



Bruxelles, le 26.11.2015
COM(2015) 691 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

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

Rapport sur le mécanisme d'alerte 2016

**(préparé conformément aux articles 3 et 4 du règlement (UE) n° 1776/2011 sur la
prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques)**

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 des États membres et l'économie de l'UE, et peuvent mettre en péril le fonctionnement de l'Union économique et monétaire.

Le RMA s'appuie sur un tableau de bord d'indicateurs sélectionnés, assortis d'un ensemble plus large d'indicateurs auxiliaires, pour détecter dans les États membres les déséquilibres économiques potentiels qui nécessitent l'adoption de mesures. Les États membres désignés par le rapport font ensuite l'objet d'un bilan approfondi réalisé par la Commission afin d'évaluer dans quelle mesure les risques macroéconomiques s'accroissent ou se résorbent dans ces pays, et de déterminer si des déséquilibres, voire des déséquilibres excessifs, existent. Conformément à la pratique établie, dans le cas des États membres pour lesquels des déséquilibres avaient été constatés lors du cycle précédent, un nouveau bilan approfondi sera en tout état de cause préparé.

Compte tenu des discussions avec le Parlement européen et des débats au sein du Conseil et de l'Eurogroupe, la Commission réalisera des bilans approfondis pour les États membres concernés, dont les conclusions seront prises en compte dans les recommandations par pays émises dans le cadre du «semestre européen» pour la coordination des politiques économiques. Les bilans devraient être publiés en février 2016, en prélude à l'ensemble de recommandations par pays du «semestre européen».

1. RESUME

Le présent rapport marque le début du cinquième cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)¹. Cette procédure vise à déceler les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies des États membres, de la zone euro ou de l'Union européenne dans son ensemble ainsi qu'à encourager l'adoption des mesures appropriées. La mise en œuvre de la PDM est ancrée dans le «semestre européen» pour la coordination des politiques économiques, de manière à assurer la cohérence avec les analyses et les recommandations effectuées dans le cadre des autres instruments de surveillance économique. L'examen annuel de la croissance (EAC) adopté en même temps que ce rapport dresse le bilan de la situation économique et sociale en Europe et définit les grandes priorités politiques pour l'ensemble de l'UE pour les années à venir.

Le rapport désigne les États membres qui devraient faire l'objet de bilans approfondis afin de déterminer s'ils sont touchés par des déséquilibres nécessitant l'adoption de mesures². Le RMA est un instrument de détection des déséquilibres économiques publié au début de chaque cycle annuel de coordination des politiques économiques. En particulier, il repose sur une lecture économique du tableau de bord d'indicateurs assorti de seuils indicatifs et d'indicateurs auxiliaires.

Cette année, trois indicateurs en matière d'emploi, à savoir le taux d'activité, le chômage de longue durée et le chômage des jeunes, sont ajoutés au tableau de bord. L'intégration de nouvelles variables en matière d'emploi dans le tableau de bord est le résultat concret de l'engagement pris par la Commission de renforcer son analyse des déséquilibres macroéconomiques. Ces nouvelles variables présentent un intérêt particulier pour les conséquences sociales de la crise et parce qu'une dégradation durable de l'emploi et de la situation sociale peut avoir divers effets négatifs sur la croissance potentielle du PIB et risque d'aggraver les déséquilibres macroéconomiques. Cet ajout n'altère pas l'objectif de la PDM, qui est de prévenir l'apparition de déséquilibres macroéconomiques préjudiciables et d'assurer leur correction. L'obtention de résultats défavorables pour ces nouveaux indicateurs

¹ Le présent rapport s'accompagne d'une *annexe statistique* très riche qui a servi de base à sa rédaction.

² Voir l'article 5 du règlement (UE) n° 1176/2011.

n'implique pas en soi une aggravation des risques macrofinanciers; ils ne sont donc pas pris en compte pour déclencher des mesures quelconques dans le cadre de la PDM³.

Par rapport aux éditions précédentes du rapport sur le mécanisme d'alerte, l'accent est davantage mis sur les considérations concernant la zone euro. Conformément à la communication de la Commission du 21 octobre intitulée «*Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire*», le rapport sur le mécanisme d'alerte vise à analyser plus systématiquement les incidences des déséquilibres des pays sur la zone euro et la manière dont ces incidences nécessitent une approche coordonnée des réponses politiques.

L'analyse horizontale présentée dans le RMA permet de tirer un certain nombre de conclusions:

- **L'ajustement des déséquilibres existants a lieu dans un contexte difficile.** La reprise modérée amorcée dans la zone euro devrait se poursuivre, mais elle reste fragile et soumise à des risques externes accrus. Au cours des derniers mois, le commerce mondial s'est considérablement ralenti et les risques de détérioration, en particulier en ce qui concerne les perspectives des marchés émergents, ont augmenté⁴. La croissance est devenue plus dépendante des sources de demande intérieure, notamment d'une reprise de l'investissement plus prononcée.
- **Les États membres de l'UE continuent de progresser dans la correction de leurs déséquilibres.** Dans les pays présentant un niveau élevé de passifs extérieurs, les déficits importants et insoutenables des comptes courants datant d'avant la crise ont été considérablement réduits et la position extérieure devrait à présent être maintenue en équilibre ou en excédent afin de corriger de manière significative les vulnérabilités. En outre, l'évolution de la compétitivité-coût a été globalement en phase avec les besoins d'ajustement externe et, dans la plupart des pays, le processus de redressement des bilans est en cours dans les différents secteurs de l'économie.
- **Toutefois, les vulnérabilités liées aux niveaux élevés d'endettement restent une source de préoccupation.** Dans plusieurs États membres, l'encours de la dette privée et publique, externe et interne, se situe toujours à des niveaux historiquement élevés. Non seulement cela fragilise la croissance, l'emploi et la stabilité financière dans l'UE, mais les pressions associées en faveur du désendettement pèsent aussi sur la reprise.
- **Les excédents qu'affichent certains États membres restent significatifs durant la période de prévision (2015-2017).** Au niveau agrégé, la zone euro enregistre un excédent des comptes courants qui est l'un des plus importants au monde et qui devrait augmenter à nouveau cette année. Alors que la baisse des prix des matières premières et la dépréciation de l'euro ont contribué à renforcer la balance commerciale, l'excédent courant s'explique

³ Ces indicateurs sont ajoutés afin de mieux appréhender la dimension sociale et de l'emploi dans les déséquilibres et les processus d'ajustement. Il s'agit du taux d'activité, du taux de chômage de longue durée et du taux de chômage des jeunes, tous exprimés en tant que variations sur une période de trois ans. Tous figuraient déjà parmi les indicateurs auxiliaires de la PDM. Pour de plus amples informations concernant les critères de sélection des indicateurs, voir le document de travail des services de la Commission intitulé «*Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments*» (Ajouter des indicateurs en matière d'emploi dans le tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques afin de mieux appréhender les évolutions dans le domaine social et de l'emploi) qui a fait l'objet de discussions au sein des Conseils ECOFIN et EPSCO, ainsi qu'au Parlement européen.

⁴ Cf. «*European Economic Forecast-Autumn 2015*», *European Economy, Institutional Paper 011*, novembre 2015.

en grande partie par un surplus d'épargne intérieure par rapport aux investissements au niveau de la zone.

- **Après des années d'évolutions largement divergentes, les conditions sur le marché du travail sont en train de converger, mais la détresse sociale atteint toujours des niveaux inacceptables dans un certain nombre de pays**, notamment dans ceux qui sont concernés par la correction des déséquilibres macroéconomiques et la crise de la dette.

Comme indiqué dans l'EAC, une approche coordonnée des politiques macroéconomiques est nécessaire pour s'attaquer aux déséquilibres tout en soutenant la reprise. L'adoption de mesures et l'efficacité de la mise en œuvre des réformes, notamment en matière de compétitivité, mais aussi d'insolvabilité, doivent être particulièrement renforcées dans les pays dont la capacité de croissance est limitée par de fortes pressions en faveur du désendettement ou des goulets d'étranglement structurels. Dans le même temps, la demande intérieure et l'investissement doivent être stimulés surtout dans les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire ou d'un excédent important des comptes courants, ou dans lesquels les pressions en faveur du désendettement sont moindres. Compte tenu de l'interconnexion entre les États membres, cette combinaison de politiques devrait contribuer à stabiliser le processus de rééquilibrage en le rendant plus symétrique, tout en aidant la reprise à s'auto-entretenir.

Des analyses plus vastes et plus détaillées seront réalisées pour les États membres désignés par le RMA, dans le cadre des bilans approfondis. Comme pour le cycle précédent, les bilans approfondis seront intégrés dans les rapports nationaux, qui tiennent compte également des analyses des services de la Commission sur d'autres questions structurelles nécessaires pour rédiger les recommandations spécifiques par pays du semestre européen (recommandations par pays). Pour réaliser ces bilans, la Commission se fonde sur un éventail beaucoup plus large de données et d'informations, à savoir toutes les statistiques, données et faits pertinents. Comme prescrit par la législation, c'est sur la base des bilans approfondis que la Commission déterminera s'il existe ou non des déséquilibres, voire des déséquilibres excessifs, et qu'elle soumettra ensuite les recommandations politiques appropriées à chaque État membre⁵.

Se fondant sur une lecture économique du tableau de bord de la PDM, la Commission estime qu'un bilan approfondi se justifie dans le cas des États membres suivants afin d'examiner plus en détail l'accumulation et la correction des déséquilibres ainsi que les risques y afférents⁶.

- *Pour la plupart des pays, les bilans approfondis sont nécessaires parce que des déséquilibres ont été constatés lors du cycle précédent de bilans approfondis⁷.* Selon une

⁵ Règlement (UE) n° 1176/2011 (JO L 306 du 23.11.2011, p. 25).

⁶ L'augmentation du nombre d'États membres désignés pour un bilan approfondi depuis 2012 est due en partie à la nécessité d'intégrer les pays sortant d'un programme d'assistance financière en raison de l'amélioration de leur situation économique. Il s'agit de l'Irlande, du Portugal et de la Roumanie dont l'intégration au champ de la surveillance au titre de la PDM a été jugée prudente. En outre, la Croatie a été intégrée à la surveillance standard après son adhésion à l'UE en 2013. Le nombre persistant d'États membres faisant l'objet d'un bilan approfondi est lié au fait que les États membres peuvent uniquement quitter le champ de la surveillance au titre de la PDM sur la base d'un nouveau bilan approfondi. À l'avenir, si les conditions économiques s'améliorent ou ne s'aggravent pas, le nombre de pays faisant l'objet d'un bilan approfondi devrait diminuer au fil du temps.

⁷ Voir «Semestre européen 2015: évaluation des enjeux dans le domaine de la croissance, prévention et correction des déséquilibres macroéconomiques et résultats des bilans approfondis en vertu du règlement (UE) n° 1176/2011» - COM(2015) 85 final, 26.2.2015, et «Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015», *European Economy-Occasional Papers* 228. Pour l'ensemble des

pratique établie, un nouveau bilan approfondi est nécessaire pour examiner si les déséquilibres existants, qu'ils soient excessifs ou pas, s'atténuent, persistent ou bien s'accroissent, tout en prêtant dûment attention à la contribution des mesures mises en œuvre par ces États membres pour corriger ces déséquilibres. Les États membres concernés sont: **la Belgique, la Bulgarie, l'Allemagne, la France, la Croatie, l'Italie, la Hongrie, l'Irlande, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie, l'Espagne, la Slovénie, la Finlande, la Suède et le Royaume-Uni.**

- *Des bilans approfondis seront également réalisés pour la première fois dans les cas de l'Estonie et de l'Autriche.* Pour l'Estonie, le bilan approfondi évaluera les risques et les vulnérabilités liés à une nouvelle intensification des pressions de la demande. Pour l'Autriche, certaines questions liées au secteur financier, notamment son exposition importante à l'évolution de la situation à l'étranger et l'impact sur le crédit fourni au secteur privé, seront analysées.

En ce qui concerne les États membres bénéficiant d'une assistance financière, la surveillance de leurs déséquilibres et le suivi des mesures correctives ont lieu dans le cadre de leurs programmes d'assistance. C'est le cas de la **Grèce** et de **Chypre**. Comme ce fut le cas lors des cycles précédents pour les États membres dont le programme d'assistance financière devait s'achever, la situation de **Chypre** ne sera évaluée dans le cadre de la PDM qu'après le programme d'assistance financière en cours, qui devrait s'achever d'ici mars 2016.

Pour les autres États membres, la Commission ne procédera pas à ce stade à d'autres analyses dans le cadre de la PDM. Se basant sur la lecture économique du tableau de bord, la Commission est d'avis qu'un bilan approfondi n'est pas nécessaire à ce stade ni qu'une surveillance au titre de la PDM ne se justifie pour la **République tchèque, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, la Pologne et la Slovaquie.** Cependant, une surveillance étroite et une coordination des politiques sur une base continue sont nécessaires pour tous les États membres, afin de déceler l'apparition de nouveaux risques et d'élaborer des politiques favorables à la croissance et à l'emploi.

Encadré 1. La stabilisation et la rationalisation des catégories de déséquilibres aux fins de la PDM

La configuration des catégories de déséquilibres dans le cadre de la PDM a évolué au fil du temps et elle se présente aujourd'hui comme suit:

1. Pas de déséquilibre
2. Déséquilibres nécessitant un suivi et l'adoption de mesures
3. Déséquilibres nécessitant un suivi et l'adoption de mesures décisives
4. Déséquilibres nécessitant un suivi spécifique et l'adoption de mesures décisives
5. Déséquilibres excessifs nécessitant un suivi spécifique et l'adoption de mesures décisives
6. Déséquilibres excessifs donnant lieu à la procédure concernant les déséquilibres excessifs

La procédure concernant les déséquilibres excessifs (PDE) n'a pas encore été mise en œuvre. Cependant, en cas de constatation de déséquilibres excessifs, l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique sont requis. Depuis 2014, certains pays de la zone euro d'importance systémique et dans lesquels des déséquilibres ont été constatés sont tenus d'adopter des mesures décisives et de

recommandations par pays adoptées par le Conseil, notamment celles qui sont liées à la PDM, voir le JO C 272 du 18.8.2015.

mettre en œuvre un suivi spécifique afin de progresser dans l'application des recommandations spécifiques par pays destinées à corriger les déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro. Certains pays enregistrant des déséquilibres ont été tenus d'adopter des mesures décisives.

Si le perfectionnement des catégories de déséquilibres dans le cadre de la PDM a permis d'affiner l'activation de la surveillance au titre de la PDM, la complexité qui en découle n'a pas été favorable en termes de transparence et d'applicabilité. C'est pourquoi la communication du 21 octobre propose un certain nombre de pistes pour améliorer à l'avenir la mise en œuvre de la PDM. En particulier, la Commission veillera à la transparence de ce processus, à la stabilisation des catégories et à la clarté des critères guidant sa décision.

2. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: PROBLEMES DE NATURE TRANSNATIONALE

Dans un contexte mondial incertain, la relance économique est de plus en plus tributaire de la demande intérieure. Les dernières prévisions économiques confirment qu'une reprise modérée a lieu dans l'Union dans un contexte de faiblesse des prix du pétrole et de politique monétaire particulièrement accommodante. La croissance de l'activité économique dans l'UE, après avoir progressé de 1,4 % en 2014, devrait s'élever respectivement à 1,9 % et 2 % en 2015 et 2016. Dans la zone euro, les taux de croissance du PIB réel devraient être de 0,9 %, 1,6 % et 1,8 %, respectivement en 2014, 2015 et 2016⁸. Bien que la consommation se soit récemment renforcée, la demande intérieure reste modérée, en partie en raison de pressions considérables en faveur du désendettement dans plusieurs États membres. Cette situation se reflète dans la faiblesse de l'inflation et l'augmentation de l'excédent des comptes courants de la zone euro, qui devrait croître à nouveau en 2015, qui plus est dans un contexte de baisse des prix du pétrole depuis la mi-2014 et de recul du taux de change de l'euro. Depuis l'été, la demande extérieure a nettement marqué le pas, tandis que les risques de détérioration de l'économie mondiale se précisent, compte tenu des facteurs géopolitiques et de la possibilité d'un ralentissement plus important que prévu en Chine et dans d'autres pays émergents⁹. Suivant l'ampleur du ralentissement mondial, les économies de l'UE pourraient être sensiblement affectées, ce qui impose de consolider les progrès accomplis en matière de compétitivité et confère en outre un rôle indispensable à la demande intérieure dans la reprise.

Dans ce contexte, les déséquilibres macroéconomiques continuent à se résorber mais les niveaux élevés d'endettement sont une grande source de fragilité. Les économies de l'UE continuent de progresser dans la correction de leurs déséquilibres externes et internes. Les déficits considérables et insoutenables des comptes courants ont largement fondu et le processus de redressement des bilans est en cours dans tous les secteurs dans la plupart des pays. En outre, l'évolution de la compétitivité-coût est globalement en phase avec les besoins d'ajustement externe. Cependant, des éléments de grande fragilité liés à l'encours de la dette et à la qualité de l'ajustement demeurent. L'encours de la dette, privée et publique, externe et interne, se situe encore à des niveaux historiquement élevés dans plusieurs États membres. Non seulement cela fragilise la croissance, l'emploi et la stabilité financière dans l'UE, mais les pressions associées en faveur du désendettement pèsent aussi sur la reprise. En outre, la persistance d'importants excédents des comptes courants dans les pays où les besoins de désendettement sont relativement faibles provoque un déséquilibre important entre l'épargne et l'investissement, révélant une allocation inadéquate des ressources, ce qui accroît le risque de faiblesse économique prolongée et peut compliquer le désendettement au sein de l'UE dans son ensemble.

Corriger les niveaux élevés d'endettement tout en permettant à la reprise de mieux s'auto-alimenter représente le principal défi à relever pour la zone euro dans la conjoncture actuelle. Au niveau agrégé de la zone euro, le risque d'atonie prolongée de la croissance et de faible inflation doit être compensé par les pays qui sont mieux placés pour stimuler les investissements en raison de la marge de manœuvre budgétaire dont ils disposent

⁸ Cf. «European Economic Forecast-Autumn 2015», *European Economy, Institutional Paper 011*, novembre 2015. Bien que les chiffres globaux de la relance cachent d'importantes différences entre les États membres, la convergence réelle semble désormais progresser: des taux de croissance plus élevés ont été enregistrés en Espagne, en Irlande, en Slovénie, dans les États baltes, mais aussi en Hongrie, en Pologne, en République tchèque et en Roumanie tandis que la croissance en France, en Italie, en Autriche, en Finlande et en Belgique restera probablement plus faible en 2015.

⁹ Voir Fonds monétaire international. 2015. *Perspectives de l'économie mondiale: L'ajustement au repli des prix des produits de base*. Washington (octobre).

et de leurs moindres besoins de désendettement. Dans le même temps, les réformes structurelles visant à libérer le potentiel de croissance doivent être poursuivies ou renforcées notamment dans les pays dont le potentiel de croissance est entravé par des goulets d'étranglement structurels. En outre, les pays dont la capacité à stimuler la demande est limitée par de fortes pressions en faveur du désendettement devraient eux aussi se concentrer sur les réformes renforçant la croissance, en veillant également à ce que leur cadre réglementaire en matière d'insolvabilité leur permette de traiter le stock de dette non viable, de libérer des ressources économiques en conséquence et de réaffecter efficacement les moyens financiers. (*Encadré 2*)

Encadré 2: La dimension «zone euro» des déséquilibres macroéconomiques

Les répercussions dans la zone euro des déséquilibres macroéconomiques méritent une attention particulière. Conformément aux propositions figurant dans le rapport du 22 juin 2015 intitulé «Achever l'Union économique et monétaire européenne» de Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz, et à la communication de la Commission du 21 octobre 2015 intitulée «Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire», à compter de cette année, le RMA contient une analyse plus systématique des répercussions qu'ont sur la zone euro les déséquilibres enregistrés par les pays et de la manière dont ces répercussions exigent une approche coordonnée des réponses qui sont apportées.

La zone euro affiche actuellement l'un des plus importants excédents des comptes courants en valeur au monde. En 2015, celui-ci devrait s'élever à environ 390 milliards d'EUR, soit 3,7% du PIB. La majeure partie de cet excédent est due à l'Allemagne et aux Pays-Bas, dont la contribution représente respectivement 2,5 % et 0,7 % du PIB de la zone euro, et à l'Italie (0,4 % du PIB de la zone euro). (*graphique 1*) Par ailleurs, des pays qui affichaient anciennement des déficits présentent aujourd'hui des soldes équilibrés ou excédentaires, nécessaires pour assurer la viabilité de leur position extérieure. Dans un contexte de croissance faible et d'inflation proche de zéro, la persistance d'excédents très élevés dans des pays où les besoins de désendettement ne sont pas très marqués souligne l'absence de source intérieure de croissance. Lorsque les prix du pétrole remonteront, que la demande intérieure se renforcera, que l'effet de la baisse de l'euro s'estompera et que la croissance des exportations ralentira, les excédents de la balance commerciale de la zone euro et de l'Union européenne devraient cesser de croître et finir par diminuer légèrement en 2017. L'accumulation constante d'actifs étrangers nets peut aussi entraîner une exposition croissante au risque de change et réduire la marge de manœuvre dont disposent les autorités nationales pour gérer les risques macrofinanciers (par exemple au moyen de mesures prudentielles ou réglementaires), puisque la part des actifs originaires de pays étrangers augmente dans les portefeuilles nationaux.

Des pressions simultanées en faveur du désendettement sont actuellement à l'œuvre dans tous les secteurs de l'économie (ménages, entreprises, pouvoirs publics). Au niveau agrégé de la zone euro, les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics sont actuellement confrontés à des niveaux élevés d'endettement, et le processus de désendettement nécessaire a pour conséquence des niveaux d'investissement et une consommation médiocres. Selon les données d'Eurostat, en 2014, les stocks de dettes en termes consolidés représentaient 59,7 % et 79,5 % du PIB de la zone euro pour les ménages et les entreprises non financières, alors qu'ils s'élevaient à respectivement 63,1 % et 81,9 % du PIB en 2009. Ces chiffres moyens masquent de fortes disparités entre les États membres. Dans le secteur privé, le désendettement a débuté plus tôt, lorsque la crise a éclaté, mais le processus est toujours en cours¹⁰. Les ménages présentent toujours une capacité nette de financement deux fois supérieure à son niveau d'avant la crise. Les entreprises, qui présentent souvent des besoins nets de financement en

¹⁰ Le processus de désendettement peut être attesté par un examen de la capacité nette de financement agrégée de la zone euro par secteur. En 2014, elle s'élevait à 3,2 % du PIB, la contribution des ménages, des entreprises et des administrations publiques représentant respectivement 2,9 %, 1,8 % et -2,6 %. En 2010, les chiffres correspondants étaient de 0,6 %, 2,9 %, 3,3 % et -6,2 %, et en 2007, de 0,3 %, 1,4 %, -0,6 % et -0,6 %.

temps normal, affichent encore une capacité nette. Le désendettement des administrations publiques a commencé plus tard car la première phase de la récession a donné lieu à des mesures de relance en 2009-2010. Depuis, les administrations sont entrées dans une phase d'assainissement de leurs finances, et la politique budgétaire est restée rigoureuse ou, plus récemment, globalement neutre. L'impact sur la demande des processus de désendettement des ménages et des entreprises a donc été aggravé par la nécessité de maîtriser l'augmentation de la dette dans le secteur des administrations publiques¹¹.

Le niveau de l'excédent courant de la zone euro risque d'être supérieur à ce que laissent penser les fondamentaux, en raison d'un certain nombre d'inefficacités et de la timidité de la demande intérieure. Un certain nombre de caractéristiques économiques, tels que le profil de vieillissement de la population, le taux de dépendance des personnes âgées, les niveaux relativement élevés de revenu par habitant, mais également le statut de l'euro en tant que monnaie de réserve, donnent à penser que le rapport global épargne-investissement approprié dans la zone euro devrait se situer autour de l'équilibre¹². Or, l'augmentation de l'excédent des comptes courants dans la zone euro au cours des dernières années a conduit à un excédent qui est plus élevé que ce que justifient les fondamentaux économiques. Malgré les récentes améliorations et nonobstant les effets temporaires de la baisse des prix du pétrole et de l'évolution du taux de change, cette différence s'explique en partie par l'absence de croissance solide du crédit dans la zone euro lié au redressement des bilans et aux fortes pressions en faveur du désendettement. Concernant l'avenir, les politiques mises en place au niveau de l'UE (par exemple, le programme d'achat de titres du secteur public de la BCE et le plan d'investissement lancé par la Commission) sont destinées à soutenir le crédit à l'investissement et à la consommation, même si les effets sur l'économie réelle pourraient mettre un certain temps à se concrétiser.

Les effets de contagion entre pays de la zone euro justifient une approche coordonnée des politiques macroéconomiques pour s'attaquer aux déséquilibres tout en soutenant la relance. Compte tenu de l'interconnexion qui existe entre les économies de la zone euro, du fait des liens commerciaux, les liens financiers et institutionnels, une approche coordonnée des politiques macroéconomiques se justifie pour accélérer le rythme de correction des déséquilibres tout en soutenant la croissance. En outre, les effets de confiance se sont révélés un puissant mécanisme de transmission¹³. En particulier, les orientations des politiques économiques des grands pays présentent un intérêt systémique pour la zone euro dans la conjoncture actuelle.

Le risque de faiblesse prolongée de la croissance et de faible inflation au niveau de la zone euro devrait être compensé avant tout par les pays qui sont mieux placés pour encourager sur la durée les investissements en raison de la marge de manœuvre budgétaire qu'ils possèdent et de leur solde épargne-investissement positif¹⁴. C'est le cas de l'Allemagne et des Pays-Bas, dont les excédents de

¹¹ Voir Bricongne J.-C. et Mordonu A. (2015), «Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies», *European Commission Discussion Papers* n° 17 (octobre 2015).

¹² L'indice de référence est calculé sur la base de régressions réduites comprenant les principaux déterminants du solde entre épargne et investissement, y compris les déterminants fondamentaux (par exemple, la démographie, les ressources), les facteurs de politique économique et les conditions financières mondiales. La méthodologie s'apparente à l'approche suivie par le FMI pour l'évaluation du solde extérieur (External Balance Assessment). Voir Phillips, S. et al. (2013), «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», *document de travail du FMI*, 13/272.

¹³ Voir D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J. et Zeugner S., «Cross-border Spillovers in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 13 n° 4 (2014).

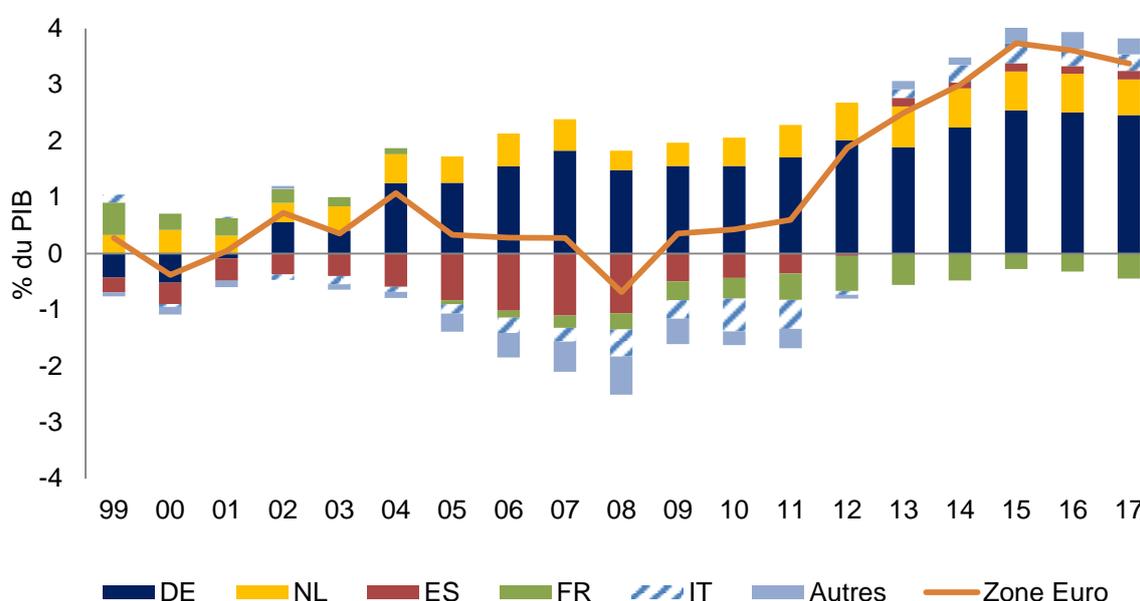
¹⁴ Voir le considérant 17 du règlement (UE) n° 1176/2011: «Lors de l'évaluation des déséquilibres macroéconomiques, il devrait être tenu compte de leur gravité et de leurs éventuelles répercussions économiques et financières négatives qui accroissent la vulnérabilité de l'économie de l'Union et constituent une menace pour le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire. Des mesures doivent être prises dans tous les États membres pour remédier aux déséquilibres macroéconomiques et réduire les écarts de compétitivité, en particulier dans la zone euro. Toutefois, la nature, l'importance et l'urgence des défis à relever dans ce domaine peuvent varier considérablement en fonction des États membres concernés. Compte tenu des vulnérabilités et de l'ampleur de l'ajustement nécessaire, la nécessité d'adopter des mesures est particulièrement pressante dans les États membres accusant de façon persistante des déficits courants importants, ainsi que des pertes importantes de compétitivité. Par ailleurs, dans les États membres qui accumulent des excédents importants de leur balance des opérations courantes, des politiques devraient viser

comptes courants devraient rester élevés dans les années à venir. Une réduction de ces excédents dans les pays ayant des besoins de désendettement relativement faibles entraînerait une amélioration indispensable de la demande dans la zone euro et contribuerait à résoudre en partie les dilemmes auxquels sont confrontés les pays fortement endettés, tenus simultanément de se désendetter et de stimuler la croissance.

Dans le même temps, les réformes structurelles visant à libérer le potentiel de croissance doivent être poursuivies ou renforcées, notamment dans les pays présentant un intérêt systémique comme l'Italie et la France. Ces réformes contribueraient non seulement à supprimer les goulets d'étranglement, mais également à affermir la confiance dans le fait que les déséquilibres budgétaires de ces pays sont viables.

Enfin, les pays dont la capacité à soutenir la demande est limitée par le surendettement et un niveau élevé de prêts improductifs devraient eux aussi mettre l'accent sur des réformes renforçant la croissance, en veillant à ce que leurs cadres réglementaires en matière d'insolvabilité leur permette de traiter de manière appropriée les stocks de dette non viables, de libérer des ressources économiques et de réaffecter efficacement les fonds propres.

Graphique 1: Solde de la balance courante de la zone euro



Source: Comptes nationaux et prévisions de l'automne 2015 de la Commission européenne (AMECO)

Les importants déficits courants ont cédé la place à des positions budgétaires plus équilibrées ou à des excédents dans la plupart des États membres, tandis que d'importants excédents courants subsistent dans d'autres. En 2014, la plupart des États membres ont affiché un excédent de leur balance courante. Les pays de la zone euro les plus touchés par la crise ont entrepris un ajustement de grande ampleur et enregistrent maintenant des excédents modestes (Espagne, Portugal, Italie) ou un peu plus importants (Irlande, Slovaquie). Si l'ajustement initial résultait principalement d'un recul de la demande intérieure privée, les excédents enregistrés récemment s'expliquent aussi par la croissance des exportations¹⁵. Toutefois, les chiffres corrigés des variations conjoncturelles sont généralement plus faibles que les soldes nominaux (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, Chypre),

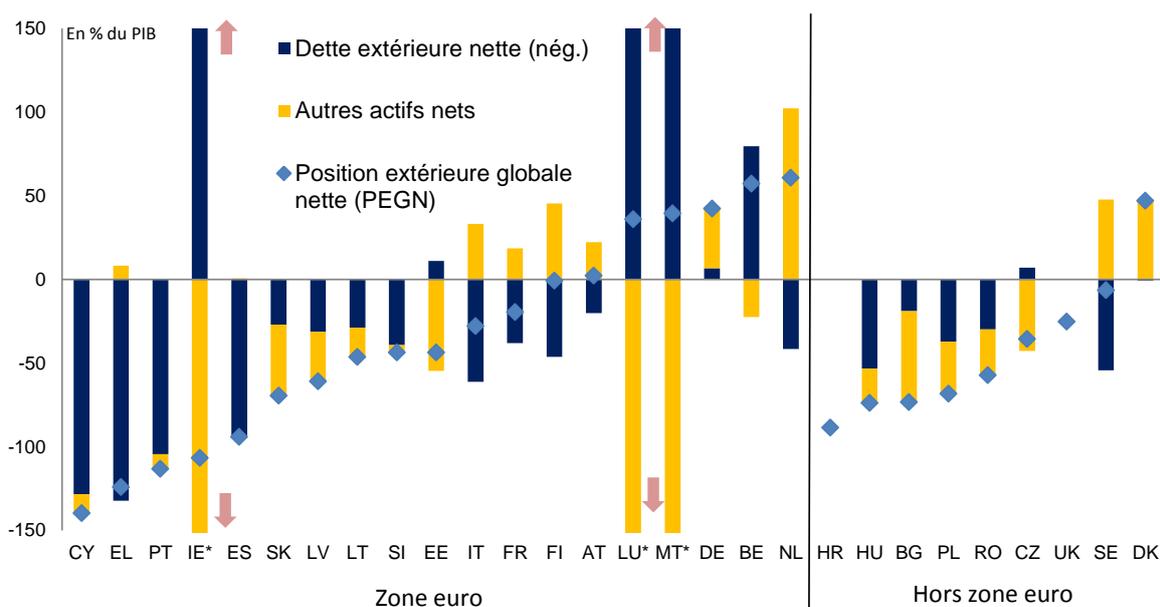
à déterminer et à mettre en œuvre des mesures qui contribuent à renforcer la demande intérieure et le potentiel de croissance.»

¹⁵ Voir l'encadré I.3 de «European Economic Forecast-Spring 2015», *European Economy*, 2015(2).

ce qui indique qu'aucune nouvelle amélioration des comptes courants ne devrait se produire alors que la reprise économique ramènera la production à un niveau proche de son potentiel, même s'il y a peu de risques que les déficits retrouvent leur niveau d'avant la crise. Quelques États membres, tels que la Finlande et la France, ont enregistré des déficits courants relativement limités, tandis que le Royaume-Uni et Chypre ont affiché des déficits beaucoup plus larges. Dans l'ensemble, l'indicateur moyen sur trois ans dépasse le seuil dans quatre pays excédentaires (Allemagne, Danemark, Pays-Bas et Suède) et dans deux pays déficitaires (Royaume-Uni et Chypre). Des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, ainsi que des pays n'appartenant pas à la zone euro, tels que la Suède et le Danemark, continuent d'afficher de très forts excédents. Ces excédents persistants ne montrent aucune tendance à se corriger. Même si l'on peut s'attendre à des excédents courants dans des pays confrontés au vieillissement de leur population, tels que l'Allemagne, et que l'évolution récente des prix du pétrole et des taux de change a eu une incidence favorable sur la balance commerciale, la valeur actuelle de l'excédent semble nettement supérieure à ce que les paramètres fondamentaux auraient justifié¹⁶.

Dans le cas de l'Allemagne, si l'on tient compte de la position dans le cycle d'activité, l'excédent corrigé des variations conjoncturelles est plus élevé que le chiffre nominal¹⁷.

Graphique 2: Position extérieure globale nette et dette extérieure nette en 2014



Source: Eurostat (MBP6 et SEC 2010)

Remarque: les données relatives à la dette extérieure nette de la Croatie et du Royaume-Uni ne sont pas disponibles. La décomposition n'apparaît pas intégralement pour l'Irlande, le Luxembourg et Malte¹⁸.

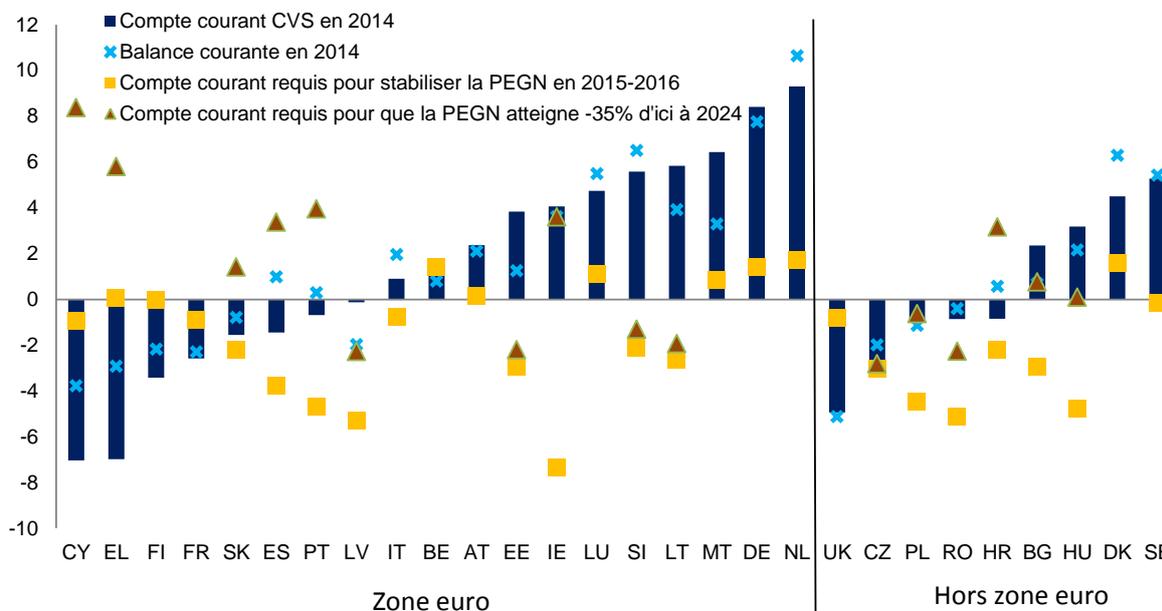
¹⁶ Voir «Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015», European Economy - Occasional Papers 228.

¹⁷ Compte tenu de la réduction des déficits courants, la répartition géographique des excédents dans les pays créanciers, notamment l'Allemagne, a évolué. Le solde vis-à-vis du reste du monde a augmenté, tandis que celui vis-à-vis de la zone euro a diminué. Le principal facteur de cette diminution a été une réduction des exportations vers le reste de la zone euro, plutôt qu'un accroissement des importations de l'Allemagne.

¹⁸ Dans ces pays, la majeure partie des passifs extérieurs n'est pas liée à des activités et à des capitaux nationaux, mais à des avoirs extérieurs. Par exemple, une grande partie des passifs extérieurs irlandais sont majoritairement détenus par des fonds communs de placement qui résident en Irlande, mais dont les avoirs proviennent d'autres pays. Selon la classification de la balance des paiements, le bilan des fonds communs

Des éléments de fragilité subsistent dès lors que l'ajustement des flux extérieurs ne s'est pas encore traduit par une réduction notable de l'endettement extérieur (*graphique 2*). Dans l'ensemble, des facteurs de fragilité importants subsistent parmi les pays créanciers nets: en 2014, l'indicateur du tableau de bord pour la position extérieure globale nette est supérieur au seuil indicatif dans 16 États membres. Depuis l'apparition d'excédents courants ces dernières années, les passifs extérieurs nets exprimés en pourcentage du PIB n'ont pas progressé de manière significative dans les pays de la zone euro tels que la Grèce, l'Espagne ou le Portugal. En particulier, à l'exception de l'Irlande et, plus récemment, du Portugal, la contribution de la croissance du PIB nominal a été soit faible (Espagne), soit négative (Grèce et Chypre). Cette situation met en évidence les risques liés à un contexte d'inflation faible et la manière dont celui-ci peut contrarier la correction des déséquilibres. Des effets de valorisation négatifs ont également pesé – parfois lourdement – sur l'amélioration des passifs extérieurs nets, notamment en Grèce, en Espagne et au Portugal. L'absence d'amélioration significative est également observée en Croatie. La plupart des économies qui enregistrent des positions très négatives auraient besoin d'excédents courants plus élevés que ceux qu'elles affichent actuellement pour réduire rapidement leurs passifs extérieurs nets (*graphique 3*). Il demeure donc essentiel de consolider l'amélioration de la compétitivité à l'exportation ainsi que les politiques en faveur de l'investissement direct étranger (IDE). En Irlande et dans plusieurs pays d'Europe orientale (Hongrie, Pologne, Roumanie), les soldes des balances courantes qui sont actuellement enregistrés ne conduiront à une amélioration significative des passifs extérieurs nets à moyen terme que s'ils sont maintenus pendant une longue période. Dans les pays créanciers nets tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, les risques associés à l'expansion des stocks d'actifs étrangers nets sont sans commune mesure avec ceux pesant sur la viabilité extérieure. Il convient néanmoins de ne pas négliger les risques de créancier net, qui continuent à s'accroître rapidement.

Graphique 3: Balance courante: soldes corrigés des variations conjoncturelles et soldes requis pour stabiliser ou réduire les passifs extérieurs



de placement se compose de capitaux propres auxquels correspondent des titres de créance en portefeuille, ce qui se traduit par une position en fonds propres très négative et par une position en titres de créances négociables très positive.

Source: la balance courante se réfère au concept de la comptabilité nationale. Calculs des services de la Commission.

Remarque: les soldes corrigés des variations conjoncturelles sont calculés sur la base des estimations d'écart de production qui sous-tendent les prévisions de l'automne 2015 de la Commission¹⁹. Les soldes de la balance courante requis pour stabiliser ou réduire les passifs extérieurs nets sont établis sur la base des hypothèses suivantes: les projections du PIB nominal qui découlent des prévisions d'automne de la Commission (jusqu'en 2017), et les projections fondées sur la méthode T+10 de la Commission au-delà²⁰; par convention, les effets de valorisation sont considérés comme nuls dans la période de projection, ce qui signifie que la projection relative aux prix des actifs ne comporte aucun biais; les soldes des comptes de capital sont réputés constants en pourcentage du PIB, à un niveau qui correspond à la médiane de 2014 et aux prévisions pour 2015-2017²¹.

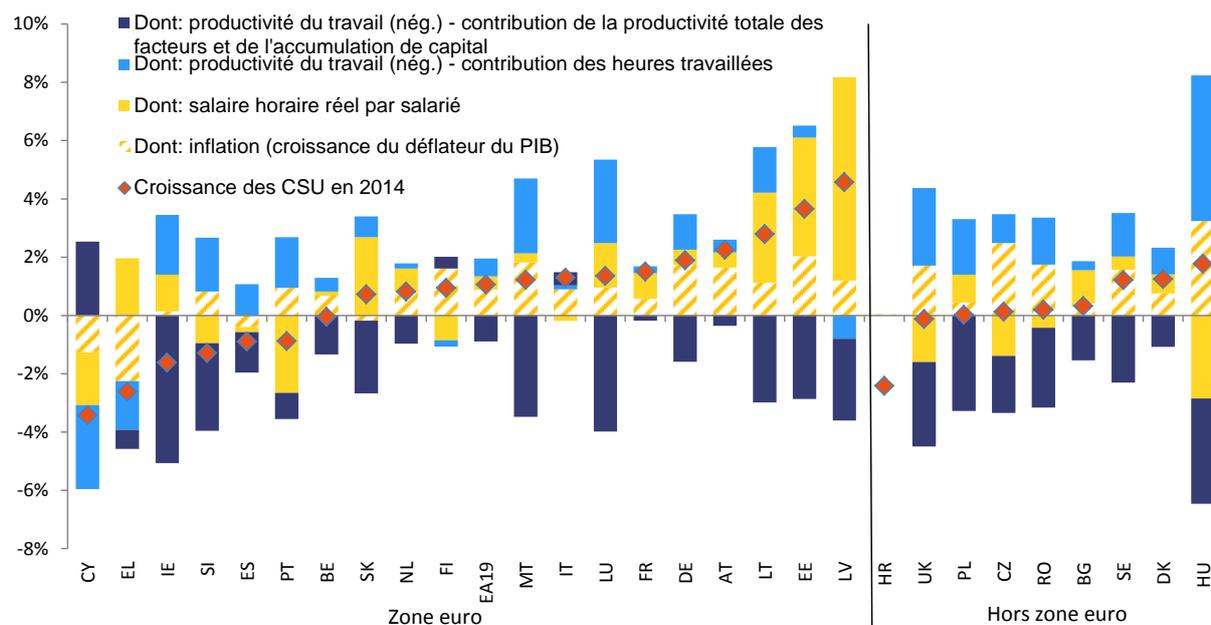
L'évolution de la compétitivité-coût a été globalement en phase avec les besoins d'ajustement externe. (*graphique 4*) En 2014, une baisse des coûts salariaux unitaires a été observée dans plusieurs pays de la zone euro particulièrement touchés par la crise (Chypre, Grèce, Espagne, Slovaquie, Portugal et Irlande). Si cet ajustement résulte principalement d'une modération des salaires à Chypre, en Grèce et au Portugal, il s'explique en grande partie par des gains de productivité en Espagne et en Irlande. En outre, dans les pays où le marché du travail s'améliore, le nombre d'heures travaillées a commencé à contribuer positivement à l'évolution des coûts salariaux unitaires (Espagne, Portugal et Irlande). En revanche, ces coûts ont progressé à un rythme supérieur à la moyenne de la zone euro (1,1 %) en Italie et en France, et même à un rythme proche de 2% en Allemagne et en Autriche, essentiellement du fait de la dynamique des salaires, mais aussi, dans le cas de l'Italie, de la faiblesse de la productivité. L'augmentation la plus rapide a été constatée dans les États baltes, en raison de la forte hausse des salaires horaires. Globalement, si l'on tient compte des évolutions survenues au cours des trois dernières années, l'indicateur relatif aux coûts salariaux unitaires dépasse le seuil en Estonie, en Lettonie et en Bulgarie. La diminution des coûts salariaux unitaires dans les États membres qui nécessitent un ajustement plus important a été suivie par un recul moins marqué mais néanmoins visible du taux de change effectif réel, signe d'une certaine sensibilité des marges prix-coûts aux mauvaises conditions économiques. Compte tenu de ces évolutions relativement modérées, aucune tendance alarmante n'est à signaler pour cet indicateur, sauf dans le cas de la Grèce.

¹⁹ Les estimations des soldes corrigés des variations conjoncturelles se fondent sur la méthode décrite dans Salto, M. et A. Turrini (2010), «Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment», *European Economy - Economic Papers*, 427.

²⁰ Pour la méthode T+10, voir Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, et V. Vandermeulen (2014), «The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps», *European Economic Papers* 535.

²¹ Pour une présentation détaillée des calculs et hypothèses, voir Loublier, A., Turrini A. et Zeugner, S. (2015), «Methodologies for computing current account benchmarks», *European Economy Economic Paper à paraître*.

Graphique 4: Décomposition de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2014



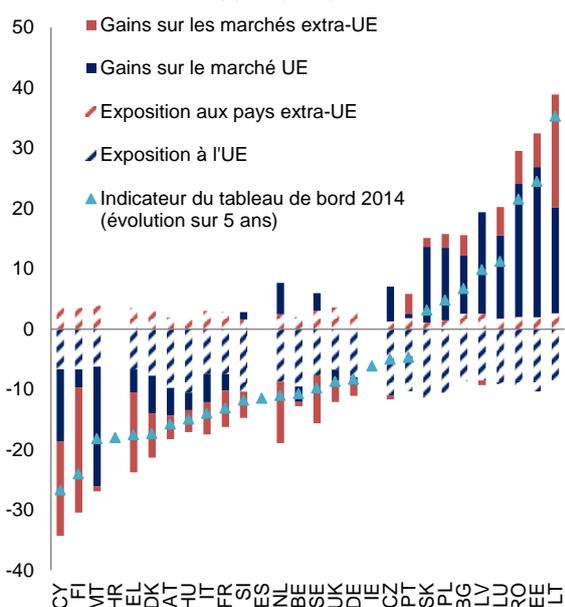
Source: Ameco et tableau de bord de la PDM. Calculs des services de la Commission.

Remarques: cette décomposition se fonde sur la ventilation standard de la croissance des coûts salariaux unitaires entre l'inflation, le salaire réel horaire et la productivité du travail, cette dernière étant elle-même répartie entre la contribution des heures travaillées, la productivité totale des facteurs et l'accumulation de capital dans un dispositif traditionnel de comptabilisation de la croissance.

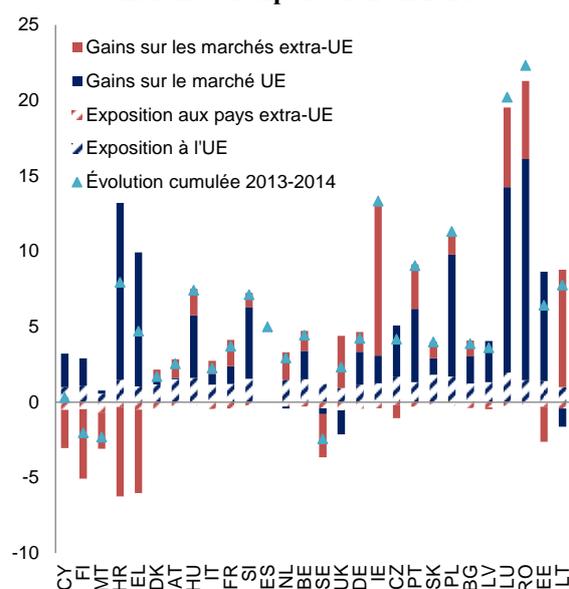
Le tableau de bord enregistre encore des pertes cumulées de parts de marché à l'exportation qui dépassent le seuil indicatif dans plusieurs États membres, mais des améliorations commencent néanmoins à apparaître. L'indicateur relatif à l'évolution des parts de marché à l'exportation sur une période de cinq ans fait apparaître des pertes cumulées au-dessus du seuil dans 18 États membres, ce qui donne à penser que l'excédent agrégé des balances des transactions courantes dans la zone euro n'est pas liée principalement à la bonne tenue des exportations (*graphique 5a*)²². Toutefois, la diminution des parts de marché à l'exportation observée dans les économies de l'UE au cours des dernières années semble marquer le pas: en effet, des gains annuels de parts de marché ont été observés en 2013 et 2014 dans la plupart des États membres, à l'exception de la Finlande, de la Suède et de Malte (*graphique 5b*). En 2014, les gains ont été relativement limités dans certains pays (Autriche, France, Pays-Bas, Espagne, Italie) ou plus importants dans d'autres (Belgique, Allemagne, Hongrie, Roumanie, Grèce et Irlande). Néanmoins, l'ampleur de ces gains est généralement nettement moindre que celle des pertes enregistrées sur la période 2010-2012. L'amélioration observée ces derniers mois dans l'UE est due en partie au coup d'arrêt subi par le commerce mondial en 2013 et 2014, qui a atténué mécaniquement les pertes de parts de marché à l'exportation. De ce fait, l'embellie constatée pour les parts de marchés à l'exportation pourrait ne pas être structurelle. Il est encore trop tôt pour déterminer si ces gains seront durables ou seulement temporaires.

²² Les exportations (en valeur) de la zone euro ont ralenti entre 2013 et 2015, et celles vers les pays tiers se sont globalement stabilisées.

Graphique 5a: Évolution sur cinq ans des parts de marché à l'exportation – Indicateur du tableau de bord en 2014



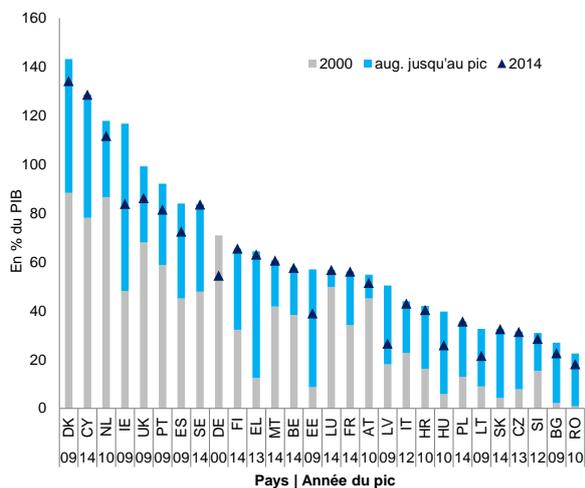
Graphique 5b: Évolution sur deux ans des parts de marché à l'exportation en 2014



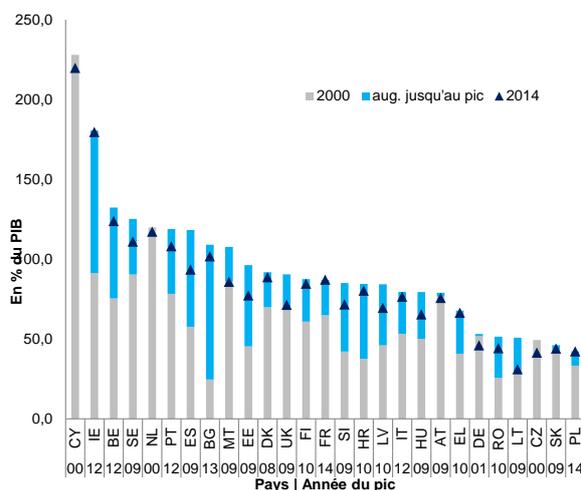
Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Remarques: la décomposition repose sur la méthode d'analyse «shift-share». Les barres hachurées représentent la contribution des variations de l'exposition à un marché donné à la dynamique des parts de marché; les barres pleines représentent la contribution des variations des parts de marché sur un marché donné à cette dynamique²³. Calculs fondés sur des données MBP6, sauf pour BG, IT, FI et MT, pour lesquels les chiffres relatifs aux exportations vers l'UE sont extraits des comptes nationaux; Données partiellement indisponibles pour ES, HR et IE.

Graphique 6a: Endettement des ménages (consolidé, en % du PIB)



Graphique 6b: Endettement des sociétés non financières (consolidé, en % du PIB)



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Remarques: sur le graphique 6a, le pic du ratio de la dette au PIB est indiqué sur l'axe horizontal. La date de la première observation est l'an 2000, sauf pour IE, SI, HR (2001), PL (2003) et MT, LV, LT (2004). Quand la valeur pour 2014 n'était pas disponible, celle-ci a été estimée à partir des données trimestrielles. Sur le graphique 6b, le Luxembourg n'est pas pris en compte en raison de particularités concernant les moteurs de l'endettement

²³ Pour une présentation détaillée de la méthode de décomposition des parts de marché à l'exportation, voir «A closer look at some drivers of trade performance at Member State level», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2):29-39.

des entreprises. Le pic du ratio de la dette au PIB est indiqué sur l'axe horizontal. La date de la première observation est l'an 2000, sauf pour IE, SI, HR (2001), PL (2003) et MT, LV, LT (2004). Quand la valeur pour 2014 n'était pas disponible, celle-ci a été estimée à partir des données trimestrielles.

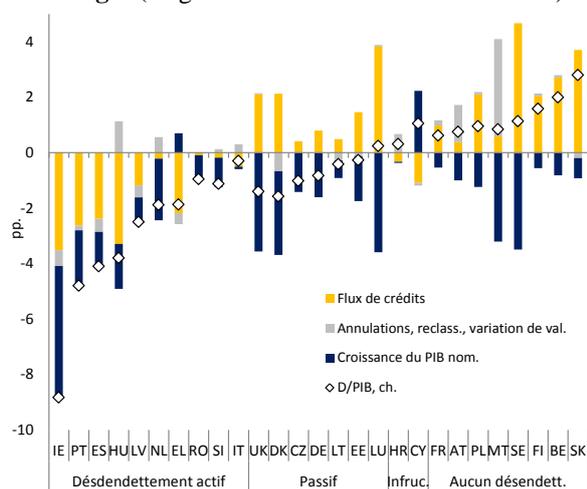
Le taux d'endettement du secteur privé reste élevé et supérieur au seuil indicatif du tableau de bord dans plusieurs États membres. L'endettement du secteur privé varie considérablement, ce qui témoigne non seulement du degré de développement du secteur financier, mais aussi de la mesure dans laquelle les conditions d'emprunt avantageuses ont favorisé le surendettement. La composition de la dette privée varie énormément d'un secteur de l'économie à l'autre (*graphiques 6a et 6b*). Dans certains pays, si l'endettement est élevé, c'est essentiellement en raison de l'accumulation de dette des ménages, laquelle s'explique à son tour par la forte croissance des prix de l'immobilier et de la valeur des créances hypothécaires. Dans d'autres pays, l'endettement élevé concerne en particulier les sociétés non financières ou touche tous les secteurs de l'économie. Le niveau élevé de l'endettement constitue un élément de vulnérabilité en ce qu'il amplifie les conséquences macrofinancières des chocs négatifs. Il ampute la capacité d'ajustement des économies en rendant moins efficace la transmission de la politique monétaire, les entreprises endettées ne bénéficiant guère des avantages procurés par des taux d'intérêt faibles²⁴. Vu la nécessité de poursuivre encore le désendettement, un ajustement à la baisse de l'encours de la dette privée agirait comme un frein à la croissance en entraînant une réduction de l'investissement ou de la consommation. Dans ce contexte, des cadres d'insolvabilité performants contribueraient à réduire l'ampleur du surendettement en remédiant au problème des dettes insoutenables et, ainsi, en atténuant l'incidence négative du désendettement sur la croissance.

Les progrès en matière de désendettement sont inégaux, et la réduction de l'endettement du secteur privé résulte principalement de flux de crédits négatifs dans la plupart des États membres. Selon les données d'Eurostat, au niveau de l'UE dans son ensemble, l'encours de la dette des ménages et des sociétés non financières sur une base consolidée a représenté, respectivement, 64,6 % et 77,7 % du PIB de l'Union en 2014, contre 68,0 % et 82,5 % en 2009. Depuis que le niveau d'endettement a atteint un point culminant, les progrès en matière de désendettement ont été inégaux, les réductions de dette réelles ayant été observées le plus souvent dans le secteur des entreprises (*graphiques 6a et 6b*). Les dernières évolutions montrent une situation très différente d'un pays et d'un secteur à l'autre (*graphiques 7a et 7b*). Tout au long de l'année 2014 et au début de l'année 2015, le remboursement actif de la dette des ménages a été facilité par une contribution favorable de la croissance en Irlande et, dans une moindre mesure, au Portugal, en Espagne et en Hongrie. Un désendettement passif a été mené au Royaume-Uni et au Danemark, ce qui a permis, grâce à une croissance favorable, de réduire le taux d'endettement tout en préservant l'accès des ménages au crédit. En revanche, la dette des ménages a continué d'augmenter en Suède, en Finlande, en France et en Belgique, à la faveur de flux de crédits positifs. Dans certains cas, les entreprises aussi ont procédé à un désendettement actif, qui a coïncidé avec une contribution favorable de la croissance nominale. C'est le cas en Lettonie, en Irlande, au Danemark, en Slovaquie et au Portugal. Les entreprises n'ont procédé à un désendettement passif que dans un petit nombre de pays

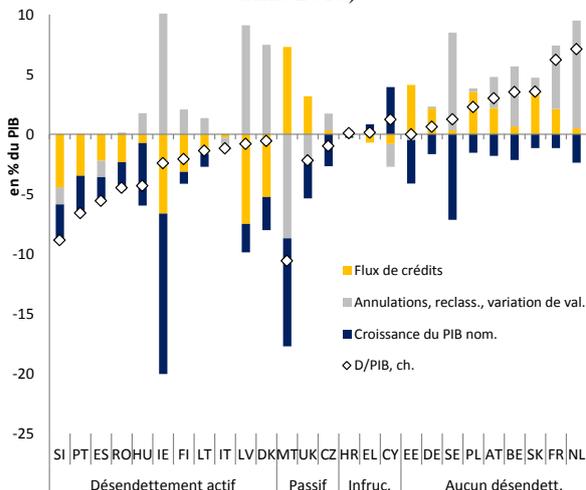
²⁴ Les séquelles de l'endettement élevé des entreprises continueront probablement à peser sur l'économie. L'endettement élevé du secteur privé est généralement associé à une croissance faible à moyen terme, même s'il peut être difficile, d'un point de vue analytique, de définir des seuils spécifiques en la matière [voir Chen et al. (2015)]. «Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts», *Working Paper 15/35, Fonds monétaire international*, Washington). D'aucuns considèrent également que la dette a nui aux performances économiques après la crise [voir Bornhorst, F. et Ruiz Arranz, M. (2013)]. «Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area.» *Country Report 13/232, Fonds monétaire international*, Washington, et «Corporate Indebtedness in the Euro Area», *Bulletin mensuel (février 2012), Banque centrale européenne (BCE)*: 87–103.

(Royaume-Uni et République tchèque, par exemple). Le désendettement des entreprises a toutefois été infructueux dans quelques États membres, tels que Chypre et la Grèce, où le taux d'endettement, du fait d'une dynamique négative du PIB nominal, a augmenté malgré les économies accrues. La dette des entreprises a augmenté dans certains États membres tels que l'Autriche, la France, la Slovaquie, la Pologne ou, dans une moindre mesure, l'Allemagne, soutenue par des flux de crédits positifs²⁵.

Graphique 7a: Moteurs du désendettement des ménages (en glissement annuel au 1^{er} trim. 2015)



Graphique 7b: Moteurs du désendettement des sociétés non financières (en glissement annuel au 1^{er} trim. 2015)



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Remarques: les graphiques présentent une ventilation de l'évolution des ratios de la dette au PIB en trois composantes: flux de crédits, croissance du PIB nominal (effet dénominateur) et autres variations de l'encours de la dette. Une réduction de l'effet de levier peut être réalisée au moyen de différentes combinaisons du remboursement de la dette, de la croissance de l'activité économique et d'autres variations de l'encours de la dette. Le désendettement *actif* implique le remboursement net de la dette (flux de crédits nets négatifs), conduisant généralement à une contraction nominale du bilan du secteur et produisant, ceteris paribus, des effets néfastes sur l'activité économique et les marchés d'actifs. Le désendettement *passif* consiste, lui, en des flux de crédits nets positifs contrebalancés par une croissance plus forte du PIB nominal, conduisant à une diminution progressive du ratio de la dette au PIB. Le désendettement actif peut s'avérer *infructueux*, si les effets déflationnistes sur le PIB conduisent à une stagnation voire à une augmentation du ratio de la dette au PIB²⁶.

Les fragilités du secteur bancaire d'un certain nombre d'États membres laissent à penser que les difficultés d'accès au financement pourraient continuer à jouer un rôle dans la dynamique de la dette. La situation générale du secteur bancaire s'est améliorée dans une majorité d'États membres. Les niveaux de fonds propres ont été reconstitués et atteignent actuellement des ratios globaux plus sûrs²⁷. En outre, des progrès ont été accomplis en ce qui concerne le cadre institutionnel de redressement des banques et de résolution de leurs défaillances, ce qui réduit le risque de boucles de rétroaction négatives entre les banques et les emprunteurs souverains. Toutefois, les fragilités et les pressions en faveur du désendettement dans le secteur financier restent manifestes dans plusieurs États membres, comme en témoigne également le recul, dans plusieurs cas, de l'indicateur du tableau de bord relatif aux

²⁵ Les évolutions de taux de change, en particulier la dépréciation de l'euro au second semestre de 2014, sont probablement responsables des importants effets de valorisation qui ont accru la valeur des dettes libellées dans une monnaie autre que l'euro, comme en Irlande ou aux Pays-Bas.

²⁶ Pour une présentation détaillée, voir P. Pontuch, «Private sector deleveraging: where do we stand?», Rapport trimestriel sur la zone euro, 2014(4): 7-19.

²⁷ Voir Banque centrale européenne (2015), «Financial Stability Review», mai 2015, et comité mixte des autorités européennes de surveillance (2015), «Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System», JC 2015 007.

passifs financiers. En Irlande, en Grèce, en Espagne, en Italie, à Chypre, en Hongrie, au Portugal, en Bulgarie, en Roumanie et en Slovénie, les banques restent confrontées à une forte proportion de prêts improductifs dans leurs bilans qui, dans certains cas, a continué à augmenter en 2014 (*graphique 8*). En Autriche, l'exposition importante à l'évolution de la situation à l'étranger peut aussi constituer une cause de vulnérabilité. Depuis la mi-2014, la dépendance à l'égard des financements des banques centrales a cessé de diminuer, signe d'un éventuel arrêt de la réduction de la fragmentation financière ou d'une réorientation du financement des banques vers des fonds publics moins chers²⁸. De plus, dans un certain nombre d'États membres, un climat marqué par une croissance faible et des taux d'intérêt peu élevés pèse sur la rentabilité des banques²⁹. Dans ce contexte, compte tenu des pressions en faveur du désendettement dans les secteurs financier et non financier, la contraction du crédit s'est poursuivie en 2014 dans les pays les plus vulnérables.

En 2014, l'évolution des prix des habitations témoigne de l'existence de différentes situations dans l'UE en ce qui concerne le cycle du logement. (*graphique 9*) L'éventail des variations annuelles des prix des logements corrigés de l'inflation en 2014 va d'une baisse de plus de 5 % en Slovénie et en Grèce à une hausse bien supérieure au seuil indicatif de 6 % en Irlande et en Estonie. Cet élargissement de l'amplitude de variation traduit la diversité des situations en matière de cycle du logement et l'hétérogénéité des risques³⁰. Dans certains États membres, les prix ont subi une forte correction durant la crise et atteint des niveaux bien inférieurs à ceux qu'impliqueraient les fondamentaux. Tel est le cas des prix des habitations en Irlande qui ont augmenté fortement l'année dernière. De même, la Hongrie, l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie connaissent d'importantes hausses des prix réels des logements. Dans ces pays, les prix des habitations sont encore considérés comme sous-évalués, de sorte que le rythme de la reprise pourrait ne pas être le signe d'une nouvelle accumulation de risques dans un proche avenir. À l'inverse, dans les États membres où les prix des logements sont toujours considérés comme surévalués, comme la Suède ou le Royaume-Uni, ces prix ont augmenté alors qu'ils étaient déjà très élevés, de sorte qu'ils doivent faire l'objet d'un suivi minutieux³¹.

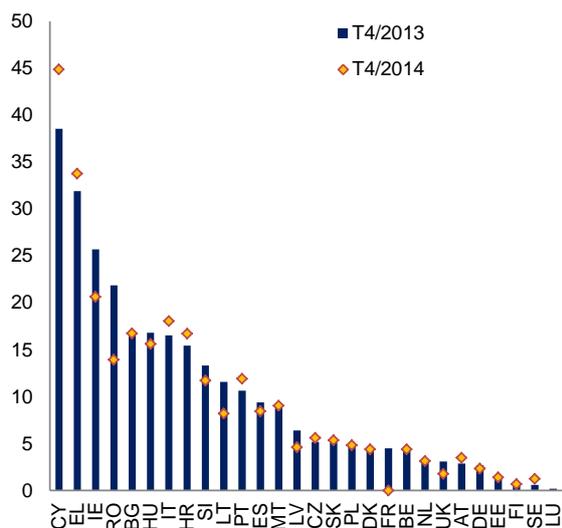
²⁸ Depuis l'été dernier, le resserrement global des soldes TARGET2 semble s'être interrompu, essentiellement sous l'effet des évolutions enregistrées en Italie, en Grèce et en Espagne.

²⁹ La faiblesse des taux d'intérêt pèse aussi lourdement sur la rentabilité du secteur de l'assurance-vie, des disparités en matière de gain apparaissant entre les faibles rendements des obligations d'État et les garanties offertes aux clients.

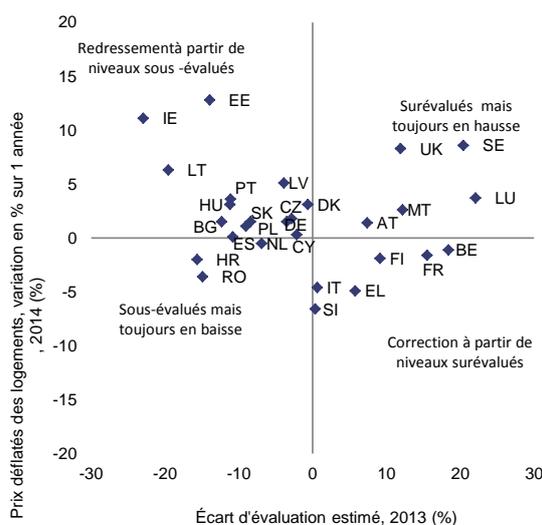
³⁰ L'évolution des prix des logements doit être examinée en liaison avec le désalignement de ces prix.

³¹ La Suède et le Luxembourg sont les seuls pays où la crise n'a guère eu d'effets sur les prix des logements, qui ne cessent d'augmenter depuis le milieu des années 1990. Au Royaume-Uni, les prix déflatés des logements ont subi une correction de quelque 18 % entre leur niveau record du 3^e trimestre de 2007 et 2012, mais ils ont augmenté de 8 % en 2014 et ont continué à monter tout au long de 2015.

Graphique 8: Ratios des prêts improductifs



Graphique 9: Prix des logements: évaluations en 2013 et variations en 2014



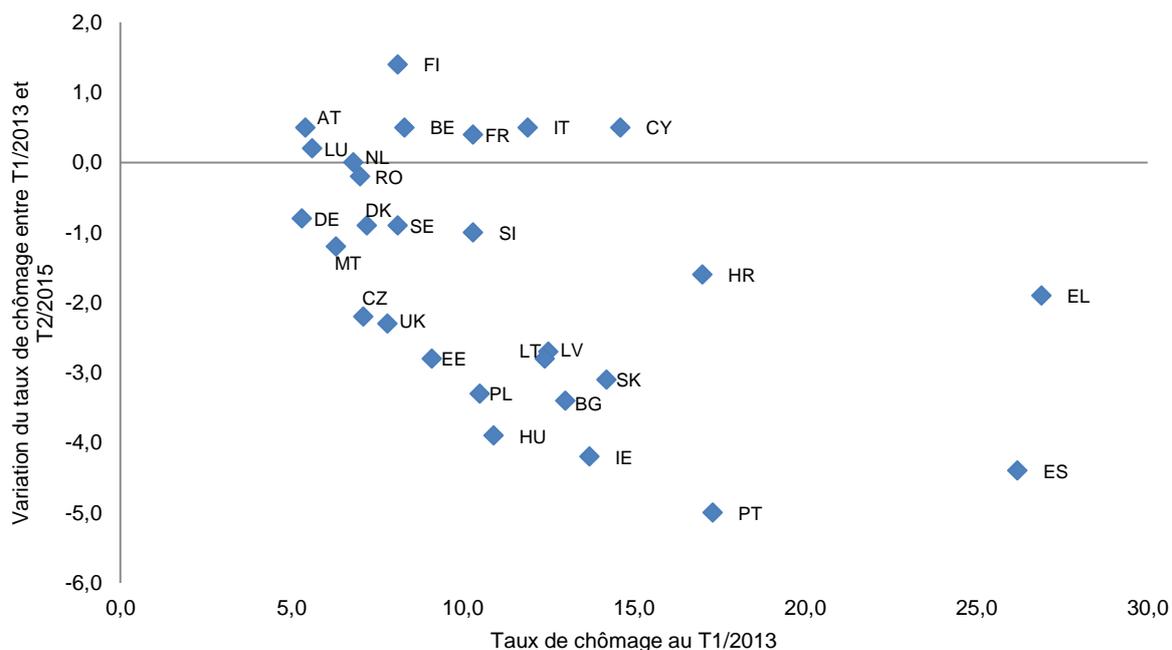
Sources: pour le graphique 8: FMI et BCE; pour le graphique 9: Eurostat, BCE, BRI, OCDE et calculs des services de la Commission.

Remarque: en ce qui concerne le *graphique 8*, les chiffres sont tous extraits des données du FMI, sauf pour la France pour laquelle les données du FMI pour le 4^e trimestre de 2013 sont extrapolées à 2014 compte tenu de la modification de la BCE pour le 1^{er} semestre de 2014, et pour la Finlande pour laquelle les données de la BCE sont utilisées. Pour le Luxembourg, aucun chiffre du FMI et de la BCE n'est disponible pour 2014. En ce qui concerne le *graphique 9*, l'écart de surévaluation est calculé en tant que moyenne des écarts d'évaluation concernant les ratios prix/revenus, prix/loyers et le modèle relatif aux fondamentaux ³².

Bien qu'il demeure élevé, le niveau de la dette publique a amorcé un recul grâce aux efforts d'assainissement budgétaire déjà consentis et à la reprise de la croissance. Connaissant une hausse rapide depuis 2007, l'endettement public ne devrait commencer à diminuer que cette année, tout en se maintenant à des niveaux historiquement très élevés. La réduction du niveau global de la dette publique résulte à la fois de la diminution constante du déficit public global et de la reprise de la croissance nominale. En fait, corrigée des variations cycliques, l'orientation budgétaire dans la zone euro et dans l'UE est globalement neutre et elle est propice à une dynamique décroissante de l'endettement couplée à un soutien de la reprise économique qui s'amorce. Toutefois, dans un certain nombre de pays, dont la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal, l'ajustement budgétaire devrait ralentir en dépit d'une dette publique élevée.

³² Une estimation de l'écart relatif au désalignement des prix des logements est obtenue en calculant la moyenne des trois indicateurs d'évaluation: i) l'écart d'accessibilité (la distance par rapport à la moyenne à long terme du ratio prix/revenus); i) l'écart de rendement (la distance par rapport à la moyenne à long terme du ratio prix/loyers); et iii) une estimation des écarts des prix des logements par rapport aux valeurs d'équilibre justifiées par les fondamentaux de l'offre et de la demande de logements. Pour plus de détails, voir la publication de la Commission européenne: *European Economy 2014* (3), *European Economic Forecast-Spring 2014*, encadré I.3 «Housing market adjustment in the European Union».

Graphique 10: Évolution du taux de chômage depuis 2013



Source: Eurostat

Remarque: le dernier chiffre en date correspond au 2^e trimestre de 2015 sauf pour l'Estonie, l'Italie et le Royaume-Uni (1^{er} trimestre de 2015) et pour l'Irlande, les Pays-Bas, la Finlande et la Suède (3^e trimestre de 2015).

Encadré 3: Évolution de l'emploi et de la situation sociale

Dans l'UE, les conditions sur les marchés du travail s'améliorent et les écarts entre États membres s'amenuisent, tandis que la situation sociale dans de nombreux États membres reste préoccupante.

Principaux enseignements du tableau de bord du RMA

Dans l'Union en 2014, les *taux de chômage* sont restés très élevés dans plusieurs pays, la moyenne sur 3 ans dépassant l'indicateur seuil de 10 % dans 12 États membres (Bulgarie, Irlande, Grèce, Espagne, France, Croatie, Italie, Chypre, Lettonie, Lituanie, Portugal et Slovaquie). Globalement, en 2014, le taux de chômage (groupe d'âge des 15-74 ans) s'est établi à respectivement 11,6 % et 10,2 % dans la zone euro et dans l'UE. Une baisse du taux de chômage, reposant sur une assise relativement large, s'est toutefois amorcée en 2014 tandis que la reprise économique s'installait: entre 2013 et 2014, le chômage a ainsi reculé, sur une base annuelle, de 0,4 pp dans la zone euro et de 0,7 pp dans l'UE. Dans les pays qui connaissent un taux de chômage élevé, l'amélioration a été plus prononcée, ce qui a contribué à une moindre dispersion des taux de chômage dans l'UE et la zone euro. La diminution du chômage a été particulièrement sensible au Portugal, en Espagne, en Irlande, dans les États baltes, mais également en Hongrie, en Bulgarie, au Royaume-Uni et en Pologne. En revanche, le taux de chômage a augmenté en Italie et en Finlande, tandis qu'il s'est globalement stabilisé en Allemagne et en France. D'une manière générale, l'amélioration a été plus marquée que ce qu'impliquerait la croissance du PIB, grâce à un regain de confiance, aux effets visibles des réformes structurelles et à la réduction des coûts salariaux unitaires, tandis que le nombre d'heures travaillées est resté modéré. Au cours du premier semestre de 2015, le taux de chômage a continué à baisser dans la grande majorité des pays de l'Union. La baisse est soutenue particulièrement dans les pays où le taux de chômage a augmenté rapidement pendant la crise, dont Chypre, l'Espagne, la Grèce et le Portugal.

Les *taux d'activité* ont bien résisté dans la plupart des pays. Au total, entre 2013 et 2014, une hausse de 0,2 pp et de 0,3 pp a été observée dans la zone euro et l'UE, respectivement, qui peut être attribuée dans une large mesure à l'accroissement structurel de la participation des femmes et des travailleurs âgés qui s'est poursuivi dans presque tous les pays. Cette hausse traduit aussi en partie le déclin de la

population en âge de travailler, en particulier dans les États baltes, et, dans une moindre mesure, dans les pays touchés par la crise de la dette souveraine. La variation en pp sur trois ans du taux d'activité dépasse le seuil (négatif) dans deux États membres seulement, à savoir le Portugal et le Danemark. Dans ces deux pays, cette évolution s'explique principalement par la baisse de la participation des jeunes qui n'est pas entièrement compensée par l'accroissement de la participation des travailleurs âgés; elle doit toutefois être examinée au regard d'une baisse observée de la proportion de jeunes qui ne travaillent pas et ne suivent ni études ni formation («NEET»), qui laisse supposer une hausse du taux de scolarisation. La combinaison de taux d'activité solides et d'une croissance de l'emploi positive s'est traduite par une baisse du taux de chômage dans la majorité des États membres en 2014. En général, la croissance de l'emploi a été plus marquée dans le secteur marchand. Elle a notamment fait apparaître une structure sectorielle de la croissance des salaires généralement favorable à la réaffectation de la production du secteur non marchand vers le secteur marchand, telle qu'elle est nécessaire pour le rééquilibrage extérieur des pays déficitaires de la zone euro.

Sur un plan global, le recul des taux de chômage est essentiellement lié à une diminution des taux de licenciement, tandis que les taux de recrutement, bien qu'en progression, restent inférieurs aux niveaux d'avant la crise. Sur un plan particulier, le redressement des taux de recrutement n'a pas été suffisant pour éviter une hausse des *taux de chômage de longue durée*, qui a été particulièrement forte au cours des trois dernières années dans 11 États membres, et plus spécialement en Grèce, en Espagne, au Portugal, à Chypre et en Italie; le chômage de longue durée a par contre reculé en Allemagne, dans les États baltes, en Hongrie et au Royaume-Uni. La persistance du chômage de longue durée influe sur l'efficacité de l'adéquation entre l'offre et la demande sur le marché du travail et sur le risque que le chômage s'enracine («hystérèse du chômage»)³³. Son niveau élevé est également une source de préoccupation car il a de graves répercussions sociales, comme la diminution du capital humain et la recrudescence de la pauvreté dans l'UE depuis la crise³⁴.

Bien que le *taux de chômage des jeunes ait baissé à un rythme plus soutenu que celui du chômage en général*, il reste élevé, s'établissant à 23,7 % dans la zone euro et à 22,2 % dans l'Union en 2014. Parallèlement au chômage global, le chômage des jeunes a commencé à diminuer durant le second semestre de 2013, baisse qui s'est poursuivie en 2014 et au début de 2015. Parmi les pays ayant un fort taux de chômage des jeunes, la Grèce, la Croatie, le Portugal, la Slovaquie, la Bulgarie, Chypre et l'Espagne ont enregistré des baisses substantielles depuis le niveau record de 2013. L'Italie se distingue parmi eux comme étant le seul État où la situation à cet égard a continué à s'aggraver pendant la majeure partie de 2014. L'amélioration globale récente de l'emploi des jeunes n'est toutefois pas suffisante. En conséquence, l'indicateur de l'évolution sur 3 ans reste alarmant pour 13 États membres (Belgique, Grèce, Espagne, France, Croatie, Italie, Chypre, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovaquie et Finlande). La baisse du chômage des jeunes s'accompagne, dans la plupart des pays, d'une diminution de la proportion de jeunes qui ne travaillent pas et ne suivent ni études ni formation. Ce taux a reculé pour s'établir à 12,4 % en 2014, mais il reste nettement supérieur aux niveaux antérieurs à la crise. C'est en Irlande, à Chypre, en Espagne, en Roumanie, en Croatie, en Italie, en Grèce, en Bulgarie et en Italie qu'il est le plus élevé, l'Italie, Chypre et la Croatie enregistrant les plus fortes augmentations au cours de la dernière période de trois ans. Le taux de chômage des jeunes est un indicateur précoce de l'aggravation de la situation du marché du travail. Il annonce aussi une réduction du PIB potentiel (consistant en une perte d'acquisition de compétences, des effets «cicatrice») et un manque à gagner à l'avenir) et il est associé à un niveau plus élevé d'exclusion sociale.

³³ Voir Draghi, M. (2014), «Le chômage dans la zone euro», discours prononcé au symposium annuel des banques centrales à Jackson Hole, le 22 août 2014, et Arpaia, A., Kiss, A. et Turrini, A. (2014) «Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis», *European Economy, Economic Papers* 527, septembre 2014.

³⁴ Voir Duiella, M. et Turrini, A. (2014), «Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers», *ECFIN Economic Brief*, numéro 31, mai 2014.

Une dégradation durable de l'emploi et de la situation sociale peut avoir divers effets négatifs sur la croissance potentielle du PIB et risque d'aggraver les déséquilibres macroéconomiques.

Mobilité des travailleurs

La mobilité de la main-d'œuvre à l'intérieur de l'UE a encore augmenté en 2014, les flux de travailleurs n'atteignant toutefois pas le niveau enregistré avant 2008. Catalysés par l'hétérogénéité des PIB par habitant et les écarts de salaires, les flux d'est en ouest ont encore représenté l'essentiel des déplacements. La mobilité de la main-d'œuvre a atténué les disparités en matière de chômage et a mis en exergue l'importance croissante de la mobilité sud-nord, des pays les plus touchés par la crise vers les pays qui en ont moins souffert. Le nombre net de départs s'est sensiblement accru dans des États tels que la Grèce, Chypre et la Croatie, tandis que le nombre net d'arrivées a augmenté en Allemagne et en Autriche notamment. Les flux sortants nets ont décéléré en Espagne, dans les États baltes et en Irlande, où la situation économique s'est améliorée notablement. Au fil du temps, les salaires sont devenus plus réactifs aux chocs asymétriques sur les marchés nationaux du travail et la réactivité des flux de mobilité s'est également accentuée. Il n'en reste pas moins que leur contribution à la réduction des fluctuations globales du chômage reste faible³⁵. Alors que les citoyens mobiles de l'Union enregistrent, en moyenne, un taux d'emploi plus élevé que la population de leur pays d'accueil³⁶, leur capital humain semble souvent sous-utilisé, tout comme celui des personnes nées en dehors de l'UE³⁷.

Dans l'ensemble, la majorité des États membres sont confrontés à des risques découlant de vulnérabilités ou de tendances susceptibles de contribuer à une instabilité macrofinancière ou à des corrections désordonnées. Le degré de gravité et l'urgence d'adopter des mesures adéquates varient considérablement entre les États membres, selon la nature de leurs fragilités ou des tendances insoutenables qu'ils connaissent, et selon que celles-ci sont limitées à un ou plusieurs secteurs de l'économie.

- Dans certains États membres, ces fragilités se rencontrent essentiellement dans le secteur extérieur, sous la forme d'*importantes positions extérieures globales nettes négatives*. C'est le cas des économies en phase de rattrapage, comme en Roumanie et, dans une moindre mesure, en Pologne, en Lettonie, en Lituanie, en Slovaquie et en République tchèque.
- Certains pays se caractérisent par des *excédents courants importants et persistants*. C'est notamment le cas de l'Allemagne et des Pays-Bas, dont les excédents considérables et les stocks croissants d'actifs étrangers nets peuvent laisser supposer une augmentation des risques de créanciers et présentent un intérêt potentiel pour le reste de la zone euro.
- Le cumul *d'une importante dette publique et d'une tendance à la baisse de la croissance potentielle ou de la compétitivité* est une source de préoccupation dans un

³⁵ Commission européenne (2015), «Labour Market and Wage Developments in Europe 2015», partie II, chapitre 1: «Labour mobility and labour market adjustment in the EU».

³⁶ En 2014, le taux d'emploi des personnes nées dans un autre pays de l'UE était de 67 %, tandis que celui des personnes nées dans le pays de résidence était de 65 %. Le taux d'emploi des personnes nées en dehors de l'UE était de 57 % (source: statistiques d'Eurostat sur les forces de travail, groupe d'âge: 15 à 64 ans).

³⁷ En 2014, le taux de chômage des personnes nées dans un autre pays de l'UE était de 13 %, tandis que celui des personnes nées dans le pays de résidence était de 10 %. Le taux de chômage des personnes nées en dehors de l'UE était de 19 %. Le taux de surqualification, qui correspond à la proportion de travailleurs ayant une formation de haut niveau qui occupent des emplois peu ou moyennement qualifiés, était également sensiblement plus élevé pour les travailleurs mobiles de l'Union que pour les nationaux, et encore plus élevé pour les personnes nées en dehors de l'UE. (Source: statistiques d'Eurostat sur les forces de travail).

certain nombre de pays, en dépit de l'absence de risques pour la viabilité extérieure, dans la mesure où il augmente la probabilité d'une évolution instable des ratios de la dette au PIB, ainsi que la vulnérabilité aux chocs défavorables. C'est le cas des pays d'importance systémique, comme l'Italie ou la France, mais aussi des économies plus petites comme la Belgique.

- Dans un certain nombre d'économies, il arrive que *les tendances insoutenables et les vulnérabilités soient limitées à un secteur particulier de l'économie*. En Suède, la principale source d'inquiétude tient à l'augmentation constante des prix des logements et de l'endettement des ménages. L'endettement des ménages enregistré aux Pays-Bas figure parmi les plus élevés de l'Union, même s'il est actuellement en train de diminuer. Il contribue à l'excédent de la balance courante néerlandaise, à l'instar d'autres facteurs structurels, dont l'atonie des investissements. Dans les deux cas, des tendances intérieures favorisent l'apparition d'excédents courants élevés, qui, par ailleurs, sont le reflet de caractéristiques structurelles de l'économie telles que la structure de la fiscalité ou la présence d'un grand nombre d'entreprises multinationales. Le Royaume-Uni connaît également une croissance des prix des logements qui mérite d'être suivie de près. Son déficit courant, qui traduit notamment une consommation soutenue, ne semble pas être le résultat d'une importante détérioration de la compétitivité-prix. Les contraintes de financement dans le secteur financier autrichien peuvent constituer un facteur de vulnérabilité. En Estonie, les risques liés à l'intensification des pressions de la demande dans l'économie nationale pourraient nécessiter une surveillance. La Finlande est confrontée à une délicate mutation structurelle de son économie, consécutive à la réduction de son secteur électronique. Le Danemark fait aussi partie de cette catégorie en raison du fort endettement des ménages, même si l'actuelle évaluation des risques ne permet pas de conclure à la nécessité d'un examen approfondi. C'est également le cas du Luxembourg et de Malte où les risques liés au niveau élevé de la dette privée sont maîtrisés.
- Certains États membres présentent des fragilités matérialisées par un *encours important de passifs nets, qui concernent un large éventail de secteurs*, à l'intérieur comme à l'extérieur. C'est notamment le cas des pays qui affichaient d'importants déficits courants parallèlement à une forte expansion du crédit dans leur économie nationale, qui ont alimenté simultanément une importante position extérieure globale nette négative et un endettement privé élevé. En général, ces pays sont actuellement confrontés à des impératifs pressants de désendettement, dans un contexte caractérisé par une marge de manœuvre budgétaire limitée, une forte proportion de prêts improductifs et des taux de chômage inacceptables. À cet égard, ce sont généralement des pays de la zone euro qui sont concernés, tels que le Portugal, l'Espagne, Chypre, la Grèce, l'Irlande et la Slovaquie. Les pays d'Europe orientale comme la Hongrie, la Croatie et la Bulgarie font également face à des difficultés, compte tenu du niveau élevé des passifs extérieurs et intérieurs. Cette situation est particulièrement problématique en Hongrie et en Bulgarie où le secteur bancaire doit encore engager un processus de restructuration.

3. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: COMMENTAIRES PAR PAYS

La présente section propose une brève lecture économique du tableau de bord et des variables auxiliaires dans chaque État membre. Elle permet, en conjonction avec l'analyse des questions concernant l'ensemble des pays, d'identifier les États membres pour lesquels un bilan approfondi s'impose. Comme expliqué ci-dessus, c'est sur la base de ces bilans approfondis que la Commission déterminera s'il existe des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs.

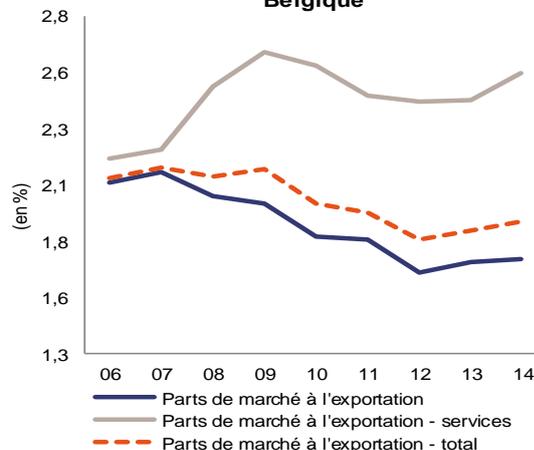
La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques ne s'applique pas aux États membres bénéficiant d'une aide financière à l'appui de leur programme d'ajustement macroéconomique³⁸, qui sont actuellement la Grèce et Chypre. Toutefois, les commentaires qui suivent concernent aussi Chypre. La situation de Chypre dans le cadre de la PDM, qui inclut l'élaboration d'un bilan approfondi, sera examinée à l'expiration de l'aide financière en cours.

Il est recommandé de se reporter à l'annexe statistique pour la série complète de statistiques sur la base desquelles ont été élaborés la présente synthèse économique et l'ensemble du rapport.

Belgique: En février 2015, la Commission a conclu que la Belgique connaissait des déséquilibres macroéconomiques, notamment en termes de compétitivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette des administrations publiques, ainsi que l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

Après une deuxième année marquée par des gains de parts de marché à l'exportation, l'indicateur s'est amélioré en 2014 et se rapproche progressivement du seuil. Dans le même temps, la balance courante s'est redressée et les coûts salariaux unitaires sont restés stables. Ces deux indicateurs devraient continuer de s'améliorer en 2015 grâce à des termes de l'échange favorables et à la faible progression des coûts salariaux. Dans l'ensemble, même si des problèmes subsistent, le tableau de bord révèle une position extérieure stable, voire en cours d'amélioration. Les indicateurs d'endettement sont globalement stables depuis plusieurs années, quoiqu'à un niveau nettement supérieur aux seuils. Le niveau élevé de la dette des entreprises est lié à l'importance des prêts intragroupe, dont il convient de tenir compte. La dette des ménages se maintient à un niveau modeste, les risques étant partiellement compensés par une accumulation d'actifs financiers. La dette publique est stable, et les engagements conditionnels du secteur public envers les établissements financiers se sont encore réduits. Le secteur financier a continué de réduire son ratio d'endettement,

Graphique A1: Parts de marché à l'exportation
Belgique



Source: Eurostat

³⁸ Cette approche, qui permet d'éviter la multiplication des procédures et des obligations de rapport, a été mise en place par le règlement (UE) n° 472/2013 (JO L 140 du 27.5.2013, p. 1). 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).

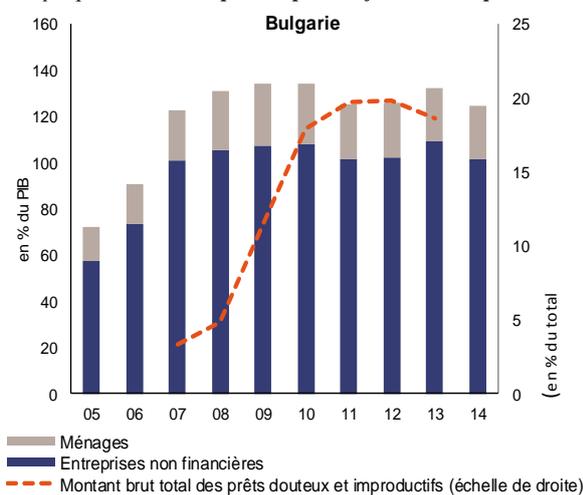
malgré une augmentation des passifs. La hausse observée des indicateurs de chômage, notamment en ce qui concerne le chômage de longue durée et le chômage des jeunes, est principalement due au cycle économique.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes de compétitivité, qu'il convient d'analyser de manière plus approfondie pour établir si la dynamique s'oriente effectivement dans la bonne direction. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Bulgarie: En février 2015, la Commission a conclu que la Bulgarie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs requérant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, en raison notamment des inquiétudes suscitées par les pratiques du secteur financier, qui comportent d'importants risques financiers et macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette du secteur privé, les coûts unitaires de main-d'œuvre et le chômage, notamment du chômage de longue durée.

Le niveau élevé des passifs extérieurs reste un facteur de vulnérabilité. Toutefois, la position extérieure nette a continué de s'améliorer, grâce aux excédents de la balance courante et du compte de capital et à l'augmentation des avoirs extérieurs. Dans le même temps, les gains de parts de marché à l'exportation ont marqué une décélération, ce phénomène s'accompagnant toutefois d'un ralentissement de la hausse des coûts salariaux unitaires. Si le secteur financier semble s'être stabilisé, les problèmes institutionnels et réglementaires révélés par la faillite de la Corporate Commercial Bank ne sont pas encore résolus. La dette du secteur privé, qui se concentre dans le secteur des entreprises non financières, reste élevée. Les pressions en faveur du désendettement pourraient freiner l'investissement et la croissance économique à court terme et devenir un facteur de vulnérabilité supplémentaire, si elles ne sont pas gérées de manière ordonnée. En dépit des efforts passés pour améliorer l'environnement des entreprises, la Bulgarie ne dispose pas d'une réglementation suffisamment développée en matière d'insolvabilité et de pré-insolvabilité, ce qui ralentit le désendettement, accroît l'incertitude des acteurs du marché et rend le pays globalement moins attractif pour les investisseurs. La persistance de problèmes structurels sur le marché du travail bulgare, tels que le chômage de longue durée et l'inadéquation des qualifications et des compétences, compromet sa fonction d'appariement de l'offre et de la demande, ce qui se traduit par une sous-utilisation du capital humain et, en définitive, par des coûts économiques et sociaux plus élevés.

Graphique A2: Dette et prêts improductifs du secteur privé



Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, les facteurs de vulnérabilité externes et internes, en particulier dans le secteur financier, sont toujours présents. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

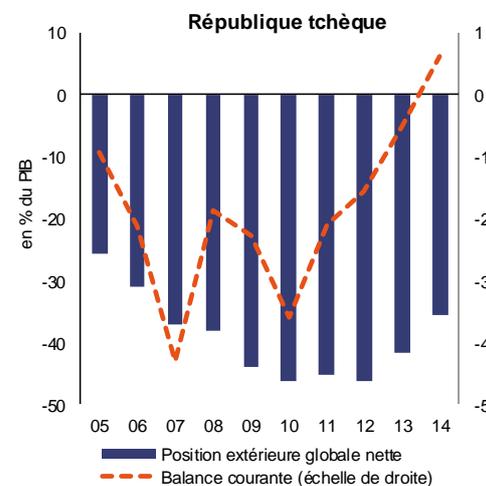
République tchèque: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en République tchèque. Dans le tableau de bord actualisé, la position extérieure globale nette (PEGN) est en deçà du seuil indicatif.

La balance courante s'est considérablement améliorée ces dernières années et a dégagé un excédent annuel en 2014. La PEGN s'est progressivement redressée et n'est maintenant que légèrement en deçà du seuil. Les risques liés à la position extérieure sont limités, puisqu'une grande partie du passif extérieur se compose d'investissements directs étrangers et que la dette extérieure nette est donc très faible. Néanmoins, les sorties de revenus primaires liées à cette position exigent le maintien d'excédents commerciaux pour assurer l'équilibre. La compétitivité paraît stable, sur fond de croissance contenue des coûts salariaux unitaires nominaux. Le taux de change effectif réel s'est fortement déprécié en 2014, à la suite de l'introduction par la Banque nationale tchèque, fin 2013, d'un cours plancher par rapport à l'euro. Ces facteurs ont contribué à une augmentation globale des parts de marché à l'exportation en 2014, à rebours de la tendance des années précédentes. Les risques de déséquilibres internes semblent réduits, compte tenu de l'endettement relativement faible du secteur privé et des flux de crédit limités qu'il enregistre. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, est resté stable, puisque le total de ses passifs n'a connu qu'une hausse modérée en 2014 et que le pourcentage des prêts non productifs est globalement faible. La dette publique a continué de se contracter et reste largement en dessous du seuil. Le chômage s'est réduit en 2014 et a fortement chuté au premier semestre 2015; les prix de l'immobilier se sont légèrement redressés.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle une amélioration de la compétitivité extérieure et des risques internes faibles. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Danemark: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté au Danemark lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir l'excédent du compte courant, les pertes de parts de marché à l'exportation et la dette du secteur privé, qui s'ajoutent à une baisse des taux d'activité.

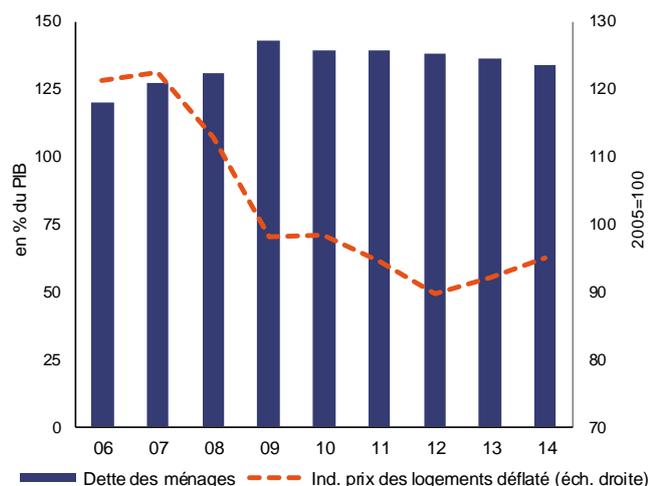
Graphique A3: PEGN et balance courante



Source: Eurostat

La balance courante continue d'afficher d'importants excédents, qui dépassent légèrement le seuil supérieur du tableau de bord pour la deuxième année consécutive. En effet, la demande intérieure peine toujours à redémarrer au Danemark et les investissements étrangers génèrent d'importants revenus. La position extérieure globale nette est élevée, principalement en raison de l'accroissement de l'encours net des investissements directs étrangers. L'excédent du compte courant devrait diminuer à mesure que la reprise deviendra plus solide. Les parts de marché à l'exportation ont de nouveau reculé en 2014; les pertes restent

Graphique A4: Dette des ménages et indice du prix des logements



Source: Eurostat

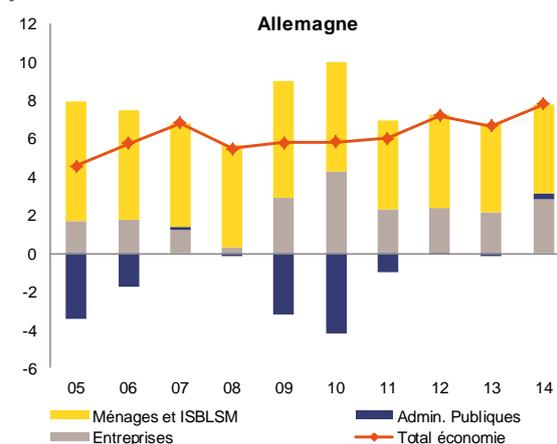
importantes, en termes cumulés, y compris par rapport aux autres pays industrialisés. Ces pertes cumulées, qui s'expliquent dans une large mesure par des salaires élevés et par une faible croissance de la productivité avant la crise, restent un frein à la reprise économique. En revanche, les indicateurs de compétitivité-prix sont restés stables ces dernières années. Le secteur privé est très endetté, mais les risques macroéconomiques pour l'économie réelle et la stabilité financière restent limités. Le niveau relativement élevé de la dette brute des ménages est en effet lié au système particulier qui régit les prêts hypothécaires. Après une période d'ajustement, les prix des logements commencent à se redresser. Les ménages ont pu faire face aux ajustements qui se sont succédé depuis 2007 parce que leur niveau élevé d'endettement est compensé par un volume important d'actifs. Les mesures de réglementation et de surveillance prises ces dernières années semblent avoir renforcé la stabilité du secteur financier. La situation de l'emploi s'est stabilisée après la crise; le chômage, déjà faible, est encore en recul, y compris le chômage de longue durée; même si les taux d'activité ont légèrement baissé, cette baisse est partie d'un niveau élevé et s'accompagne d'une diminution du taux de «NEET» (jeunes sans emploi ne suivant ni études ni formation).

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle des problèmes de résultats à l'exportation, mais les risques externes sont limités et les risques liés à l'endettement du secteur privé circonscrits. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Allemagne: En février 2015, la Commission a conclu que l'Allemagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant un suivi et l'adoption de mesures décisives, notamment en ce qui concerne les risques croissants liés à l'insuffisance persistante d'investissements publics et privés, qui a une incidence négative sur la croissance et contribue à alimenter l'excédent très élevé de la balance courante. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir l'excédent courant, les pertes de parts de marché à l'exportation et la dette publique.

L'excédent de la balance courante a continué d'augmenter, à la faveur également de la baisse des prix du pétrole et de l'évolution favorable des taux de change, et devrait rester élevé dans les années à venir. En 2014, les parts relatives de la zone euro et du reste du monde dans l'excédent extérieur sont globalement restées stables. La position extérieure globale nette est très largement positive et se renforce rapidement. La formation brute de capital fixe est peu ou prou au même niveau depuis 2011. Malgré une amélioration liée aux gains modestes à nouveau enregistrés en 2014, l'indicateur des pertes de parts de marché à l'exportation reste supérieur au seuil en termes cumulés. Le pays a vu ses coûts salariaux unitaires dépasser la moyenne de la zone euro, mais en termes cumulés, il continue d'afficher des écarts négatifs par rapport à ses partenaires de la zone. Le secteur privé a poursuivi son désendettement et enregistré des flux de crédit positifs, mais faibles. Malgré la hausse — marquée de fortes disparités régionales — des prix réels des logements ces dernières années, l'indicateur reste en deçà du seuil, mais son évolution doit être suivie de près. Bien que supérieur au seuil, le ratio de la dette publique en Allemagne a continué de diminuer en 2014. Les taux de chômage très faibles et en baisse traduisent la robustesse du marché du travail en Allemagne.

Graphique A5: Capacité/besoin de financement net par secteur



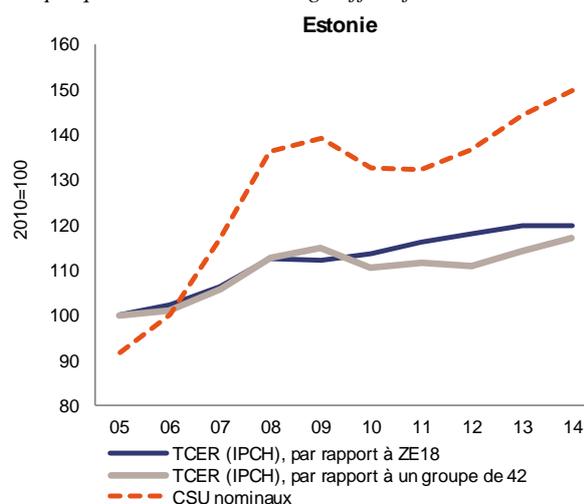
Source: Services de la Commission

Dans l'ensemble, l'excédent extérieur très important et croissant enregistré par le pays, et sa forte dépendance à l'égard de la demande extérieure, comportent des risques pour la croissance et soulignent la nécessité de poursuivre le rééquilibrage au profit de sources de croissance internes. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février et nécessitant un suivi et des mesures décisives, d'examiner plus avant les risques liés à la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Estonie: Lors des précédents cycles de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Estonie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires et les prix des logements.

Bien qu'encore en deçà du seuil, la PEGN négative s'améliore, et plus de la moitié du passif extérieur est constituée d'IDE, ce qui réduit les risques. La balance courante est excédentaire depuis 2014, grâce au dynamisme des exportations de services. Si le pays a enregistré d'importants gains de parts de marché à l'exportation en termes cumulés, ses gains annuels ont été marginaux en 2014. La forte hausse des coûts salariaux unitaires nominaux est liée à un manque de main-d'œuvre et au fait que la croissance économique est tirée par la demande intérieure, mais aussi aux effets de rattrapage qui s'exercent encore.

Graphique A6: Taux de change effectif réel et CSU



Source: Eurostat, services de la Commission

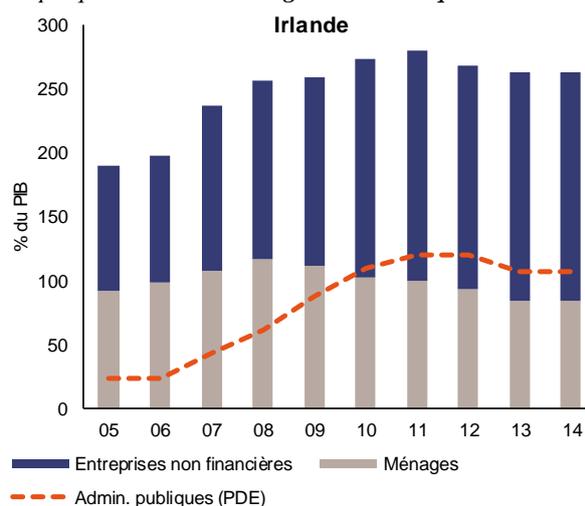
La forte progression des salaires pourrait, si elle se poursuit, avoir une incidence négative sur la compétitivité-coûts. La hausse rapide des prix des logements, après l'éclatement de la bulle du crédit de 2008-2009, tient à la poussée récente des salaires, à des conditions de prêt favorables et à la prédominance des transactions réalisées dans la région de la capitale, où les prix sont plus élevés. La dette du secteur privé est inférieure au seuil et suit une trajectoire de désendettement, grâce à la solide progression du PIB nominal et à une croissance modérée des crédits au secteur privé, mais elle reste relativement élevée par rapport à d'autres pays. La dette publique, par contre, demeure la plus faible de l'UE. Le taux de chômage de longue durée, le taux de chômage des jeunes et le taux de dénuement matériel extrême se sont nettement améliorés.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la résurgence de tensions au sein de l'économie nationale. La Commission juge donc utile d'examiner plus avant les risques encourus, dans le cadre d'une analyse approfondie, afin d'établir s'il existe un déséquilibre.

Irlande: En février 2015, la Commission a conclu que l'Irlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques requérant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, notamment en ce qui concerne l'évolution du secteur financier, l'endettement public et privé, le niveau élevé du passif extérieur brut et net et le marché du travail. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique et privée, les prix des logements et le chômage.

L'ajustement du compte des opérations courantes se poursuit, puisqu'il dégage maintenant un net excédent, également lié au dynamisme des exportations. Bien qu'étant restée largement négative en 2014, la PEGN s'est nettement redressée par rapport à 2013 et continue de s'améliorer. Cette position nette masque d'importants changements dans la composition des actifs et passifs extérieurs. Après avoir vu ses parts de marché à l'exportation reculer pendant cinq ans, l'Irlande est désormais très proche du seuil, grâce au gain substantiel enregistré en 2014. Ses exportations ont en effet fortement progressé, à la faveur d'une nette remontée, ces dernières années, de sa compétitivité-prix et -coûts; ses coûts salariaux unitaires continuent de connaître une croissance modérée, sur fond de gains de productivité, et dans un contexte d'évolution favorable du taux de change effectif réel. La dette du secteur privé en pourcentage du PIB s'est considérablement réduite en 2014, sous l'effet de l'accroissement du PIB et d'une contraction du crédit, mais le ratio demeure élevé, en partie en raison des dettes d'entreprises inscrites au bilan des filiales irlandaises de multinationales. Le ratio des prêts non productifs, bien qu'encore élevé, est lui aussi orienté à la baisse.

Graphique A7: Dette des agents économiques



Source: Eurostat

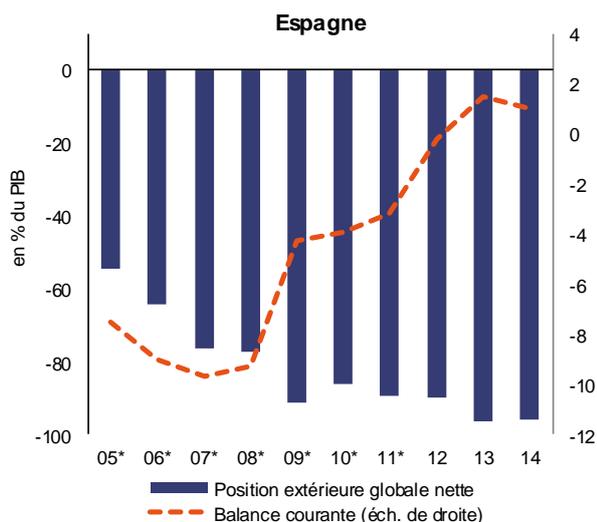
La hausse moyenne des prix des logements a dépassé le seuil en 2014, mais ce dépassement intervient après cinq années de très forte correction à la baisse. Les tensions récentes sont dues en grande partie dues à l'insuffisance de l'offre, en particulier dans les grandes zones urbaines. Le marché de la location est lui aussi de plus en plus tendu. La dette des administrations publiques en pourcentage du PIB a baissé pour la première fois en 2014, mais elle reste très élevée. Bien qu'une part importante de cette baisse résulte de facteurs techniques, la dette devrait se maintenir sur une trajectoire décroissante. L'indicateur du chômage reste supérieur au seuil, car le chômage de longue durée et le chômage des jeunes se maintiennent à des niveaux élevés, mais cette situation masque un déclin constant du taux de chômage depuis le début de l'année 2013.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la PEGN, à l'évolution du secteur financier, à la dette publique et privée et au marché immobilier. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février et nécessitant un suivi spécifique et des mesures décisives, d'examiner plus avant les risques liés à la persistance de déséquilibres ou leur correction. Cet examen s'effectuera en coordination avec la poursuite de la surveillance post-programme.

Espagne: En février 2015, la Commission a conclu que l'Espagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques requérant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés au niveau élevé de l'endettement public et privé et de la dette extérieure, dans le contexte d'un taux de chômage très élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique et privée, le chômage et l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

Le rééquilibrage extérieur s'est poursuivi, et la balance courante devrait rester légèrement excédentaire à moyen terme. Toutefois, la PEGN n'affiche pas encore d'amélioration notable, principalement en raison d'effets de valorisation négatifs. L'indicateur des pertes cumulées de parts de marché à l'exportation demeure supérieur au seuil, mais il se redresse grâce aux gains annuels enregistrés ces deux dernières années. L'amélioration des résultats à l'exportation peut être attribuée en partie au rétablissement de la compétitivité-coûts lié à la baisse des coûts salariaux unitaires nominaux et à la dépréciation du taux de change effectif réel. Le désendettement du secteur privé s'est poursuivi tout au long de 2014, sur fond de croissance négative du crédit. Les derniers chiffres indiquent toutefois un ralentissement de cette tendance dû à une reprise du crédit, notamment aux entreprises. En revanche, la dette publique a continué d'augmenter, en raison d'un déficit public important, quoiqu'en voie d'amélioration. Les prix réels des logements semblent avoir passé le creux de la vague. Bien que le chômage recule rapidement, il demeure très élevé, en particulier chez les jeunes et les chômeurs de longue durée. En outre, l'amélioration enregistrée sur le marché du travail ne s'est pas encore traduite par une inflexion des indicateurs de pauvreté, qui restent parmi les plus élevés de l'UE.

Graphique A8: PEGN et *balance courante*



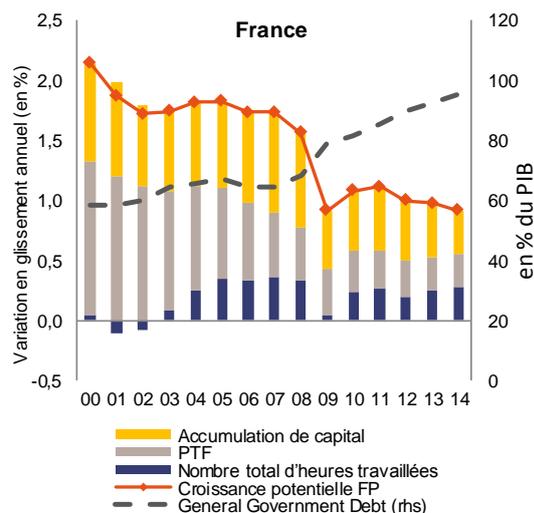
Source: Eurostat. Note: * MBP 5 et SEC 95

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'endettement extérieur, à la dette publique et privée et à l'ajustement du marché du travail. La Commission juge donc utile, compte tenu également du constat de déséquilibres requérant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs. Cet examen s'effectuera en coordination avec la poursuite de la surveillance post-programme.

France: En février 2015, la Commission a conclu que la France connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs requérant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés à une perte de compétitivité et au niveau élevé de l'endettement public. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent encore le seuil indicatif, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé, la dette publique, le chômage et l'augmentation du chômage de longue durée.

La balance courante est restée stable, affichant un léger déficit, alors que la position extérieure globale nette est restée négative et s'est encore détériorée en 2014. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation demeurent très supérieures au seuil, malgré des gains limités en 2014, qui préparent le terrain pour un redressement de cet indicateur dans les années à venir. Les coûts salariaux, toujours élevés, continuent de peser sur la compétitivité-coûts des entreprises. Malgré une dette privée supérieure au seuil, les pressions en faveur du désendettement sont limitées dans un contexte de croissance modérée du crédit. La dette très élevée des administrations publiques s'est encore alourdie en 2014; cette

Graphique A9: Croissance potentielle et dette publique



Source: Services de la Commission

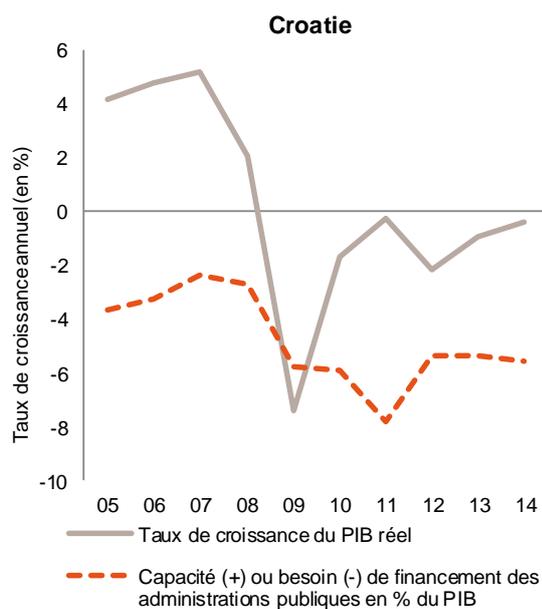
dynamique d'endettement public reste une source de risques, dans un contexte de croissance et d'inflation faibles. Les prix réels des logements ont amorcé une lente correction. L'ajustement du marché du travail pose problème en raison d'une hausse du taux de chômage, à présent supérieur au seuil, qui s'accompagne d'une augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'évolution de la compétitivité et au niveau élevé de la dette des administrations publiques, dans un contexte de croissance et d'inflation faibles. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Croatie: En février 2015, la Commission a conclu que la Croatie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs nécessitant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés à une faible compétitivité, à d'importants passifs extérieurs et à une dette publique croissante, conjugués aux carences de la gouvernance du secteur public et à de médiocres résultats en matière d'emploi, dans un contexte d'atonie de la croissance. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique, le chômage et l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

La balance courante est devenue excédentaire en 2013, les volumes d'exportations étant repartis à la hausse et dépassant le rythme de croissance des importations. La PEGN négative et la forte dette extérieure nette n'ont pas connu d'amélioration et se maintiennent à des niveaux élevés. Malgré les gains annuels de parts de marché à l'exportation enregistrés récemment, les pertes cumulées demeurent très importantes. Les indicateurs de la compétitivité-coûts font apparaître un ajustement, les coûts salariaux unitaires affichant une croissance négative alors que le taux de change effectif réel est resté stable. Bien qu'inférieure au seuil, la dette du secteur privé est élevée par rapport à d'autres pays comparables. Les banques sont bien capitalisées, mais la croissance du crédit reste faible en raison des pressions en faveur du désendettement, de l'importance des prêts non productifs et de la faiblesse des perspectives macroéconomiques. La dette publique augmente à un rythme soutenu depuis 2008, sous l'effet de déficits élevés et de la prise en charge de passifs éventuels. Le ralentissement antérieur de l'activité économique, conjugué à un ajustement limité des salaires, a sérieusement affecté l'emploi, ce qui se manifeste notamment au niveau du chômage des jeunes et du chômage de longue durée. Les personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale représentent une part relativement importante de la population. Cela étant, le pays enregistre depuis peu des évolutions économiques positives et une amélioration de ses perspectives dans ce domaine.

Graphique A10: Croissance du PIB et besoin de financement net des administrations publiques



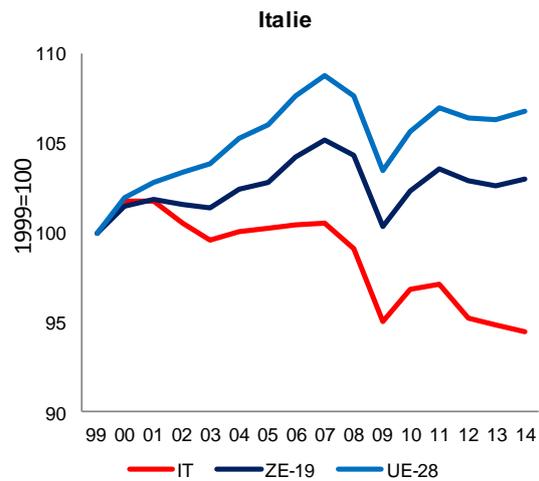
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des risques liés à la viabilité de la dette extérieure et de la dette publique et à l'ajustement du marché du travail. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Italie: En février 2015, la Commission a conclu que l'Italie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs nécessitant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés au niveau très élevé de la dette publique et à une faible compétitivité-coûts et hors coûts, dans un contexte d'atonie de la croissance et de la productivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique et l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

L'excédent de la balance courante s'est encore accru en 2014, contribuant ainsi à améliorer la position extérieure globale nette négative, en raison de l'accroissement des exportations et de la faiblesse de la demande intérieure, laquelle a néanmoins amorcé une reprise en 2015. L'indicateur de l'évolution des parts de marché à l'exportation a regagné du terrain grâce à une hausse modérée des indicateurs de la compétitivité-coûts. Les gains de compétitivité sont toutefois limités par une baisse de productivité de la main-d'œuvre et par la faiblesse de l'inflation. Si le ratio de la dette privée au PIB est resté stable, la dette publique a continué d'augmenter en 2014, sous l'effet d'une croissance réelle négative, de la faible

Graphique A11: *Productivité totale du travail*



Source: Services de la Commission

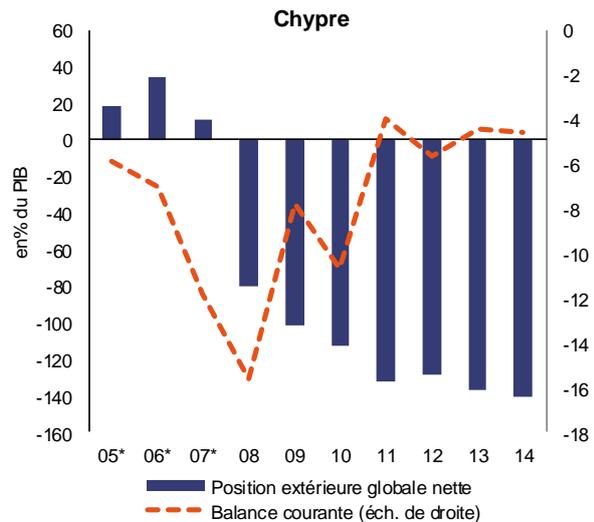
inflation et de déficits budgétaires persistants. Le manque de vigueur de l'économie s'est aussi traduit par un recul de la part des investissements fixes dans le PIB, partiellement dû à un nouveau léger repli du crédit au secteur privé en 2014. Malgré certaines améliorations depuis le milieu de l'année 2014, les conditions de financement continuent d'être affectées par l'encours important de prêts non productifs détenus par les banques. Le taux de chômage a culminé en 2014, de même que le taux de chômage des jeunes et celui du chômage de longue durée, dans un contexte de taux élevé de «NEET» (jeunes sans emploi ne suivant ni études ni formation). Les indicateurs de pauvreté et les indicateurs sociaux sont restés globalement stables en 2014, mais à des niveaux préoccupants.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la faible croissance de la productivité, qui pèse sur les perspectives de croissance et l'amélioration de la compétitivité et rend plus difficile la réduction de l'endettement public. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Chypre: Depuis mars 2013, Chypre met en œuvre un programme d'ajustement macroéconomique qui s'appuie sur une assistance financière; C'est donc dans le cadre de ce programme, et non de la PDM, que s'exerce la surveillance des déséquilibres. Chypre ayant pris, conformément à ce programme, un certain nombre de mesures importantes destinées à corriger ses déséquilibres excessifs, l'économie se redresse et le système bancaire est en cours de stabilisation. Néanmoins, dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le déficit du compte courant, la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé, la dette publique, le chômage et l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

Le déficit courant reste élevé, malgré quelques ajustements, insuffisants pour stabiliser l'encours important de passifs extérieurs nets. De plus, ces ajustements résultent principalement d'un repli des importations, alors que les parts de marché à l'exportation accusent d'importantes pertes cumulées, malgré le gain annuel limité enregistré en 2014. La compétitivité-coûts s'est améliorée, comme en atteste la nette réduction des coûts salariaux unitaires et la baisse du taux de change effectif réel basé sur l'IPCH. La dette du secteur privé reste très élevée et le désendettement s'avère lent, tant du côté des ménages que de celui des entreprises, et malgré d'importantes réformes visant à

Graphique A12: PEGN et balance courante



Source: Eurostat. Note: *MBP 5 et SEC 95

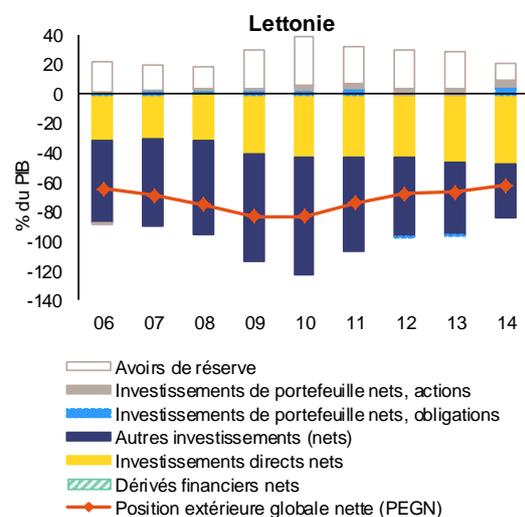
réduire la proportion excessive de prêts improductifs dans le secteur bancaire. La baisse des prix des logements se poursuit, en réaction à l'ajustement en cours sur le marché immobilier, mais à un rythme plus lent. La dette publique, très élevée, présente un risque pour la viabilité budgétaire. Le chômage, notamment le chômage des jeunes et le chômage de longue durée, s'est nettement accru en raison de l'évolution défavorable du contexte économique.

Dans l'ensemble, le programme d'ajustement économique a aidé Chypre à réduire ses déséquilibres macroéconomiques excessifs et à gérer les risques qui y sont associés. La situation de Chypre dans le cadre de la PDM sera évaluée au terme de l'actuel programme d'assistance financière et dépendra aussi des dispositions post-programme qui seront arrêtées.

Lettonie: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Lettonie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires et le chômage.

La balance courante reste déficitaire et la PEGN négative demeure nettement inférieure au seuil indicatif, même si elle s'améliore progressivement. Cependant, ce passif est pour une très grande part lié à l'encours des IDE, et la dette extérieure nette, d'un niveau modéré, est elle aussi orientée à la baisse. Les parts de marchés à l'exportation progressent, mais à un rythme de plus en plus lent. L'amélioration de la balance commerciale limite le déficit de la balance courante. Dans l'intervalle, les exportations ont subi des réajustements majeurs en termes de débouchés et de produits, dans un contexte d'instabilité de l'environnement extérieur et d'importantes perturbations des échanges avec la Russie. Les coûts salariaux unitaires ont continué

Graphique A13: Position extérieure globale nette



Source: Eurostat

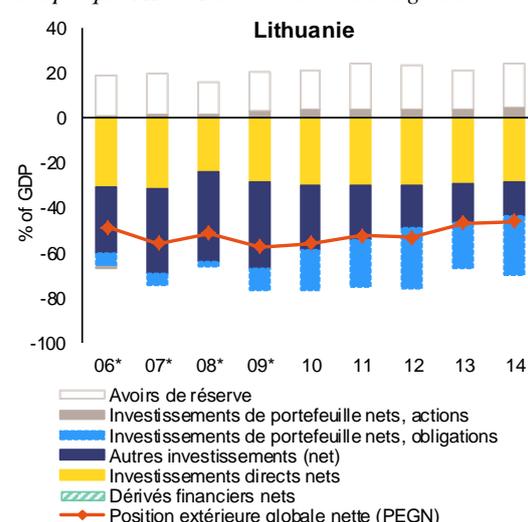
d'augmenter après avoir fortement chuté pendant la crise, et l'indicateur est maintenant légèrement supérieur au seuil. Les prix des logements, tombés à très bas niveau, sont aussi repartis à la hausse. Le secteur financier reste solide et continue de réduire son ratio d'endettement, malgré la faiblesse des taux d'intérêt. Les ratios de la dette publique et privée restent nettement inférieurs aux seuils. Le chômage est en baisse, quoiqu'encore supérieur au seuil. Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée ont tous deux considérablement reculé ces deux dernières années.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière l'existence de risques sur le plan extérieur, qui sont toutefois limités et s'inscrivent dans un contexte de rééquilibrage interne progressif. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Lituanie: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Lituanie lors des précédents cycles de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires, les prix des logements et le chômage.

À la faveur d'un ajustement de la balance courante, la PEGN négative n'a cessé de s'améliorer ces dernières années. Les IDE entrants se traduisent par une nette diminution de la dette extérieure nette. Les parts de marché à l'exportation ont progressé en termes cumulés, mais cette progression s'est beaucoup ralentie par suite de la baisse des exportations, principalement vers la Russie. La compétitivité-coûts enregistre un recul limité, le taux de change effectif réel s'appréciant légèrement et les coûts salariaux unitaires nominaux progressant à un rythme légèrement inférieur au seuil. Les ratios d'endettement du secteur public comme du secteur privé demeurent relativement faibles, et le secteur privé poursuit son désendettement. Les passifs du secteur financier ont augmenté, et les crédits aux entreprises non financières ont légèrement progressé en 2014. Les prix déflatés des logements se sont stabilisés après les fortes corrections enregistrées par le passé. Le taux de chômage a continué de baisser pour se rapprocher du seuil, le chômage des jeunes et le chômage de longue durée affichant une amélioration significative.

Graphique A14 : Position extérieure globale nette



Source: Eurostat

Note: * MBP5 et SEC 95 - rupture de la série en 2009.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux résultats extérieurs, mais n'entraînant que des risques limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Luxembourg: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté au Luxembourg lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la dette du secteur privé, le taux de croissance des passifs du secteur financier et le taux de chômage des jeunes.

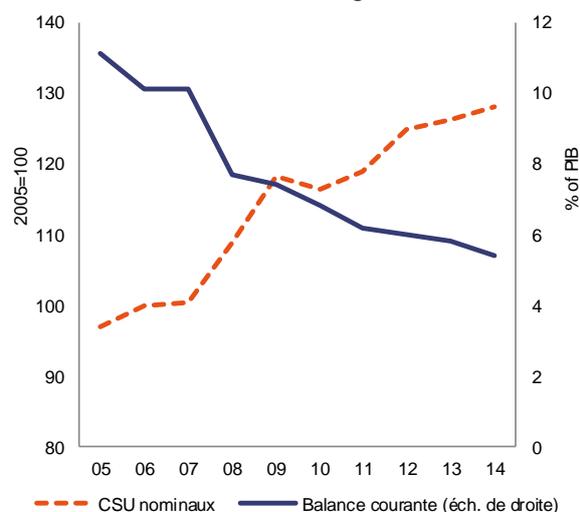
L'important excédent courant du Luxembourg s'est encore réduit, le déficit du compte des revenus primaires ayant connu une forte augmentation qui a largement contrebalancé les effets du redressement de la balance des biens et des services. La croissance des coûts salariaux unitaires a marqué le pas en 2014, en partie du fait de l'amélioration de la productivité, contribuant ainsi à d'importants gains de parts de marché à l'exportation. L'endettement du secteur privé (mesuré en termes consolidés, mais excluant l'encours élevé des prêts transfrontières intragroupe) est resté largement supérieur au seuil, sans que l'on observe de phénomène de désendettement. La dette publique est faible. Malgré l'accroissement sensible des passifs du secteur financier, son ratio d'endettement reste faible, et même si des risques existent, compte tenu de la taille du secteur, ils sont limités. La hausse des prix réels des logements s'est encore accélérée en 2014, la persistance de décalages entre offre et demande réduisant la probabilité d'une forte correction des prix. Le chômage des jeunes a augmenté, mais il s'inscrit dans un contexte de chômage faible.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence une amélioration progressive de l'environnement économique et des risques réduits. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Hongrie: En février 2015, la Commission a conclu que la Hongrie connaissait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant l'adoption de mesures décisives concernant, en particulier, la poursuite de la correction de sa position extérieure globale nette (PEGN) négative et le niveau relativement élevé de sa dette publique. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la PEGN, les pertes de parts de marché à l'exportation et la dette publique.

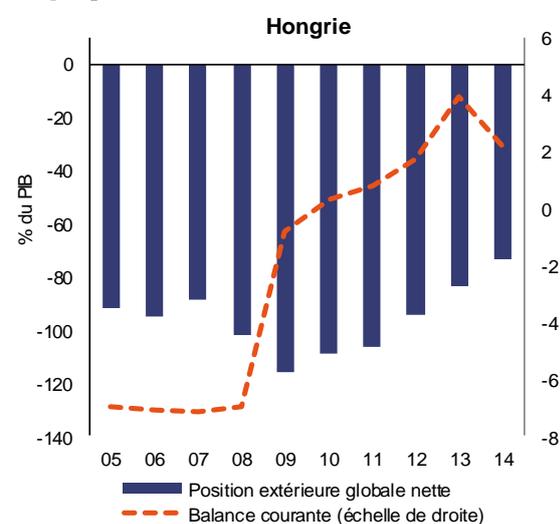
Le renforcement de la balance courante, excédentaire depuis 2010, a permis une baisse très rapide et soutenue de la PEGN, même si celle-ci demeure à un niveau élevé. Cette amélioration de la balance courante s'explique principalement par la faiblesse de la demande intérieure. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été relativement forte, mais a principalement reflété l'effet des termes de l'échange tandis que le taux de change effectif réel s'est déprécié. Les gains annuels de parts de marché à l'exportation ont continué en 2014, réduisant les pertes cumulées. Le secteur privé est en voie de désendettement et la proportion de prêts non productifs, qui sont

Graphique A15: CSU et balance courante
Luxembourg



Source: Eurostat, services de la Commission
Note: SEC 2010et MBP 6

Graphique A16: PEGN et balance courante
Hongrie



Source: Eurostat

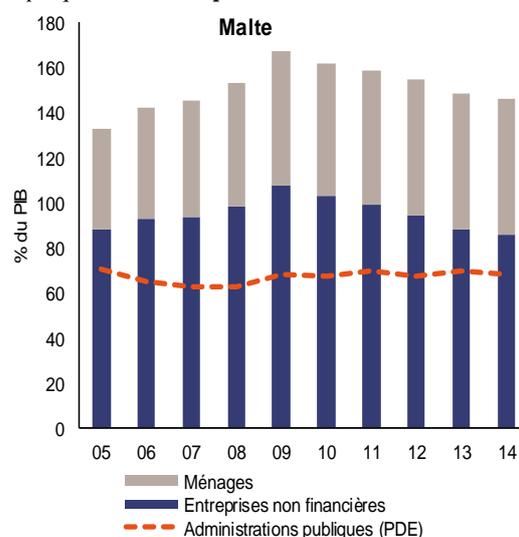
une charge pour le secteur financier, reste élevée, contribuant à l'existence de flux de crédit négatifs. Depuis la mi-2013, la croissance a bien redémarré et le rythme du désendettement s'est ralenti, sous l'effet également de mécanismes de prêt subventionnés mis en place par la Banque centrale. La baisse des prix réels des logements semble marquer le pas. La dette publique a continué de diminuer progressivement, bien qu'à un rythme relativement lent. Le potentiel de croissance restreint de l'économie pourrait encore aggraver la vulnérabilité du pays. Profitant d'un regain de l'emploi, l'indicateur du chômage est tombé sous le seuil. Les indicateurs de pauvreté indiquent que le taux global de personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale a diminué, bien qu'il reste élevé.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière les risques externes, bien qu'ils aient diminué, tandis que la reprise interne est freinée par les pressions en faveur du désendettement dans un contexte de faible potentiel de croissance. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres, constatés en février, nécessitant des mesures décisives, d'examiner plus avant les risques liés à la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Malte: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté à Malte lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette privée et la dette publique.

La balance des paiements courants ainsi que la position extérieure globale nette se sont considérablement améliorées en 2014. L'amélioration de la position extérieure globale nette reflète également l'évolution favorable du compte financier, qui a bénéficié de l'évolution de la valorisation du marché et des taux de change. Des pertes de parts de marché à l'exportation ont cependant été observées ces dernières années, qui, si elles persistent, pourraient laisser craindre une érosion de la compétitivité, même si la dégradation de la compétitivité-coûts s'est tassée en 2014, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'étant ralentie tandis que le taux de change effectif réel demeurait inchangé. La dette du secteur privé demeure élevée, du fait surtout des entreprises, mais le ratio de la dette au PIB tend à se corriger, la progression du crédit restant modérée par rapport à la forte croissance économique. La dette publique opère un lent ajustement, au fur et à mesure de l'assainissement du solde budgétaire que permet notamment une augmentation des recettes budgétaires, sans oublier l'environnement macroéconomique favorable. La capacité d'ajustement de l'économie est renforcée par les bons résultats du marché du travail, en particulier une nette progression de l'emploi et un faible taux de chômage, y compris parmi les jeunes.

Graphique A17: Dette par secteur



Source: Eurostat

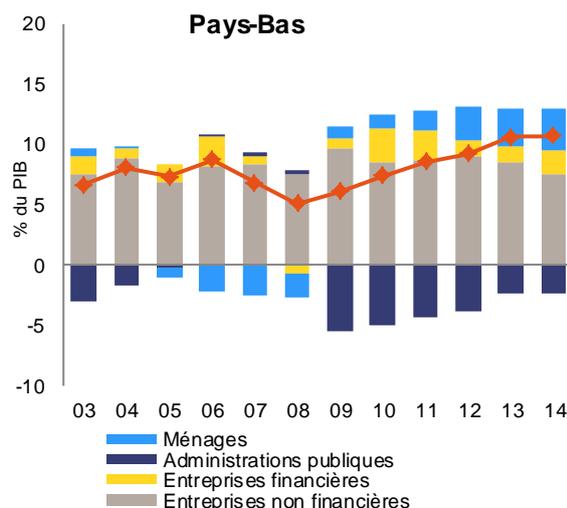
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord fait ressortir les risques liés aux mauvaises performances à l'exportation, l'ampleur limitée des risques externes et le

processus de désendettement en cours dans le pays. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Pays-Bas: En février 2015, la Commission a conclu que les Pays-Bas connaissaient des déséquilibres macroéconomiques, impliquant en particulier des risques liés au niveau élevé de leur dette privée, tandis que le fort excédent de la balance courante traduisait sans doute une allocation inefficace des capitaux. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir l'excédent de la balance courante, les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé, la dette publique, ainsi que l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

L'excédent de la balance courante, qui a augmenté jusqu'en 2013 dans un contexte de désendettement des ménages, reste nettement au-dessus du seuil. Il est le fruit en partie de caractéristiques structurelles de l'économie, telles que le solde élevé de réexportations et les flux de capitaux des multinationales. Il reflète également le niveau élevé des bénéfices non distribués et donc le volume important de l'épargne des entreprises par rapport à la faiblesse relative de leurs investissements. Globalement, cependant, il semble que les activités d'investissement, y compris l'investissement résidentiel, aient retrouvé une certaine vigueur en 2015 et qu'elles doivent poursuivre dans ce sens. Il existe

Graphique A18: Capacité/besoin de financement par secteur



Source: Ameco

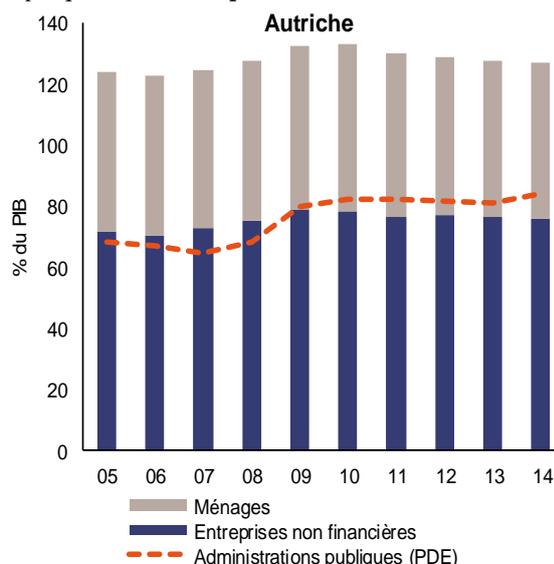
encore des pertes cumulées de parts de marché à l'exportation, mais les gains annuels enregistrés en 2013/2014 laissent entrevoir une amélioration pour l'avenir. Les indicateurs de la compétitivité des coûts sont stables. La dette du secteur privé reste nettement supérieure au seuil, mais elle est globalement stable, même si des pressions s'exercent en faveur d'un désendettement dans le secteur des ménages en raison du pourcentage élevé de familles dont les biens immobiliers ont une valeur inférieure au crédit restant dû. Des mesures telles que l'abaissement de la déductibilité des intérêts hypothécaires et des ratios prêt/valeur devraient contribuer à une réduction progressive, mais lente, de la dette des ménages et à un renforcement de la résilience du secteur financier. La dette publique est légèrement supérieure au seuil et stable. Le chômage est relativement contenu. Le chômage des jeunes, qui était faible, a augmenté, mais il s'améliore. Le chômage de longue durée suit une tendance à la hausse, principalement liée au chômage des travailleurs âgés.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière les problèmes liés au niveau élevé de la dette privée et à l'écart persistant entre les niveaux d'épargne et d'investissement qui se traduit par un excédent élevé de la balance courante. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Autriche: Dans le cycle précédent de la PDM, aucun déséquilibre n'avait été décelé dans le cas de l'Autriche. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique, ainsi que l'augmentation du chômage des jeunes.

La balance courante et la position extérieure globale nette sont positives. Toutefois, les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation demeurent importantes, tandis que les risques relatifs à la compétitivité-coûts semblent contenus, la progression des coûts salariaux unitaires et l'appréciation du taux de change effectif réel restant modérées. En 2014, la dette des administrations publiques a considérablement augmenté sous l'effet de la restructuration et de la liquidation des établissements financiers en difficulté, ce qui montre la persistance d'effets de contagion importants entre le secteur financier et le secteur des administrations publiques. La lenteur de la restructuration

Graphique A19: Dette par secteur



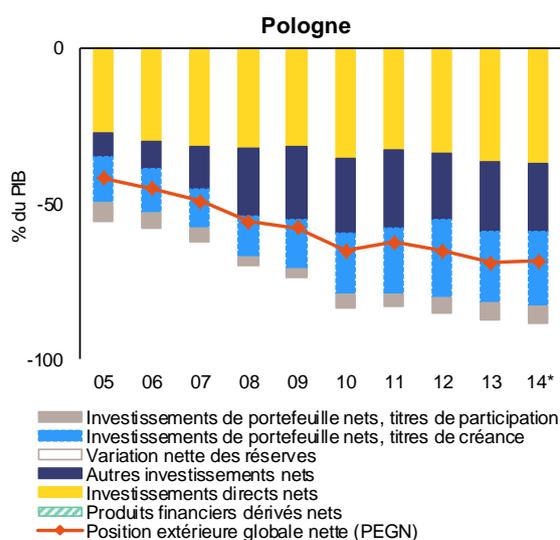
de ces banques est aussi liée à l'incertitude concernant son cadre juridique. Les coûts de financement ont été soumis à des pressions croissantes, en raison de la dégradation de la note des banques autrichiennes et des risques liés aux expositions sur l'Europe centrale et orientale et le Sud-Est de l'Europe, eu égard notamment l'évolution géopolitique récente en Russie et en Ukraine. S'ajoutant à la restructuration des actifs destinée à répondre aux exigences réglementaires, cette évolution est susceptible de grever la capacité de prêt des banques et pourrait avoir des retombées négatives sur la croissance du crédit et l'activité économique dans le pays et à l'étranger. La dette du secteur privé se maintient légèrement en deçà du seuil à un niveau relativement stable, tandis que les flux de crédit au secteur privé reculent légèrement. L'augmentation des prix du logement s'est ralentie. Le taux de chômage reste stable à un niveau relativement bas, alors que le chômage des jeunes a augmenté, tout en se maintenant à un niveau peu élevé.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière certaines questions liées au secteur financier, notamment son exposition importante à l'évolution de la situation à l'étranger, les risques de contagion réels et potentiels entre le secteur financier et les finances publiques et l'impact sur le crédit fourni au secteur privé. Dans ces conditions, la Commission juge utile d'examiner plus avant, dans un bilan approfondi, les risques encourus et d'évaluer ainsi si un déséquilibre existe.

Pologne: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Pologne lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, la position extérieure globale nette (PEGN) dépasse le seuil indicatif.

La balance courante, qui est en voie d'ajustement depuis un certain nombre d'années, présente aujourd'hui un déficit stable mais modéré. Cette amélioration s'explique principalement par de meilleurs résultats des exportations de marchandises et un moindre déficit de la balance des revenus. Tandis que la PEGN, largement négative, s'est légèrement améliorée, la vulnérabilité externe paraît limitée, une large part du passif extérieur se composant d'IDE. La Pologne présente des gains cumulés de parts de marché à l'exportation ainsi que des gains annuels importants tant en 2013 qu'en 2014. Les indicateurs de la compétitivité des coûts sont eux aussi au vert avec une réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre. La dette du secteur privé est restée globalement stable, à un niveau largement inférieur aux seuils indicatifs. La dette du secteur public est elle aussi bien inférieure au seuil et a diminué en 2014 grâce à un transfert ponctuel d'actifs des fonds de pension privés du deuxième pilier vers l'administration publique au lendemain de l'annulation partielle de la réforme systémique des retraites de 1999. Le secteur bancaire est resté bien capitalisé, liquide et rentable, en dépit d'un stock important de prêts libellés en devises. Après cinq années de déclin, les prix réels de l'immobilier sont repartis à la hausse en 2014. Par rapport à l'an dernier, le taux de chômage est passé en-dessous du seuil indicatif.

Graphique A20: *Position extérieure globale nette*



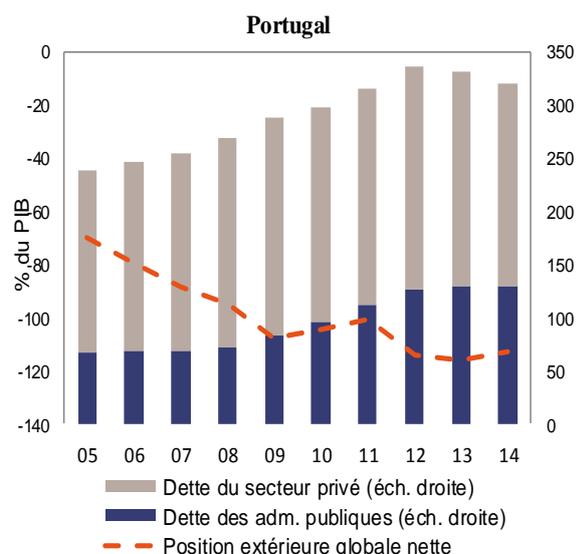
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord fait ressortir quelques questions liées à la position extérieure mais qui présentent des risques limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Portugal: En février 2015, la Commission a conclu que le Portugal connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs nécessitant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés au niveaux élevés de la dette extérieure, publique et privée, aux pressions en faveur du désendettement et à l'ampleur du chômage. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs se situent encore au-delà des seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette du secteur privé, la dette publique et le chômage, ainsi que la baisse du taux d'activité et l'augmentation du chômage de longue durée et du chômage des jeunes.

La PEGN est largement négative mais la viabilité extérieure de l'économie s'améliore lentement, soutenue par un ajustement marqué de la balance courante conduisant à des excédents courants modérés et par des conditions plus favorables à la croissance. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation ont été ramenées à un niveau inférieur au seuil indicatif grâce aux gains annuels importants enregistrés en 2013/2014 et avec l'aide d'un ajustement de la compétitivité-coûts. La dette du secteur privé est très élevée. Néanmoins, le désendettement des entreprises s'est accéléré en 2014 et la croissance du crédit reste négative. Un niveau élevé de prêts non productifs grève les bilans des secteurs financier et non financier. La dette du secteur public est également très élevée, mais commence à refluer. Le taux de chômage est élevé et le faible taux d'activité ainsi que les niveaux élevés du chômage de longue durée et du chômage des jeunes sont une source de préoccupations. Toutefois, le chômage est en recul depuis 2014, y compris parmi les jeunes et les demandeurs d'emploi de longue durée.

Graphique A21: PEGN, dette publique et privée



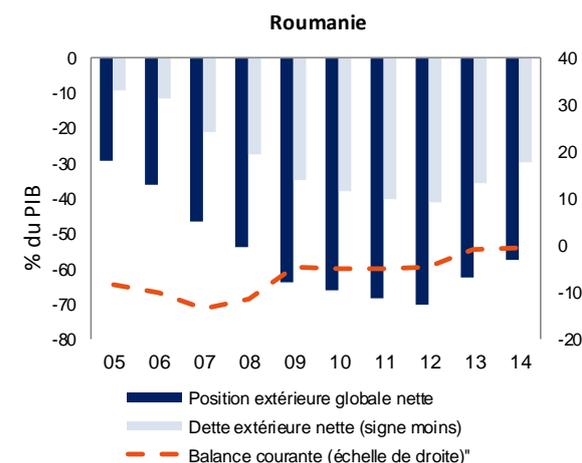
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes touchant à l'endettement très élevé qui sévit dans tous les secteurs, tout en notant des avancées en matière de désendettement dans un contexte de lente amélioration des conditions économiques. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs. Cet examen s'effectuera en coordination avec la poursuite de la surveillance post-programme.

Roumanie: En février 2015, la Commission a conclu que la Roumanie connaissait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant l'adoption de mesures et un suivi, et comportant notamment des risques liés à l'existence d'une position extérieure globale nette (PEGN) négative assez importante et à la faible capacité d'exportation à moyen terme du pays. En outre, bien que la stabilité globale du secteur financier soit préservée, le secteur bancaire demeurait vulnérable tant sur le plan interne qu'externe. Dans le tableau de bord actualisé, la position extérieure globale nette dépasse le seuil indicatif.

Cette PEGN largement négative, qui reflète l'accumulation de déficits courants dans les années ayant précédé la crise, suit néanmoins une trajectoire décroissante. La dette extérieure nette équivaut environ à la moitié de la position extérieure globale nette (PEGN). Les entrées nettes d'IDE ont augmenté au cours des deux dernières années. Le solde de la balance courante s'est resserré, pour finir en léger déficit en 2014, sous l'effet d'une forte croissance des exportations principalement, mais il pourrait se creuser de nouveau quelque peu dans les années à venir. La balance commerciale est restée positive en 2014 et des parts de marché à l'exportation ont été gagnées annuellement. Les indicateurs de la compétitivité-coûts étaient stables en 2014 et le taux de change effectif réel s'est apprécié légèrement seulement. La dette du secteur privé reste relativement faible, tandis que la croissance du crédit au secteur privé a récemment redémarré. Le secteur bancaire semble bien capitalisé, et la part des prêts non productifs a considérablement diminué. Une évaluation des bilans et la réalisation de tests de résistance dans le secteur des assurances se sont achevées en juillet 2015, à la suite de quoi ont été lancés un examen de la qualité des actifs et des tests de résistance dans le secteur bancaire. La dette publique reste faible, mais certaines mesures budgétaires récentes et l'octroi d'augmentations de salaires ad hoc à certaines catégories d'employés publics témoignent d'un assouplissement budgétaire considérable. Les indicateurs relatifs au chômage des jeunes, au chômage de longue durée et à la pauvreté se sont légèrement améliorés en 2014.

Graphique A22: PEGN et balance courante



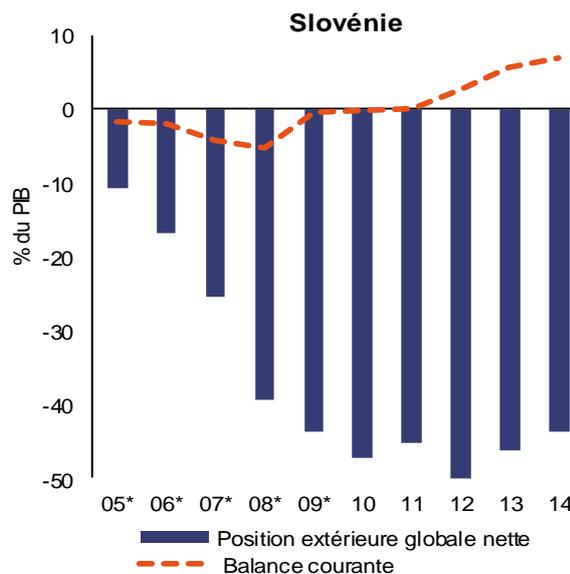
Source: services de la Commission

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la position extérieure, à la compétitivité et à la viabilité des finances publiques. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Slovénie: En février 2015, la Commission a conclu que la Slovénie présentait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant l'adoption de mesures décisives et un suivi spécifique, et comportant notamment des risques liés à l'augmentation du niveau de la dette publique, l'interaction entre la restructuration d'entreprises et du secteur bancaire et la résolution sous-jacente des prêts non productifs, la faible efficacité des entreprises publiques et l'insuffisance des investissements. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique ainsi que l'augmentation du chômage des jeunes et de longue durée.

La forte correction de la balance courante s'est poursuivie, celle-ci devenant nettement excédentaire en 2014 sous l'effet de l'augmentation des exportations et de l'atonie persistante de la demande intérieure. En conséquence, la position extérieure globale nette s'est améliorée, restant néanmoins légèrement supérieure au seuil. La compétitivité des prix et des coûts a continué elle aussi de s'améliorer, les coûts unitaires de main-d'œuvre ayant diminué. Ceci a rendu possible des gains annuels de parts de marché à l'exportation en 2013-2014, mais les pertes cumulées sont encore supérieures au seuil. La dette du secteur privé a diminué en 2014, sous l'impulsion du désendettement du secteur des entreprises dû en grande partie à la croissance négative du crédit. Le désendettement du secteur financier s'est lui aussi poursuivi, grâce notamment aux transferts additionnels de prêts improductifs à la Société de gestion des actifs bancaires, un établissement public, et à de nouvelles opérations de recapitalisation bancaire de l'État. En conséquence, la dette publique totale a encore augmenté et se situe désormais nettement au-dessus du seuil. Le taux de chômage a baissé en 2014 après avoir culminé au cours de l'année précédente. Malgré ce redémarrage de l'emploi en 2014 après 5 années de recul, le taux de chômage de longue durée est resté très élevé et le taux de chômage des jeunes n'a baissé que de façon marginale. L'un et l'autre restent supérieurs au seuil.

Graphique A23: PEGN et balance courante



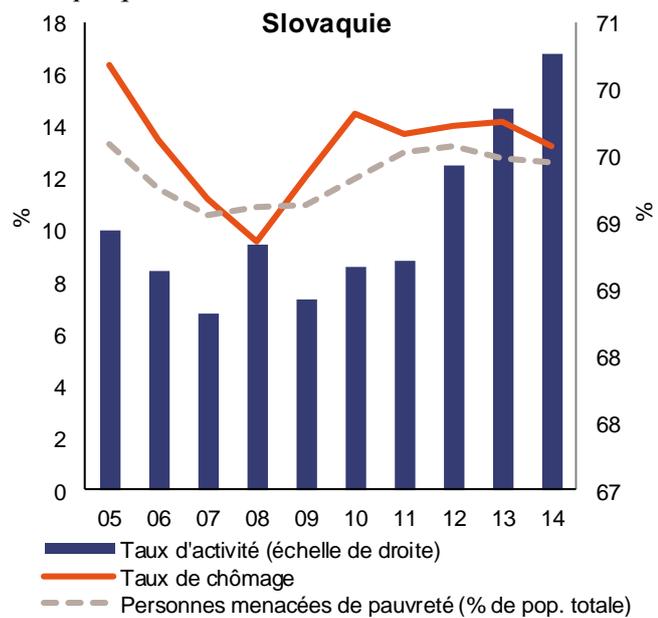
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la viabilité à long terme des finances publiques, au désendettement du secteur privé et à l'ajustement du marché du travail. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres nécessitant des mesures décisives et un suivi spécifique décelés en février, d'examiner plus avant les risques liés à la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Slovaquie: Lors des précédents cycles de la PDM, il n'était pas apparu que la Slovaquie connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, deux indicateurs sont supérieurs aux seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et le chômage.

La balance courante est excédentaire depuis 2012, mais la PEGN a continué de se détériorer en liaison avec les entrées actuelles d'IDE qui se rapportent en grande partie à l'industrie automobile. La Slovaquie a perdu quelques parts de marché à l'exportation en base annuelle, en raison à la fois d'une légère appréciation du taux de change effectif réel et de certaines hausses, quoique modestes, des coûts salariaux unitaires nominaux. En termes cumulés, cependant, elle affiche toujours des gains de parts de marché. Avec l'accélération des flux de crédit au secteur privé ces dernières années, le ratio de la dette du secteur privé a commencé à augmenter, mais il reste encore largement inférieur au seuil

Graphique A24: Marché du travail et indicateurs



Source: Eurostat

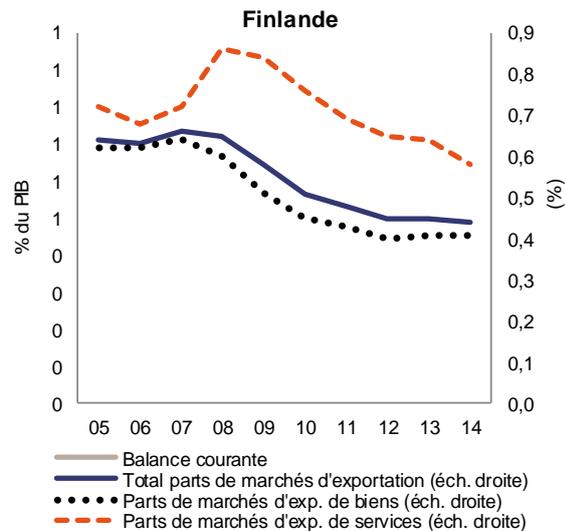
indicatif. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, est convenablement capitalisé et le total des passifs n'a augmenté que modérément selon les estimations. Le ratio de la dette publique a reculé de façon marginale en 2014 et demeure inférieur au seuil indicatif. En dépit d'une amélioration progressive du taux d'activité ces dernières années, le chômage structurel est le défi économique le plus pressant.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des questions extérieures, qui présentent toutefois des risques limités, tandis que le chômage structurel constitue toujours un défi. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Finlande: En février 2015, la Commission a conclu que la Finlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à sa compétitivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent leur seuil indicatif respectif, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé ainsi que l'augmentation du chômage des jeunes.

La balance courante s'est stabilisée depuis 2011 à un niveau de déficit modéré, reflétant l'adaptation des importations à la baisse des exportations. Dans le même temps, la part des investissements dans le PIB est tombée à des niveaux historiquement bas. La position extérieure globale nette est dans une position légèrement excédentaire. La Finlande enregistre d'importantes pertes cumulées de parts de marché à l'exportation, y compris des pertes annuelles tous les ans depuis 2008. En 2013 et 2014, le recul a été moins marqué que les années précédentes, mais, dans le même temps, la plupart des autres pays de l'UE ont connu quant à eux des gains modérés de parts de marché à

Graphique A25: Parts de marchés d'exportation et balance courante



Source: Eurostat

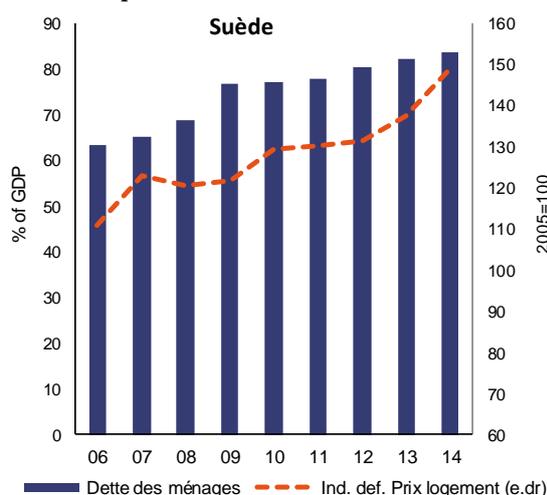
l'exportation. Ceci montre bien les difficultés rencontrées par le processus de restructuration de l'économie mis en route après le déclin d'industries manufacturières précédemment florissantes comme l'électronique et la sylviculture. Bien que l'indicateur de la variation des coûts salariaux unitaires nominaux se situe à présent en dessous du seuil, la perte cumulée de compétitivité des coûts reste importante. Le ratio de la dette au PIB du secteur privé demeure élevé, en raison principalement de l'endettement des entreprises, qui reste fort bien que les flux de crédit nets au secteur privé se soient pratiquement interrompus en 2014, et ce alors que les conditions de crédit étaient favorables. En ce qui concerne les ménages, les prix de l'immobilier ont légèrement baissé en 2012-2014, annulant les augmentations antérieures et limitant ainsi les risques pour la stabilité financière. Bien qu'inférieur au seuil, le taux de chômage est en augmentation et dépasse aujourd'hui ses niveaux de la période 2009-2010. Le chômage des jeunes s'est accru lui aussi.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière certains problèmes touchant à la fois à la compétitivité-prix et hors prix dans un contexte de restructuration. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Suède: En février 2015, la Commission a conclu que la Suède présentait des déséquilibres macroéconomiques, concernant notamment l'endettement des ménages, combinés à plusieurs facteurs d'inefficacité du marché du logement. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont supérieurs aux seuils indicatifs, à savoir l'excédent de la balance courante, les pertes de parts de marché à l'exportation, les prix du logement et la dette du secteur privé.

L'excédent de la balance courante reste légèrement supérieur au seuil, reflétant principalement l'ampleur de l'épargne privée. La position extérieure globale nette a connu une amélioration rapide, mais demeure légèrement déficitaire. Les pertes de parts de marché à l'exportation, encore nettement au-dessus du seuil, se sont ralenties depuis 2013. Ces pertes peuvent être imputées à la faiblesse de la demande mondiale. La croissance des coûts salariaux unitaires est contenue et le taux de change effectif réel s'est déprécié en 2014. L'ampleur de la dette du secteur privé continue de requérir l'attention. L'endettement des entreprises, qui s'était stabilisé à des niveaux

Graphique A26 : Dette des ménages et indice des prix



Source: Eurostat

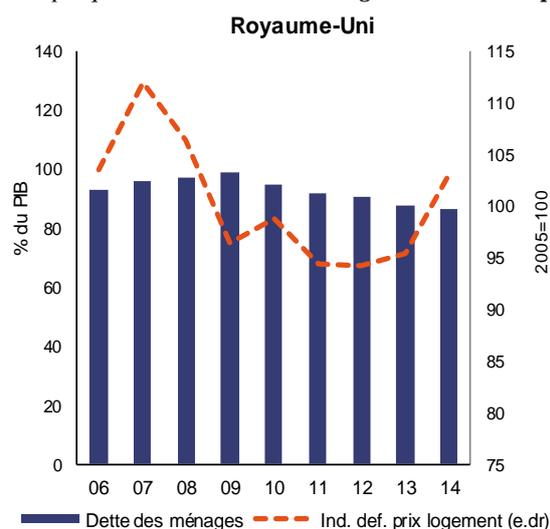
élevés, est reparti à la hausse. Quant à la dette des ménages, elle s'est stabilisée après le plafonnement des ratios prêt/valeur des prêts hypothécaires en 2010 et le ralentissement temporaire de la croissance du crédit aux ménages qui s'en est suivie. Toutefois, la dette des ménages a recommencé à croître depuis lors, les prix de l'immobilier ont été très dynamiques depuis la mi-2013 et la croissance a dépassé le seuil en 2014, avec des risques potentiels pour la stabilité macroéconomique. L'offre de logements est limitée tandis que, du côté de la demande, les prix de l'immobilier et l'endettement des ménages sont poussés à la hausse par une fiscalité encourageant le financement par l'emprunt, des taux d'intérêt hypothécaires exceptionnellement bas et l'absence d'exigences d'amortissement. Les risques bancaires semblent toutefois contenus, car la qualité des actifs des établissements et leur rentabilité demeurent élevées en dépit de la faiblesse relative de leurs coussins de fonds propres par rapport à la taille de leurs portefeuilles de prêts.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la compétitivité extérieure, au niveau élevé de la dette privée et à l'évolution dans le secteur du logement. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Royaume-Uni: En février 2015, la Commission a conclu que le Royaume-Uni connaissait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant l'adoption de mesures et un suivi, et comportant notamment des risques liés au niveau élevé de l'endettement des ménages ainsi qu'aux caractéristiques structurelles du marché du logement. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le déficit de la balance courante, les pertes de parts de marché à l'exportation, les prix du logement, la dette du secteur privé et la dette publique.

Le déficit de la balance courante a continué de se creuser en 2014, sous l'effet de l'accroissement du déficit des revenus primaires, et l'indicateur moyen sur trois ans se situe désormais au-delà du seuil indicatif. La position extérieure globale nette est négative et s'est dégradée relativement rapidement ces dernières années, mais elle reste encore largement inférieure au seuil. Les pertes cumulées de parts de marché se sont réduites en 2014 grâce à un gain annuel, mais elles demeurent supérieures au seuil. L'augmentation des coûts salariaux unitaires a été stable et modérée mais le taux de change effectif réel s'est apprécié, en particulier en 2014. Le ratio de la dette au PIB du secteur privé diminue progressivement sous l'influence de la croissance nominale, mais il reste globalement élevé. Les prix des logements continuent de grimper et cette augmentation a dépassé le seuil en 2014. Néanmoins, une particularité de ces deux dernières années est que la hausse des prix des logements n'a pas aggravé l'endettement des ménages. Le niveau élevé de la dette publique reste un sujet de préoccupation. L'emploi continue de progresser à bonne allure et tant le chômage des jeunes que le taux de «NEET» (jeunes sans travail qui ne suivent pas d'études ou de formation) a régressé.

Graphique A27: Dette des ménages et indice des prix



Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes touchant au marché du logement et au volet externe de l'économie. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Tableau 1.1: Tableau de bord de la PDM 2014

| Année 2014 | Déséquilibres extérieurs et compétitivité | | | | | Déséquilibres extérieurs | | | | | | Nouveaux indicateurs concernant l'emploi ¹ | | |
|------------|---|--|--|--|---|---|--|---|---------------------------------|-------------------------------------|---|--|---|---|
| | Balance courante - % du PIB (moyenne sur 3 ans) | Position extérieure globale nette (% du PIB) | Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur IPCH (variation en % sur 3 ans) | Part des marchés d'exportation % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans) | Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation en % sur 3 ans) | Indice des prix du logement (2010=100), déflaté (variation en % sur 1 an) | Flux de crédit au secteur privé, consolidés (% du PIB) | Dette du secteur privé, consolidée (% du PIB) | Dette publique brute (% du PIB) | Taux de chômage (moyenne sur 3 ans) | Total des engagements du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an) | Taux d'activité - % de la population totale âgée de 15 à 64 ans (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | Taux de chômage à long terme - % de la population active âgée de 15 à 74 ans (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | Taux de chômage des jeunes - % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation sur 3 ans en points de pourcentage) |
| Seuils | -4/6% | -35% | ±5% (ZE) ±11% (hors ZE) | -6% | ±9 % (ZE) 12% (hors ZE) | 6% | 14% | 133% | 60% | 10% | 16.5% | -0.2% | 0.5% | 0.2% |
| BE | -0,1 | 57,2 | -0,5 | -10,7 | 5,6 | -1.1p | 1,0 | 181,4 | 106,7 | 8,2 | 4,9 | 1,0 | 0,8 | 4,5 |
| BG | 0,9 | -73,4 | -2,6 | 6,7 | 12.5p | 1.5p | -0,3 | 124,3 | 27,0 | 12,2 | 7,2 | 3,1 | 0,6 | -1,2 |
| CZ | -0,5 | -35,6 | -10,0 | -5,0 | 3,8 | 1,8 | 1,8 | 72,7 | 42,7 | 6,7 | 4,4 | 3,0 | 0,0 | -2,2 |
| DK | 6,9 | 47,0 | -1,2 | -17,3 | 5,1 | 3,1 | 1,7 | 222,8 | 45,1 | 7,0 | 6,6 | -1,2 | -0,1 | -1,6 |
| DE | 6,9 | 42,3 | -0,3 | -8,3 | 7,6 | 1.5p | 1,1 | 100,4 | 74,9 | 5,2 | 4,2 | 0,4 | -0,6 | -0,8 |
| EE | -0,5 | -43,6 | 4,7 | 24,5 | 13,0 | 12,8 | 6,4 | 116,1 | 10,4 | 8,7 | 12,2 | 0,5 | -3,8 | -7,4 |
| IE | 1,8 | -106,7 | -3,5 | -6,1 | -2,2 | 11,1 | 13,7 | 263,3 | 107,5 | 13,0 | 16,0 | 0,6 | -2,0 | -5,2 |
| EL | -2,6 | -124,1 | -5,6 | -17,5 | -11.6p | -4.9e | -2,7 | 130,5 | 178,6 | 26,2 | -7,6 | 0,1 | 10,7 | 7,7 |
| ES | 0,7 | -94,1 | -1,0 | -11,5 | -4.1p | 0,1 | -7,1 | 165,8 | 99,3 | 25,1 | -1,9 | 0,3 | 4,0 | 7,0 |
| FR | -1,0 | -19,5 | -1,2 | -13,1 | 4,8 | -1,6 | 3,3 | 143,2 | 95,6 | 10,1 | 5,4 | 1,3 | 0,6 | 1,5 |
| HR | 0,5 | -88,6 | -0,9 | -18,0 | -5,9 | -2.0p | 0,3 | 120,6 | 85,1 | 16,9 | 0,9 | 2,0 | 1,7 | 8,8 |
| IT | 0,8 | -27,9 | 0,2 | -14,0 | 3,6 | -4.6p | -0,9 | 119,3 | 132,3 | 11,8 | -0,7 | 1,8 | 3,5 | 13,5 |
| CY | -4,9 | -139,8 | -1,4 | -26,7 | -7.7p | 0.3p | -8,5 | 348,3 | 108,2 | 14,6 | 0,7 | 0,8 | 6,1 | 13,6 |
| LV | -2,5 | -60,9 | 0,4 | 9,9 | 12,9 | 5,1 | -11,9 | 96,4 | 40,6 | 12,6 | 10,4 | 1,8 | -4,1 | -11,4 |
| LT | 1,3 | -46,4 | 1,4 | 35,3 | 8,3 | 6,3 | -1,2 | 52,5 | 40,7 | 12,0 | 16,3 | 2,3 | -3,2 | -13,3 |
| LU | 5,8 | 36,0 | 0,5 | 11,2 | 7,6 | 3,7 | 0,5 | 342,2 | 23,0 | 5,7 | 21,5 | 2,9 | 0,3 | 5,9 |
| HU | 2,7 | -73,8 | -7,0 | -14,9 | 6,7 | 3,1 | -0,5 | 91,3 | 76,2 | 9,6 | 8,5 | 4,6 | -1,5 | -5,6 |
| MT | 2,6 | 39,5 | 0,0 | -18,2 | 7,0 | 2,6 | 7,8 | 146,4 | 68,3 | 6,2 | 5,8 | 4,5 | -0,4 | -1,5 |
| NL | 10,9 | 60,8 | 0,8 | -11,0 | 5.4p | -0,5 | -1.6p | 228.9p | 68,2 | 6,8 | 8.2p | 0,9 | 1,3 | 2,7 |
| AT | 1,8 | 2,2 | 1,9 | -15,7 | 7,8 | 1,4 | 0,2 | 127,1 | 84,2 | 5,3 | -1,5 | 0,8 | 0,3 | 1,4 |
| PL | -2,3 | -68,3 | -1,3 | 4,8 | 2.5p | 1,1 | 4,7 | 77,9 | 50,4 | 9,8 | 0,6 | 2,2 | 0,2 | -1,9 |
| PT | 0,0 | -113,3 | -1,8 | -4,7 | -2.3e | 3,6 | -8,7 | 189,6 | 130,2 | 15,4 | -6,1 | -0,4 | 2,2 | 4,5 |
| RO | -2,1 | -57,2 | -1,1 | 21,5 | 2.3p | -3.6p | -2,4 | 62,2 | 39,9 | 6,9 | 1,1 | 1,6 | -0,1 | 0,1 |
| SI | 5,1 | -43,7 | 1,2 | -11,8 | -0,2 | -6,6 | -4,6 | 100,1 | 80,8 | 9,6 | -0,4 | 0,6 | 1,7 | 4,5 |
| SK | 1,0 | -69,4 | 1,3 | 3,2 | 2,2 | 1,5 | 3,9 | 76,2 | 53,5 | 13,8 | 7,0 | 1,6 | 0,0 | -4,0 |
| FI | -1,5 | -0,7 | 2,7 | -24,0 | 8,0 | -1,9 | 0,4 | 150,0 | 59,3 | 8,2 | 8,7 | 0,5 | 0,2 | 0,4 |
| SE | 6,5 | -6,5 | -3,7 | -9,8 | 7,1 | 8,6 | 6,5 | 194,4 | 44,9 | 8,0 | 13,4 | 1,6 | 0,0 | 0,1 |
| UK | -4,3 | -25,3 | 10,2 | -8,7 | 1,9 | 8,3 | 3,4 | 157,7 | 88,2 | 7,2 | 4,4 | 1,2 | -0,5 | -4,4 |

Drapeaux e: estimation. p: chiffre provisoire.

Note: 1) Voir page 2 du RMA 2016. 2) La position extérieure globale du LU a été revue à la baisse à la suite de la révision du traitement des billets en euros dans les statistiques nationales sur la balance des paiements/la position extérieure globale. 3) Indice des prix du logement e = source BCN de EL.

Source: Commission européenne, Eurostat et Direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel), et Fonds monétaire international

Tableau 2.1: Indicateurs auxiliaires, 2014

| Année 2014 | PIB réel (variation en % sur 1 an) | Formation brute de capital fixe (% du PIB) | Dépenses intérieures brutes de R&D (% du PIB) | Balance courante plus balance des capitaux (capacité-besoin de financement) | Dette extérieure nette (% du PIB) | Investissement direct extérieur dans l'économie déclarante - flux | Investissement direct extérieur dans l'économie déclarante - stocks | Balance commerciale nette des produits énergétiques (% du PIB) | Taux de change effectif réel - partenaires commerciaux de la zone euro | Résultats à l'exportation par rapport aux économies avancées (variation en % sur 5 ans) | Termes de l'échange (variation en % sur 5 ans) | Part des marchés d'exportation en volume (variation en % sur 1 an) | Productivité de la main-d'œuvre (variation en % sur 1 an) | Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation en % sur 10 ans) | Résultats en matière de coûts salariaux unitaires par rapport à la ZE (variation en % sur 10 ans) | Indice des prix du logement (2010=100), nominal (variation en % sur 3 ans) | Construction de logements (% du PIB) | Dette du secteur privé, non consolidée (% du PIB) | Endettement du secteur financier, non consolidé (% dette-fonds propres) |
|------------|---------------------------------------|--|---|---|-----------------------------------|---|---|--|--|---|--|--|---|--|---|--|--------------------------------------|---|---|
| BE | 1,3 | 23,3 | nd | -0,1 | -79,7 | -3,5 | 216,0 | -3,9 | -0,1 | -4,6 | -3,0 | 2,2 | 1,0 | 22,6 | 6,0 | 2,9p | 5,9 | 207,6 | 176,9 |
| BG | 1,5 | 21,1 | 0.8p | 3,5 | 19,0 | 3,5 | 92,7 | -5,7 | -2,9 | 14,0 | 3,3 | -3,3 | 1.2p | 78.3p | 54,1 | -2.7p | 1,6 | 137,5 | 452,2 |
| CZ | 2,0 | 25,0 | 2p | 1,4 | -7,1 | 2,4 | 76,3 | -4,1 | -10,1 | 1,5 | -1,4 | 5,7 | 1,4 | 13,8 | -2,2 | 1,0 | 3,2 | 85,1 | 503,5 |
| DK | 1,1 | 18,7 | 3.08ep | 7,8 | 0,7 | 1,1 | 46,6 | 0,0 | -1,4 | -11,7 | 2,2 | -0,6 | 0,3 | 27,6 | 8,2 | 4,9 | 4,0 | 227,6 | 173,6 |
| DE | 1,6 | 20,1 | 2.84ep | 7,5 | -6,7 | 0,2 | 40,1 | -2,9 | -0,1 | -2,1 | -2,6 | 0,8 | 0,7 | 13,0 | -5,8 | 9.3p | 5,9 | 108,9 | 395,5 |
| EE | 2,9 | 25,2 | 1.46p | 2,2 | -11,0 | 6,0 | 100,9 | -2,1 | 3,1 | 33,0 | 0,2 | -1,4 | 2,1 | 68,9 | 40,5 | 35,0 | 3,2 | 135,3 | 370,6 |
| IE | 5,2 | 19,3 | nd | 3,8 | -477,2 | 36,0 | 385,5 | -2,8 | -1,8 | 0,3 | -3,7 | 8,9 | 3,4 | -1,5 | -3,9 | 2,1 | 2,2 | 284,2 | 78,2 |
| EL | 0.7p | 11.6p | 0.83p | -0,7 | 132,3 | 0,7 | 12,2 | -3.2p | -5,6 | -11,9 | 1.4p | 4.3p | 0.5p | 10.3p | -5,5 | -27.1e | 1.0p | 130,5 | 1083,8 |
| ES | 1.4p | 19.6p | nd | 1,4 | 94,7 | 2,3 | 55,7 | -2.9p | -0,6 | -5,4 | -7.8p | 1.9p | 0.4p | 11.7p | -4,2 | -22,3 | 4.4p | 185,5 | 444,9 |
| FR | 0,2 | 21,7 | 2.26p | -0,8 | 38,1 | 0,3 | 41,8 | -2,5 | -0,7 | -7,2 | -1,6 | -0,8 | -0,1 | 20,3 | 1,7 | -4,0 | 5,9 | 180,9 | 384,3 |
| HR | -0,4 | 18,6 | 0,8 | 0,9 | nd | 6,7 | 7,6 | -4,0 | -1,5 | -12,4 | 0,8 | 3,1 | -3,0 | 26,4 | 4,8 | -17.7p | nd | 141,9 | 460,6 |
| IT | -0,4 | 16,6 | nd | 2,2 | 61,1 | 0,6 | 24,8 | -2,6 | 0,4 | -8,1 | -4,5 | -0,1 | -0,5 | 21,0 | 4,6 | -12.4p | 4,7 | 121,2 | 754,3 |
| CY | -2.5p | 11.5p | nd | -3,7 | 128,4 | -5,1 | 710,3 | -5.9p | 0,0 | -21,7 | 0.4p | -3,7 | -0.6p | 19.3p | -13,0 | -8.7p | 3.3p | 349,8 | 116,8 |
| LV | 2,4 | 22,9 | 0.68p | 1,2 | 31,4 | 2,7 | 54,4 | -4,2 | -1,3 | 17,3 | 0,0 | -0,1 | 3,8 | 82,7 | 53,9 | 16,6 | 2,3 | 104,7 | 642,6 |
| LT | 3,0 | 18,9 | 1.02p | 6,3 | 28,8 | 0,7 | 39,0 | -5,9 | -0,1 | 44,5 | -0,8 | -0,2 | 1,0 | 36,8 | 11,2 | 7,5 | 2,5 | 56,7 | 445,3 |
| LU | 4,1 | 18,6 | nd | 3,5 | -2204,6 | 200,0 | 6369,7 | -4,5 | 0,8 | 18,8 | 0,9 | 3,6 | 1,5 | 36,6 | 17,8 | 14,2 | 3,4 | 402,7 | 63,6 |
| HU | 3,7 | 21,7 | 1,4 | 6,0 | 53,3 | 9,3 | 220,5 | -6,1 | -7,2 | -9,1 | -1,1 | 4,4 | -0,9 | 26,5 | 10,0 | -2,2 | 1,6 | 116,5 | 123,0 |
| MT | 3,5 | 18,9 | 0.85p | 4,5 | -325,7 | 1,6 | 1964,6 | -15,8 | 0,7 | -12,6 | 1,7 | -3,5 | -1,0 | 27,7 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 221,3 | 42,0 |
| NL | 1.0p | 18.2p | nd | 10,6 | 41,5 | 5,3 | 547,8 | -1.6p | 1,3 | -5,0 | -1.8p | 0.8p | 1.2p | 17.2p | -0,2 | -11,6 | 3.1p | 240.7p | 118.9p |
| AT | 0,4 | 22,4 | 2.99ep | 1,8 | 20,1 | 1,9 | 80,2 | -3,0 | 1,6 | -10,0 | -3,0 | -1,1 | -0,5 | 22,9 | 4,1 | 16,8 | 4,3 | 147,1 | 197,3 |
| PL | 3,3 | 19,6 | nd | 0,4 | 37,2 | 3,1 | 50,7 | -2,6 | -1,7 | 12,0 | -1,8 | 3,2 | 1.6p | 20.0p | -1,0 | -6,8 | 2,4 | 81,4 | 287,3 |
| PT | 0.9e | 14.9e | nd | 2,0 | 104,4 | 5,4 | 69,5 | -3.5e | -1,2 | 1,8 | 0.4e | 0.7e | -0.5e | 4.9e | -9,3 | -5,0 | 2.3e | 206,2 | 340,3 |
| RO | 2.8p | 22.0p | nd | 2,2 | 29,8 | 1,9 | 41,9 | -1.4p | -1,3 | 29,8 | 4.5p | 4.9p | 1.7p | 72.7p | 46,6 | -8,9 | nd | 63,3 | 388,9 |
| SI | 3,0 | 19,6 | nd | 6,5 | 39,2 | 2,0 | 31,6 | -4,1 | 0,4 | -5,8 | -4,5 | 2,6 | 2,5 | 21,2 | 3,0 | -17,6 | 2,2 | 110,1 | 448,1 |
| SK | 2,5 | 20,9 | 0,9 | 1,1 | 27,0 | 0,0 | 65,6 | -4,3 | 0,5 | 10,2 | -3,5 | 0,4 | 1,1 | 19,7 | 4,3 | -0,4 | 2,6 | 78,9 | 756,8 |
| FI | -0,4 | 20,3 | 3,2 | -0,8 | 46,2 | 5,5 | 53,1 | -2,4 | 2,0 | -18,8 | -3,4 | -3,9 | 0,4 | 29,9 | 10,1 | 3,2 | 5,6 | 172,9 | 368,4 |
| SE | 2,3 | 23,5 | 3.16p | 6,1 | 54,3 | -0,6 | 83,6 | -1,4 | -3,7 | -3,6 | -0,6 | 0,3 | 0,9 | 24,9 | 5,4 | 16,8 | 4,1 | 234,8 | 196,0 |
| UK | 2,9 | 16,9 | 1.72ep | -5,3 | nd | 1,6 | 76,7 | -0,7 | 10,2 | -2,5 | 3,8 | -1,4 | 0,7 | 21,8 | 6,3 | 15,8 | 3,8 | 161,3 | 765,1 |

e: estimation, p: chiffre provisoire, nd: non disponible.

Note: 1) La dette extérieure nette du Luxembourg a été revue à la baisse à la suite de la révision du traitement des billets en euros dans les statistiques nationales sur la balance des paiements/la position extérieure globale. 2) Indice des prix du logement e = source BCN de EL. 3) Le délai de transmission officielle des données de 2014 relatives aux dépenses intérieures brutes de R&D est le 31 octobre 2015 tandis que les données ont été extraites le 26 octobre 2015.

Source: Eurostat, Direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel) et données du Fonds monétaire international, WEO (world exports series).

Tableau 2.1 (suite): Indicateurs auxiliaires, 2014

| Année 2014 | Taux d'emploi (variation en % sur 1 an) | Taux d'activité - % de la population totale âgée de 15 à 64 ans (%) | Taux de chômage à long terme - % de la population active âgée de 15 à 74 ans (%) | Taux de chômage des jeunes - % de la population active âgée de 15 à 24 ans (%) | Jeunes sans emploi ne suivant ni études ni formation - % de la population totale âgée de 15 à 24 ans | | Personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale - % de la population totale | | Personnes menacées de pauvreté après transferts sociaux - % de la population totale | | Personnes vivant dans un dénuement matériel extrême - % de la population totale | | Personnes vivant dans des ménages à très faible intensité de travail - % de la population totale âgée de 0 à 59 ans | |
|------------|---|--|---|--|--|---|--|---|--|---|--|--------|---|------|
| | | | | | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | (variation sur 3 ans en points de pourcentage) | | | | |
| BE | 0,3 | 67,7 | 4,3 | 23,2 | 12,0 | 0,2 | 21,2 | 0,2 | 15,5 | 0,2 | 5,9 | 0,2 | 14,6 | 0,8 |
| BG | 0.4p | 69,0 | 6,9 | 23,8 | 20,2 | -1,6 | 40.1b | -9.0b | 21,8 | -0,4 | 33.1b | -10.5b | 12,1 | 1,1 |
| CZ | 0,6 | 73,5 | 2,7 | 15,9 | 8,1 | -0,2 | 14,8 | -0,5 | 9,7 | -0,1 | 6,7 | 0,6 | 7,6 | 1,0 |
| DK | 0,8 | 78,1 | 1,7 | 12,6 | 5,8 | -0,5 | 17.8b | -1.1b | 11.9b | -1.1b | 3,2 | 0,6 | 12,1 | 0,4 |
| DE | 0,9 | 77,7 | 2,2 | 7,7 | 6,4 | -1,1 | 20,6 | 0,7 | 16,7 | 0,9 | 5,0 | -0,3 | 10,0 | -1,2 |
| EE | 0,8 | 75,2 | 3,3 | 15,0 | 11,7 | 0,1 | nd | nd | nd | nd | 6.2p | -2.5p | nd | nd |
| IE | 1,7 | 69,8 | 6,7 | 23,9 | 15,2 | -3,6 | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd |
| EL | 0.1p | 67,4 | 19,5 | 52,4 | 19,1 | 1,7 | 36,0 | 5,0 | 22,1 | 0,7 | 21,5 | 6,3 | 17,2 | 5,2 |
| ES | 0.9p | 74,2 | 12,9 | 53,2 | 17.1b | -1.1b | 29,2 | 2,5 | 22,2 | 1,6 | 7,1 | 2,6 | 17,1 | 3,7 |
| FR | 0,3 | 71,4 | 4,4 | 24,2 | 11.4b | -0.9b | 18,6 | -0,7 | 13,3 | -0,7 | 4,8 | -0,4 | 9,7 | 0,3 |
| HR | 2,7 | 66,1 | 10,1 | 45,5 | 19,3 | 3,1 | 29,3 | -3,3 | 19,4 | -1,5 | 13,9 | -1,3 | 14,7 | -1,2 |
| IT | 0,1 | 63,9 | 7,8 | 42,7 | 22,1 | 2,4 | 28.1p | -0.1p | 19.6p | 0.0p | 11.5p | 0.3p | 12.0p | 1.6p |
| CY | -1.9p | 74,3 | 7,7 | 36,0 | 17,0 | 2,4 | 27,4 | 2,8 | 14,4 | -0,4 | 15,3 | 3,6 | 9,7 | 4,8 |
| LV | -1,3 | 74,6 | 4,7 | 19,6 | 12,0 | -4,0 | 32,7 | -7,4 | 21,2 | 2,2 | 19,2 | -11,8 | 9,6 | -3,0 |
| LT | 2,0 | 73,7 | 4,8 | 19,3 | 9,9 | -1,9 | 27,3 | -5,8 | 19,1 | -0,1 | 13,6 | -5,4 | 8,8 | -3,9 |
| LU | 2,5 | 70,8 | 1,7 | 22,3 | 6,3 | 1,6 | 19,0 | 2,2 | 16,4 | 2,8 | 1,4 | 0,2 | 6,1 | 0,3 |
| HU | 4,6 | 67,0 | 3,7 | 20,4 | 13,6 | 0,4 | 31,1 | 0,1 | 14,6 | 0,8 | 23,9 | 0,8 | 12,2 | 0,0 |
| MT | 4,5 | 66,3 | 2,7 | 11,8 | 10,5 | 0,3 | 23,8 | 1,7 | 15,9 | 0,3 | 10,2 | 3,6 | 9,8 | 0,9 |
| NL | -0.2p | 79,0 | 3,0 | 12,7 | 5,5 | 1,2 | 16,5 | 0,8 | 11,6 | 0,6 | 3,2 | 0,7 | 10,2 | 1,3 |
| AT | 0,9 | 75,4 | 1,5 | 10,3 | 7,7 | 0,4 | 19,2 | 0,0 | 14,1 | -0,4 | 4,0 | 0,0 | 9,1 | 0,5 |
| PL | 1.7p | 67,9 | 3,8 | 23,9 | 12,0 | 0,5 | 24,7 | -2,5 | 17,0 | -0,7 | 10,4 | -2,6 | 7,3 | 0,4 |
| PT | 1.4e | 73,2 | 8,4 | 34,7 | 12,3 | -0,3 | 27,5 | 3,1 | 19,5 | 1,5 | 10,6 | 2,3 | 12,2 | 3,9 |
| RO | 1.1p | 65,7 | 2,8 | 24,0 | 17,0 | -0,5 | 40,2 | -0,1 | 25,4 | 3,2 | 26,3 | -3,1 | 6,4 | -0,3 |
| SI | 0,6 | 70,9 | 5,3 | 20,2 | 9,4 | 2,3 | 20,4 | 1,1 | 14,5 | 0,9 | 6,6 | 0,5 | 8,7 | 1,1 |
| SK | 1,4 | 70,3 | 9,3 | 29,7 | 12,8 | -1,0 | 18,4 | -2,2 | 12,6 | -0,4 | 9,9 | -0,7 | 7,1 | -0,6 |
| FI | -0,8 | 75,4 | 1,9 | 20,5 | 10,2 | 1,8 | 17,3 | -0,6 | 12,8 | -0,9 | 2,8 | -0,4 | 10,0 | 0,0 |
| SE | 1,4 | 81,5 | 1,5 | 22,9 | 7,2 | -0,3 | 16,9 | 0,8 | 15,1 | 1,1 | 0,7 | -0,5 | 6,4 | -0,5 |
| UK | 2,3 | 76,7 | 2,2 | 16,9 | 11,9 | -2,3 | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd |

Drapeaux: b: rupture de séries chronologiques. e: estimation. p: chiffre provisoire. nd: non disponible.

Note: 1) Jeunes sans emploi ne suivant ni études ni formation; pour ES, changement dans la classification des activités éducatives non formelles; pour FR, les données de 2014 reflètent en outre les changements introduits dans le questionnaire en 2013 et l'inclusion des départements d'outre-mer (DOM). 2) EE, IE et UK: Le délai de transmission officielle des données de 2014 sur les personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale est le 30 novembre 2015 tandis que les données ont été extraites le 26 octobre 2015.

Source: Commission européenne, Eurostat