États membres concernés. Compte tenu des vulnérabilités et de l'ampleur de l'ajustement nécessaire, la nécessité d'agir est particulièrement pressante dans les États membres accusant des déficits courants importants et persistants, ainsi que d'importantes pertes de compétitivité. Des *excédents* persistants peuvent être justifiées par les fondamentaux de l'économie. Cependant, des *excédents* courants importants et persistants peuvent aussi être provoqués par des défaillances du marché ou des politiques qui freinent la demande intérieure et limitent les possibilités d'investissement. Les *excédents* courants ne remettent toutefois pas en question la viabilité de la dette extérieure ou la capacité de financement d'un pays.

Les déficits et les excédents courants ne sont pas nécessairement des déséquilibres macroéconomiques au sens de «développements macroéconomiques ayant un effet préjudiciable ou susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble». Ils sont la conséquence naturelle des interactions économiques entre différents pays. Ils indiquent la mesure dans laquelle un pays emprunte ou prête ses ressources au reste du monde. Les prêts et emprunts au reste du monde permettent aux pays d'arbitrer leur consommation dans le temps: un pays dont le compte courant est *excédentaire* peut reporter sa consommation d'aujourd'hui à demain en investissant à l'étranger. Un pays dont le compte courant est déficitaire peut, quant à lui, accroître sa consommation ou ses investissements aujourd'hui, en transférant ses futurs revenus à l'étranger pour rembourser sa dette extérieure. Les déficits et les *excédents* peuvent donc être simplement le résultat d'une affectation appropriée de l'épargne, compte tenu de possibilités d'investissement variant d'un pays à l'autre. Des perspectives économiques différentes entraînent des comportements d'épargne différents. Des attentes très positives réduisent la propension des agents économiques à épargner, contribuant ainsi à l'accumulation de déficits. En particulier, les pays dont la population vieillit rapidement peuvent juger opportun d'épargner tout de suite (autrement dit, de constituer des excédents) pour réguler leur consommation dans le temps.

Les déficits et excédents du compte courant font partie du processus d'ajustement dans une union monétaire. Ils absorbent les chocs asymétriques en l'absence de politiques monétaires autonomes et de possibilité d'ajustement des taux de change nominaux. Les variations de la compétitivité-coûts et de la compétitivité-prix déterminées par les forces du marché facilitent l'ajustement. On observe ainsi des pertes de compétitivité dans les économies en surchauffe et des gains de compétitivité dans les pays en phase de ralentissement conjoncturel présentant un taux de chômage élevé. Outre les variations conjoncturelles, les facteurs structurels jouent également un rôle. Les pays en voie de rattrapage ayant de bonnes perspectives de croissance tendent à créer des déficits courants en empruntant des ressources à l'étranger, ce qui provoque aussi une appréciation tendancielle de leurs taux de change effectifs réels. Ces flux financiers «descendants» des principales économies de l'UE vers la périphérie sont une conséquence normale d'une épargne cherchant le meilleur rendement. Les déséquilibres extérieurs peuvent cependant se révéler problématiques s'ils se pérennisent, en raison, soit de changements structurels de l'économie, soit d'une mauvaise évaluation des risques et d'une surestimation des rendements.

Les excédents peuvent résulter de distorsions dues à des attentes erronées, à une mauvaise évaluation des risques ou à des distorsions du marché; ils peuvent aussi traduire une action politique malencontreuse ou des faiblesses de la surveillance financière. Ces défaillances du marché ou des politiques entraînent une mauvaise affectation des ressources et une accumulation de déséquilibres et de vulnérabilités, tant dans les pays en *excédent* que dans les pays en déficit. Une mauvaise affectation des ressources entraîne également des pertes de bien-être dans les pays en *excédent*. Dans ce cas, il est de l'intérêt des pays qui présentent un *excédent* de réduire celui-ci, en levant les obstacles qui freinent leur demande intérieure. Les

²⁴ Le présent encadré est extrait des principales conclusions de «Current Account Surpluses in the EU», *op.cit.*

importantes pertes d'évaluation subies par certains pays *excédentaires* depuis le début de la crise financière en raison d'un investissement inefficace de leur excédent d'épargne indiquent que les attentes concernant le rendement futur des investissements étaient excessives et annoncent une nécessaire révision à la baisse des perspectives de consommation ainsi qu'une perte de bien-être. Pour éviter ces inefficacités, il importe de veiller à ce que les marchés financiers prennent leurs décisions sur la base d'un retour sur investissement tenant dûment compte du risque et qu'une surveillance macroprudentielle appropriée empêche une concentration excessive des risques, tant dans les pays apporteurs que dans les pays bénéficiaires de capitaux. La prédominance des instruments de dette dans le financement des déficits des pays vulnérables est un facteur qui a notablement contribué à la concentration des risques.

Les conséquences négatives des déficits et excédents courants excessifs affectent tant le pays concerné que ses partenaires. Cela est particulièrement vrai dans une union monétaire, où le taux de change unique et la politique monétaire commune ne peuvent répondre aux besoins d'ajustement individuels des économies constitutives. Si une grande partie d'une union monétaire accroît l'épargne ou réduit les investissements et, par conséquent, augmente son *excédent* et exporte des capitaux, le déficit du compte courant du reste de la zone monétaire se détériorera très probablement, soit par l'effet de flux financiers bilatéraux, soit par un impact sur le taux de change commun. À moins que le taux de change effectif réel ne s'apprécie dans les pays excédentaires sous l'effet de hausses relativement fortes des salaires et des prix, le taux de change nominal de l'euro aura tendance à s'apprécier. Cela peut entraîner des effets déflationnistes et des pertes de compétitivité dans le reste de la zone, en particulier dans les pays dont les exportations sont plus sensibles aux prix. À cet égard, les comptes courants des pays de la zone euro sont, ensemble mais aussi séparément, un sujet d'intérêt commun.

Il n'est pas possible d'établir un lien de cause à effet entre le déficit d'un pays déterminé et l'excédent d'un autre, mais les déficits et les excédents dans la zone euro (et dans l'UE) sont étroitement liés en raison d'échanges commerciaux très denses et de liens financiers très étroits entre les États membres. En particulier, l'excédent d'épargne des pays *excédentaires* a financé les déficits dans la périphérie de la zone euro. En outre, certaines économies du centre ont acheminé d'importants flux financiers provenant d'investisseurs de pays tiers vers les pays de la périphérie de l'UE. L'absence d'une surveillance financière adéquate, qui aurait aidé à identifier et à limiter les risques, a entraîné des expansions brutales financées à crédit, des contractions de l'épargne et un surinvestissement dans des activités non productives dans la périphérie, ainsi qu'une concentration excessive de risques au sein des systèmes financiers des économies du centre. Une analyse des corrélations spatiales confirme que, dans l'UE, un pays enregistrera plus probablement un déficit du compte financier si ses principaux partenaires financiers accumulent des excédents, et vice versa. Par ailleurs, les retombées liées aux relations commerciales bilatérales sont dominées par les interactions positives entre pays étroitement intégrés au niveau de la chaîne d'approvisionnement: un pays enregistrera plus probablement un *excédent* commercial si ses principaux partenaires sont également *excédentaires*. Rien n'indique que les performances à l'exportation des pays excédentaires ont sensiblement évincé les exportations de la périphérie de la zone euro.

Une augmentation de la demande dans les économies excédentaires de la zone euro améliorerait la balance commerciale des économies périphériques de cette zone. Cependant, l'impact d'une telle évolution sur le rééquilibrage des *excédents* et des déficits et sur l'activité économique des pays déficitaires ne doit pas être surestimé. *D'abord*, compte tenu des liens sectoriels et géographiques existants, une augmentation de la demande intérieure d'un grand pays excédentaire comme l'Allemagne aura une incidence beaucoup plus forte sur les exportations des pays voisins, y compris les pays excédentaires, que sur celles des économies périphériques de l'UE. Cet impact pourrait toutefois être plus large si la demande augmentait aussi dans les autres économies excédentaires. *Ensuite*, l'impact serait plus fort si la hausse de la demande (et la réduction de l'excédent commercial) des pays *excédentaires* allait de pair avec une baisse du taux de change de l'euro.

Encadré 2: Qu'est-ce qu'un déséquilibre?

Le règlement (UE) n° 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques définit un déséquilibre macroéconomique comme *«toute tendance donnant essor à des développements macroéconomiques ayant un effet préjudiciable ou susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble»* et les déséquilibres excessifs comme *«des déséquilibres graves, notamment des déséquilibres compromettant, ou susceptibles de compromettre, le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire»*.

En général, tout écart par rapport à un niveau souhaitable peut être considéré comme un déséquilibre. Cependant, tous les déséquilibres ne sont pas préoccupants ou n'exigent pas une intervention politique, car ils peuvent faire partie d'un ajustement dynamique de l'économie. Les déséquilibres appelant une surveillance étroite et une possible intervention politique sont ceux qui ont trait à des évolutions susceptibles d'entraver lourdement le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de la zone euro de l'Union dans son ensemble. En pratique, un déséquilibre requiert un suivi rigoureux s'il se situe à un niveau dangereux (par exemple, un endettement élevé) ou s'il traduit une dynamique non viable (par exemple, une forte variation des prix immobiliers ou du crédit) risquant d'entraîner un ajustement brutal et important et, par conséquent, dommageable. Par exemple, un déficit du compte courant important et persistant est considéré comme un déséquilibre s'il risque de mener à un «arrêt brutal» et des pertes de bien-être à grande échelle.

La notion d'ampleur d'un déséquilibre renvoie au degré d'entrave au bon fonctionnement de l'économie et au risque d'ajustement brutal, autrement dit, à la probabilité qu'un ajustement se produise pendant une période donnée. En général, l'évaluation peut se fonder sur toute variable économique dont on mesure la probabilité de forte variation (ou la probabilité de variation d'un ensemble de variables) sur la période à venir. Par exemple, la probabilité que le déficit du compte courant ou les prix de l'immobilier baissent d'un certain nombre de points de pourcentage au cours de l'année suivante. Dans la plupart des cas, cependant, l'intérêt porte principalement sur les implications d'un ajustement brutal de l'activité économique et de l'emploi.

La littérature théorique et empirique fournit des éléments pour l'identification des variables qui décrivent les déséquilibres. Des modèles théoriques ont fourni des bases pour déterminer si une évolution crée une situation non viable et constitue, de ce fait, un déséquilibre. Des études empiriques ont permis d'améliorer les modèles théoriques et ont mis en évidence les valeurs pouvant faire ressortir les évolutions non viables. Si ces jeux de variables illustrent relativement bien les déséquilibres sur un plan qualitatif, reste la difficulté d'établir des évaluations plus quantitatives. Sur le plan qualitatif, on peut avancer que, si un pays connaît une dynamique non viable comme un déficit persistant et important du compte courant, il subira probablement une correction brutale tôt ou tard. En revanche, le calendrier et la transmission sont beaucoup plus difficiles à mesurer avec précision.

Dans ce contexte, lors de l'identification des risques de déséquilibres potentiels et de la sélection des États membres pour lesquels un bilan approfondi se justifie, les grands principes ci-dessous guident la Commission dans la lecture du tableau de bord et de ses indicateurs auxiliaires:

Viabilité de la dette extérieure: Les principaux indicateurs du tableau de bord sont la PEGN (stocks) et le déficit/excédent du compte courant (flux). Une PEGN fortement négative et un important déficit courant sont des éléments particulièrement préoccupants. L'appréciation d'une PEGN négative doit tenir compte de la dette extérieure nette correspondant aux stocks d'IDE entrants, ce type de passifs créant moins de risques que la dette proprement dite²⁵. Les excédents ne comportent pas les mêmes risques que les déficits, mais ils peuvent aussi constituer des déséquilibres s'ils sont excessifs et reflètent des distorsions du marché ou de politiques entraînant une mauvaise affectation des ressources et des pertes de bien-être dans le pays excédentaire ou chez ses partenaires.

²⁵ Lorsqu'on examine l'évolution de la PEGN et de la dette extérieure en glissement annuel, il convient de tenir compte du fait que ces variables sont évaluées au prix du marché: leur amélioration ou détérioration peut découler tout autant d'une amélioration (ou d'une détérioration) des fondamentaux que de la façon dont le marché perçoit la solvabilité du pays concerné.

Performances commerciales et compétitivité: Le principal indicateur du tableau de bord est l'évolution des parts de marché à l'exportation, mais il y a aussi la compétitivité-prix, le taux de change effectif réel (TCE réel) et les coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux. Une mauvaise performance commerciale et une perte de compétitivité sont en soi préoccupantes, notamment en présence d'un problème de viabilité extérieure ou de la nécessité d'améliorer la performance externe pour soutenir un vaste effort de désendettement ou d'une réaffectation des ressources. Les indicateurs auxiliaires pertinents sont le solde commercial des produits énergétiques²⁶, les variations du TCE réel par rapport à la zone euro et les indicateurs alternatifs des CSU. Un indicateur comparant la performance à l'exportation d'un pays à celle des économies avancées est également utile. Certains aspects liés à la compétitivité hors prix peuvent aussi être pris en considération pour affiner l'analyse, comme la spécialisation des produits et la spécialisation géographique, même si ces aspects sont censés entrer en ligne compte dans les étapes ultérieures de la PDM. L'évolution de la performance commerciale et de la compétitivité doit être interprétée sous l'angle de la viabilité. Même s'il n'est pas postulé que la réduction d'un excédent très important doit résulter essentiellement de pertes de parts de marché et d'une diminution des exportations, une perte de parts de marché dans un pays accusant un déficit associée à une PEGN fortement négative ou à une forte détérioration récente du compte courant ne peut être interprétée de la même manière qu'une perte analogue dans un pays en excédent.

Dette du secteur privé, désendettement et crédit: Le tableau de bord a été conçu pour détecter l'endettement excessif et la croissance excessive du crédit. Compte tenu de la situation économique actuelle, l'accent a été mis sur les pressions en faveur du désendettement (autrement dit, l'existence d'un stock de dette élevé et non pas de flux de crédit excessifs). Cela suppose un examen du stock de la dette du secteur privé, au sein de laquelle on distingue dette des ménages et dette des entreprises non financières, de la dynamique de cette dette et de son interaction avec les passifs des administrations publiques. Pour une appréciation plus fine des stocks de dettes sectorielles, les chiffres consolidés et non consolidés peuvent être utilisés (pour tenir compte des prêts intragroupe au niveau national). Les pressions en faveur du désendettement du secteur privé doivent également s'apprécier en tenant compte de leur interaction avec le secteur des administrations publiques²⁷, eu égard à leur impact combiné sur l'activité économique.

Risques que le secteur financier représente pour l'économie réelle: L'indicateur du tableau de bord est le taux de croissance des passifs du secteur financier. Un ratio dettes/fonds propres figure parmi les indicateurs auxiliaires. Le but étant d'évaluer la hausse des risques liés au secteur financier et leur potentiel d'amplification des chocs dans l'économie réelle, les deux indicateurs doivent être appréciés conjointement. L'exposition à la dette souveraine et les risques liés à un endettement excessif du secteur privé (crédits hypothécaires et liaison aux prix de l'immobilier) sont des indicateurs très pertinents. Un endettement élevé dans certains secteurs peut être le signe d'un gonflement excessif des bilans des banques, alimentant des bulles de crédit et amplifiant toute évolution économique défavorable.

Chômage: Le taux de chômage apparaît dans le tableau comme une variable contextuelle, qui aide à comprendre l'interaction entre les différents secteurs de l'économie en mettant en évidence les mauvaises affectations de ressources (inadéquation) et le manque général de capacité d'ajustement.

Marchés de l'immobilier et du crédit hypothécaire: L'objectif principal est de mesurer le risque de bulles immobilières et les risques découlant de fortes corrections supplémentaires, y compris les conséquences du surendettement des ménages sur les conditions de la croissance par le biais des effets de richesse. Le principal indicateur est la variation annuelle des prix réels des logements, mise en relation avec le cumul des variations de prix. Différents indicateurs de surévaluation/sous-évaluation peuvent être utilisés pour compléter l'analyse, même s'ils ne font pas partie du tableau de bord. Les risques liés aux corrections supplémentaires doivent s'apprécier eu égard au niveau de la dette des ménages et des liens d'interdépendance avec le système financier. L'offre de crédit est un élément pertinent dans ce contexte. Dans certains cas, il peut également être utile de tenir compte des pressions à l'ajustement émanant du côté de l'offre. Étant donné la situation financière des plusieurs États membres, l'objectif devrait être de comprendre non seulement si des bulles immobilières sont en cours de

²⁶ Voir à cet égard «Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment», *European Economy-Occasional Papers*, 145, et «Energy Economic Developments in Europe», *European Economy*, (sera publié prochainement).

²⁷ Au sujet de la viabilité de la dette publique, voir «Fiscal Sustainability Report-2012», *European Economy*, 2012 (8). Pour une description détaillée de la surveillance budgétaire, voir «Report on Public Finances in EMU», *European Economy*, 2013 (3).

constitution, mais aussi à quel rythme ces bulles désefflent et quels sont les risques d'une évolution trop lente ou trop rapide.

Tableau A1. Indicateurs du tableau de bord et seuils indicatifs

	Déséquilibres externes et compétitivité					Déséquilibres internes					
Indicateur	Moyenne sur 3 ans du solde du compte courant en % du PIB	Position extérieure globale nette en % du PIB	Variation en % (sur 3 ans) du taux de change effectif réel , déflateurs IPCH par rapport à 41 pays industrialisés (a)	Variation en % (sur 5 ans) des parts de marché à l'exportation	Variation en % (sur 3 ans) des coûts salariaux unitaires nominaux (b)	Variation en % (g.a.) des prix de l'immobilier hors inflation (c)	Flux de crédit dans le secteur privé (données consolidées) en % du PIB (d), (e)	Taux de chômage - moyenne sur 3 ans	Dettes du secteur privé (données consolidées) en % du PIB (d), (e)	Dettes du secteur des administrations publiques en % du PIB	Variation en % (g.a.) du total des passifs du secteur financier, données non consolidées
Source des données	EUROSTAT (statistiques de la balance des paiements)	EUROSTAT (statistiques de la balance des paiements)	DG ECFIN (base de données compétitivité-prix et compétitivité-coûts).	EUROSTAT (statistiques de la balance des paiements).	EUROSTAT (comptes nationaux)	EUROSTAT	EUROSTAT (comptes nationaux)	EUROSTAT (enquête sur les forces de travail)	EUROSTAT (comptes nationaux)	EUROSTAT (PDE — définition du traité).	EUROSTAT (comptes nationaux)
Seuils indicatifs	-4/+6% Quartile inférieur (également utilisé comme référence pour le seuil supérieur)	-35% Quartile inférieur	+/-5 % ZE ± 11 % hors ZE Quartiles inférieur et supérieur de ZE -/+ écart type de ZE	-6 % Quartile inférieur	+9 % ZE +12 % hors ZE Quartile supérieur ZE +3 %	+6 % Quartile supérieur	+15 % Quartile supérieur	+10 %	133 % Quartile supérieur	+60 %	16,5 %
Autres indicateurs pour une lecture économique	Emprunts/prêts nets vis-à-vis du reste du monde, en % du PIB	Dettes extérieures nettes en % du PIB Flux et stocks d'IDE entrants en % du PIB	Taux de change effectif réel vis-à-vis du reste de la zone euro	Parts relatives de marché à l'exportation par rapport aux économies avancées; productivité de la main-d'œuvre; croissance tendancielle de la PTF	Coûts salariaux unitaires nominaux (variation sur 1, 5 et 10 ans); coûts salariaux unitaires effectifs par rapport au reste de la zone euro	Évolution des prix réels de l'immobilier (cumul sur 3 ans); indice des prix nominaux des logements; valeur ajoutée dans la construction résidentielle	Évolution de la dette privée	Taux de participation, chômage de longue durée et chômage des jeunes, indicateurs de pauvreté	Dettes du secteur privé, sur la base des données non consolidées		Ratio dettes/fonds propres

Notes: (a) Le déflateur est basé sur l'IPCH pour les partenaires commerciaux appartenant à l'UE et sur l'IPC pour les autres; (b) indice correspondant au ratio rémunération nominale par salarié/PIB réel par personne employée; (c) évolution des prix de l'immobilier par rapport au déflateur de la consommation; (d) par «secteur privé», on entend les sociétés non financières, les ménages et les institutions à but non lucratif au service des ménages; (e) somme des prêts et valeurs mobilières autres que des actions.

Tableau A.2: tableau de bord de la PDM 2012

Année 2012	Déséquilibres externes et compétitivité									Déséquilibres internes						
	Solde du compte courant en % du PIB		PEGN en % du PIB	TCE réel (42 IC - HICP déflateurs)		Parts de marché à l'exportation		CSU nominal		Var. annuelle en % prix réels de l'immobilier	Flux de crédit vers sect. privé en % du PIB, données consolid.	Dettes du sect. privé en % du PIB, données consolid.	Dettes publiques en % du PIB, données consolid.	Taux de chômage		Var. annuelle en % du passif total du secteur financier
	Moyenne sur 3 ans	p.m.: level year 2012		Variation en % (3 ans)	p.m.: var. annuelle en %	Variation en % (5 ans)	p.m.: var. annuelle en %	Variation en % (3 ans)	p.m.: var. annuelle en %					Moyenne sur 3 ans	p.m.: niveau 2012	
Seuils	-4/+6%	-	-35%	±5% & ±11%	-	-6%	-	+9% & +12%	-	+6%	14%	133%	60%	10%	-	16,5%
BE	-0,4	-2,0	48	-4,3	-2,3	-14,9	-5,2	6,6	4,1	-0,2	-1,5	146	100	7,7	7,6	-3,9
BG	-0,9	-1,3	-80	-4,0	-2,0	4,8	-5,5	7,4	-0,5	-5,3 (p)	2,5	132	19	11,3	12,3	10,1
CZ	-3,0	-2,4	-50	0,4	-2,8	-4,2	-4,6	3,9	3,8	-3,9	0,6	72	46	7,0	7,0	5,4
DK	5,9	6,0	38	-7,7	-2,8	-18,6	-4,8	1,0	1,6	-5,1	6,1	239	45	7,5	7,5	5,0
DE	6,5	7,0	42	-8,9	-3,2	-13,1	-4,6	3,0	3,1	1,8	1,5	107	81	6,2	5,5	4,4
EE	0,9	-1,8	-54	-3,4	-0,6	6,5	-4,1	-2,8	4,2	3,5	4,7	129	10	13,2	10,2	12,9
IE	2,3	4,4	-112	-12,2	-4,3	-16,3	-3,3	-10,4	0,0	-11,7	-1,6	306	117	14,4	14,7	-0,7
EL	-7,5	-2,4	-109	-4,5	-3,9	-26,7	-7,3	-8,1	-6,2	-12,4 (1)	-6,8	129	157	18,2	24,3	-3,4
ES	-3,1	-1,1	-93	-5,2	-2,3	-14,6	-4,9	-5,6	-3,0	-16,9	-10,5	194	86	22,3	25,0	3,3
FR	-1,8	-2,2	-21	-7,8	-3,2	-14,0	-6,8	4,1	2,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	10,2	-0,1
HR	-0,5	0,0	-89	-8,3	-2,6	-24,7	-7,4	0,8	1,2	-2,4	-2,1	132	56	13,8	15,9	0,9
IT	-2,3	-0,4	-25	-6,2	-1,8	-23,8	-5,0	3,1	2,3	-5,4 (p)	-1,0	126	127	9,2	10,7	7,1
CY	-6,7	-6,9	-82	-5,8	-1,9	-26,6	-9,4	0,8	-2,7	-2,2	10,0	299	87	8,7	11,9	-1,9
LV	-0,6	-2,5	-67	-8,5	-1,4	12,3	5,4	-5,8	3,4	-0,6	-1 (p)	91,7 (p)	41	16,9	15,0	4,1 (p)
LT	-1,3	-0,2	-53	-6,7	-2,0	29,3	5,7	-4,6	1,9	-3,2	-0,3	63	41	15,6	13,4	-0,3
LU	7,0	6,6	169	-2,3	-1,4	-18,3	-4,0	9,8	4,7	2,5	-5,0	317	22	4,8	5,1	11,3
HU	0,6	1,0	-103	-1,2	-2,3	-17,8	-7,4	4,4	2,7	-9,2	-6,1	131	80	11,0	10,9	-8,3
MT	-1,6	1,6	25	-7,7	-2,1	4,5	-1,9	4,9	3,7	0,3	-1,6	155	71	6,6	6,4	4,1
NL	8,8	9,4	47	-6,0	-1,8	-12,0	-3,3	3,3	2,8	-8,7	0,2	219	71	4,7	5,3	4,9
AT	2,2	1,6	0	-4,7	-1,7	-21,2	-6,3	4,1	3,0	na (2)	2,7	147	74 (3)	4,3	4,3	-0,9
PL	-4,6	-3,7	-67	1,3	-2,3	1,3	-2,7	4,4	2,0	-5,9 (e)	3,4	75	56	9,8	10,1	9,6
PT	-6,5	-2,0	-115	-4,0	-1,5	-16,0	-5,3	-5,3	-3,1	-8,6 (p)	-5,4	224	124	13,6	15,9	-3,6
RO	-4,4	-4,4	-68	-1,9	-6,0	5,9	-7,1	4,8	6,5	-9,2	0,9	73	38	7,2	7,0	5,3
SI	1,2	3,3	-45	-4,5	-1,2	-19,9	-6,9	0,4	0,8	-8,4	-2,9	114	54	8,1	8,9	-0,8
SK	-1,7	2,2	-64	-3,2	0,0	4,2	1,5	0,9	1,0	-5,9	3,2	73	52	14,0	14,0	2,6
FI	-0,5	-1,7	18	-8,3	-2,7	-30,8	-7,1	4,8	4,4	-0,5 (p)	9,0	158	54	8,0	7,7	-0,2
SE	6,2	6,0	-10	10,1	-0,8	-18,8	-6,0	0,7	2,9	-0,2	1,8	212	38	8,1	8,0	4,4
UK	-2,8	-3,8	-9	5,8	4,3	-19,0	-1,7	6,1	3,0	-0,9	2,6	179	89	7,9	7,9	-4,3

Source: EUROSTAT, DG ECFIN (pour les indicateurs concernant les TCE réels)

Note: (1) estimations d'Eurostat basées sur les données IPH de la Banque de Grèce produites en accord avec ELSTAT. (2) Données IPH jusqu'à 2011 produites par l'Office statistique autrichien. Pour 2012, Eurostat estime le taux hors inflation à 9,6% sur la base de données IP non harmonisées de la BCE et de la Banque centrale autrichienne. (3) Eurostat a émis une réserve sur la dette publique autrichienne, voir communiqué de presse d'Eurostat 152/2013. (4) p= données provisoires, e= estimations.

Tableau A.3: Indicateurs auxiliaires utilisés pour une lecture économique du tableau de bord de la PDM, 2012

Année 2012	Var. annuelle en % du PIB réel	Formation brute de cap. fixe en % du PIB	Dép. intérieure brute de R&D en % du PIB	Capac./be soins de fin. en % du PIB, données BdP	Dette extérieure nette en % du PIB	Flux d'IDE entrants en % du PIB	Stocks d'IDE entrants en % du PIB	Solde net éch. de prod. énerg. % du PIB Solde net des échanges	Var. en % (3 ans) des TCE réels vs. ZE	Var. en % (5 ans) perfo. à l'exportation vs. écon. avancées	Var. en % (5 ans) termes de l'échange	Var. annuelle en % parts de marché à l'expo., vol. biens et services	Var. annuelle en % productivité de la main-d'œuvre	Var. annuelle en % (10 ans) CSU nominau x	Var. annuelle en % (10 ans) CSU vs. ZE	Var. en % (3 ans) prix nominau x immob.	Construction résidentielle en % du PIB	Dette du secteur privé en % du PIB, données NCO	Endettement du secteur fin. (dettes/fonds propres)
BE	-0,1	20,4	0,0	-2,1	-93,7	-7,6	195,3	-5,3	1,9	-6,0	-2,1	-3,6	-0,3	22,0	5,2	9,6	5,9	247,8	476,0
BG	0,8	21,4	0,0	0,0	28,8	3,7	95,2	-7,3	1,8	15,8	2,4	-2,8	3,4	70,5	45,5	-16,7	na	142,5	458,4
CZ	-1,0	23,1	0,0	-1,1	-1,3	5,4	67,6	-4,9	5,5	5,8	-3,6	2,8	-1,4	18,5	4,6	-3,1	3,7	82,0	542,1
DK	-0,4	17,1	0,0	6,0	12,0	0,9	32,4	0,5	0,7	-10,0	2,1	-8,8	-0,1	27,2	8,8	-1,7	4,3	238,9	308,0
DE	0,7	17,6	0,0	7,0	-9,4	0,2	28,5	-3,9	-1,2	-4,0	-2,2	1,1	-0,4	7,6	-11,0	8,2	5,8	116,3	459,9
EE	3,9	25,2	0,0	1,7	-2,0	6,8	84,2	-1,4	5,2	17,7	-3,4	3,1	1,7	67,3	42,9	23,0	3,5	130,1	353,1
IE	0,2	10,7	0,0	3,2	-396,7	18,2	157,1	-3,2	-5,1	-7,5	-4,4	0,3	0,8	15,4	-2,3	-33,1	2,0	331,9	121,1
EL	-6,4	13,1	0,0	-1,2	121,5	0,7	9,7	-3,9	2,0	-19,0	-3,8	-2,9	2,1	11,6	-4,9	-18,7	3,4	130,3	1129,9
ES	-1,6	19,2	0,0	-0,5	90,3	2,0	46,8	-3,9	0,8	-5,6	-5,3	0,5	2,7	18,6	0,5	-22,7	5,2	215,2	938,3
FR	0,0	19,8	0,0	-2,2	35,0	1,0	40,8	-3,3	-0,5	-5,0	-2,4	-0,1	0,1	20,9	4,0	10,3	na	161,7	415,6
HR	-2,0	18,4	0,0	0,1	79,5	2,4	54,9	-6,0	-2,5	-16,8	2,5	-2,1	2,0	31,7	11,1	-10,6	na	132,1	421,6
IT	-2,5	17,9	0,0	-0,1	55,5	0,0	17,6	-3,9	1,3	-15,7	-4,3	-0,2	-2,2	27,6	10,8	-2,9	5,1	128,8	1180,3
CY	-2,4	13,7	0,0	-6,7	36,7	5,5	90,0	-8,3	2,0	-18,9	-1,6	-0,2	1,8	28,1	11,0	-11,9	3,6	302,6	925,1
LV	5,0	22,8	0,0	0,5	38,9	3,9	46,5	-6,0	-0,7	24,2	-1,3	4,6	3,4	100,8	66,3	0,3	1,9	111,6	694,4 (p)
LT	3,7	16,6	0,0	2,0	33,6	1,7	36,7	-8,4	1,5	42,9	-2,6	8,6	1,9	32,1	11,8	-1,5	1,8	66,7	640,8
LU	-0,2	19,3	0,0	6,1	-2444,8	523,6	4311,5	-6,5	2,8	-9,7	3,1	-5,8	-2,6	37,0	17,4	13,8	3,5	370,7	68,7
HU	-1,7	17,4	0,0	3,6	57,1	11,1	80,8	-6,4	4,4	-9,1	-2,3	0,0	-1,8	39,3	23,1	-9,3	1,6	155,0	519,6
MT	0,8	14,8	0,0	2,9	-176,4	-0,4	180,7	-12,8	1,0	15,5	-1,4	2,6	-1,5	28,3	11,8	1,8	2,2	217,8	357,4
NL	-1,2	17,0	0,0	7,8	32,5	1,5	77,3	-2,6	-0,3	-2,7	-1,6	0,8	-1,1	17,8	0,2	-9,8	4,2	222,8	202,8
AT	0,9	21,4	0,0	1,5	25,6	1,5	65,4	-4,1	1,3	-12,9	-4,3	-0,8	-0,4	16,6	0,9	na	4,5	164,7	330,0
PL	1,9	19,1	0,0	-1,5	36,1	1,2	45,7	-3,5	7,1	12,0	-2,8	-0,1	5,6	9,1	-5,1	-6,8	2,7	78,7	315,6
PT	-3,2	16,0	0,0	0,3	102,3	4,2	55,0	-4,7	0,9	-7,2	-0,1	-5,1	1,1	11,5	-4,3	-8,4	2,5	256,0	485,1
RO	0,7	26,7	0,0	-3,0	40,2	1,6	44,6	-3,1	3,2	17,1	10,5	-5,7	-0,8	144,0	107,5	-26,1	na	73,7	507,0
SI	-2,5	17,8	0,0	3,0	41,2	-0,1	33,2	-6,9	0,3	-11,5	-4,3	-2,3	-1,7	32,0	13,4	-4,3	2,8	125,2	631,9
SK	1,8	20,1	0,0	4,2	22,4	3,1	59,5	-5,9	1,9	15,1	-5,6	6,1	1,7	23,7	7,4	-8,1	2,3	76,3	1008,7
FI	-0,8	19,6	0,0	-1,6	36,4	1,4	38,0	-2,7	1,6	-23,5	-5,7	-3,9	-0,8	26,5	7,5	12,1	6,7	185,1	525,9
SE	1,0	19,0	0,0	5,9	60,1	3,1	64,0	-1,7	19,1	-10,2	-1,3	-8,4	0,2	11,3	-5,2	11,8	3,2	256,5	278,1
UK	0,1	14,3	0,0	-3,6	31,7	2,5	53,7	-1,2	14,4	-10,5	-3,6	-2,9	-1,1	29,4	na	8,0	3,3	189,8	1060,7

Source: EUROSTAT, DG ECFIN (pour les indicateurs concernant les TCE réels vis-à-vis de la ZE et les CSU effectifs vis-à-vis de la ZE) et FMI WEO (pour l'indicateur sur la part de marché à l'exportation en volume).

Note: b= rupture de série chronologique, p= données provisoires, e= estimation.

Tableau A.3 (suite): Indicateurs auxiliaires utilisés pour une lecture économique du tableau de bord de la PDM, 2012

Année 2012	Variation annuelle de l'emploi en %	Taux d'activité (15-64 ans)		Taux de chômage de longue durée (% de la population active)		Taux de chômage des jeunes (% de la population active de la même classe d'âge)		Jeunes chômeurs ne suivant ni enseignement ni formation (% pop. totale)		Personnes exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (% de la population totale)		Risque de pauvreté (% de la population totale)		Dénouement matériel extrême (% de la population totale)		Pers. vivant dans des mén. à très faible intens. de travail (% pop. âgée de 0-59 ans)	
		Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)	Niveau	Variation en pp (3 ans)
BE	0,2	66,9	0,0	3,4	-0,1	19,8	-2,1	12,3	1,2	na	na	na	na	na	na	na	na
BG	-2,5	67,1	-0,1	6,8	3,8	28,1	13,0	21,5	2,0	49,3	3,1	21,2	-0,6	44,1	2,2	12,4	5,5
CZ	0,4	71,6	1,5	3,0	1,0	19,5	2,9	8,9	0,4	15,4	1,4	9,6	1,0	6,6	0,5	6,8	0,8
DK	-0,3	78,6	-1,6	2,1	1,5	14,0	2,2	6,6	1,2	19,0	1,4	13,1	0,0	2,8	0,5	10,9	2,4
DE	1,1	77,1	0,8	2,5	-1,0	8,1	-3,1	7,7	-1,1	19,6	-0,4	16,1	0,6	4,9	-0,5	9,8	-1,0
EE	2,2	74,9	0,9	5,5	1,7	20,9	-6,6	12,5	-2,4	23,4	0,0	17,5	-2,2	9,4	3,2	9,0	3,4
IE	-0,6	69,2	-1,4	9,1	5,6	30,4	6,4	18,7	0,3	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-8,3	67,9	0,1	14,4	10,5	55,3	29,5	20,3	7,7	34,6	7,0	23,1	3,4	19,5	8,5	14,1	7,6
ES	-4,2	74,1	1,1	11,1	6,8	53,2	15,4	18,8	0,5	28,2	3,7	22,2	2,1	5,8	1,3	14,2	6,6
FR	0,0	71,0	0,5	4,1	0,7	24,7	0,7	12,2	-0,2	19,1	0,6	14,1	1,2	5,3	-0,3	8,4	0,1
HR	-3,9	60,5	-1,9	10,3	5,2	43,0	17,9	16,7	4,8	32,3	na	20,5	2,6	15,4	na	16,1	na
IT	-0,3	63,7	1,3	5,7	2,2	35,3	9,9	21,1	3,4	30,4 (p)	5,7 (p)	19,8	1,4	14,5	7,5	10,3	1,5
CY	-4,2	73,5	0,5	3,6	3,0	27,8	14,0	16,0	6,1	27,1	3,6	14,7	-1,1	15,0	5,5	6,4	2,4
LV	1,6	74,4	0,5	7,8	2,9	28,5	-4,8	14,9	-2,5	36,6	-0,8	19,4	-6,3	26,0	4,1	11,5	4,8
LT	1,8	71,8	2,0	6,6	3,4	26,7	-2,3	11,1	-1,3	32,5	3,0	18,6	-2,0	19,8	4,7	11,3	4,4
LU	2,5	69,4	0,7	1,6	0,4	18,0	1,5	5,9	0,1	18,4	0,6	15,1	0,2	1,3	0,2	6,1	-0,2
HU	0,1	64,3	2,7	4,9	0,7	28,1	1,6	14,7	1,3	32,4	2,8	14,0	1,6	25,7	5,4	12,7	1,4
MT	2,3	63,1	4,0	3,0	0,0	14,2	-0,2	11,1	1,3	22,2	2,0	15,0	-0,3	8,0	3,3	7,9	-0,5
NL	-0,2	79,3	-0,4	1,8	0,9	9,5	1,8	4,3	0,2	15,0	-0,1	10,1	-1,0	2,3	0,9	8,7	0,4
AT	1,3	75,9	0,6	1,1	0,1	8,7	-1,3	6,5	-1,3	na	na	na	na	4,0	-0,8	7,6	0,4
PL	-3,4	66,5	1,8	4,1	1,6	26,5	5,9	11,8	1,7	26,7	-1,1	17,1	0,0	13,5	-1,5	6,8	-0,1
PT	-4,2	73,9	0,2	7,7	3,0	37,7	12,9	14,1	2,9	25,3	0,4	17,9	0,0	8,6	-0,5	10,1	3,2
RO	1,5	64,2	1,1	3,2	1,0	22,7	1,9	16,8	2,9	41,7	-1,4	22,6	0,2	29,9	-2,3	7,4	-0,3
SI	-0,8	70,4	-1,4	4,3	2,5	20,6	7,0	9,3	1,8	19,6	2,5	13,5	2,2	6,6	0,5	7,5	1,9
SK	0,1	69,4	1,0	9,4	2,9	34,0	6,4	13,8	1,3	20,5	0,9	13,2	2,2	10,5	-0,6	7,2	1,6
FI	0,0	75,2	0,2	1,6	0,2	19,0	-2,5	8,6	-1,3	17,2	0,3	13,2	-0,6	2,9	0,1	9,1	0,9
SE	0,7	80,3	1,4	1,5	0,4	23,7	-1,3	7,8	-1,8	18,2	2,3	14,2	0,9	1,3	-0,3	9,9	3,7
UK	1,2	76,3	0,6	2,7	0,8	21,0	1,9	14,0	0,7	na	na	na	na	na	na	na	na

Source: EUROSTAT.

Note: p= données provisoires.

