COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 22.11.2017
COM(2017) 771 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

AU PARLEMENT EUROPEEN, AU CONSEIL, A LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE ET AU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL EUROPEEN

Rapport 2018 sur le mécanisme d'alerte

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

{SWD(2017) 661 final}

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) est le point de départ du cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), qui vise à identifier et à traiter les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies des États membres ou de 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, accompagnés d'un ensemble plus large d'indicateurs auxiliaires et d'informations complémentaires pertinentes, pour détecter dans les États membres les déséquilibres économiques potentiels qui nécessitent l'adoption de mesures. Le RMA indique quels États membres doivent faire l'objet d'un bilan approfondi 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. À la lumière des discussions tenues sur ce rapport avec le Parlement européen comme au sein du Conseil et de l'Eurogroupe, la Commission réalisera des bilans approfondis pour les États membres concernés. Suivant la pratique établie, un bilan approfondi est en tout état de cause effectué pour les États membres dans lesquels des déséquilibres avaient été constatés lors du cycle précédent de bilans approfondis. Les conclusions de ces bilans seront prises en compte dans les recommandations par pays émises dans le cadre du semestre européen de coordination des politiques économiques. Les bilans devraient être publiés en février 2018 dans les rapports par pays, en prélude à l'ensemble de recommandations par pays du semestre européen.

1. RÉSUMÉ

Le présent rapport marque le début du septième 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 ainsi qu'à encourager l'adoption de 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 l'année à venir.

Le présent 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 mesures[2]. Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) est un instrument de détection des déséquilibres économiques publié au début de chaque cycle annuel de coordination des politiques économiques. Il repose sur une lecture économique d'un tableau de bord d'indicateurs assorti de seuils indicatifs et d'indicateurs auxiliaires.

Le rapport sur le mécanisme d'alerte met l'accent sur la dimension «zone euro». Conformément aux propositions figurant dans le rapport de Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz du 22 juin 2015 intitulé «*Achever l'Union économique et monétaire européenne*» et à la communication de la Commission du 21 octobre 2015 intitulée «*Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et*

[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.

monétaire», le RMA contient aussi une analyse des répercussions qu'ont sur la zone euro les déséquilibres enregistrés par les pays et de la mesure dans laquelle une approche coordonnée des réponses qui sont apportées s'impose eu égard aux interdépendances existant au sein de la zone euro. Le rôle des interdépendances et les effets systémiques des déséquilibres sont reconnus dans la législation concernant la PDM, qui définit les déséquilibres en termes de «développements macroéconomiques ayant un effet préjudiciable ou susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble»[3].

L'analyse exposée dans le présent rapport a pour toile de fond une reprise économique qui s'étend et s'amplifie. Selon les prévisions économiques de l'automne 2017 des services de la Commission européenne, la croissance du PIB réel dans l'UE et dans la zone euro devrait atteindre respectivement 2,3 % et 2,2 % en 2017, tous les pays de l'UE enregistrant une croissance positive, dans le contexte d'une progression du commerce mondial et d'un renforcement de la demande intérieure dans la zone euro. Pour 2018, les prévisions de l'automne laissent entrevoir une croissance du PIB qui se maintient à 2,1 % à la fois dans l'UE et dans la zone euro, puis qui recule légèrement à 1,9 % en 2019 du fait de la maturation de la reprise. L'inflation, qui se situait à des niveaux historiquement bas, est repartie à la hausse en 2017, mais devrait néanmoins demeurer inférieure à l'objectif de la BCE au cours de la période de prévision, atteignant 1,6 % d'ici 2019 selon les projections; l'inflation de base, quant à elle, est restée plus ténue encore, ne dépassant pas 1 % au cours des trois dernières années. La situation continue de s'améliorer sur le marché du travail, avec un taux de chômage qui recule et des taux d'emploi en hausse, mais la croissance des salaires reste modérée dans tous les pays, y compris dans ceux dont les marchés du travail restent tendus, ce qui renforce le climat de faible inflation, et de grandes différences existent entre les États membres, et au sein de ces États, en ce qui concerne la situation du marché du travail. La croissance du crédit a redémarré tandis que se rétrécissaient les écarts de taux sur les obligations souveraines et les obligations d'entreprise.

Bien que la reprise facilite la correction des déséquilibres macroéconomiques, un certain nombre de problèmes pourraient assombrir la toile de fond économique au cours de la période à venir. L'avenir reste incertain sur le plan économique et politique, en raison à la fois, principalement, des perspectives de la politique budgétaire et monétaire aux États-Unis, du rééquilibrage en cours en Chine, du niveau élevé de la dette des entreprises dans les économies émergentes, des tensions géopolitiques et du renforcement des tendances protectionnistes. Bien qu'elle s'amplifie et se consolide, la reprise se caractérise encore par une croissance de la productivité totale des facteurs inférieure à son niveau d'avant la crise. Les réformes se sont ralenties récemment par rapport aux années de crise et d'immédiate après-crise. Si le rythme des efforts de réforme devait fléchir, les conditions d'un redressement durable de la croissance potentielle, ainsi que d'un accroissement de la marge de manœuvre pour s'attaquer durablement aux déséquilibres, pourraient être compromises. À mesure que l'inflation se rapproche lentement de l'objectif visé par la BCE, le processus de désendettement sera facilité par une croissance nominale plus élevée. Par ailleurs, remédier

[3] Règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

aux faibles taux d'inflation permettrait d'envisager une normalisation de la politique monétaire.

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

- **Le processus de rééquilibrage doit se poursuivre.** Bien que les déficits importants et non viables des comptes courants aient été corrigés dans presque tous les États membres avant 2016, les pays qui sont débiteurs nets doivent conserver des positions extérieures prudentes afin de réduire l'encours élevé de leurs positions extérieures globales nettes (PEGN). Dans le même temps, certains pays créditeurs nets dans la zone euro continuent d'afficher de larges excédents de leur balance courante, et les perspectives d'une correction à la baisse de ces excédents restent limitées.

- **Les positions extérieures globales nettes demeurent fortement négatives dans certains cas, dans un contexte où l'évolution de la compétitivité apparaît moins propice au rééquilibrage.** Les pays qui accusaient des déficits importants et persistants de la balance courante dans la période qui a précédé la crise affichent des PEGN fortement négatives. Dans la plupart des cas, l'amélioration de leur solde extérieur courant a créé les conditions d'une réduction progressive du stock de leurs engagements extérieurs nets, mais leurs comptes courants doivent être maintenus en équilibre ou en excédent pour que le reflux de ces engagements se poursuive à un rythme satisfaisant jusqu'à ce qu'ils retombent à des niveaux prudents. Les gains de compétitivité y ont contribué au cours des années passées, mais l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs entre pays débiteurs nets et créditeurs nets apparaît depuis peu moins favorable à un rééquilibrage.

- **Le désendettement du secteur privé est en cours, mais à un rythme moins soutenu dernièrement.** Les emprunts sont en légère augmentation, et la réduction des ratios de la dette au PIB repose de plus en plus sur le redémarrage de la croissance nominale. Dans le même temps, le processus de désendettement est inégal et n'est pas toujours proportionnel aux besoins. Ce désendettement a été plus rapide dans les entreprises que dans le secteur des ménages dans la plupart des États membres, d'où la faiblesse de l'investissement dans certains d'entre eux. Quant à la dette publique, elle a entamé une décrue, mais depuis peu seulement dans la plupart des pays fortement endettés.

- **La rentabilité du secteur bancaire s'est accrue, tout comme la valorisation boursière**. Pour autant, les marges d'intérêt comprimées, les modèles d'entreprise obsolètes et les vastes stocks de prêts improductifs dans certains pays continuent de poser problème.

- **Les prix du logement s'accélèrent dans la plupart des États membres.** Bien que les valorisations restent globalement inférieures à leurs niveaux record à la suite de l'ajustement à la baisse survenu après la crise, les indicateurs disponibles font état dans certains cas d'une surévaluation. Des poches de surchauffe possible apparaissent, et l'augmentation des prix s'accélère dans un nombre croissant de pays. L'accélération du crédit aux ménages gagne elle aussi en amplitude.

- **Dans l'ensemble, les marchés du travail s'améliorent et se resserrent dans la plupart des pays, tandis que la croissance des salaires reste modérée.** La réduction du chômage est allée de pair avec une réduction de la dispersion des taux de chômage dans l'ensemble de l'Union, même si l'inemploi reste élevé dans certains pays. Les taux

d'activité ont globalement augmenté ces dix dernières années, mais, dans certains pays, et dans certains groupes de population, la participation au marché du travail reste faible. La détresse sociale est en recul, mais reste forte dans certains pays qui sont confrontés à l'héritage du chômage de longue durée et de l'amputation des revenus des groupes vulnérables, dans le contexte d'une évolution globalement modérée des salaires. Bien que le revenu disponible des ménages ait augmenté, il n'a pas encore rattrapé son niveau de 2008 en termes réels dans certains États membres. Dans un petit nombre de pays, la tension des marchés du travail s'accompagne d'une accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires.

Il convient de rester particulièrement attentif au rééquilibrage de la zone euro. L'excédent extérieur courant de la zone euro a cessé de croître: après avoir culminé à 3,3 % du PIB en 2016, il devrait, selon les prévisions, revenir légèrement à 3 % du PIB cette année et se maintenir autour de ce niveau jusqu'en 2019[4]. Néanmoins, l'excédent de la zone euro reste le plus important au monde, et il est supérieur à ce que permettent d'expliquer les fondamentaux économiques. Dans les pays qui sont débiteurs nets, la réduction de l'encours important et persistant des engagements extérieurs nets exige de conserver des soldes extérieurs prudents. En même temps, tout progrès dans l'ajustement des excédents élevés qu'affichent les créditeurs nets contribuerait à un désendettement au niveau de la zone euro permettant de rester sur une trajectoire compatible avec un redressement durable.

Dans l'ensemble, bien qu'ils aient commencé à s'estomper, des risques demeurent, qui sont liés pour l'essentiel aux mêmes raisons que celles épinglées dans le RMA 2017. Les progrès accomplis en matière de rééquilibrage extérieur sont limités: de larges excédents persistent et l'évolution de la compétitivité devient moins favorable à ce rééquilibrage. Une réduction de la dette privée et publique est en cours, sous l'effet de plus en plus de la reprise de la croissance nominale, mais elle reste inégale. Le désendettement des entreprises va souvent de pair avec une certaine faiblesse des investissements, et l'incertitude demeure quant à la mesure dans laquelle ce processus pourrait s'appuyer à l'avenir sur une croissance potentielle plus forte. La situation du secteur bancaire s'est améliorée sous plusieurs aspects, mais des problèmes subsistent. Dans un nombre croissant de pays, les signes de surchauffe se font de plus en plus nets en ce qui concerne les coûts de main-d'œuvre et les prix des logements.

Des analyses plus complètes et plus détaillées seront réalisées dans le cadre des bilans approfondis pour les États membres désignés par le RMA. Comme dans les derniers cycles annuels, les bilans approfondis seront intégrés dans les rapports par pays, qui présentent l'analyse de la Commission des défis économiques et sociaux auxquels font face les États membres de l'UE. Cette analyse alimente ensuite les recommandations spécifiques par pays formulées dans le cadre du semestre européen. Pour réaliser ces bilans, la Commission se fondera sur un large éventail de données et d'informations pertinentes. Comme prescrit par la législation, les bilans approfondis occuperont une place capitale dans les éléments sur la base desquels la Commission conclura qu'il existe ou non des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs et préparera ensuite les recommandations politiques destinées à chaque État membre[5]. Les pays dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont été constatés font, et continueront à faire, l'objet d'un suivi

[4] Chiffres basés sur les comptes nationaux.

[5] Règlement (UE) nº 1176/2011 (JO L 306 du 23.11.2011, p. 25).

spécifique afin d'assurer une surveillance continue des politiques mises en œuvre au titre de la PDM.

La réalisation d'un bilan approfondi se justifie pour les États membres dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont été constatés lors du précédent cycle de la PDM. Conformément à une pratique établie en matière prudentielle, un bilan approfondi est nécessaire pour évaluer si les déséquilibres existants vont en s'atténuant, persistent ou s'aggravent, tout en accordant l'attention voulue aux politiques mises en œuvre par les pays concernés. Par conséquent, le RMA préconise d'effectuer un bilan approfondi pour les 12 États membres recensés comme présentant des déséquilibres à l'issue des bilans de 2016[6]. Ces pays sont **l'Allemagne, la Bulgarie, Chypre, la Croatie, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovénie** et **la Suède**.

Se fondant sur une lecture économique du tableau de bord, la Commission ne juge pas nécessaire d'élaborer un bilan approfondi pour les États membres dont on n'a pas constaté actuellement qu'ils présentaient des déséquilibres. Une lecture économique du tableau de bord amène à conclure qu'il n'existe pas globalement de risques supplémentaires majeurs par rapport à l'année dernière en ce qui concerne la Finlande, laquelle a cessé de faire l'objet d'une surveillance au titre de la PDM en 2017. Une conclusion similaire est tirée à ce stade pour les pays qui ne sont plus soumis à cette surveillance depuis 2016 (Belgique, Hongrie, Roumanie et Royaume-Uni) et pour ceux qui n'ont pas fait l'objet récemment d'un bilan approfondi. Toutefois, l'évolution récente des prix du logement dans un certain nombre de pays (l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la Hongrie, le Luxembourg et le Royaume-Uni) mérite d'être analysée avec soin dans les rapports par pays, même si un bilan approfondi ne semble pas nécessaire pour l'instant, les risques paraissant d'une portée limitée. Il en va de même de la tendance à la hausse des coûts de main-d'œuvre qui se dessine dans certains États membres (l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie et la Roumanie). Dans le cas de la Grèce, la surveillance des déséquilibres et le suivi des mesures correctives se poursuit dans le cadre du programme de soutien à la stabilité du pays. Globalement, le rapport sur le mécanisme d'alerte appelle donc à la réalisation d'un bilan approfondi pour 12 États membres au lieu de 13 lors du cycle précédent.

2. DÉSÉQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DANS LES DIFFÉRENTS PAYS

Le rapport sur le mécanisme d'alerte s'appuie sur une lecture économique du tableau de bord des indicateurs de la PDM, qui constitue un filtre permettant de détecter les premiers signes d'éventuels risques et vulnérabilités méritant un examen plus poussé dans le cadre d'un bilan approfondi. Le tableau de bord contient une série de 14 indicateurs et de seuils de référence dans des domaines tels que la position extérieure, la compétitivité, la dette privée, le marché du logement, le secteur bancaire et l'emploi. Dans un souci de stabilité et de cohérence des données entre pays, il se fonde sur des données effectives de bonne qualité statistique. Le tableau de bord utilisé pour le présent rapport est donc basé sur des

[6] Voir «Semestre européen 2016: évaluation des progrès concernant les réformes structurelles, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) n° 1176/2011», COM(2016) 95 final/2 du 7.4.2016.

données allant jusqu'en 2016. Des données plus récentes ainsi qu'un ensemble d'indicateurs auxiliaires sont néanmoins pris en compte dans la lecture des indicateurs. Les valeurs figurant dans le tableau de bord ne sont pas lues de façon mécanique mais font l'objet d'une lecture économique qui permet de tenir compte des spécificités nationales et du contexte[7].

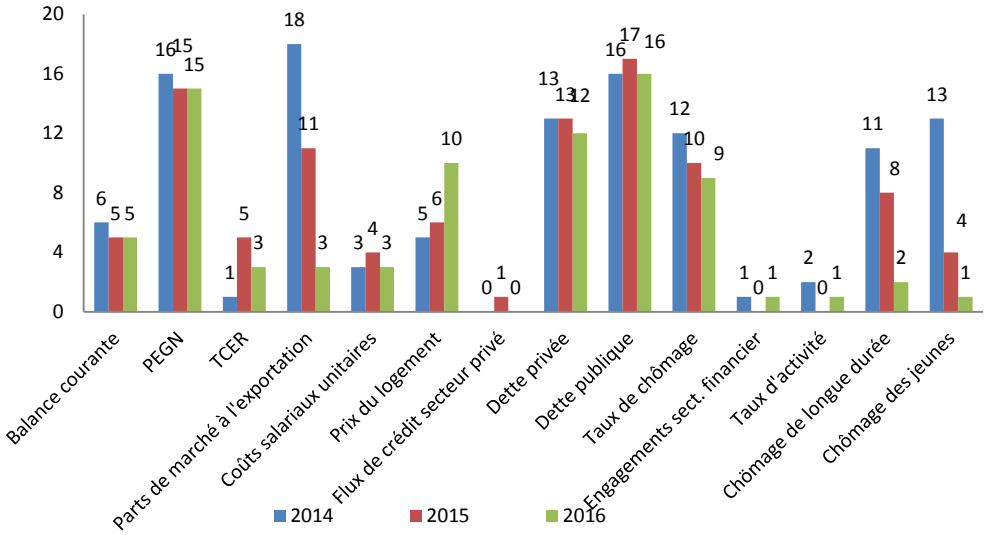
Les indicateurs du tableau de bord mettent en évidence la persistance de déséquilibres et de vulnérabilités liés à des niveaux d'endettement élevés. Les valeurs supérieures au seuil fixé dans le tableau de bord du RMA restent fréquentes s'agissant de la dette publique, de la position extérieure globale nette et de la dette privée (graphique 1)[8]. Le nombre d'États membres qui présentent des résultats supérieurs aux seuils pour ces trois indicateurs en 2016 est de 16, 15 et 12, respectivement. Ce chiffre est proche des résultats des exercices annuels précédents et il confirme l'ancrage dans la durée de ces déséquilibres de stocks. En toute logique vu la reprise actuelle génératrice d'emplois, le nombre de pays dont les résultats du chômage n'ont pas respecté le seuil fixé entre 2014 et 2016 est tombé de 12 à 9, et cette baisse a été encore plus générale en ce qui concerne les indicateurs du chômage des jeunes et du chômage de longue durée, étant donné leur plus grande sensibilité à la situation du marché du travail. Par contre, les prix des logements s'accélèrent, et le tableau de bord affiche un nombre croissant d'États membres qui franchissent le seuil fixé, soit pas moins de 10 contre 6 en 2015 et 5 en 2014. Le tableau de bord indique qu'à l'heure actuelle, le dépassement du seuil fixé pour l'indicateur de la balance courante est dû, dans 4 des 5 États membres concernés, à leurs excédents. Le nombre d'États membres dont les coûts salariaux unitaires sont soumis à une pression supérieure au seuil fixé est resté jusqu'ici relativement stable, autour de 3 ou 4 durant les trois dernières années. Trois États membres dépassent les seuils relatifs au taux de change effectif réel, dans un cas en raison d'une compétitivité dégradée, et dans les deux autres parce que le taux de change réel se situe sous le seuil inférieur. Le nombre d'États membres dont les pertes de parts de marché à l'exportation dépassent le seuil a quant à lui fortement baissé, avec la reprise de la demande d'exportations en provenance des pays de l'UE.

---

7 Toute lecture mécanique du tableau de bord est d'ailleurs exclue par le règlement instituant la PDM [règlement (UE) nº 1176/2011]. Sur le raisonnement qui sous-tend l'élaboration du tableau de bord du RMA et sa lecture, voir «*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium*» (Commission européenne, 2016).

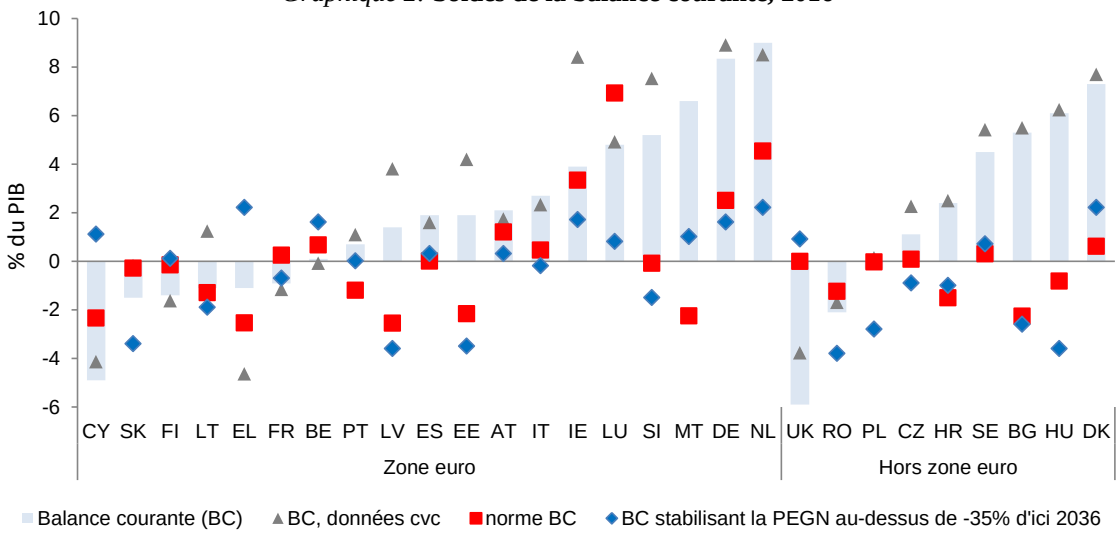
8 Les indicateurs détaillés du tableau de bord, ainsi que les seuils indicatifs correspondants, sont présentés dans le tableau 1.1 en annexe.

Graphique 1: **Nombre de pays enregistrant des résultats supérieurs au seuil**



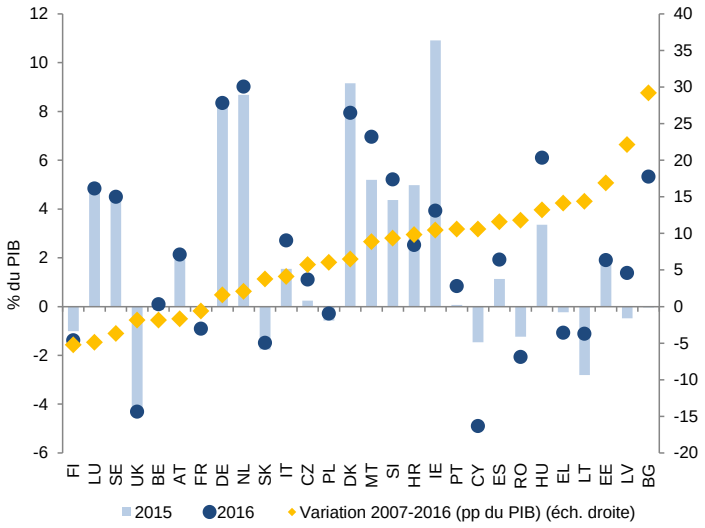
Source: Eurostat.
Note: le nombre de pays enregistrant des résultats supérieurs au seuil est basé sur la version du tableau de bord publiée avec le RMA annuel correspondant. D'éventuelles révisions ex post des données peuvent entraîner une différence entre le nombre de pays dépassant le seuil calculé à l'aide des chiffres les plus récents disponibles pour les variables du tableau de bord et le nombre annoncé dans le graphique ci-dessus.

Graphique 2: **Soldes de la balance courante, 2016**



Source: Calculs des services de la Commission.
Note: 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 2017 de la Commission européenne; le chiffre pour Malte, qui n'est pas visible sur ce graphique, est de 13,3 % du PIB en 2016. Pour le calcul des normes concernant la balance courante, voir la note de bas de page n°9. Le solde courant permettant de stabiliser la position extérieure globale nette est défini comme étant le solde courant nécessaire pour ramener cette position à -35 % du PIB en 20 ans; dans le cas des pays dont la PEGN est déjà égale ou supérieure à ce pourcentage en 2016, c'est le solde nécessaire pour maintenir la PEGN à son niveau de 2016[9].

Graphique 3: **Évolution des soldes de la balance courante**



9 Les calculs des soldes courants permettant de stabiliser la PEGN sont effectués sur la base suivante: les projections du PIB nominal sont obtenues au moyen des prévisions de l'automne 2017 de la Commission européenne (jusqu'en 2019) et de la méthode de la Commission pour les projections à 10 ans; par convention, les effets de valorisation sont considérés comme nuls pour la période de prévision; les soldes des comptes de capital sont réputés constants en pourcentage du PIB, à leur valeur médiane entre les chiffres de 2016 et les projections pour 2019.

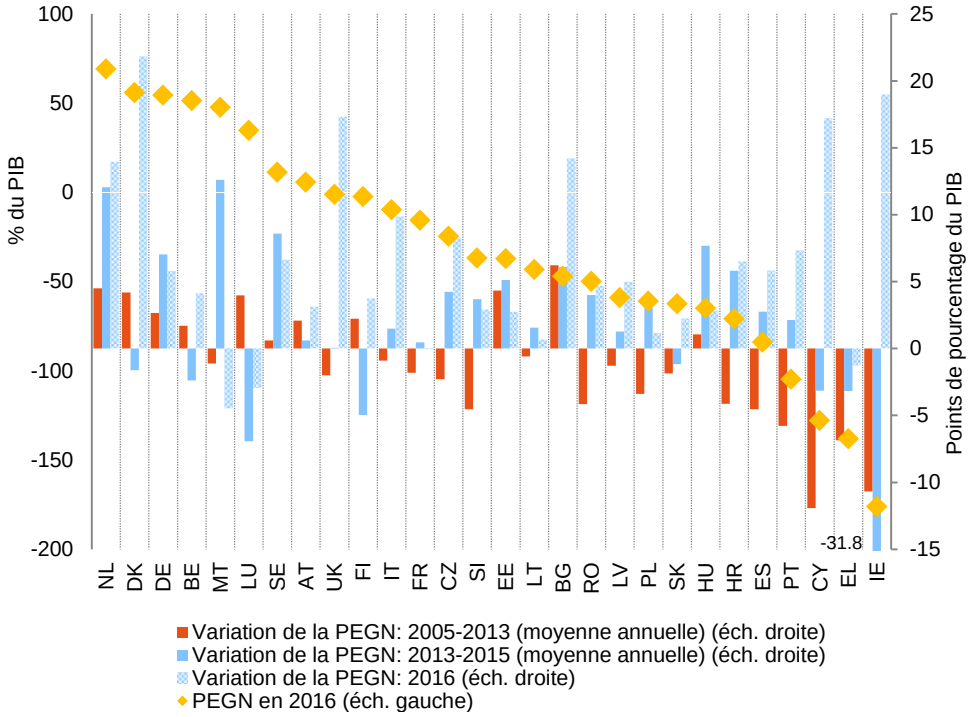
Source: Eurostat.

Les déficits de la balance courante sont très peu nombreux, tandis que persistent de larges excédents. La plupart des larges déficits extérieurs courants avaient déjà diminué de manière significative avant 2016, et ils ont fait place à des excédents ou à une situation d'équilibre, profitant de la compétitivité retrouvée et de la timidité de la demande intérieure (graphiques 2 et 3). La balance commerciale a récemment bénéficié d'un fléchissement des prix des produits de base, d'un rebond des échanges dans l'UE et de l'accélération du commerce mondial depuis le milieu de l'année 2016, tandis que la balance des revenus des pays débiteurs nets profitait de la baisse des taux d'intérêt et donc de la réduction du service de leur dette financière nette.

- Seul le Royaume-Uni affiche désormais un déficit courant supérieur au seuil du tableau de bord. Les autres États membres dont la balance courante était déficitaire en 2016 (la Belgique, la Grèce, la France, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Finlande) restent bien en deçà de ce seuil. Les facteurs conjoncturels ont perdu en importance pour ces résultats, car les écarts de production se resserrent (graphique 2). De nouvelles améliorations marginales ont encore été enregistrées en 2016, tandis que des pays tels que la Croatie et l'Irlande voyaient leurs excédents chuter par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés enregistrés en 2015 (graphique 3).
- À Chypre et en Grèce, le solde de la balance courante enregistré en 2016 demeure insuffisant pour permettre de ramener la forte PEGN à des niveaux prudents à un rythme satisfaisant. À l'inverse, le Portugal et l'Espagne ont enregistré des soldes courants légèrement supérieurs à ce qui est nécessaire pour converger vers une PEGN de -35 % du PIB au cours des deux prochaines décennies, et ces marges sont encore plus importantes dans le cas de la Croatie et de l'Irlande.
- Dans le même temps, d'importants excédents courants subsistent. Bien qu'en légère diminution récemment, les excédents du Danemark, de l'Allemagne et des Pays-Bas sont restés supérieurs au seuil comme c'est le cas depuis plusieurs années. Malte a franchi le seuil en 2016, en raison également de sa situation de centre offshore. Par ailleurs, sans les effets cycliques, l'excédent aurait été légèrement plus élevé en Allemagne et un peu moins au Danemark. L'Allemagne, le Danemark et les Pays-Bas affichent actuellement des excédents nettement supérieurs à ce que peuvent expliquer les fondamentaux économiques (y compris par exemple le vieillissement de la population et le revenu par habitant)[10].
- Plus généralement, hormis le Luxembourg, tous les excédents courants récents des différents États membres, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro, paraissent supérieurs à ce que justifient les fondamentaux, parfois même très nettement. Les prévisions de la Commission de l'automne 2017 donnent à penser que cette situation changera assez peu cette année de même que l'année prochaine.

[10] Une évaluation à peu près similaire est présentée dans un rapport de 2017 du FMI (External Sector Report). Voir également la note de bas de page n° 13.

Graphique 4: **Positions extérieures globales nettes: situation et évolution**



Source: Eurostat (MBP6 et SEC10), calculs des services de la Commission.
Note: Les données ne sont disponibles qu'à partir de 2010 pour la Bulgarie et à partir de 2008 pour Chypre.

Les positions extérieures globales nettes se sont améliorées dans la plupart des États membres récemment, mais restent très nettement négatives dans un certain nombre d'entre eux. Les améliorations observées en 2016 ont été parfois très significatives et concernaient aussi bien les débiteurs que les créditeurs nets, bien qu'elles aient été un peu plus marquées dans ce dernier groupe. Cette évolution reflète la hausse du solde des transactions courantes et du solde des transactions en capital ainsi que le regain de croissance du PIB. Les effets de valorisation ont varié fortement d'un pays à l'autre, sans qu'il n'y ait de rapport bien établi avec la situation de départ de la PEGN, contribuant néanmoins quelquefois à la réduction de PEGN largement négatives. L'évolution de la situation au cours du premier semestre de 2017 ne montre pas de bouleversement majeur.

- En dépit d'améliorations récentes, plus de la moitié des États membres de l'Union européenne ont enregistré en 2016 des PEGN qui dépassaient le seuil indiqué dans le tableau de bord de la PDM. Dans certains cas, ces valeurs continuent d'excéder -100 % du PIB (Irlande, Grèce, Chypre et Portugal) et elles sont supérieures à -70 % du PIB en Espagne et en Croatie, tandis que neuf autres pays, dont la Bulgarie, la Hongrie, la Lettonie, la Pologne, la Roumanie et la Slovaquie, doivent encore converger vers le seuil de -35 % du PIB.

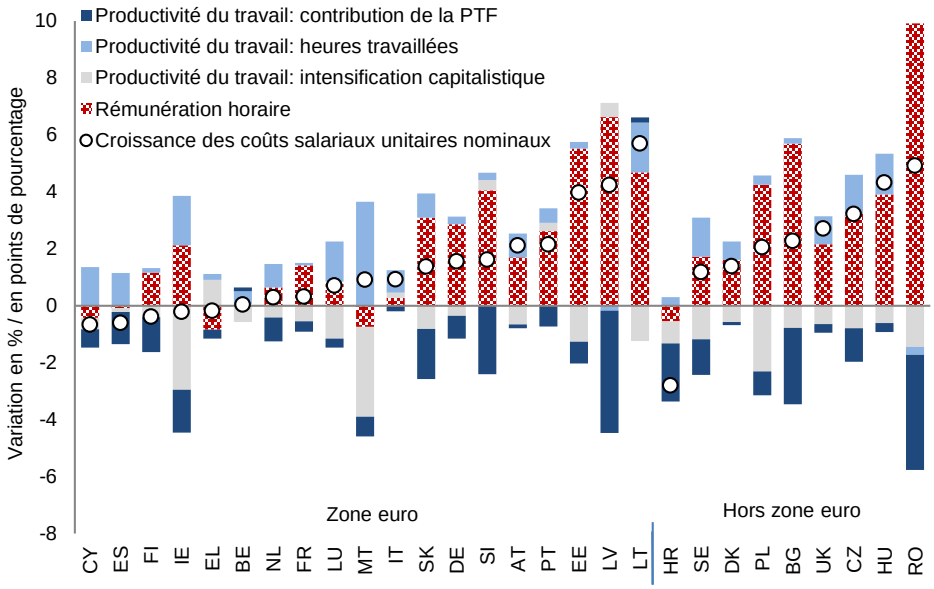
- L'année 2016 a été marquée par de nettes améliorations des PEGN les plus fortement négatives, à l'opposé bien souvent de la détérioration qui caractérisait les années précédentes. Chypre et l'Irlande se distinguent particulièrement pour ce qui est des progrès réalisés en 2016, mais des changements sont visibles au Portugal et en Espagne également, où des années de dégradation plus ou moins continue de la situation ont fait place à une amélioration en 2016. La Grèce continue de faire exception, sa position

continuant de s'aggraver, quoiqu'à un rythme moins soutenu que par le passé. Les changements ont été plus mitigés dans les pays affichant des PEGN moins négatives, et les corrections ont été en général plus modérées. Bien que ces corrections se soient même ralenties dans des cas comme celui de la Hongrie, l'évolution n'a pas cessé de se faire dans le sens d'une amélioration.

- Les pays créditeurs nets ont continué d'accroître leur PEGN fortement positive en 2016, engrangeant des montants d'excédents et de plus-values souvent plus élevés qu'auparavant. Les Pays-Bas, en particulier, ont terminé l'année 2016 avec une PEGN positive de presque 70 % du PIB, tandis que le Danemark et l'Allemagne ont vu leur propre position légèrement progresser, à 55 % du PIB, ce qui représente pour ces trois pays la valeur la plus élevée des dix dernières années. Les récents résultats de la balance courante dépassent visiblement les valeurs nécessaires pour maintenir les ratios de la PEGN par rapport au PIB à leur niveau de 2016. Malte et le Luxembourg sont les seuls pays créditeurs nets dont la PEGN a reculé en 2016, tout en restant par ailleurs nettement positive. En outre, la plupart des pays dont la PEGN était relativement équilibrée ont vu leur position s'améliorer en 2016 et, dans certains cas, de façon bien plus nette qu'avant. Le Royaume-Uni, après des années de PEGN négative, a terminé l'année 2016 en position équilibrée, grâce principalement aux effets de valorisation liés à la dépréciation de la livre sterling.

- Les risques et les facteurs de vulnérabilité liés aux positions négatives nettes peuvent également dépendre des composantes de ces positions. À cet égard, les pays qui sont de grands débiteurs nets, notamment Chypre, la Grèce, le Portugal et l'Espagne, ont des volumes de dette extérieure nette qui forment l'essentiel de leur PEGN, ce qui pourrait les rendre vulnérables à des variations des conditions de financement, en particulier lorsqu'il leur faut renouveler leurs financements. À l'inverse, pour d'autres débiteurs, ce sont les investissements directs étrangers, qui peuvent s'avérer une source de financement plus stable, qui représentent une large part de la PEGN négative, comme en Estonie, en Lettonie et en Lituanie, en Bulgarie, en Pologne, en Roumanie et en Slovaquie.

Graphique 5: **Croissance des coûts salariaux unitaires et décomposition des facteurs, 2016**



Source: AMECO et Eurostat. Calculs des services de la Commission.
Note: cette décomposition se fonde sur la ventilation standard de la croissance des coûts salariaux unitaires entre le salaire nominal 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.

L'évolution de la compétitivité-coûts devient moins favorable à un rééquilibrage. À l'heure actuelle, les gains de compétitivité dans les pays débiteurs nets tendent souvent à se ralentir ou à se dissiper, alors que la compétitivité des créditeurs nets n'a pas beaucoup changé. Dans un contexte de croissance relativement faible de la productivité de la main-d'œuvre comme des salaires dans une majorité de pays, l'évolution des coûts salariaux unitaires en 2016 paraît moins liée aux positions extérieures en stocks ou en flux par rapport aux années précédentes (voir graphique 5). D'une manière générale, la diminution de la dispersion dans l'évolution de la compétitivité-coûts est peu favorable à un rééquilibrage plus symétrique dans la zone euro (voir graphique 6 et encadré 2).

- En 2016, un certain nombre de pays débiteurs nets ont vu leurs coûts salariaux unitaires se stabiliser ou repartir à la hausse après des années de baisse (par exemple, la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et la Slovénie), sous l'effet conjugué d'un ralentissement de la croissance de la productivité et d'une évolution salariale moins négative, voire positive. Dans des pays comme l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie, les coûts salariaux unitaires ont continué d'augmenter à vive allure, tirés par la forte croissance des salaires dans un contexte de resserrement du marché du travail et de gains de productivité plus modestes. Dans le même temps, d'autres pays ont vu récemment leurs coûts salariaux unitaires s'accélérer, y compris jusqu'en 2017, notamment la Roumanie, mais aussi la Bulgarie, la République tchèque et la Hongrie (graphique 6). Dans certains de ces pays, l'accélération des salaires intervient après les ajustements importants réalisés au lendemain de la crise de 2008-2009, qui ont temporairement suspendu la convergence à long terme des salaires. Souvent, la faiblesse de la productivité de la main-d'œuvre est allée de pair avec une croissance médiocre de la productivité totale des facteurs[11].
- La croissance des coûts salariaux unitaires dans un certain nombre de pays créditeurs nets (Danemark, Allemagne, Luxembourg, Pays-Bas et Suède) est restée globalement modérée en 2016, après avoir quelque peu fléchi en Allemagne dans le contexte d'un tassement de la dynamique salariale, en dépit d'un resserrement du marché du travail.
- La faiblesse de l'inflation a contribué à maintenir la compétitivité des prix telle que mesurée par le taux de change effectif réel (TCER), qui est relativement stable au cours des dernières années (voir le graphique 7). Après une phase de dépréciation en 2015, l'euro est reparti à la hausse en 2016, ce qui s'est traduit par des appréciations effectives nominales sur une grande échelle dans les pays de la zone euro et qui s'est également répercuté dans la toute récente évolution du taux de change effectif réel. En dépit de cette récente appréciation, les positions en termes de taux de change effectif réel montrent encore une amélioration de la compétitivité-prix par rapport à la période d'avant la crise

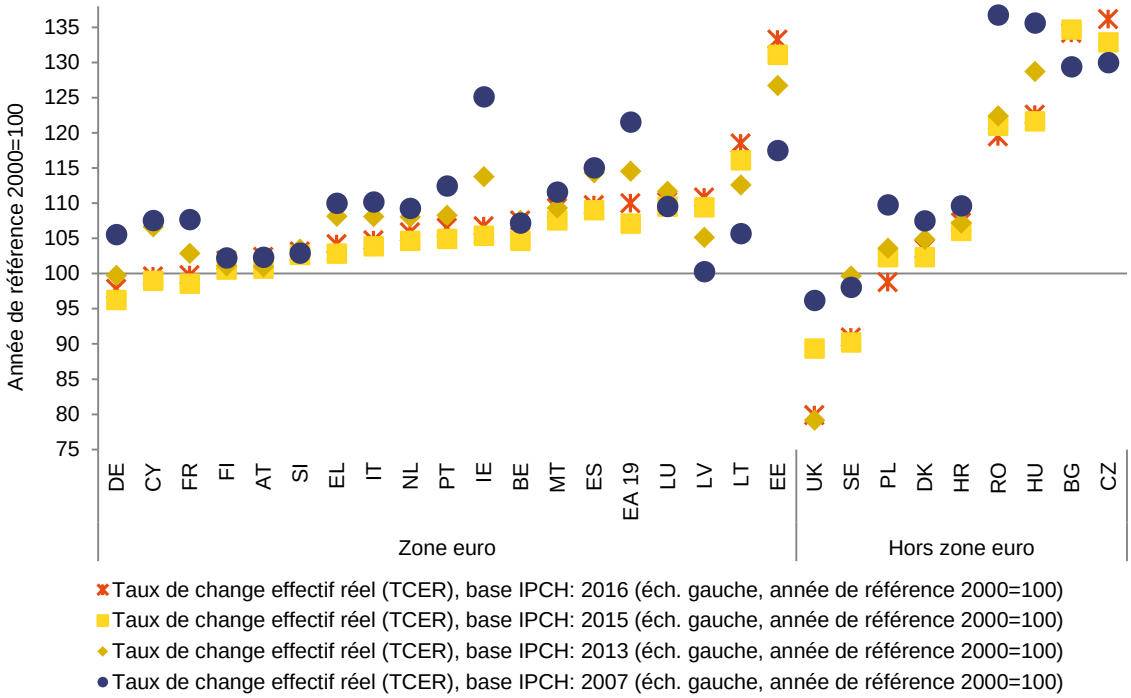
[11] Dans un petit nombre de pays comme la Pologne et la Roumanie, la forte augmentation du montant de capital par travailleur (c'est-à-dire le renforcement de l'intensité capitalistique) a eu pour effet de doper la productivité de la main-d'œuvre et de freiner la progression des coûts salariaux unitaires, alors que c'est l'opposé qui s'est produit en Lettonie, en Grèce, au Portugal et en Slovénie.

dans la plupart des pays débiteurs nets. Une détérioration de cette compétitivité par rapport à la période d'avant la crise n'a lieu depuis quelques années qu'en Estonie, en Lettonie et en Lituanie, et plus récemment en Bulgarie et en République tchèque, en raison de taux d'inflation soutenus. Parmi tous les États membres de l'UE, seuls le Royaume-Uni, la Pologne et l'Allemagne affichent une compétitivité des prix supérieure à celle de l'année 2000.

Graphique 6: **Croissance des coûts salariaux unitaires**

Source: AMECO; les données pour 2017 proviennent des prévisions de l'automne 2017 des services de la Commission

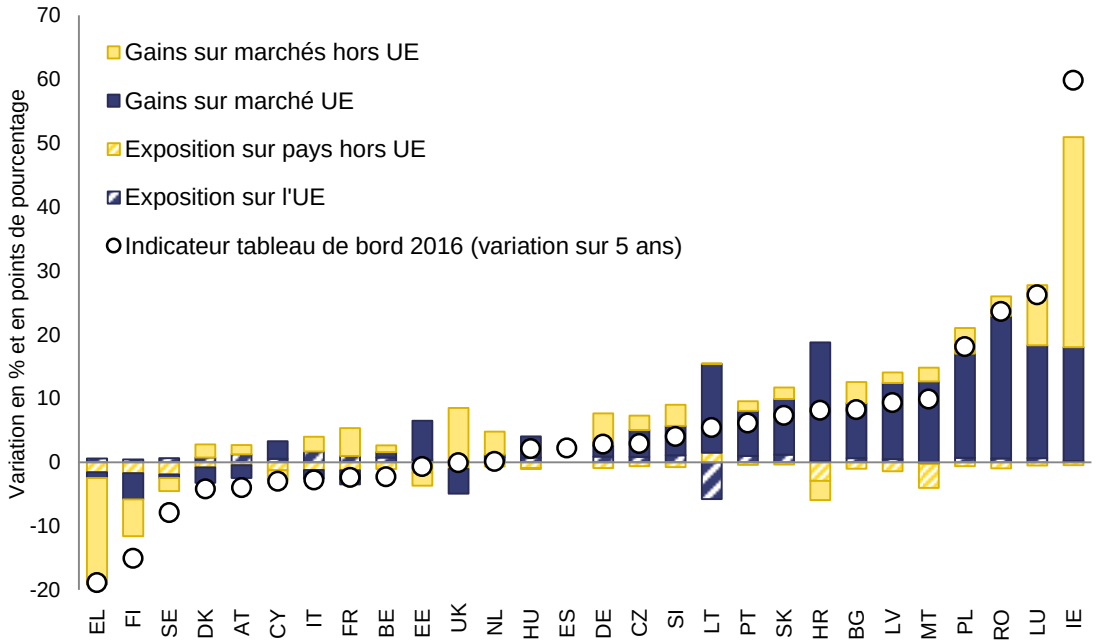
Graphique 7: **Taux de change effectifs réels, 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH**



Source: AMECO
Note: Les données relatives à la Slovaquie sont hors échelle, avec des indices de 153, 173, 170 et 171, respectivement, en 2007, 2013, 2015 et 2016.

La plupart des pays de l'UE ont enregistré récemment des gains de parts de marché à l'exportation. Ces gains reflètent à la fois une croissance un peu plus rapide du commerce intra-UE par rapport au commerce avec des pays tiers et une baisse du prix des produits de base ayant conduit ces dernières années à une augmentation du poids des exportations autres que les produits de base dans le total des exportations. Les gains de parts de marché à l'exportation les plus nets ont été enregistrés en Irlande, au Luxembourg et en Roumanie, tandis que les pertes de parts de marché ont été les plus importantes en Grèce, en Finlande et en Suède. Dans l'ensemble, les grandes économies de l'Union n'ont pas enregistré de changement dans ce domaine. Aucune différence systématique n'apparaît non plus dans l'évolution comparée des parts de marché à l'exportation entre pays créditeurs nets et débiteurs nets au cours des dernières années, à l'exception de 2016, durant laquelle le second groupe a obtenu des résultats quelque peu supérieurs.

Graphique 8: **Variation des parts de marché à l'exportation, variation cumulée sur la période 2011-2016**



Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Note: la ventilation 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 dynamique. Les calculs reposent sur des données MBP6, sauf pour la Finlande, pour qui les chiffres relatifs aux exportations vers l'UE sont extraits des comptes nationaux; données partiellement indisponibles pour l'Espagne.

Encadré 1: 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 de Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz du 22 juin 2015 intitulé «Achever l'Union économique et monétaire européenne» 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 2016, le RMA contient une analyse plus systématique des répercussions qu'ont sur la zone euro les déséquilibres enregistrés par les pays et de la nécessité ou non, vu les interdépendances, d'une approche coordonnée des réponses qui sont apportées.

L'important excédent courant de la zone euro s'est stabilisé. L'excédent courant de la zone euro a augmenté de façon marginale pour atteindre en 2016 un pic de 3,3 % du PIB, contre 3,2 % du PIB en 2015, et les prévisions de l'automne 2017 de la Commission prévoient qu'il reste proche de 3 % jusqu'en 2019, principalement en raison de la reprise conjoncturelle de la zone euro par rapport à ses partenaires commerciaux et de l'essoufflement de l'amélioration des termes de l'échange[12] . À politiques inchangées, le niveau de l'excédent courant de la zone euro devrait rester le plus élevé au monde. Il est estimé que ce niveau est supérieur à ce que peuvent expliquer les fondamentaux économiques (p. ex. le vieillissement de la population, le revenu relatif par habitant), les estimations empiriques de la norme de balance courante pour la zone euro indiquant pour 2016 un faible excédent, légèrement supérieur à 1 % du PIB[13]. L'important excédent courant de la zone euro pourrait à l'avenir faire partie des facteurs qui contribueront au maintien d'une pression à la hausse sur la valeur extérieure de l'euro.

La persistance d'un excédent au niveau de la zone euro résulte de la correction des soldes des balances courantes antérieurement en déficit couplée à la persistance d'importants excédents. Pris ensemble, les importants excédents de l'Allemagne et des Pays-Bas représentent près de 90 % du *niveau* actuel de l'excédent agrégé de la zone euro (graphique B.1.1). Le vif rebond du solde courant de la zone euro au cours des années qui ont suivi la crise a coïncidé avec une correction abrupte des larges déficits extérieurs à la suite d'un renversement des flux financiers transfrontières privés (graphique B.1.2). La croissance ultérieure de l'excédent de la zone euro a coïncidé quant à elle avec l'amélioration soutenue du solde de la balance courante dans les pays débiteurs nets et une poursuite de la croissance des excédents des pays créditeurs nets. Depuis 2011, la *dynamique* des soldes des opérations courantes de l'Italie et de l'Allemagne représente environ 2/3 de l'augmentation de l'excédent de la zone euro. La réduction de l'excédent de cette zone qui est prévu pour 2017 provient en grande partie d'une réduction de l'excédent allemand.

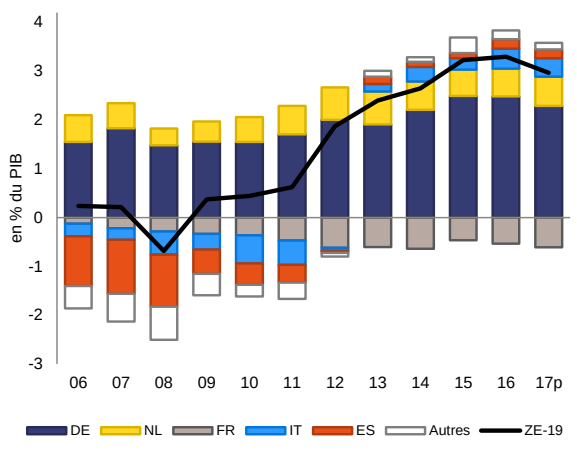
La tendance de l'excédent de la zone euro est liée à une demande intérieure qui est à la traîne de

[12] Chiffre basé sur les comptes nationaux pour la période 2017-2019; les chiffres basés sur les comptes nationaux et les chiffres des statistiques de la balance des paiements pour 2015 et 2016 coïncident.

[13] 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. Cette méthode s'apparente à la méthode d'évaluation du solde extérieur utilisée par le FMI (Phillips, S. et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», document de travail du FMI, 13/272). Les principales différences sont que l'échantillon utilisé pour l'estimation est plus large, que les spécifications empiriques sont légèrement différentes (interactions différentes pour la variable correspondant aux effets du vieillissement et variable supplémentaire rendant compte de la part de l'activité manufacturière dans la valeur ajoutée) et qu'il existe des différences dans la définition des normes (prédictions fondées sur un nombre de fondamentaux plus petit, excluant notamment les variables PEGN et aversion au risque à l'échelle mondiale, et variables de politique fixées à la moyenne mondiale). Les estimations de la norme de balance courante par le FMI pour la zone euro (évaluation de ses services) indiquent un léger excédent, de l'ordre de 2,7 % du PIB .

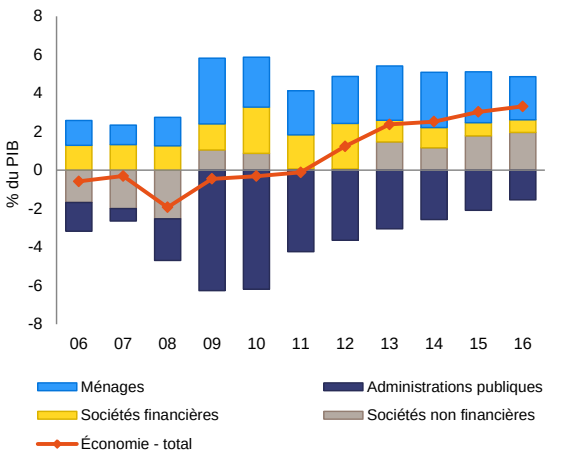
l'activité économique et à une demande soutenue à l'exportation. Les exportations nettes correspondent à la différence entre les revenus et les dépenses agrégés, qui s'est creusée de 2009 à 2016, première année depuis la crise où la croissance de la demande agrégée réelle a été plus rapide que celle du PIB (voir le graphique B.1.3). L'évolution de l'excédent traduit le fait que la demande dans les pays débiteurs nets est restée atone et que les positions extérieures des pays créditeurs nets, déjà largement positives, ont encore augmenté. La persistance de la faiblesse de la demande s'est traduite par des écarts de production négatifs depuis 2009 pour la zone euro, qui devraient devenir positifs en 2018 selon les prévisions de l'automne 2017 de la Commission. Cette atonie prolongée de l'économie explique que les chiffres de l'inflation restent inférieurs à l'objectif poursuivi par les autorités monétaires. L'évolution de l'excédent de la zone euro est également liée à la dynamique de ses exportations, qui s'appuie sur une demande mondiale favorable de biens et services européens et sur un renforcement de sa position concurrentielle. Alors que les avantages de la dépréciation de l'euro en 2015 se font progressivement sentir sur la balance commerciale, les effets de son appréciation récente sont à peine perceptibles.

Graphique B.1.1: Soldes courants de la zone euro et de certains États membres



Source: AMECO

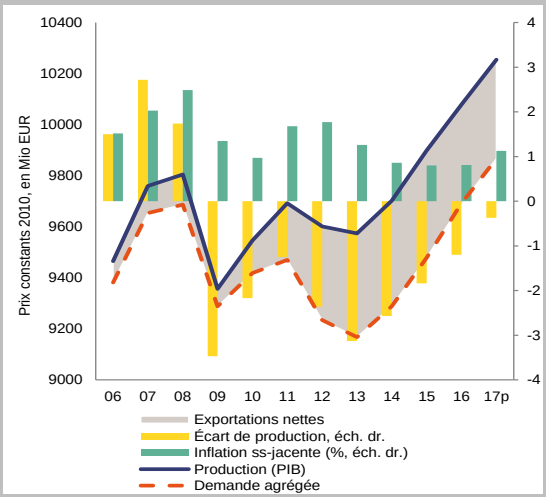
Graphique B.1.2: Besoin net/capacité nette de financement par secteur dans la zone euro



Source: Eurostat

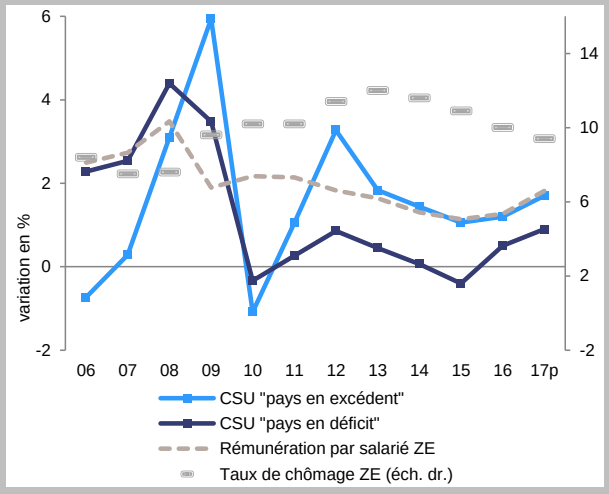
Le renforcement de la position extérieure de la zone euro est lié à un processus de désendettement généralisé. Au niveau de la zone euro considérée dans son ensemble, l'endettement reste élevé pour les ménages, les entreprises et les administrations publiques, avec des différences notables selon les pays. Le processus de désendettement a commencé après l'éclatement de la crise et a conduit à une augmentation de l'épargne nette pour la zone euro dans son ensemble (graphique B.1.2). Le désendettement actif du secteur privé a commencé tôt, lorsque la crise a éclaté autour de 2009, tandis que les finances publiques contribuaient à amortir son incidence sur les revenus. La capacité de financement nette du secteur des ménages est actuellement deux fois plus grande qu'avant la crise. Les entreprises, qui affichent normalement des besoins de financement nets, affichent une capacité de financement positive depuis 2013 et représentent actuellement la plus grande part de la capacité de financement nette globale de la zone euro, ce qui est le reflet d'investissements modérés malgré de grandes marges de financement interne. Ces chiffres agrégés cachent des différences significatives entre pays, mais traduisent l'existence d'une capacité de financement nette positive dans presque tous les pays de la zone euro, les chiffres les plus élevés en termes de PIB s'observant en Grèce, aux Pays-Bas et en Espagne; il n'y a qu'au Luxembourg, en France et en Estonie que les entreprises affichaient des besoins de financement nets en 2016. Le désendettement des administrations publiques a commencé en 2011, lorsque les capacités de financement nettes sont devenues moins négatives avec la mise en œuvre de politiques destinées à resserrer les budgets, qui ont représenté une part significative de la hausse de la capacité de financement nette globale de la zone euro.

Graphique B.1.3: Production, demande intérieure, exportations nettes et inflation sous-jacente dans la zone euro



Source: AMECO

Graphique B.1.4: Chômage, croissance des salaires et rééquilibrage des coûts salariaux unitaires dans la zone euro[14]



a) Source: AMECO

Le rééquilibrage dans la zone euro doit se poursuivre. Les pays qui ont corrigé d'importants déficits sont encore caractérisés par des positions extérieures globales nettes fortement négatives associées à des encours importants de dette privée et publique qui les rendent vulnérables. La liquidation d'un stock de dette élevé nécessite de maintenir les soldes courants à l'équilibre ou en excédent, ce qui implique aussi un processus continu de désendettement interne. Les gains de compétitivité relatifs des pays débiteurs nets qui ont été observés à partir de 2012 s'estompent progressivement, tandis que la croissance de la productivité stagne (graphique B.1.4).

Une demande plus forte et une croissance stable continueraient à aider au désendettement et au rééquilibrage, mais une correction durable des déséquilibres nécessiterait une productivité plus élevée et des gains de compétitivité. Compte tenu de l'interconnexion entre les économies de la zone euro, une combinaison appropriée de politiques macroéconomiques entre les États membres se justifie, afin de soutenir la correction des déséquilibres et la reprise. À cette fin, des conditions favorables sur le plan de la demande dans les pays créditeurs nets de la zone euro et dans les pays hors zone euro seraient essentielles pour les pays débiteurs nets. À cet égard, la récente reprise de la croissance nominale a contribué à une accélération de la réduction de l'encours des engagements extérieurs nets en pourcentage du PIB. L'amélioration structurelle de la productivité et de la compétitivité, notamment dans les pays débiteurs nets, devrait être maintenue pour contribuer à la poursuite de l'ajustement et à l'allègement de la dette.

Les taux d'endettement du secteur privé ont généralement diminué par rapport aux pics qu'ils avaient atteints après la crise, mais le surendettement continue de toucher

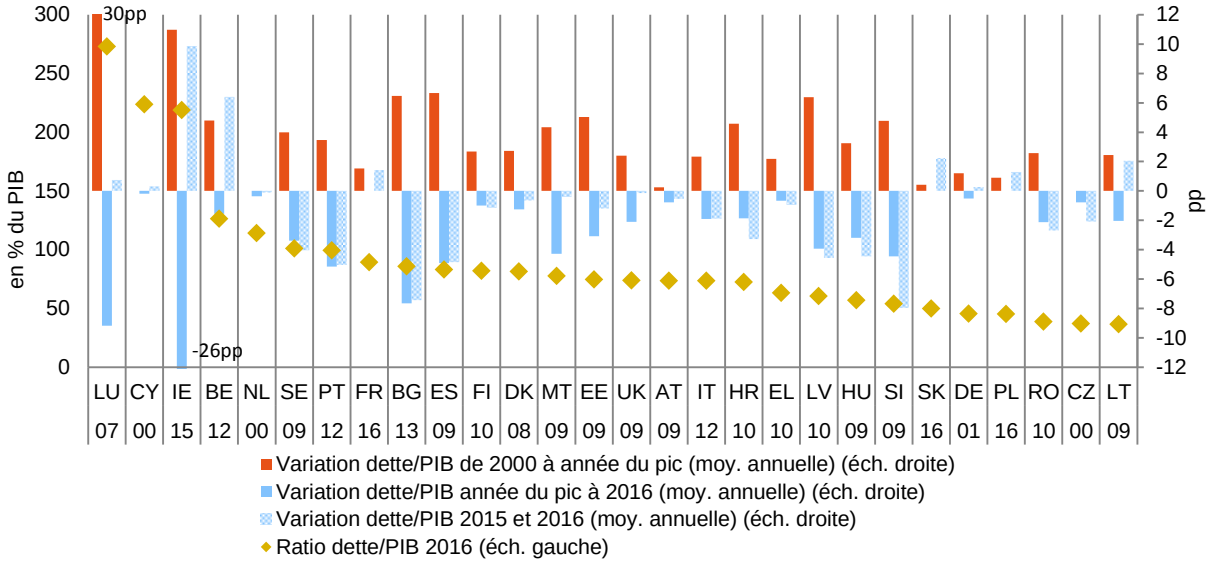
[14] Les pays excédentaires sont définis comme suit: Belgique, Allemagne, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Finlande; les pays déficitaires sont les autres pays parmi les 19 de la zone euro. Tous les pays excédentaires ont enregistré des comptes courants à l'équilibre ou en excédent sur la période 1999-2012 (les seules exceptions étant l'Allemagne et l'Autriche avant 2002 et la Finlande après 2010, tandis que tous les pays déficitaires ont enregistré un déficit entre 2000 et 2012).

plusieurs pays. En 2016, la dette privée dépassait le seuil du tableau de bord dans douze États membres, les mêmes que dans le rapport sur le mécanisme d'alerte de l'an dernier, à l'exception de Malte, qui se trouve désormais en-dessous du seuil. C'est à Chypre, au Luxembourg, en Irlande et aux Pays-Bas que les ratios d'endettement du secteur privé sont les plus élevés, bien que les chiffres soient influencés par la présence d'un secteur des multinationales ou d'un secteur offshore importants. On trouve ensuite dans le classement par valeur de l'indicateur du tableau de bord le Danemark, la Suède, la Belgique, le Portugal et le Royaume-Uni, avec des encours de dette privée supérieurs à 160 % du PIB.

La contribution relative des ménages et des entreprises au niveau élevé de la dette privée varie d'un État membre à l'autre. Dans le cas du Luxembourg, de l'Irlande et, dans une moindre mesure, de la Belgique, ce sont principalement les ratios d'endettement élevés des sociétés non financières qui sont mis en évidence par la comparaison entre pays. En revanche, au Danemark et au Royaume-Uni, l'encours élevé de la dette privée provient avant tout du secteur des ménages. Chypre, les Pays-Bas et le Portugal connaissent des taux d'endettement relativement élevés tant dans le secteur des entreprises que dans le secteur des ménages. Dans l'ensemble, les différences d'encours de la dette entre pays s'expliquent en grande partie par des différences dans les facteurs fondamentaux qui justifient l'accumulation de dette, notamment les perspectives de croissance et d'investissement, les contraintes entourant l'épargne privée et le développement financier. Dans le même temps, les risques posés par un endettement élevé doivent être appréciés au regard du potentiel de croissance d'un pays, de la résilience de son secteur financier et de la monnaie dans laquelle sont libellés ces engagements, compte tenu aussi de la valeur, de la liquidité, de la volatilité et de la répartition des actifs sous-jacents.

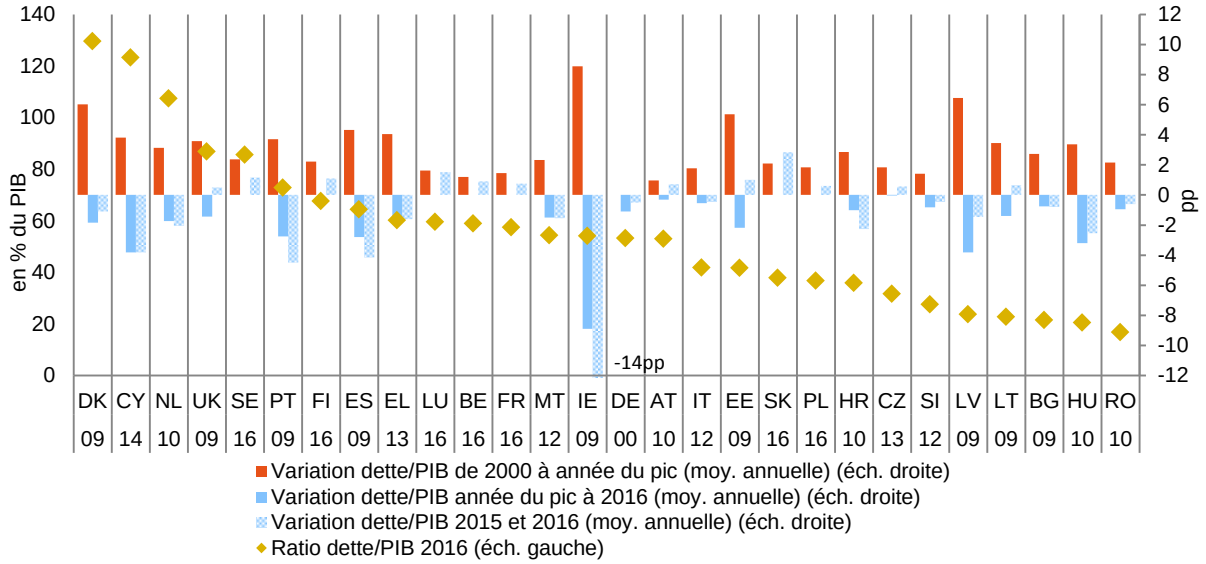
Le rythme de la réduction de la dette du secteur privé est inégal entre les pays et n'est pas toujours proportionné aux besoins de désendettement. Le niveau d'endettement dans le secteur privé non financier a augmenté de façon notable au cours de la période précédant la crise financière et n'a diminué depuis que de façon marginale dans la plupart des cas. Dans les cinq pays ayant les ratios d'endettement des sociétés non financières les plus élevés (Luxembourg, Chypre, Irlande, Belgique et Pays-Bas), le désendettement stagne ou s'est inversé ces deux dernières années, tandis qu'il n'a pas encore commencé en France (graphique 9). En revanche, en Suède, au Portugal, en Bulgarie et en Espagne, pays qui affichent eux aussi des ratios d'endettement élevés, le désendettement des sociétés non financières s'est poursuivi à un rythme rapide. Dans certains pays qui ne sont pas touchés par des niveaux d'endettement élevés, comme la Lettonie, la Hongrie et la Slovénie, l'endettement des sociétés non financières a été rapide et s'est accéléré au cours des deux dernières années. Les ratios d'endettement des ménages ont diminué au cours des deux dernières années dans les trois États membres où les ménages sont le plus endettés (Danemark, Chypre et Pays-Bas), ainsi que dans d'autres pays à endettement élevé tels que le Portugal, l'Espagne et la Grèce (graphique 10). Le désendettement des ménages est en revanche au point mort au Royaume-Uni, et les ratios d'endettement relativement élevés en Suède et en Finlande ont continué d'augmenter.

Graphique 9: **Rythme du désendettement des sociétés non financières**



Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Note: Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année du pic. L'augmentation jusqu'au pic a été calculée sur la base d'une année initiale autre que 2000 dans les cas de LU (2001), PL (2002), MT (2003) et LV (2003). Sur la base de données sur l'endettement consolidé.

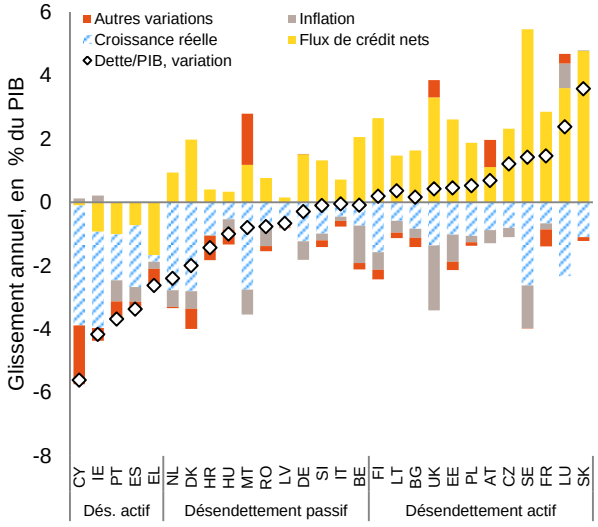
Graphique 10: **Rythme du désendettement des ménages**



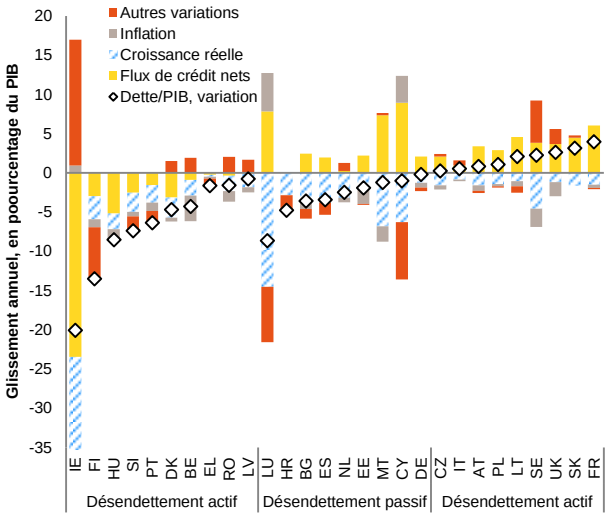
Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Note: Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année du pic. L'augmentation jusqu'au pic a été calculée sur la base d'une année initiale autre que 2000 dans les cas de LU (2002), PL (2003), MT (2004) et LV (2004). Sur la base de données d'endettement consolidées.

Les flux de crédits se redressent plus fortement dans le secteur des ménages que dans le secteur des entreprises, ce qui implique des modes de désendettement et des tendances d'investissement différents. Dans l'ensemble, les flux de crédit au secteur privé restent relativement modestes, et aucun État membre n'a dépassé le seuil du tableau de bord en 2016. Ces dernières années, vu la reprise de la croissance, une part croissante du désendettement des ménages est due à des réductions du ratio de la dette au PIB liées à une croissance plus forte du PIB («désendettement passif»), tandis que le désendettement «actif» des ménages par des flux de crédit nets négatifs n'a été observé que dans certains des pays les plus touchés par la crise économique et financière, à savoir à Chypre, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et la Grèce (graphique 11a). Les ménages se sont en fait davantage endettés dans douze États membres au cours de l'année dernière, y compris dans des pays où le niveau d'endettement est élevé, comme le Royaume-Uni, la Suède et la Finlande. La reprise des flux de crédit a généralement été plus faible pour les entreprises, ce qui indique que le secteur des entreprises est actuellement en train de se désendetter dans plus de deux tiers des États membres, à part égale globalement entre le mode actif et le mode passif (graphique 11b). Le désendettement actif par les entreprises s'accompagne souvent d'une stagnation de l'investissement (graphique 12), ce qui souligne le rôle important du surendettement dans la faiblesse des investissements des sociétés non financières observée après la crise.

Graphique 11a: **Décomposition de la variation du ratio de la dette des ménages au PIB (T1 2017)**

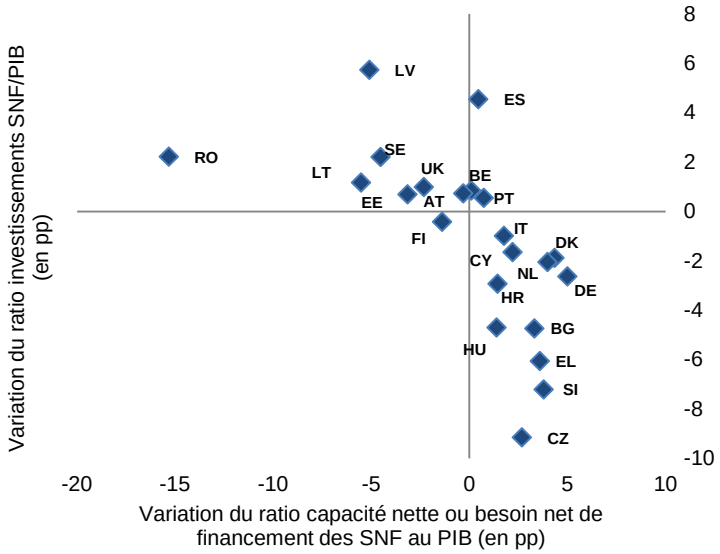


Graphique 11b: **Décomposition de la variation du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB (T1 2017)**



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Notes: les graphiques présentent une ventilation de l'évolution des ratios de la dette au PIB selon quatre composantes: flux de crédit, croissance du PIB réel, inflation et autres variations. 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, toutes choses étant égales par ailleurs, 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. L'endettement actif se produit lorsque les flux de crédit nets positifs dépassent la croissance du PIB nominal. Les données sur les sociétés non financières pour CY concernent T3 2016.

Graphique 12: **Variations des investissements des sociétés non financières et ratios besoin net/capacité nette de financement pour les années suivant un pic d'endettement**

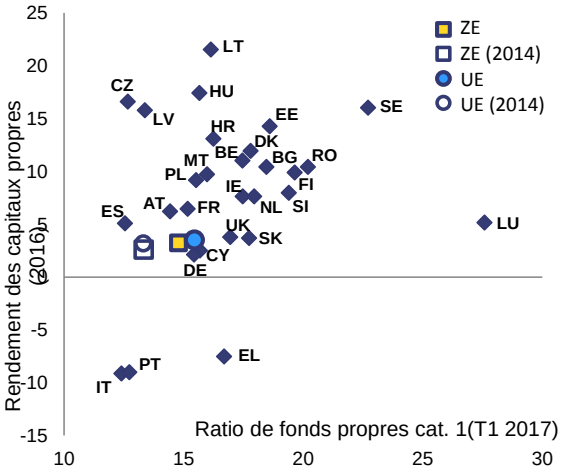


Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Note: L'échantillon de pays est limité à ceux pour lesquels les données sont disponibles et dont le ratio de l'endettement des sociétés non financières au PIB a culminé avant 2016.

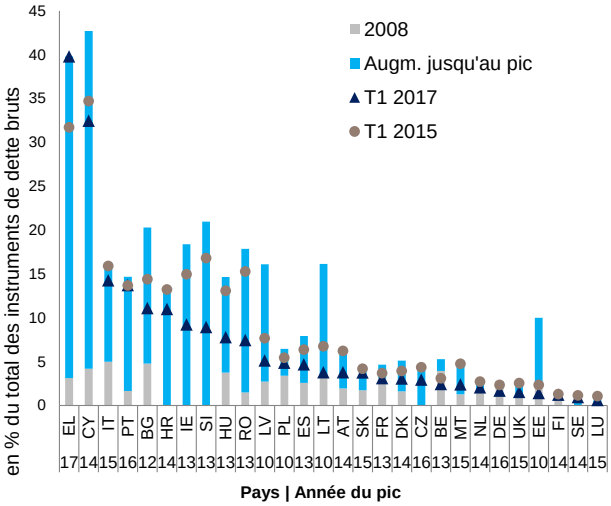
Le secteur bancaire de l'UE reste confronté au problème du faible niveau de rentabilité et de l'encours élevé des prêts improductifs dans certains pays. La croissance des engagements du secteur financier s'accélère dans la plupart des États membres, mais reste généralement nettement inférieure au seuil du tableau de bord[15]. L'année dernière, la plupart des États membres ont vu s'améliorer dans une certaine mesure la rentabilité des banques, les ratios de fonds propres, l'encours des prêts improductifs et les flux de crédits. La valorisation des banques, en particulier, a opéré une nette remontée entre la mi-2016 et la mi-2017, devant la perspective d'un relèvement des taux d'intérêts et de courbes de rendement supérieures. La rentabilité demeure toutefois sous pression étant donné le contexte de taux d'intérêt bas et de pratiques d'entreprise obsolètes. Certains pays combinent faible rentabilité, ratios de fonds propres parmi les plus bas et niveaux élevés de prêts improductifs. C'est le cas en particulier en Grèce, à Chypre, en Italie et au Portugal (graphiques 13 et 14).

[15] La Hongrie constitue une exception, bien que la croissance rapide des engagements du secteur financier observée en 2016 soit attribuable à une transaction précise ayant des incidences macroéconomiques limitées.

Graphique 13: **Rentabilité des banques et ratios de fonds propres**



Graphique 14: **Prêts improductifs**



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.
Notes: Les données relatives aux instruments de dette improductifs bruts pour 2008 ne sont pas disponibles pour CZ, HR, SE et SI. Dans le graphique 13, le point de données T1 2015 correspond au T4 de 2014 dans le cas de BG et au T1 de 2016 dans le cas de CZ.

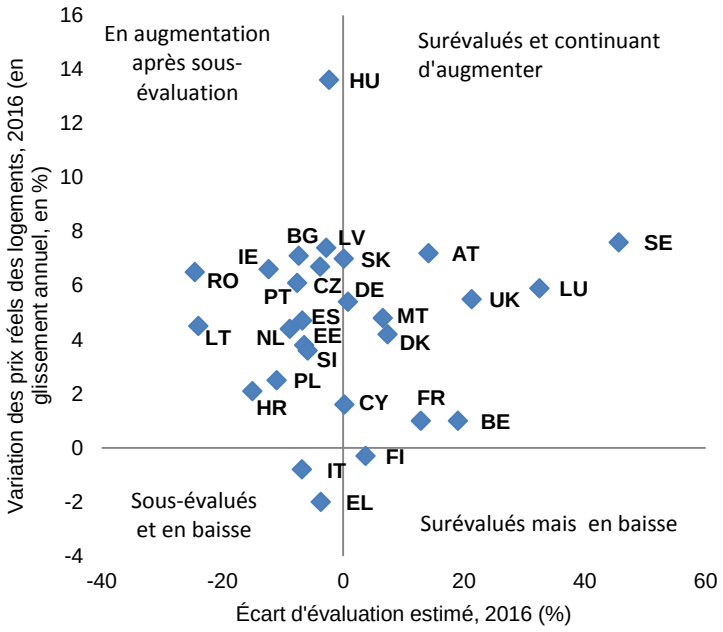
L'encours de prêts improductifs continue à diminuer dans l'UE, mais reste élevé dans plusieurs États membres. Le ratio de prêts improductifs diminue dans tous les États membres où la part de ces prêts est relativement élevée, à l'exception de la Grèce. Cette diminution du ratio de prêts improductifs n'a toutefois commencé que très récemment au Portugal et en Italie (graphique 14). Malgré une tendance à la baisse, les prêts improductifs restent élevés dans un certain nombre de pays. En particulier, en Grèce et à Chypre, plus de 30 % du total des prêts sont encore improductifs, tandis que cette part est proche de 14 % en Italie et au Portugal. En Bulgarie, en Irlande, en Croatie et en Slovénie, l'encours des prêts improductifs représente environ 10 % du total des prêts.

Une vaste augmentation des prix réels des logements est en cours dans l'UE, qui marque une reprise par rapport aux fléchissements précédents, mais pourrait aussi conduire, dans certains cas, à une surévaluation accrue. Les prix réels des logements ont augmenté dans 25 États membres en 2016, les valeurs de l'indicateur dépassant le seuil du tableau de bord en Bulgarie, en République tchèque, en Irlande, en Lettonie, en Hongrie, en Autriche, au Portugal, en Roumanie, en Slovaquie et en Suède. Cela représente quatre pays de plus que l'an dernier; les pays concernés ne sont pas les mêmes, l'Irlande, la Hongrie et la Suède étant les seules à avoir dépassé le seuil au cours des deux années[16]. La Grèce, l'Italie et la Finlande sont les seuls exemples de diminution des prix réels du logement; dans les deux derniers pays, cette diminution s'est poursuivie en 2017 et contribue à l'écart de valorisation négatif actuel (graphique 15). Dans plusieurs autres États membres, l'augmentation des prix réels des

[16] En novembre 2016, le comité européen du risque systémique (CERS) a émis des avertissements par pays relatifs aux vulnérabilités à moyen terme dans le secteur de l'immobilier résidentiel pour huit États membres de l'UE (Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, Luxembourg, Pays-Bas, Suède et Royaume-Uni).

logements a encore accru la pression sur des marchés du logement déjà surévalués. Les tensions sont particulièrement sensibles en Suède et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni, au Luxembourg et en Autriche, où la forte augmentation des prix réels des logements en 2016 s'est ajoutée à un écart de surévaluation estimé. Dans le cas de l'Autriche et du Royaume-Uni, les données trimestrielles montrent cependant que la hausse des prix des logements s'est ralentie en 2017. En Suède et au Royaume-Uni, mais aussi au Danemark, la surévaluation des prix des logements va de pair avec un niveau élevé d'endettement des ménages. Dans certains cas, l'évolution dynamique des prix concerne des pays qui ne présentent que de faibles écarts d'évaluation ou de sous-évaluation. C'est le cas en Hongrie, en Bulgarie, en Lettonie, en République tchèque et en Slovaquie, où la croissance des prix réels des logements s'est poursuivie en 2017 et où des risques de surévaluation pourraient être en train de s'accumuler. Aux Pays-Bas, la tendance relativement soutenue des prix des logements s'inscrit dans un contexte d'endettement élevé des ménages. Dans certains États membres, la dynamique des prix des logements est associée à celle des crédits hypothécaires, ce qui laisse craindre un risque de surchauffe induit par le crédit. C'est le cas notamment en Slovaquie et en Roumanie, où la croissance des prêts hypothécaires a dépassé 10 % en 2016, quoique dans un contexte de faible endettement des ménages. Dans l'ensemble, la croissance dynamique des prix des logements dans plusieurs pays de l'UE mérite un suivi continu, étant donné le risque d'accumulation de poches de risques macrofinanciers et les incidences possibles sur l'allocation des ressources et l'accessibilité financière des logements.

Graphique 15: **Variations des prix des logements et écarts de valorisation en 2016**



Source: Eurostat, BCE, BRI, OCDE et calculs des services de la Commission.
Note: l'écart de surévaluation est estimé sur la base de la moyenne de trois paramètres: les écarts du ratio prix/revenus et du ratio prix/loyers par rapport à leurs moyennes à long terme, et les résultats d'un modèle d'écarts de valorisation basé sur les fondamentaux.

Les ratios de la dette publique ont désormais cessé d'augmenter dans presque tous les États membres, mais les niveaux d'endettement restent élevés dans la plupart des pays. Les valeurs du tableau de bord dépassaient le seuil dans 16 États membres en 2016, contre 17 dans le rapport sur le mécanisme d'alerte 2017. Dans neuf de ces États membres, une dette

publique supérieure à 60 % du PIB s'ajoute à une dette du secteur privé qui dépasse le seuil, ce qui semble indiquer un besoin de désendettement général de l'économie. À l'exception de ceux de la France et de l'Italie, les ratios de la dette publique au PIB ont généralement amorcé une baisse dans les États membres ayant les niveaux de dette publique les plus élevés. Cependant, le rythme du désendettement est souvent modeste: parmi les dix États membres les plus endettés, seuls la Grèce, Chypre et l'Autriche devraient arriver à réduire d'au moins 10 points de pourcentage leur ratio de la dette entre la fin de 2016 et 2019. Parmi les États membres dont le niveau d'endettement est plus faible, la Roumanie et le Luxembourg devraient enregistrer au contraire une croissance de leur ratio d'endettement. Dans l'ensemble, le désendettement du secteur public s'effectue dans le contexte de l'amélioration progressive des situations budgétaires constatée ces dernières années et de la reprise récente de la croissance. Ces circonstances permettent de commencer à réduire les ratios de la dette au PIB malgré un léger assouplissement budgétaire dans plusieurs pays.

***Encadré 2:* Évolution de l'emploi et de la situation sociale**

Les marchés du travail dans l'UE ont continué de s'améliorer en 2016 et au premier semestre de 2017, avec une poursuite de la diminution des taux de chômage et une réduction des disparités au sein de l'UE, qui étaient élevées. La reprise génératrice d'emplois a contribué à l'amélioration de la situation sociale, dans un contexte de diminution de la part de la population menacée de pauvreté ou d'exclusion sociale. elle-même due à une réduction à la fois de la proportion de ménages à faible intensité de travail et des situations de privation matérielle sévère tandis que le pourcentage de personnes menacées de pauvreté (monétaire) s'est stabilisé. La détresse sociale reste préoccupante dans de nombreux États membres, avec des effets négatifs possibles sur la croissance du PIB potentiel et sur la correction des déséquilibres macroéconomiques qui doivent retenir l'attention. Le socle européen des droits sociaux récemment annoncé peut indiquer la direction à suivre pour relever ces défis et encourager une convergence sociale vers le haut dans l'UE.

Le *taux de chômage* a continué de baisser en 2016, mais il était encore élevé, voire très élevé, dans plusieurs pays de l'UE. Entre 2015 et 2016, il n'a augmenté que dans deux pays, l'Autriche et l'Estonie, où il partait toutefois de niveaux bas. Les améliorations ont été les plus fortes dans des pays figurant parmi ceux ayant le taux de chômage le plus élevé (réduction d'au moins 2 points de pourcentage en Croatie, à Chypre et en Espagne). Cependant, neuf États membres (Grèce, Espagne, France, Croatie, Italie, Chypre, Lettonie, Portugal et Slovaquie) ont dépassé le seuil de l'indicateur du tableau de bord de 10 % en moyenne sur les 3 dernières années, contre douze États dans les deux derniers rapports sur le mécanisme d'alerte. En outre, en 2016, les taux de chômage étaient toujours plus élevés qu'en 2008 dans les deux tiers des États membre environ. Les taux de chômage dans l'UE et dans la zone euro, qui s'établissaient à respectivement 8,6 % et 10 %, étaient inférieurs d'environ 2 points de pourcentage à leurs pics respectifs atteints en 2013, mais toujours supérieurs de 1,6 et 2,4 points de pourcentage à leur niveau de 2008. Les taux de chômage ont continué à diminuer de façon constante au premier semestre 2017 pour atteindre respectivement 7,7 % et 9,1 % pour l'UE et la zone euro à la moitié de l'année.

L'*emploi et les taux d'emploi* ont augmenté dans presque tous les États membres, poursuivant l'évolution positive des années précédentes. Le taux d'emploi (des 20 à 64 ans) a atteint 71,1 % en 2016 pour l'UE, dépassant son pic d'avant-crise de 70,3 % observé en 2008. Le taux d'emploi a continué à augmenter au deuxième trimestre 2017, atteignant une valeur record de 72,2 %. En termes absolus, le nombre de personnes ayant un emploi n'a diminué en 2016 qu'en Roumanie et en Lettonie.

Les *taux d'activité* ont augmenté presque partout dans l'UE. Seuls deux pays ont enregistré une diminution de leur taux d'activité au cours des trois dernières années: Chypre, avec un chiffre équivalant au seuil du tableau de bord de -0,2, et l'Espagne, avec -0,1, soit un résultat en-dessous de ce seuil. Globalement, en 2016, les taux d'activité dans l'Union et dans la zone euro s'élevaient respectivement à 72,9 % et 72,9 %, soit 2,6 et 2,1 points de pourcentage au-dessus de leurs niveaux de 2007. Cette tendance à la hausse est essentiellement due à l'augmentation de la participation au marché du travail des travailleurs âgés et des femmes.

Le *chômage de longue durée* s'est amélioré avec un certain retard après le début de la reprise, mais, en 2016, des améliorations pouvaient être observées dans pratiquement tous les États membres. Seuls deux pays affichaient des taux plus élevés d'au moins 0,5 point de pourcentage qu'il y a trois ans, ce qui est le seuil du tableau de bord: en Autriche, le taux a atteint 1,9 %, et il a augmenté de 2,3 % en Finlande. Les taux les plus élevés de chômage de longue durée ont été observés en Grèce (17 %) et en Espagne (9,5 %).

Le *taux de chômage des jeunes* a baissé dans tous les pays de l'UE au cours de la période de trois ans qui a pris fin en 2016, sauf au Luxembourg (où l'augmentation de 2,2 points de pourcentage dépasse légèrement le seuil du tableau de bord qui est de 2 points de pourcentage) et, dans une moindre mesure, en Autriche et en Finlande. Des baisses de 10 points de pourcentage ou plus au cours de la

même période ont été enregistrées dans des pays parmi ceux ayant les taux les plus élevés (Grèce, Hongrie, Espagne et Croatie) ainsi qu'en Bulgarie et en Slovaquie. Le taux de chômage des jeunes est encore supérieur à 30 % en Croatie, en Grèce, en Italie et en Espagne, tandis que la proportion de jeunes qui ne travaillent pas et ne suivent ni études ni formation reste supérieure à 15 % en Bulgarie, en Croatie, à Chypre, en Grèce, en Italie et en Roumanie.

La situation sociale demeure préoccupante dans différents pays de l'UE. La part de la population menacée de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROPE) a diminué dans la moitié environ des pays de l'UE entre 2015 et 2016, et souvent dans de faibles proportions[17]. En 2016, près d'un quart de la population de l'UE était menacée de pauvreté ou d'exclusion sociale. Les taux variaient considérablement, s'échelonnant d'environ 40 % en Bulgarie et en Roumanie, suivies par la Grèce avec plus de 35 %, à environ 13 % en République tchèque et 17 % au Danemark, en Finlande et aux Pays-Bas. Le Luxembourg et la Roumanie ont enregistré certaines des augmentations les plus fortes des taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale entre 2015 et 2016, tandis que la Hongrie, la Lettonie et Malte ont affiché les réductions les plus marquées. Dans le même temps, le revenu disponible des ménages a augmenté, mais n'a pas encore rattrapé son niveau de 2008 en termes réels dans de nombreux États membres.

L'évolution globale de l'indicateur AROPE traduit différentes évolutions de ses composantes. La part des personnes menacées de pauvreté, si elle a diminué dans la plupart des États membres en 2016, a augmenté sur les dernières années dans la plupart des pays de l'UE: les plus fortes augmentations de cet indicateur sur une période de trois ans ont été enregistrées en Estonie, en Lettonie, aux Pays-Bas et en Roumanie, tandis qu'une nette diminution était constatée en Grèce, mais à partir d'une valeur supérieure à la moyenne. En revanche, la privation matérielle sévère a reculé ces trois dernières années, ainsi que pour la seule année 2016, dans presque tous les États membres de l'UE: elle a diminué de plus de 10 points de pourcentage sur une période de trois ans en Bulgarie, en Hongrie et en Lettonie. Enfin, si la reprise a entraîné une réduction de la proportion de personnes (de moins de 60 ans) vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail dans la plupart des pays de l'UE, et notamment en Hongrie, au Portugal, en Lettonie et en Estonie, il existe encore des pays dans lesquels cette proportion a augmenté en 2016, notamment la Lituanie, la Finlande, la Grèce et la Roumanie.

Dans l'ensemble, les risques et les vulnérabilités liés à des situations antérieures ou à des évolutions récentes subsistent dans un certain nombre d'États membres. Il existe de grandes différences entre États membres quant à la gravité des risques et l'urgence d'adopter des mesures selon la nature des vulnérabilités et des tendances observées, et selon que celles-ci sont limitées à un ou plusieurs secteurs de l'économie.

- Certains États membres sont touchés par des *facteurs de vulnérabilité multiples et interconnectés liés à des problèmes de stocks*. Il s'agit notamment des pays qui ont été le plus gravement touchés par des cycles de forte expansion et de forte récession du

[17] L'indicateur des personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROPE) correspond au pourcentage de personnes qui sont vulnérables sous l'angle d'au moins un de ces trois indicateurs sociaux: 1) les personnes menacées de pauvreté, c'est-à-dire ayant un revenu disponible (ajusté en fonction de la composition du ménage) inférieur à 60 % de la médiane nationale; 2) les personnes soumises à une privation matérielle sévère, ce qui couvre les indicateurs se rapportant à un manque de ressources, à savoir la proportion de personnes connaissant au moins 4 types de privations parmi 9 qui ont été définies; 3) les personnes vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail, soit les personnes âgées de 0 à 59 ans vivant dans un ménage où les adultes en âge de travailler (de 18 à 59 ans) ont travaillé l'équivalent de moins de 20 % de leur potentiel de travail total au cours de l'année écoulée.

crédit-, souvent associés à des problèmes de liquidité et de solvabilité dans leurs secteurs bancaires, et où la position du solde des opérations courantes s'est inversée le plus fortement. Dans le cas de Chypre, de la Grèce[18] et du Portugal, l'ampleur de l'endettement privé se combine avec des niveaux élevés de dette publique, une position extérieure globale nette fortement négative et la persistance de problèmes dans le système bancaire. Ces pays continuent de faire face à d'importants besoins de désendettement dans un contexte où leur marge de manœuvre budgétaire est limitée, leur chômage élevé (bien qu'en recul) et leur croissance nominale modeste. En Bulgarie, en Croatie, en Irlande, en Slovénie et en Espagne, les vulnérabilités sont également multiples, interconnectées et, à l'exception possible de la Bulgarie, fortement liées à des déséquilibres de stocks. Cependant, les progrès de ces pays en la matière ont été plus rapides que ceux des pays précédemment cités.

- Dans quelques États membres, ces facteurs sont principalement liés à l'*encours important de la dette publique* et à des inquiétudes concernant la *croissance du PIB potentiel* et la *compétitivité*. C'est particulièrement le cas en Italie, où les sources de vulnérabilité sont également liées au secteur bancaire, et notamment à l'encours important de prêts improductifs. La Belgique et la France font également face à des problèmes de dette publique élevée et de croissance potentielle, mais ne sont pas confrontées au même type de risques potentiels découlant de la vulnérabilité des banques.

- Certains États membres se caractérisent par des *excédents courants importants et persistants*, qui sont le reflet de leur forte compétitivité, mais aussi, à des degrés divers, d'une consommation privée et d'investissements atones. C'est le cas notamment de l'Allemagne, du Danemark, des Pays-Bas et aussi de la Suède. Dans le cas de l'Allemagne, cette situation se combine avec des tendances au désendettement dans tous les secteurs de l'économie, alors même que les niveaux de dette sont relativement peu élevés. Ces excédents importants et persistants donnent à penser qu'il existe des opportunités de croissance et d'investissement intérieur inutilisées. En outre, l'insuffisance de la demande globale a des répercussions sur l'ensemble de la zone euro, dans le contexte d'une activité qui reste à la traîne et d'une inflation inférieure à l'objectif.

- Dans certains États membres, *l'évolution des variables de prix ou de coût traduit une surchauffe potentielle, particulièrement en ce qui concerne le marché du logement ou le marché du travail*. En Suède, ainsi qu'en Autriche, au Danemark, au Luxembourg, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, les tensions sur les prix concernent principalement le secteur du logement, en combinaison avec un degré élevé d'endettement des ménages. En Estonie, en Hongrie, en Lettonie, en Lituanie et en Roumanie, les coûts salariaux unitaires continuent de croître à un rythme relativement élevé, tandis que la compétitivité-prix est en recul. Dans ces pays, notamment la Roumanie et aussi la Hongrie, l'accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires s'inscrit dans un contexte de politiques budgétaires procycliques qui pourraient exacerber de possibles risques de surchauffe.

---

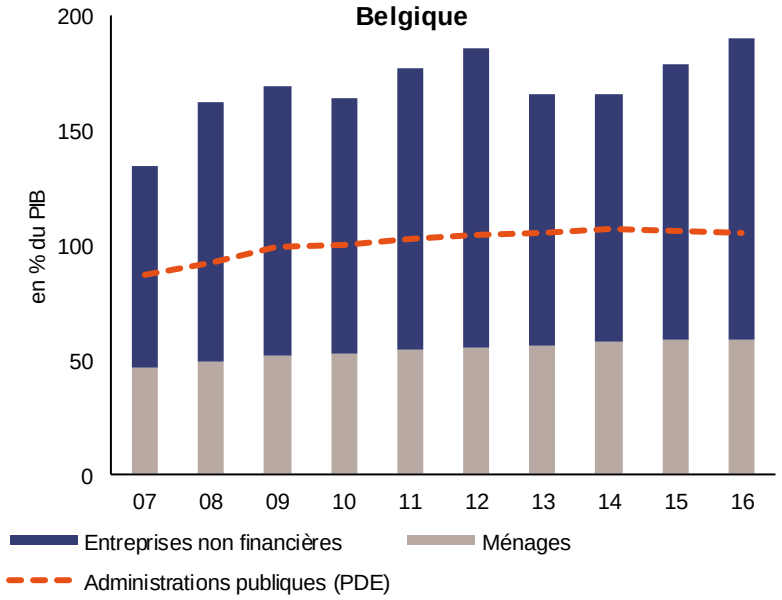
[18] Dans le cas de la Grèce, la surveillance des déséquilibres et le suivi des mesures correctives se déroule dans le cadre du programme d'assistance financière et non dans celui de la procédure concernant les déséquilibres excessifs.

Au final, la réalisation d'un bilan approfondi se justifie pour 12 États membres: l'Allemagne, la Bulgarie, Chypre, la Croatie, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovénie et la Suède. Tous ces pays ont fait l'objet d'un bilan approfondi au cours du cycle précédent, lors duquel un tel bilan avait été réalisé pour 13 pays. Le nombre d'États membres soumis à un bilan approfondi est légèrement réduit par rapport à l'an passé, mais de nouveaux risques potentiels s'accumulent dans un certain nombre de pays pour lesquels un bilan approfondi ne se justifie pas à ce stade; les évolutions continueront donc à faire l'objet d'un suivi, comme indiqué à la section 3. Par rapport au RMA de 2017, de nouveaux progrès ont été accomplis dans la correction des déséquilibres extérieurs par certains pays débiteurs nets et, de façon générale, les marchés du travail et la conjoncture ont continué à s'améliorer. Le bilan est plus contrasté en ce qui concerne les progrès accomplis dans la prévention des déséquilibres liés à la dynamique interne et aux stocks de dette sectoriels. Étant donné que les déséquilibres de stocks internes et externes ne se résorbent que lentement, ils restent une source de risques et de vulnérabilité dans de nombreux États membres et pèsent aussi sur les perspectives d'investissement et sur la reprise économique. Sans le renforcement de moteurs de croissance à long terme tels que les niveaux d'investissement, de productivité et d'emploi, l'amélioration de la conjoncture pourrait s'avérer insuffisante pour ramener ces déséquilibres actuels de stocks à des niveaux prudents. Parallèlement, l'amélioration de la conjoncture contribue à la création de pressions localisées sur les prix, les coûts et le marché du logement, qui méritent d'être suivies de près dans certains pays.

3. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: COMMENTAIRES PAR PAYS

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

Graphique A1: ***Dette dans les différents secteurs de l'économie***



Source: Eurostat

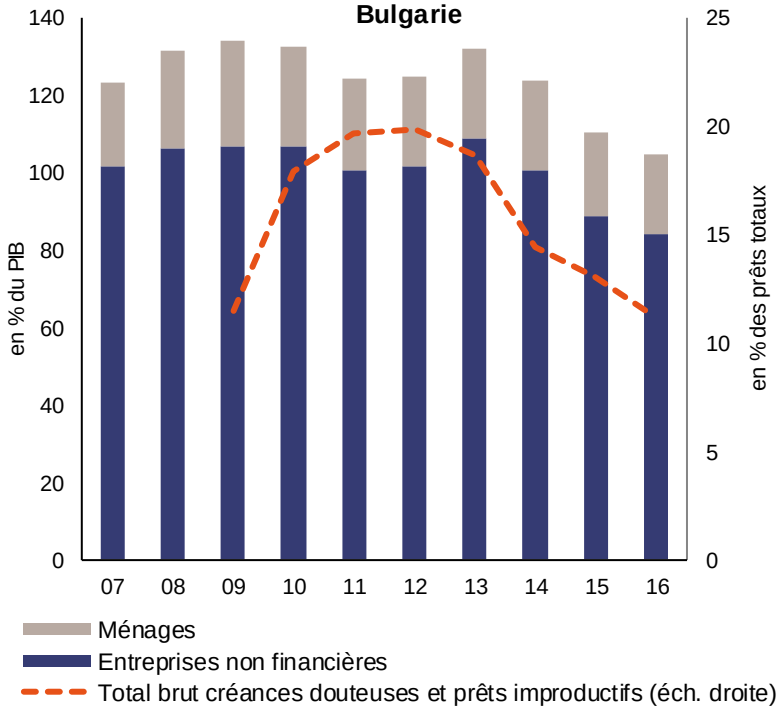
La viabilité de la position extérieure bénéficie d'une position extérieure globale nette très favorable et d'une balance courante proche de l'équilibre. Grâce aux gains enregistrés en 2016, les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation se sont sensiblement réduites. La hausse des coûts salariaux unitaires nominaux a été limitée mais elle devrait à terme s'accélérer. La dette privée reste relativement élevée, en particulier pour les entreprises non financières; l'importance des prêts intragroupe gonfle toutefois les chiffres de l'endettement. Les risques liés à l'endettement des ménages sont principalement dus au marché du logement. Les prix réels des logements sont restés relativement stables au cours des dernières années, ce qui signifie qu'aucune correction n'est venue contrebalancer l'augmentation rapide d'avant 2008. Le niveau élevé de la dette publique devrait lentement baisser, mais il reste un défi majeur pour la viabilité à long terme des finances publiques; la consommation publique stagne en raison de l'assainissement en cours des finances publiques. La création d'emplois reste soutenue et l'on constate une décrue du chômage de longue durée et une diminution du niveau élevé et persistant de chômage des jeunes.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes d'endettement public, mais les risques qui y sont associés restent limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Bulgarie: En février 2017, la Commission a conclu que la Bulgarie connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs* dus notamment à des poches de fragilité dans le secteur financier, conjuguées à un fort endettement des entreprises, sur fond d'ajustement incomplet du marché du travail. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et la hausse des prix réels des logements.

La PEGN négative dépasse encore le seuil, mais elle continue de s'améliorer grâce au compte courant, qui dégage maintenant un excédent substantiel. Soutenue par une dynamique de rattrapage, elle s'explique essentiellement par les passifs liés à l'investissement direct étranger net, ce qui limite les risques externes. L'amélioration de la position extérieure est favorisée par les gains de parts de marché à l'exportation enregistrés ces dernières années. L'endettement du secteur privé reste préoccupant, en particulier pour les entreprises non financières, dont le niveau de prêts non productifs reste élevé malgré le processus de désendettement en cours. Les prix réels des logements ont fortement augmenté en 2016 et doivent être suivis de près. Des mesures commencent à être prises pour remédier aux faiblesses du secteur financier. Néanmoins, et malgré un contexte macroéconomique favorable, le fonctionnement du secteur continue de pâtir de problèmes chroniques dus à des lacunes en matière de gouvernance, de qualité des actifs et de surveillance. La reprise se poursuit sur le marché du travail, et l'on peut tabler sur un recul du chômage à l'horizon des prévisions. Toutefois, des problèmes structurels persistants, tels que la forte proportion de chômeurs de longue durée et l'inadéquation des qualifications et des compétences, conduisent à une sous-utilisation du capital humain et pèsent sur l'emploi. Parallèlement, l'on s'attend à une hausse des salaires et des coûts de main-d'œuvre, due notamment à l'insuffisance de l'offre dans certains secteurs et à des projets de nouvelle revalorisation du salaire minimal sur la période 2018-2020.

Graphique A2: ***Dette privée et prêts improductifs***

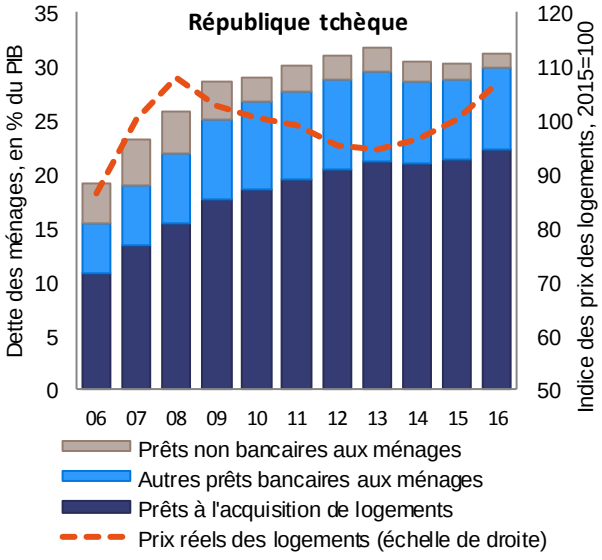


Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence la persistance de fragilités dans l'économie, notamment dans le secteur financier. 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 hausse des prix réels des logements dépasse le seuil indicatif.

Graphique A3: ***Endettement ménages et indice prix des logements***



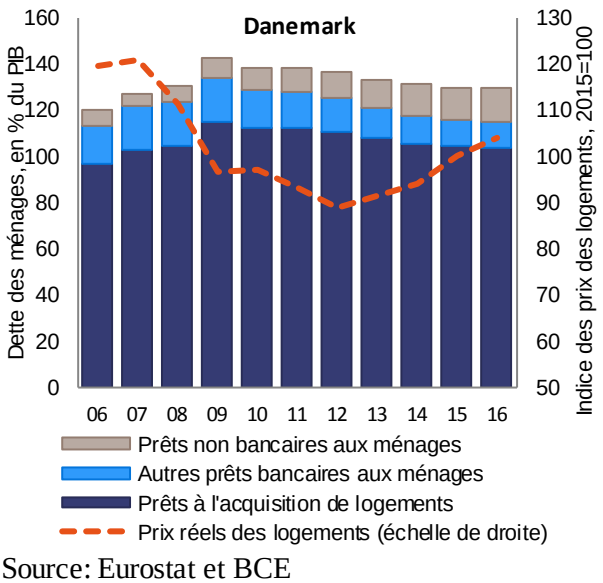
Source: Eurostat et BCE

La balance courante a tendance à se redresser et affiche maintenant un léger excédent. La position extérieure globale nette a continué de se renforcer, en partie sous l'effet de la politique de défense du taux de change plancher par rapport à l'euro, qui n'est toutefois plus appliquée depuis avril 2017. Des gains ont été enregistrés en termes de parts de marché à l'exportation. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté, essentiellement sous l'effet d'une forte progression des salaires qui, selon les prévisions, devrait encore s'accélérer dans un contexte de tensions sur le marché du travail. La hausse des prix réels des logements a elle aussi enregistré une nouvelle accélération et dépasse maintenant le seuil, ce qui justifie un suivi attentif de son évolution. La spirale des prix de l'immobilier et des volumes de prêts hypothécaires s'est accélérée. Le niveau de la dette privée a légèrement augmenté en 2016, mais il reste en deçà du seuil. Le secteur bancaire, détenu majoritairement par des actionnaires étrangers, a fait preuve de stabilité, malgré un accroissement sensible des engagements du secteur financier en 2016. Le taux de chômage, qui a poursuivi sa décrue, est maintenant très faible.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes potentiellement liés à des risques internes, qui restent néanmoins circonscrits. 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 sont encore au-delà des seuils indicatifs, à savoir la balance courante et la dette privée.

Graphique A4: ***Endettement ménages et indice prix des logements***



Source: Eurostat et BCE

La balance courante continue d'afficher d'importants excédents, liés à la forte épargne des entreprises et au désendettement des ménages. Ces excédents courants se sont traduits par une position extérieure globale nette largement positive, qui génère à son tour un revenu net positif sur les investissements étrangers. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation se sont réduites, tandis que les indicateurs de compétitivité-coûts sont

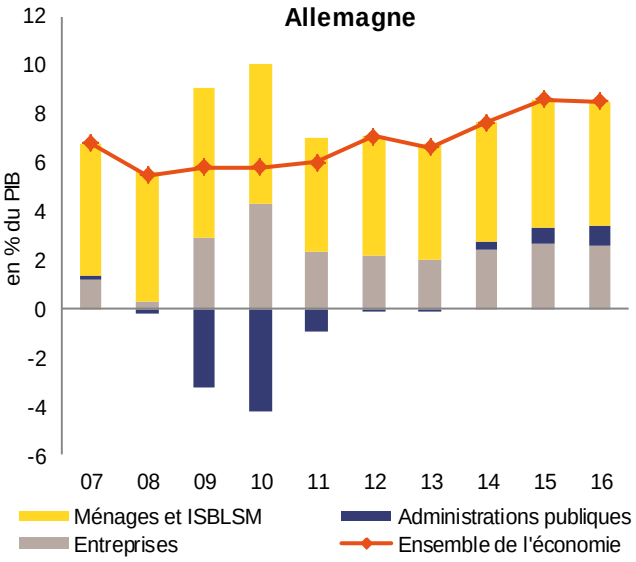
restés stables. La dette des ménages, bien qu'en baisse, reste l'une des plus élevées de l'UE. Ce niveau élevé d'endettement est lié à un système de crédit hypothécaire particulier, au régime fiscal favorable dont bénéficient ces crédits et au manque d'incitations à les rembourser, ainsi qu'à un système avancé de prestations sociales et de retraites. Toutefois, profitant du maintien de faibles coûts de financement et de l'amélioration de la situation sur le marché du travail, les prix des logements poursuivent leur remontée, notamment dans les grandes agglomérations, et devraient faire l'objet d'un suivi attentif. Le secteur bancaire reste néanmoins solide. Le marché du travail connaît une amélioration progressive et le taux de chômage, déjà faible, continue de baisser.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la balance courante, à la dette privée et au secteur du logement, mais les risques semblent limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Allemagne: En février 2017, la Commission a conclu que l'Allemagne connaissait des *déséquilibres macroéconomiques* dus notamment à son excédent courant important, lui-même lié à un excédent d'épargne et à la faiblesse de l'investissement. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la balance courante et la dette publique.

L'excédent courant est resté globalement stable en 2016. Compte tenu de la croissance soutenue de la demande intérieure, l'on s'attend à ce qu'il se réduise, mais en restant à un niveau élevé, contribuant ainsi à renforcer encore la position extérieure globale nette. L'effet positif des termes de l'échange est en train de se dissiper. La croissance des exportations s'est affaiblie dans le contexte du ralentissement des échanges mondiaux, dont ont néanmoins bénéficié les parts de marché à l'exportation. Malgré le faible niveau de la dette privée, la tendance au désendettement se confirme, avec un excès d'épargne et une atonie de l'investissement, ce que reflète l'excédent courant élevé. Les entreprises investissent peu, malgré l'amélioration de leur trésorerie. La hausse des prix réels des logements s'est accélérée. En revanche, malgré cette accélération et la faiblesse des taux d'intérêt, le crédit n'a guère progressé. La croissance des salaires reste modérée, mais c'est aussi le cas de la consommation des ménages par habitant, ce qui explique le maintien d'un taux élevé d'épargne des ménages. La dette publique a continué de se réduire pour s'approcher du seuil, et l'on s'attend à des excédents budgétaires sur la période de prévision.

Graphique A5: Capacité/besoin de financement par secteur institutionnel



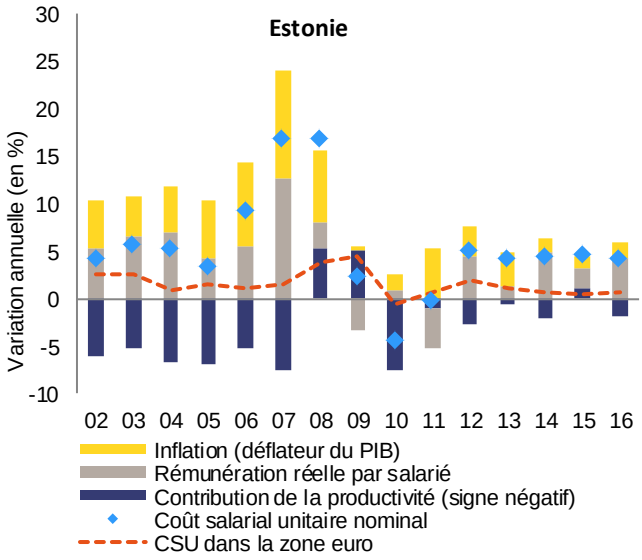
Source: Services de la Commission. ISBLSM désigne les institutions sans but lucratif au service des ménages

L'investissement public continue d'accuser un retard. Le chômage total, le chômage des jeunes et le chômage de longue durée ont encore diminué et restent très faibles.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle des problèmes liés à un excédent extérieur très important, qui ne se résorbe que progressivement, et à une forte dépendance à l'égard de la demande extérieure, qui soulignent la nécessité de poursuivre le rééquilibrage. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant 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) négative et les coûts salariaux unitaires.

Graphique A6: ***Décomposition des coûts salariaux unitaires***



Source: Services de la Commission

La PEGN négative dépasse le seuil, mais elle s'en rapproche, et plus de la moitié du passif extérieur correspond à des IDE. La balance courante affiche depuis 2014 un léger excédent, qui devrait se maintenir sur la période de prévision. Malgré certains gains enregistrés en 2016, les parts de marché à l'exportation sont restées stables en termes cumulés. La forte croissance des coûts salariaux unitaires nominaux et l'appréciation du taux de change effectif réel sont principalement liées à la hausse des salaires sur un marché du travail en tension. À terme, la reprise des flux d'investissement et le redressement des marchés d'exportation, cette année et l'an prochain, devraient entraîner un regain de productivité et un tassement des coûts salariaux unitaires. La croissance des prix des logements s'est ralentie en 2016, après avoir dépassé le seuil les années précédentes. La dette privée est stable, et le pays continue d'enregistrer la dette publique la plus faible de l'UE. Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont encore reculé, les taux d'activité atteignant des niveaux historiquement élevés.

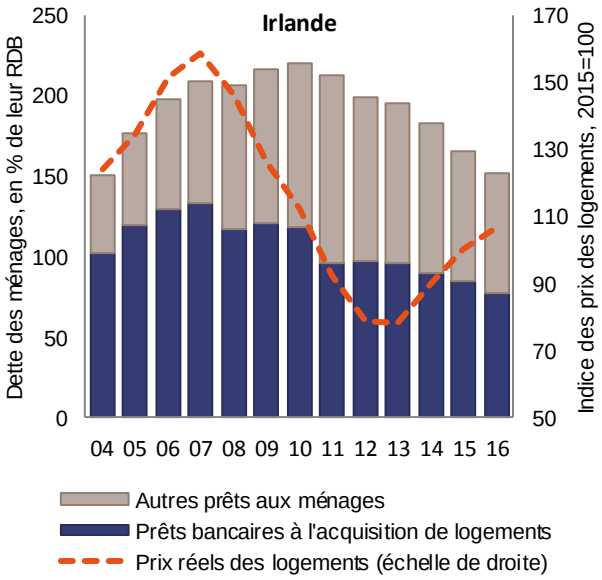
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes de compétitivité-coûts sur un marché du travail tendu, mais les risques restent circonscrits. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Irlande: En février 2017, la Commission a conclu que l'Irlande connaissait des *déséquilibres macroéconomiques*, en raison notamment de vulnérabilités liées à l'encours élevé des dettes publique et privée et à ses passifs extérieurs nets, malgré une amélioration de ses variables de flux. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs continuent de dépasser

le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), le taux de change effectif réel (TCER), la dette privée, la dette publique et les prix réels des logements.

La balance courante présente un excédent important, alors que la PEGN s'est fortement dégradée, essentiellement en raison de facteurs sans lien avec l'économie nationale. Globalement, cependant, il reste difficile d'évaluer le solde courant et la position extérieure sous-jacents, en raison de l'ampleur et des répercussions des activités des multinationales. La forte croissance de la productivité enregistrée ces dernières années a contribué à améliorer la compétitivité-coûts. Grâce à la vigueur de la reprise, les ratios de la dette privée et de la dette publique au PIB s'infléchissent, mais ils demeurent élevés. Les ménages continuent de se désendetter activement, mais la situation des entreprises non financières nationales est plus difficile à interpréter, en raison du poids des multinationales dans l'endettement total des entreprises. Le déficit public devrait se rapprocher de l'équilibre sur la période de prévision. Le ratio de prêts improductifs, en baisse depuis quelques années, reste néanmoins élevé, ce qui influe sur l'ensemble de l'économie. Les banques présentent un bon taux de capitalisation et leur rentabilité, quoiqu'encore faible, s'améliore progressivement. Les prix réels des logements augmentent rapidement, principalement en raison de l'insuffisance de l'offre; bien qu'ils partent de niveaux encore probablement sous-évalués, leur évolution devrait être suivie avec attention. L'Irlande se rapproche du plein emploi, le chômage refluant et les emplois à temps plein progressant à un rythme inédit depuis 1999. Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont également reculé de manière substantielle.

Graphique A7: ***Endettement ménages et indice prix des logements***



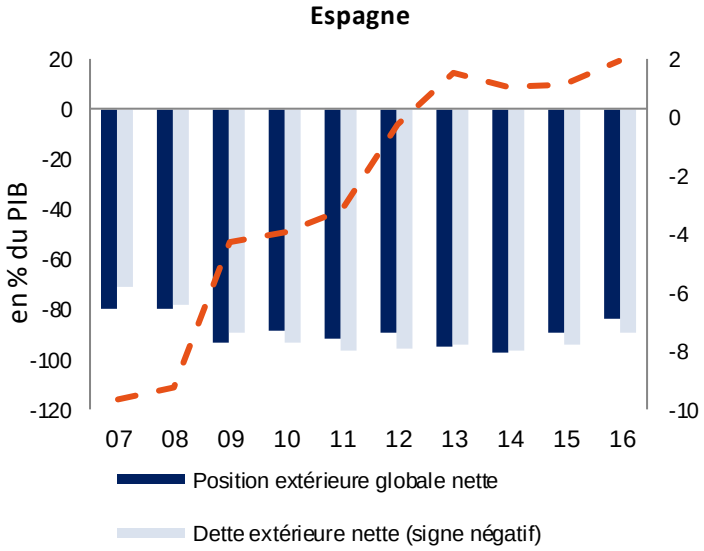
Source: Eurostat, services de la Commission et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'évaluation de la viabilité de la position extérieure, aux vulnérabilités du secteur financier et à la dette publique et privée. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Espagne: En février 2017, la Commission a conclu que l'Espagne connaissait des *déséquilibres macroéconomiques*, liés notamment à des niveaux élevés d'endettement privé, public et extérieur, dans un contexte de chômage 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 ratios de dette privée et publique et le taux de chômage.

Le rééquilibrage extérieur s'est poursuivi. Malgré une amélioration, la PEGN reste très négative, et il faudra du temps avant qu'elle atteigne les niveaux dictés par la prudence. La balance courante devrait rester légèrement excédentaire, malgré la vigueur de la demande finale, en partie grâce à une amélioration structurelle des résultats à l'exportation. Les coûts salariaux unitaires ont connu une croissance limitée, mais la faible croissance de la productivité fait reposer les gains de compétitivité sur les avantages de coûts. Le désendettement reste une nécessité, bien que la dette du secteur privé ait continué de se réduire tout au long de 2016, notamment du côté des entreprises. Le rythme de réduction de la dette s'est ralenti en raison d'un redémarrage de l'activité de crédit, qui a permis une solide reprise des investissements. Le ratio élevé de la dette publique ne baisse que lentement, et principalement grâce à la vigueur de la croissance. Bien qu'il recule rapidement, le taux de chômage reste très haut, en particulier chez les jeunes et les chômeurs de longue durée. La création d'emplois se caractérise par une forte proportion de contrats temporaires.

Graphique A8: ***PEGN et solde de la balance courante***



Source: Services de la Commission

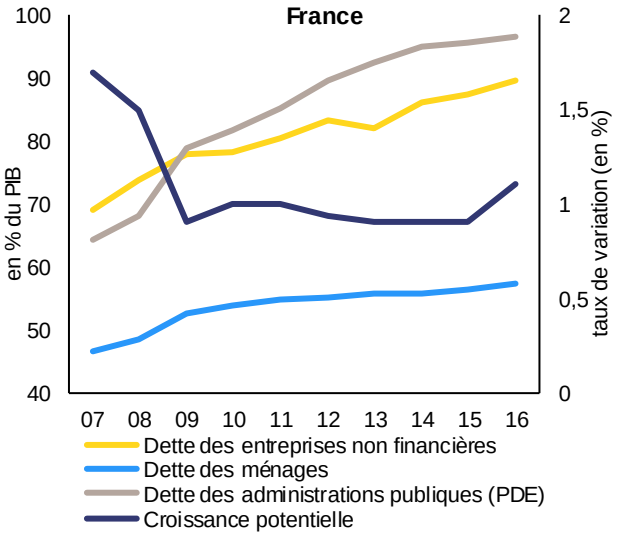
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la position extérieure, à la dette privée et publique et à l'ajustement du marché du travail, dans un contexte de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février et de leur incidence au-delà des frontières nationales, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

France: En février 2017, la Commission a conclu que la France connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs*, liés notamment à une dette publique élevée et à une faible compétitivité, dans un contexte de faible croissance de la productivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la dette publique, la dette privée et le taux de chômage.

Le compte courant continue d'afficher un léger déficit, qui devrait rester stable. Les parts de marché à l'exportation se sont stabilisées au cours des dernières années. Les indicateurs de compétitivité se sont améliorés, la progression des coûts salariaux unitaires nominaux s'étant considérablement ralentie en raison de la hausse modérée des salaires et des mesures prises pour réduire le coût du travail. En revanche, la croissance de la productivité du travail reste faible, ce qui empêche un rétablissement plus rapide de la compétitivité-coûts. La dette du secteur privé dépasse le seuil, car l'endettement des entreprises augmente et les prix des logements restent à des niveaux relativement élevés par rapport au revenu disponible. La dette publique est en cours de stabilisation mais son niveau élevé reste un important facteur de vulnérabilité, qui réduit la marge de manœuvre budgétaire disponible pour parer à de futurs chocs. Le taux de chômage est en baisse, après avoir culminé en 2015, tandis que le chômage de longue durée s'est stabilisé.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au niveau élevé de l'endettement public et à un manque de compétitivité, sur fond de faible croissance de la productivité. 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.

Graphique A9: ***Dette et croissance du PIB potentie***

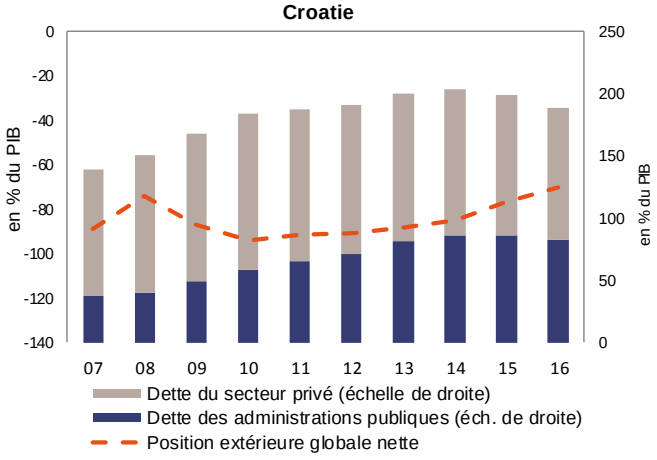


Source: Eurostat et BCE

Croatie: En février 2017, la Commission a conclu que la Croatie connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs*, comportant notamment des risques liés au niveau élevé de la dette du secteur public, de la dette des entreprises et de la dette extérieure, dans les trois cas en grande partie libellée en devises, dans un contexte de faible croissance potentielle. 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 publique et le taux de chômage.

La PEGN est en voie d'amélioration, mais elle reste très négative et exposée à des risques persistants liés au change. Le compte courant affiche un excédent substantiel et dégage un solde positif depuis 2013. D'abord lié à une contraction de la demande intérieure, cet excédent repose de plus en plus sur le dynamisme des exportations, qui bénéficient d'une meilleure compétitivité-coûts. La progression des parts de marché à l'exportation s'est accélérée en 2016. La dette du secteur privé s'est encore réduite, sur fond de diminution des flux de crédit, mais son niveau reste élevé. Le maintien d'une forte croissance économique devrait faciliter le désendettement

Graphique A10: ***PEGN, dette privée et dette publique***



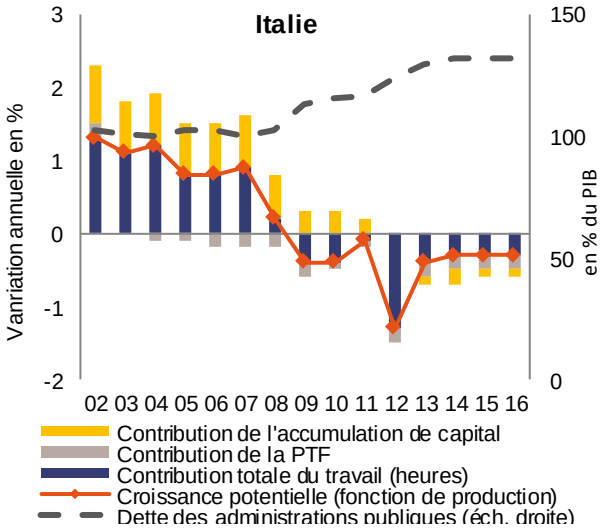
Source: Eurostat

et alléger ainsi, à terme, la pression qui pèse sur le développement du crédit. Bien qu'elle se réduise, une part importante des prêts aux entreprises non financières est encore constituée de prêts improductifs. Le ratio de la dette publique s'est encore infléchi en 2016 et devrait continuer de le faire grâce, également, à la maîtrise des déficits. Le taux de chômage est en baisse, mais sa réduction est en grande partie due à une diminution rapide de la population active. Les risques qui pèsent sur les perspectives économiques sont liés à l'issue de la restructuration en cours du vaste conglomérat Agrokor.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'importance de la dette et des expositions en devises dans tous les secteurs, ainsi qu'aux performances 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 2017, la Commission a conclu que l'Italie connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs*, comportant notamment des risques liés au niveau élevé de dette publique et à l'atonie persistante de la productivité, dans un contexte marqué par une forte proportion de prêts improductifs et un chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la dette publique et le taux de chômage.

Graphique A11: ***Croissance potentielle et dette publique***



Source: services de la Commission

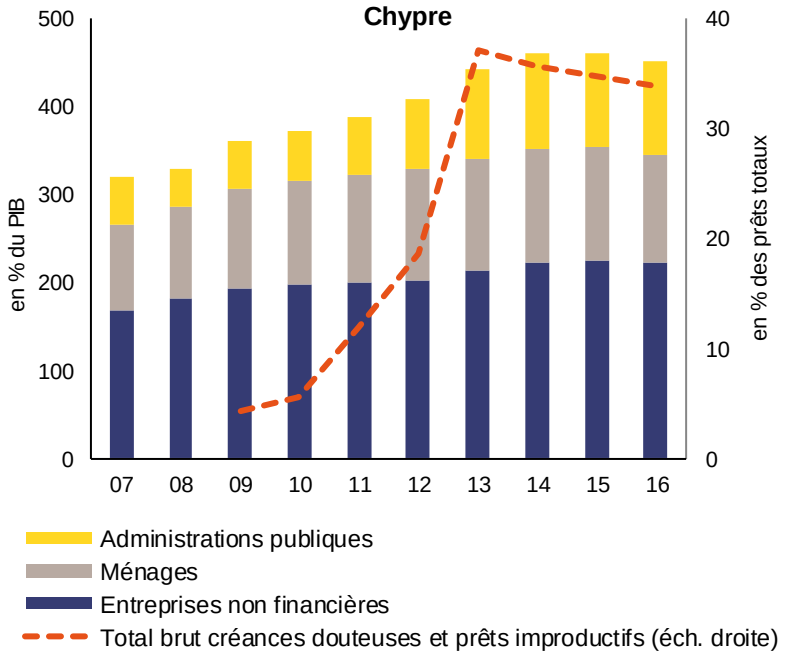
L'excédent courant s'est encore accru en 2016, grâce aux exportations, puisque des gains modérés de parts de marché à l'exportation ont permis de ramener l'indicateur dans la limite du seuil indicatif, mais aussi en raison de l'atonie persistante de la demande intérieure, dont témoigne le niveau historiquement bas de l'investissement fixe en pourcentage du PIB. La compétitivité-coûts continue cependant de pâtir de la faible croissance de la productivité du travail, malgré une progression contenue des salaires, tandis que d'autres facteurs, comme l'innovation et la taille des entreprises, pèsent aussi sur les résultats à l'exportation. Une reprise économique poussive, la faiblesse de l'inflation et la politique budgétaire globalement expansionniste menée ces dernières années retardent la réduction du ratio d'endettement très élevé des administrations publiques. Les perspectives de croissance potentielle sont médiocres, compte tenu notamment d'une démographie défavorable et de la faible croissance de la productivité, mais aussi en raison de problèmes anciens d'allocation des capitaux, conjugués à un niveau élevé de prêts improductifs et au manque d'investissements. En dépit de récentes interventions publiques destinées à résoudre les problèmes des banques les plus fragiles, la persistance d'un faible niveau de rentabilité et l'encours élevé des prêts improductifs rendent le système bancaire

vulnérable aux chocs et pèsent sur la capacité des banques à lever des capitaux supplémentaires et à soutenir la reprise économique. La situation s'améliore progressivement sur le marché du travail, mais le taux de chômage reste élevé et très supérieur aux niveaux d'avant la crise, surtout chez les jeunes et les chômeurs de longue durée. Bien qu'en hausse, le taux de participation global reste inférieur à la moyenne de la zone euro.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au niveau élevé de la dette publique et du chômage, alors que la croissance de la productivité reste faible et le système bancaire vulnérable. 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 de ces déséquilibres.

Chypre: En février 2017, la Commission a conclu que Chypre connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs* liés, notamment, à l'encours important de la dette privée, publique et extérieure et à une proportion élevée de prêts improductifs dans le secteur bancaire. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs continuent de dépasser le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), le taux de change effectif réel (TCER), la dette privée, la dette publique, le taux de chômage et l'évolution du taux d'activité.

Graphique A12: ***Dette et prêts improductifs***



Source: Eurostat et BCE

Le déficit courant s'est sensiblement creusé en 2016 et la PEGN reste largement négative. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation ont été réduites par les gains obtenus en 2016. La compétitivité-coûts s'est améliorée, sous l'effet d'une dépréciation sensible du TCER, liée à l'inflation négative enregistrée jusqu'en 2016, et d'une modération salariale qui a compensé la faible croissance de la productivité. À terme, l'effet de ces facteurs s'estompant, il pourrait s'avérer difficile d'enregistrer de nouveaux gains. Le niveau d'endettement privé figure parmi les plus élevés de l'UE, aussi bien en ce qui concerne les ménages que les entreprises, et le désendettement ne s'effectue que lentement. Les ménages, notamment, affichent un taux d'épargne négatif. L'environnement déflationniste, jusqu'à la fin de l'année 2016, a réduit les possibilités de désendettement passif, mais cette tendance devrait s'inverser avec la reprise attendue de l'inflation. Les prix réels des logements sont restés stables et ont sans doute passé le creux de la vague. Le niveau très élevé de prêts improductifs empêche le rétablissement d'un apport de crédit satisfaisant à l'économie, une condition nécessaire pour soutenir la croissance potentielle à moyen terme. Le ratio très élevé de la dette publique au PIB devrait

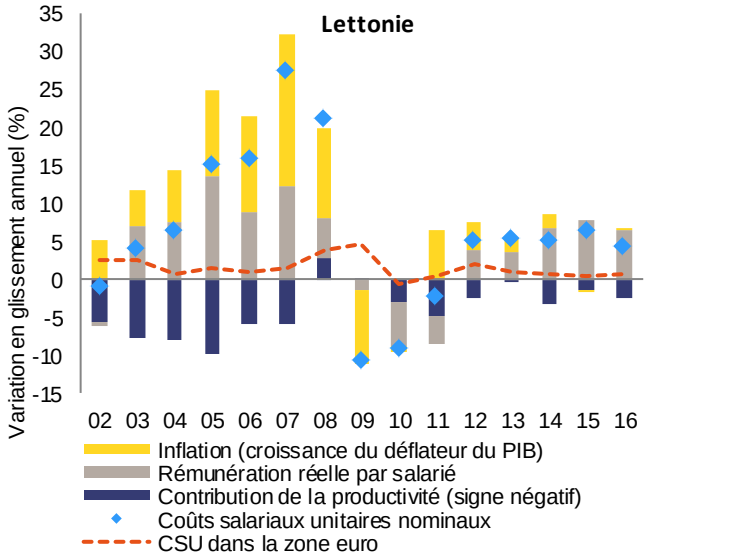
avoir atteint son point culminant en 2016. Le chômage est en baisse, mais il reste élevé, notamment le chômage de longue durée et le chômage des jeunes.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la viabilité de la position extérieure, à la dette publique et privée, aux vulnérabilités du secteur financier 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.

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 les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires, les prix réels des logements et le taux de chômage.

Le solde courant est devenu excédentaire en 2016 mais il devrait à terme redevenir déficitaire. La valeur très négative de la PEGN, due principalement à la dette publique et à l'IDE, continue de s'améliorer progressivement. Les parts de marché à l'exportation se sont stabilisées au cours des dernières années. En revanche, les indicateurs de la compétitivité-coûts montrent un fléchissement continu. Le taux de change effectif réel (TCER) est en hausse. Les coûts salariaux unitaires ont fortement augmenté, principalement en raison de la croissance constante des salaires, qui devrait se poursuivre à l'avenir dans un contexte de diminution de la main-d'œuvre et de marché du travail tendu, même si la productivité du travail devrait s'accélérer quelque peu. La hausse des prix réels des logements a été importante en 2016, ce qui mérite un suivi attentif. Le désendettement du secteur privé se poursuit et la croissance du crédit est restée modérée. La dette publique demeure faible et stable. Le taux de chômage continue de diminuer.

Graphique A13: ***Décomposition des coûts salariaux unitaires***



Source: services de la Commission

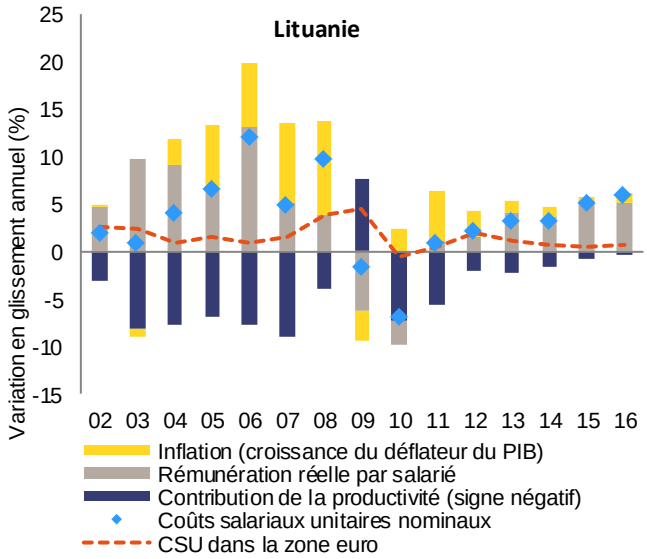
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à des tensions sur la demande intérieure et à la compétitivité-coûts mais qui n'entraînent que des risques limités. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre 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 les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires (CSU) et le taux de change effectif réel (TCER).

Le solde courant a connu une baisse en 2015-2016 qui a amené l'indicateur vers l'équilibre. La PEGN, qui reflète principalement la dette publique et l'IDE, tend à s'améliorer. Il y a eu des gains de parts de marché à l'exportation en 2016, mais on enregistre une baisse de la compétitivité-coûts. Le TCER s'est apprécié au cours de ces dernières années et la croissance des coûts salariaux unitaires a été importante, mais celle-ci devrait ralentir quelque peu dans les années à venir grâce à l'augmentation attendue de la productivité. Les niveaux de la dette publique et privée demeurent relativement faibles et stables. Les prix réels des logements n'ont cessé d'augmenter, mais à partir d'un niveau peu élevé. Le chômage est en baisse et est désormais en deçà du seuil.

Graphique A14: ***Décomposition des coûts salariaux unitaires***



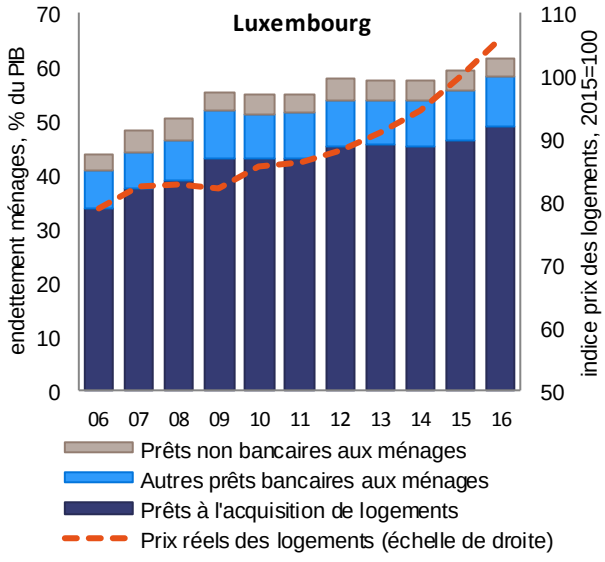
Source: services de la Commission

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la compétitivité-coûts, mais les risques restent circonscrits. 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 les seuils indicatifs, à savoir la dette du secteur privé et l'augmentation du taux de chômage des jeunes.

La position extérieure continue d'afficher des excédents de la balance courante globalement stables et une PEGN positive dont les changements reflètent, dans une large mesure, la position du pays en tant que centre financier international, plutôt que le dynamisme de l'économie nationale. Les gains de parts de marché à l'exportation en termes cumulés ont été importants, en raison de la stabilité récente de la compétitivité-

Graphique A15: ***Endettement ménages et indice prix des logements***



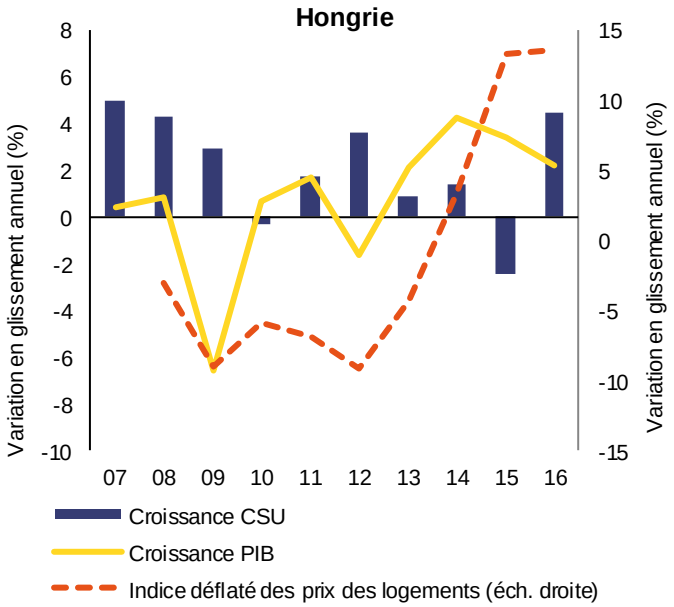
Source: Eurostat et BCE

coûts à laquelle contribue l'évolution modérée des coûts salariaux unitaires. Pendant de nombreuses années, les prix réels des logements ont continué de croître à un taux relativement élevé, justifiant une attention soutenue. La croissance des prix des logements s'appuie sur un marché du travail dynamique combiné à des flux migratoires nets considérables et à des conditions de financement favorables alors que l'offre reste relativement limitée. L'accessibilité financière du logement continue de diminuer étant donné la hausse continue des prix des logements. Alors que l'endettement des entreprises est principalement lié aux prêts intragroupes transfrontières, le niveau de la dette des ménages, composée essentiellement de prêts hypothécaires, a augmenté de façon constante, reflétant la hausse des prix des logements. Les risques pour la stabilité financière du pays sont cependant atténués par la solidité du secteur bancaire. La dette publique reste très faible. Dans un contexte de forte croissance, le marché du travail se resserre et le chômage est en baisse.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle essentiellement des risques limités liés à la hausse constante des prix des logements et de l'endettement des ménages. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Hongrie: *aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté en Hongrie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette publique, les prix réels des logements et la variation annuelle du total des engagements du secteur financier.

Graphique A16: ***PIB, CSU et prix des logements***



Source: services de la Commission

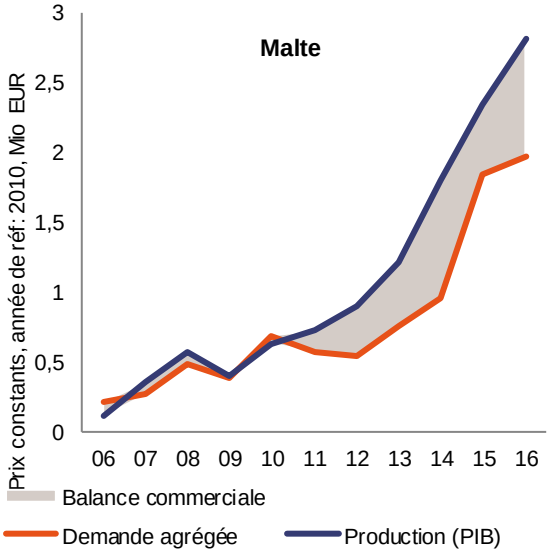
Le solde courant reste excédentaire, ce qui a entraîné une amélioration durable de la PEGN négative. Il y a eu des gains de parts de marché à l'exportation, grâce notamment à la croissance du secteur automobile. Toutefois, la compétitivité-coûts s'est dégradée, ce qui se reflète dans la croissance vigoureuse des coûts salariaux unitaires. La dette privée continue à diminuer. Dans le secteur des entreprises, le rythme du désendettement a ralenti car la croissance économique s'est renforcée et l'activité de crédit aux entreprises redémarre. Des signes révèlent l'apparition de contraintes de capacité et de tensions sur les prix dans l'économie, ce qui mérite une attention particulière. Les prix réels des logements, en particulier, ont continué à augmenter rapidement, bien que partant de niveaux sous-évalués. Toutefois, la proportion encore élevée de crédits hypothécaires improductifs pourrait se réduire sous l'effet d'une reprise sur le marché du logement, qui améliorerait leur négociabilité. La dette publique ne diminue que faiblement. Le secteur bancaire a amélioré sa rentabilité et sa capacité d'absorption des chocs. L'augmentation des engagements du secteur financier est liée à une

importante transaction unique réalisée par une entité ad hoc, sans effet sur le crédit domestique. Le chômage a poursuivi sa baisse en 2016 et le marché du travail continue de se resserrer.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au marché du logement et au marché du travail, mais les risques semblent circonscrits. La Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Malte: *aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté à Malte lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, le solde courant dépasse le seuil indicatif.

Graphique A17: ***Demande, production et balance commerciale***



Source: services de la Commission

Malgré la croissance rapide de la demande intérieure, l'excédent courant élevé a continué d'augmenter en 2016 et l'indicateur dépasse désormais le seuil indicatif. La position extérieure globale nette est largement positive. L'évolution de la compétitivité-coûts a été favorable. La croissance des coûts salariaux unitaires a été limitée en raison de l'évolution modérée des salaires et d'une croissance de la productivité du travail relativement forte. Le TCER est resté stable. Le taux d'endettement du secteur privé a été stable en 2016 mais la poursuite du désendettement passif est soutenue par une forte croissance. Toutefois, l'endettement des entreprises demeure élevé. Le taux de croissance du crédit aux ménages est resté à peu près stable. Le ratio de la dette publique est fermement orienté à la baisse et est maintenant en deçà du seuil. Le contexte économique florissant et quelques goulets d'étranglement dans l'affectation de l'épargne intérieure à l'investissement ont contribué à une reprise du marché du logement. Les prix des logements ont connu une hausse constante, qui devrait être suivie avec attention. La qualité des actifs du secteur bancaire national s'améliore et les coussins de fonds propres disponibles semblent suffisants pour absorber les risques immédiats qui pourraient émerger du marché du logement. La forte croissance de l'emploi a continué de s'accompagner d'un recul du chômage.

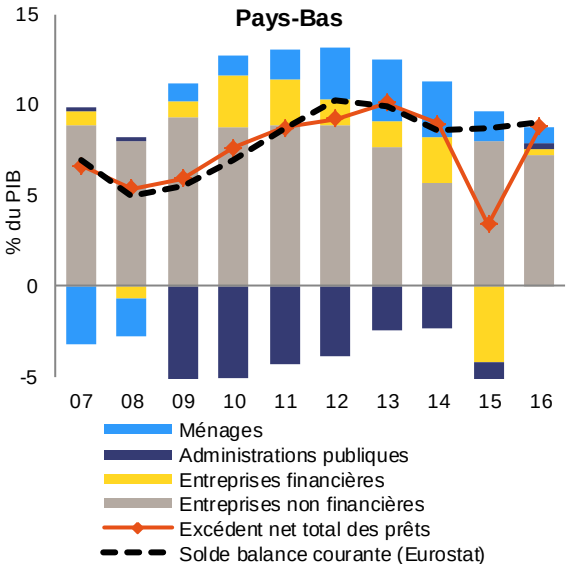
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence un dynamisme important du solde courant et du marché du logement dans un contexte de forte croissance, mais les risques semblent circonscrits. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Pays-Bas: En février 2017, la Commission a conclu que les Pays-Bas connaissaient des *déséquilibres macroéconomiques*, notamment liés au niveau élevé de la dette des ménages et à l'excédent courant important et persistant. Dans le tableau de bord actualisé, un certain

nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le solde courant, la dette privée et la dette publique.

L'excédent de la balance courante reste largement supérieur au seuil indicatif. Cet excédent reflète l'épargne excessive des entreprises non financières, notamment des multinationales, dans un contexte d'atonie des investissements et de taux modérés de distribution des bénéfices. L'impact global des autres secteurs reste limité. L'amélioration de l'investissement des ménages a largement compensé l'incidence du solde courant liée à l'évolution récente du solde budgétaire. La PEGN est positive et a continué d'augmenter. Les indicateurs de la compétitivité-coûts sont favorables, ce qui reflète également une faible croissance des salaires. La dette privée est élevée en raison notamment du niveau élevé de la dette des ménages par rapport à leur revenu disponible. L'endettement des ménages continue à être alimenté par la fiscalité favorable des emprunts immobiliers et la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires. Le désendettement des ménages est en cours depuis plusieurs années, bien qu'il soit essentiellement passif, la récente activité du marché du logement et la hausse des prix des logements ayant provoqué une augmentation des niveaux de la dette nominale. Le ratio de la dette publique diminue en direction du seuil. Il affiche une tendance à la baisse et va passer sous la barre des 60 %.

Graphique A18: ***Capacité/besoin de financement par secteur et balance courante***



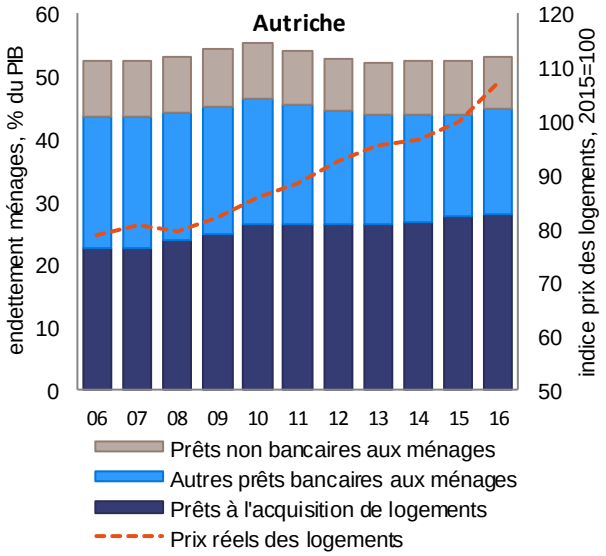
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la persistance de déséquilibres entre épargne nette et investissement, et au niveau élevé de la dette privée. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en mars, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Autriche: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté* dans le cas de l'Autriche. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les prix réels des logements, la dette publique, ainsi que l'évolution du chômage à long terme.

L'excédent courant s'est stabilisé à un niveau modéré en 2016, tandis que la position extérieure globale nette est restée proche de l'équilibre. Les parts de marché à l'exportation se sont également stabilisées au cours des dernières années grâce à la compétitivité-coûts, car le taux de change effectif réel est resté globalement inchangé et la progression des coûts salariaux unitaires s'est ralentie en raison de la croissance limitée des salaires. Les prix réels des logements, qui étaient en hausse depuis 2009, ont connu une forte augmentation en 2016 qui, depuis lors, s'est atténuée. Bien que l'augmentation des prix ne semble pas induite par le crédit, la question requiert une surveillance étroite. La dette du secteur privé, qui reste en deçà mais proche du seuil, a peu évolué en termes de PIB. La dette publique devrait avoir entamé un mouvement à la baisse, notamment grâce à la cession d'actifs dépréciés d'établissements financiers nationalisés. La situation du secteur bancaire s'est considérablement améliorée en 2016, les banques ayant réduit encore leurs prêts improductifs, et leurs ratios de fonds propres rattrapant lentement ceux de leurs homologues de l'UE. Le taux de chômage devrait avoir culminé en 2016 et devrait progressivement diminuer grâce à la forte croissance de l'emploi. Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont légèrement augmenté mais ils restent à des niveaux relativement peu élevés.

Graphique A19: ***Endettement ménages et indice prix des logements***

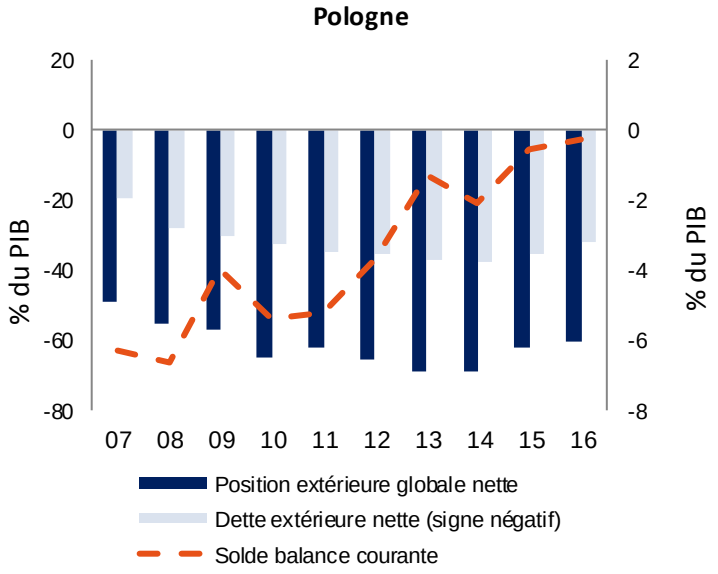


Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au secteur du logement et au secteur bancaire, 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.

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.

Graphique A20: ***PEGN et solde balance courante***



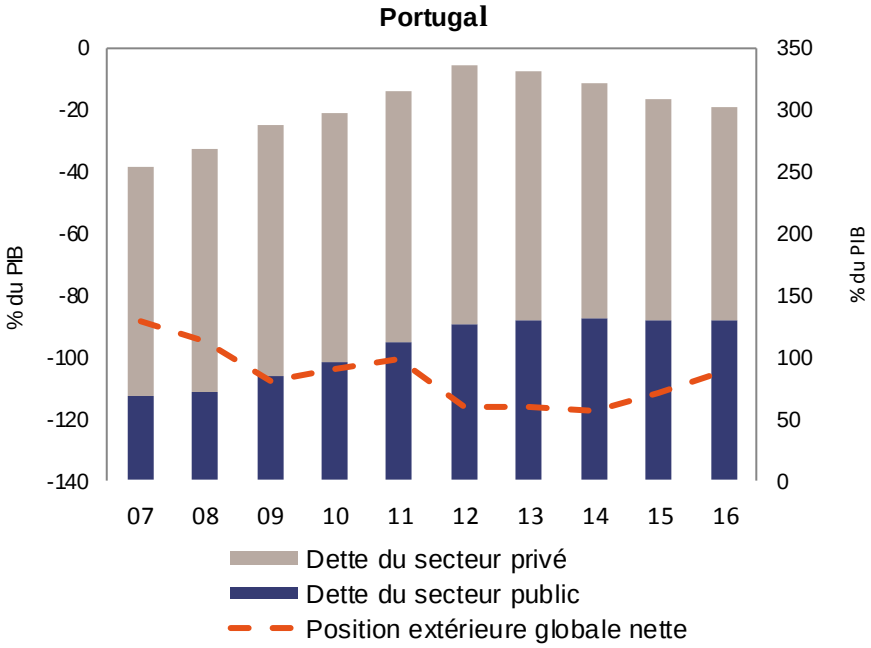
Source: services de la Commission

Le déficit courant a continué de se résorber pour se rapprocher de l'équilibre. La PEGN, qui reste largement négative, s'est très légèrement améliorée en 2016. Les vulnérabilités extérieures sont limitées étant donné que la majeure partie des engagements étrangers sont des investissements directs, alors que la dette extérieure nette a continué de diminuer progressivement. En 2016, les gains de parts de marché à l'exportation ont connu une accélération tandis que les indicateurs de la compétitivité-coûts se sont renforcés. La dette privée et la dette publique ont augmenté en 2016 mais elles restent à un niveau relativement bas. Le secteur bancaire en Pologne est relativement bien capitalisé, liquide et rentable, bien que l'important encours de prêts en devises étrangères augmente sa vulnérabilité. La situation du marché du travail est restée bonne et s'est même améliorée grâce à une nouvelle baisse du taux de chômage et aux progrès connexes des indicateurs de pauvreté.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes concernant la position extérieure globale, les risques restant toutefois limités dans l'ensemble. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, effectuer d'analyse approfondie dans le cadre de la PDM.

Portugal: En février 2017, la Commission a conclu que le Portugal connaissait des *déséquilibres macroéconomiques excessifs* liés notamment à l'encours important de passifs extérieurs, à la dette publique et privée, aux vulnérabilités du secteur bancaire et au processus d'ajustement du marché du travail, dans un contexte de faible croissance de la productivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la

Graphique A21: ***PEGN, dette privée et dette publique***



Source: Eurostat

position extérieure globale nette (PEGN), la dette publique, la dette privée, le chômage et les prix réels des logements.

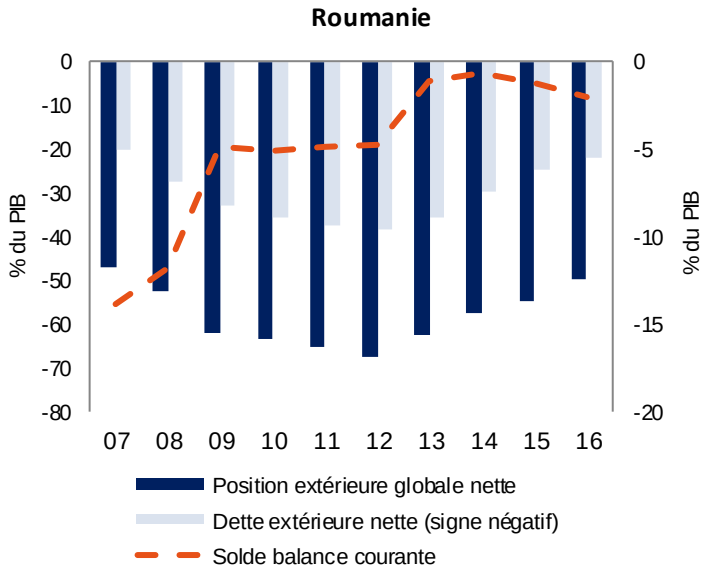
Le solde courant a conservé un excédent modéré au cours des dernières années, contribuant à une réduction progressive de la PEGN négative. Le rythme de l'ajustement reste toutefois insuffisant pour déboucher sur une position extérieure plus soutenable. Après une amélioration les années précédentes, la compétitivité-prix s'est quelque peu détériorée en 2016 mais les résultats à l'exportation sont demeurés bons. La dette publique et la dette privée restent très élevées et imposent une charge d'intérêts importante tandis que la part des investissements dans l'économie est très faible. Alors que le désendettement du secteur privé se poursuit à un rythme relativement rapide, le ratio de la dette publique est plutôt stable ces dernières années, mais il devrait à terme se réduire progressivement. Le niveau élevé, bien qu'en baisse, des prêts improductifs du secteur bancaire, sa faible rentabilité et ses ratios de fonds propres bas sont des sources de vulnérabilité. Le marché du travail connaît une nette amélioration mais des problèmes subsistent en ce qui concerne les compétences de la main-d'œuvre et la segmentation du marché. En outre, la faiblesse des gains de productivité limite le potentiel de croissance du pays.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes de déséquilibres dans les variables de stock et leur rythme d'ajustement, notamment la dette extérieure, la dette publique et privée, la vulnérabilité du secteur bancaire et la faible croissance de la productivité, ainsi que certaines rigidités 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.

Roumanie: *aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté* en Roumanie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et les prix réels des logements.

Le déficit de la balance courante s'est détérioré en 2016, sous l'effet d'une forte consommation privée, mais la croissance soutenue du PIB a permis une amélioration de la PEGN négative, notamment en réduisant la dette extérieure nette. Sous l'effet d'une dynamique de rattrapage, la PEGN repose pour l'essentiel sur des passifs liés à l'investissement direct étranger net, ce qui réduit les risques externes. La croissance des parts de marché à l'exportation reste forte et a enregistré des gains importants en 2016 et ce, malgré une détérioration de la compétitivité-coûts. L'augmentation des salaires devrait rester élevée à moyen terme, ce qui pourrait renforcer la pression sur la

Graphique A22: ***PEGN et solde de la balance courante***



Source: services de la Commission

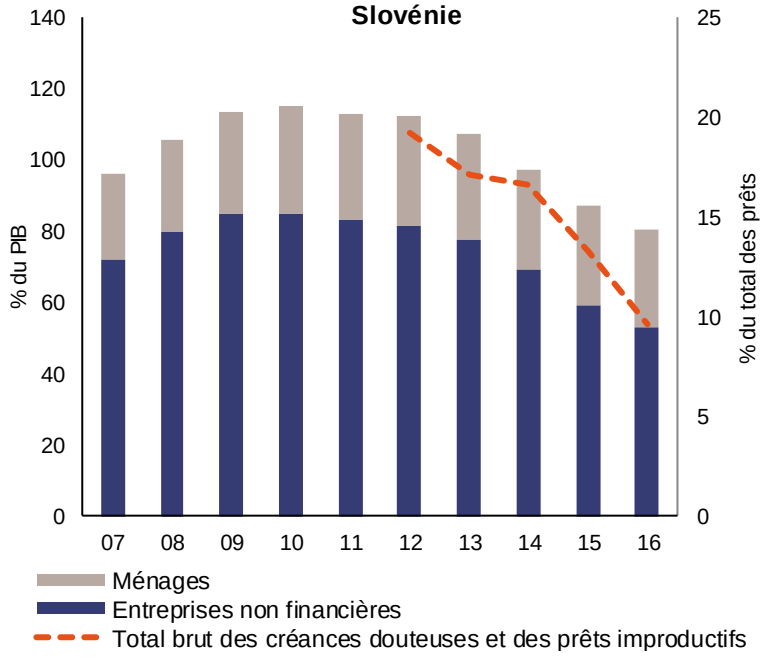
compétitivité-coûts. La dette du secteur privé est modérée et en baisse. La correction des prix réels des logements s'est interrompue en 2015 et les prix ont connu une nouvelle accélération en 2016. Le secteur bancaire reste bien capitalisé et liquide. Les prêts improductifs semblent fermement orientés à la baisse et ne semblent pas représenter un risque pour la stabilité financière, bien qu'ils se trouvent à des niveaux encore relativement élevés. La dette publique a légèrement diminué en 2016 et reste relativement faible. Toutefois, le déficit budgétaire devrait rester élevé à moyen terme, ce qui a une incidence négative sur la dynamique d'endettement public. Le taux de chômage a baissé en 2016, traduisant un resserrement du marché du travail, tandis que le taux d'activité a légèrement diminué malgré la forte croissance économique.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la position extérieure et à la viabilité de la politique budgétaire, mais les risques macroéconomiques semblent circonscrits. La Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Slovénie: En février 2017, la Commission a conclu que *la Slovénie connaissait des déséquilibres macroéconomiques*, impliquant en particulier des risques budgétaires et des vulnérabilités liées au secteur bancaire et à l'endettement des entreprises. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et la dette publique.

L'important excédent courant a continué d'augmenter en 2016 car l'investissement est resté faible. Par conséquent, la PEGN négative s'est considérablement améliorée et est désormais très proche du seuil. Les parts de marché à l'exportation ont augmenté en 2016, grâce à une croissance minimale des coûts salariaux unitaires et à une appréciation très modeste du taux de change effectif réel. La dette privée a encore diminué, notamment dans le secteur des entreprises, tandis que les pressions en faveur du désendettement prennent fin. Toutefois, l'investissement reste faible. Le secteur bancaire s'est stabilisé et renoue avec la rentabilité, alors que la part des prêts improductifs a continué de se réduire et devrait poursuivre dans ce sens. La dette publique demeure élevée mais elle a diminué en 2016. Les projections des coûts du vieillissement démographique continuent de faire peser des risques sur la viabilité budgétaire à moyen et à long terme. Grâce au maintien de la croissance du PIB et des exportations, une nouvelle amélioration a été constatée sur le marché du travail. Cependant, la productivité du travail reste faible.

Graphique A23: ***Dette privée et prêts improductifs***



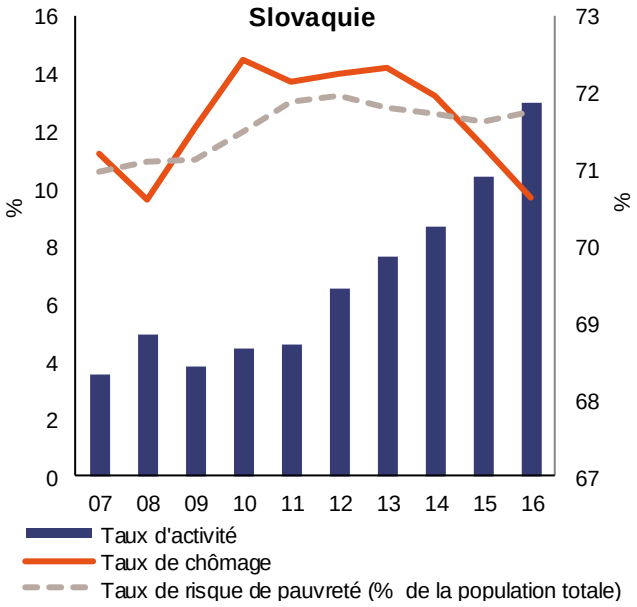
Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de

bord met en lumière des problèmes liés à la viabilité budgétaire à long terme et aux performances du secteur bancaire. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en février 2017, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Slovaquie: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique n'a été constaté* en Slovaquie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les prix réels des logements et le chômage.

Graphique A24: ***Marché du travail et indicateurs***



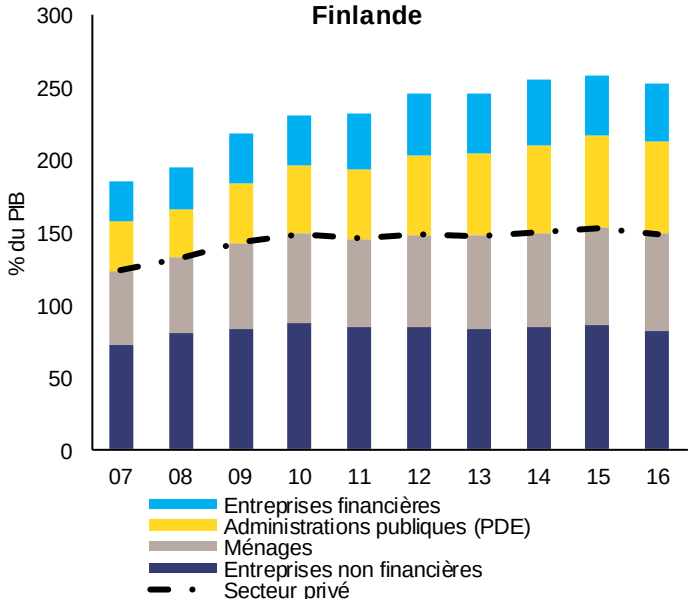
Source: Eurostat

Le solde courant est devenu légèrement négatif en 2016, après avoir connu une amélioration pendant plusieurs années. La PEGN demeure fortement négative et se situe au-delà du seuil indicatif. Toutefois, les risques restent limités puisqu'une grande partie des engagements étrangers se rapporte à des investissements directs étrangers, en particulier dans le secteur automobile en plein développement, alors que la dette extérieure nette reste relativement faible. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont continué à croître à un rythme modeste, ce qui a favorisé la compétitivité et permis une nette augmentation des parts de marché à l'exportation. Après plusieurs années de prix modérés, la croissance des prix de l'immobilier s'est accélérée en 2016, alimentée par une forte croissance des crédits immobiliers, qui a également contribué à la tendance à la hausse de la dette du secteur privé. Le ratio de la dette publique a continué de reculer en 2016, depuis un niveau qui était déjà modéré. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, s'est montré résilient et reste bien capitalisé. La poursuite de la baisse du chômage a été accompagnée de hausses du taux de participation, en raison de l'amélioration des perspectives d'emploi des personnes auparavant inactives. Toutefois, le chômage des jeunes et des groupes défavorisés, même s'il diminue, reste un défi.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'évolution des marchés du logement, avec cependant des risques limités, tandis que le chômage structurel demeure un défi. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Finlande: En février 2017, la Commission a conclu que la Finlande *ne connaissait plus de déséquilibres macroéconomiques*. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les parts de marché à l'exportation, la dette privée et la dette publique, ainsi que l'augmentation du chômage de longue durée.

Graphique A25: ***Dette dans les différents secteurs de l'économie***



Source: Eurostat

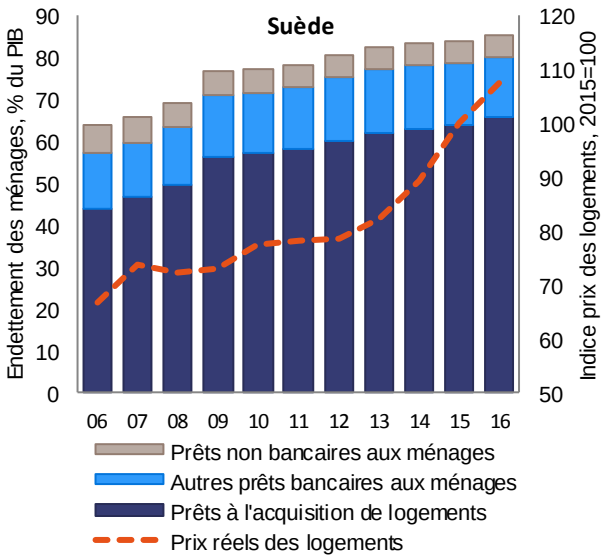
Le déficit de la balance courante s'est quelque peu creusé en 2016 en raison de l'accroissement de la demande intérieure, mais il devrait s'améliorer dans les années à venir. Après quelques années de légère dégradation due à des effets de valorisation, la position extérieure globale nette s'est améliorée en 2016. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation se sont ralenties en 2016, grâce à la récente amélioration progressive des indicateurs de la compétitivité-coûts: les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement baissé et la croissance de la productivité a augmenté. La compétitivité hors coûts reste cependant un problème majeur. Le ratio de la dette du secteur privé au PIB a légèrement diminué en 2016, mais reste élevé. La croissance du crédit au secteur privé a récemment ralenti, même si les conditions de crédit favorables, la faiblesse des taux d'intérêt et de meilleures perspectives économiques pourraient inverser cette tendance à l'avenir, ce qui pourrait limiter le désendettement. Le secteur financier reste bien capitalisé, ce qui limite les risques pour la stabilité financière, tandis que les indicateurs du marché du crédit hypothécaire et du logement laissent entrevoir une réduction des risques liés à l'endettement des ménages. La politique budgétaire mise en œuvre par le gouvernement et l'amélioration des perspectives économiques devraient contribuer à réduire le ratio de la dette publique, qui s'est stabilisé en 2016. Le taux d'emploi a peu à peu progressé et le taux de chômage a chuté en 2016 à la suite d'un renforcement de l'activité économique. Le chômage des jeunes a récemment commencé à baisser et le chômage de longue durée s'est stabilisé en 2016.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la compétitivité et à la dette privée, mais aussi des signes d'amélioration et des risques limités. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Suède: En février 2017, la Commission a conclu que la Suède *connaissait des déséquilibres macroéconomiques*, liés notamment à la hausse persistante des prix des logements, déjà surévalués, et à une augmentation continue de la dette des ménages. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la croissance des prix des logements.

L'excédent de la balance courante reste élevé mais en deçà du seuil indicatif, ce qui reflète principalement le niveau élevé de l'épargne privée. La position extérieure globale nette a continué de s'améliorer et est désormais nettement positive. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation restent supérieures au seuil, mais l'évolution à moyen terme montre une amélioration progressive dans un contexte de ralentissement des échanges mondiaux. Ces pertes s'expliquent par la faiblesse de la demande extérieure plutôt que par des problèmes de compétitivité, étant donné que la croissance des coûts salariaux unitaires est restée limitée. La dette privée s'est plus ou moins stabilisée à un niveau élevé, et les risques sont principalement liés à la dette des ménages. La dette des ménages n'a en effet cessé de croître, faisant peser des risques sur la stabilité macroéconomique, compte tenu des prix des logements qui augmentent. Les prix des logements et l'endettement des ménages ont notamment été poussés vers le haut par une fiscalité favorable des emprunts immobiliers, par la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires et par certaines spécificités du marché hypothécaire suédois. Du côté de l'offre, les contraintes entourant les constructions neuves demeurent un problème, bien que l'investissement dans l'immobilier résidentiel continue d'augmenter rapidement. Malgré l'exposition due à l'endettement des ménages, les risques bancaires semblent actuellement restreints, la qualité des actifs et la rentabilité demeurant élevées. Le chômage s'inscrit dans une tendance légèrement à la baisse, à la faveur de l'amélioration de la conjoncture.

Graphique A26: ***Endettement des ménages et indice prix des logements***

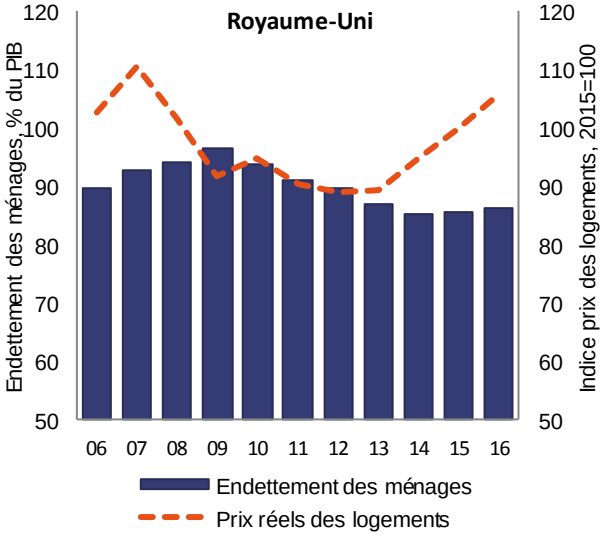


Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes qui persistent concernant le niveau élevé de la dette privée et les évolutions 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: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté* au Royaume-Uni. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le déficit de la balance courante, la dette privée et la dette publique.

Graphique A27: ***Endettement des ménages et indice prix des logements***



Source: Eurostat

La dépréciation de la livre sterling en 2016 a nettement amélioré la position extérieure globale nette du Royaume-Uni, la plaçant à un niveau proche de l'équilibre. Toutefois, alors que la compétitivité-prix, telle que mesurée par le taux de change effectif réel, s'est sensiblement accrue en raison de la dépréciation de la livre, à ce jour, les effets de la baisse de la livre sur les flux commerciaux nets sont décevants. L'important déficit courant a persisté en 2016, exposant le Royaume-Uni à d'importants besoins de financement externe. Après plusieurs années de désendettement progressif, le ratio de la dette du secteur privé au PIB est reparti à la hausse et reste élevé. En particulier, la dette des ménages continue de justifier une surveillance étroite. Les prix réels des logements ont continué à augmenter depuis des niveaux déjà élevés, mais la hausse des prix des logements devrait ralentir dans les années à venir. La dette publique a été quasiment stable en 2016, mais le ratio élevé de la dette publique au PIB reste préoccupant. La forte croissance de l'emploi a continué de s'accompagner d'un recul du chômage même si la productivité du travail reste basse.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la dette privée, au marché du logement et au volet externe de l'économie. Ces problèmes pourraient représenter des risques limités pour la stabilité à court terme. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Tableau 1.1: Tableau de bord PDM 2016

Année 2016	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres internes						Indicateurs de l'emploi		
	Solde balance courante - % du PIB (moyenne sur 3 ans)	**Position extérieure globale nette** (en % du PIB)	**Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur IPCH** (variation sur 3 ans en %)	**Parts de marché à l'exportation - % des exportations mondiales** (variation sur 5	**Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100)** (variation sur 3	**Indice des prix des logements (2015=100), déflaté** (variation sur 1 an en %)	**Flux de crédits au secteur privé, consolidés** (en % du PIB)	**Dette du secteur privé, consolidée** (en % du PIB)	**Dette publique brute** (en % du PIB)	**Taux de chômage** (moyenne sur 3 ans)	**Total des engagements du secteur financier, non consolidés** (variation sur 1	**Taux d'activité - % de la population totale des 15-64 ans** (variation sur 3 ans en points de	**Taux de chômage longue durée - % de la population active âgée de 15 à 74 ans** (variation sur 3	**Taux de chômage des jeunes - % de la population active âgée de 15 à 24 ans** (variation sur 3
Seuils	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (hors ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (hors ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0,3	51,2	-0,4	-2,3	-0,6	1,0p	13,3	190,1	105,7	8,3	1,2	0,1	0,1	-3,6
BG	1,8	-47,0	-4,7	8,2	9,5p	7,1p	4,0	104,9	29,0	9,4	11,1	0,3	-2,9	-11,2
CZ	0,5	-24,6	-3,7	2,9	2,9	6,7p	4,4	68,7	36,8	5,1	14,5	2,1	-1,3	-8,4
DK	8,4	54,8	-1,5	-4,2	3,4	4,2	-10,4	210,7	37,7	6,3	3,3	1,9b	-0,4b	-1,0
DE	8,1	54,4	-2,6	2,8	5,2	5,4	3,8	99,3	68,1	4,6	5,2	0,3	-0,6	-0,7
EE	1,4	-37,1	4,5	-0,7	13,4	3,8	5,9	115,4	9,4	6,8	7,2	2,4	-1,7	-5,3
IE	5,5	-176,2	-6,6	59,8	-20,5	6,6p	-19,0	278,1	72,8	9,5	2,5	0,7	-3,6	-9,6
EL	-1,0	-139,4	-3,9	-19,0	-3,3p	-2,0e	-1,7p	124,7p	180,8	25,0	-16,6	0,7	-1,5	-11,0
ES	1,4	-83,9	-4,3	2,2	0,4p	4,7	-1,0p	146,7p	99,0	22,1	0,9	-0,1	-3,5	-11,1
FR	-0,7	-15,7	-3,1	-2,4	1,4p	1,0	6,2p	146,9p	96,5	10,3	4,3	0,7	0,2	-0,3
HR	2,9	-70,1	0,1	8,1	-5,9d	2,1	-0,1e	106,1e	82,9	15,6	2,5	1,9	-4,4	-18,1
IT	2,1	-9,8	-3,4	-2,8	1,9	-0,8p	0,6	113,6	132,0	12,1	3,2	1,5	-0,2	-2,2
CY	-3,6	-127,8	-6,5	-3,0	-6,2p	1,6	10,2p	344,6p	107,1	14,7	0,7	-0,2	-0,3	-9,8
LV	-0,3	-58,9	4,9	9,3	16,5	7,4	0,3	88,3	40,6	10,1	5,8	2,3	-1,7	-5,9
LT	-0,3	-43,2	5,4	5,4	14,7	4,5	4,3	56,2	40,1	9,2	16,3	3,1	-2,1	-7,4
LU	5,0	34,7	-1,5	26,2	2,5	5,9	1,5	343,6	20,8	6,3	7,5	0,1	0,4	2,2
HU	3,6	-65,0	-5,0	-0,4	3,3	13,6	-3,6	77,0	73,9	6,5	19,5	5,4	-2,5	-13,7
MT	6,7	47,6	-2,5	8,7	-0,1	4,8p	11,1	128,4	57,6	5,3	1,7	4,1	-1,0	-2,0
NL	8,8	69,1	-2,3	0,1	-1,1p	4,4	1,5p	221,5p	61,8	6,8	5,3p	0,3	0,0	-2,4
AT	2,2	5,6	1,0	-4,0	5,8	7,2	3,2	124,0	83,6	5,8	-2,4	0,7	0,6	1,5
PL	-1,0	-60,7	-5,0	18,1	2,1p	2,5	4,7	81,6	54,1	7,6	8,9	1,8	-2,2	-9,6
PT	0,3	-104,7	-1,9	5,8	0,9p	6,1	-2,2p	171,4p	130,1	12,6	-0,2	0,7	-3,1	-9,9
RO	-1,3	-49,9	-2,5	23,6	6,0p	6,5	0,6p	55,8p	37,6	6,5	7,6	0,7	-0,2	-3,1
SI	5,1	-36,9	-0,5	4,0	0,7	3,6	-0,8	80,5	78,5	8,9	3,2	1,1	-0,9	-6,4
SK	-0,7	-62,4	-1,6	7,3	3,5	7,0	9,2	94,7	51,8	11,5	8,5	2,0	-4,2	-11,5
FI	-1,2	-2,3	0,5	-14,1	2,1	-0,3	2,2	149,3	63,1	9,0	4,5	0,7	0,6	0,2
SE	4,6	11,2	-9,2	-7,9	2,0	7,6	7,6	188,5	42,2	7,4	9,0	1,0	-0,1	-4,7
UK	-5,5	-1,1	0,2	-0,1	3,1	5,5	8,2	168,1	88,3	5,4	11,6	0,9	-1,4	-7,7

Flags:b:rupture dans les séries chronologiques. e:estimé. p:provisoire.

1) Pour les indicateurs emploi, voir page 2 du RMA 2016. 2) Indice prix des logements e = source BCN de EL. 3) Pour CSUN HR, d: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure. 4) Dette privée, flux de crédits au secteur privé: la chute pour IE par rapport à 2015 reflète essentiellement la restructuration et la relocalisation des activités de grandes multinationales.

Source: Commission européenne, Eurostat et Direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel), et données du Fonds monétaire international, WEO (pour les séries exportations mondiales)

Tableau 2.1: Indicateurs auxiliaires, 2016

Année 2016	PIB réel (variation sur 1 an en %)	Formation brute de capital fixe (en % du PIB)	Dépenses intérieures brutes en R&D (en % du PIB)	Balance opérationscourantes plus capitaux (prêts-emprunts nets)	Dette extérieure nette (en % du PIB)	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante-flux	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante-stocks (en % du PIB)	Solde net des échanges de produits énergétiques (en % du PIB)	Taux de change effectif réel - partenaires commerciaux de la zone euro	Performance exportations par rapport aux économiesavancées (variation sur 5 ans en %)	Termes de l'échange (variation sur 5 ans en %)	Parts de marché à l'exportation en volume (variation sur 1 an en %)	Productivité du travail (variation sur 1 an en %)	Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation sur 10 ans en %)	Performance des coûts salariaux unitaires par rapport à la ZE (variation sur 10 ans en %)	Indice des prix des logements (2015=100) - nominal (variation sur 3 ans en %)	Construction résidentielle (en % du PIB)	Dette du secteur privé, non consolidée (en % du PIB)	Levier du secteur financier, non consolidé (ratio dette-capitaux propres en %)
BE	1,5	23,4	2,5p	0,2	-26,6	8,0	214,5	-2,2	2,1	-5,0	2,0	5,2	0,2	17,6	1,5	3,8p	5,9	225,5	192,6
BG	3,9	18,6	0,8p	7,5	-9,5	2,2	88,3	-2,4	-4,6	5,1	3,0	5,8	3,4p	77,5p	52,1	11,6p	2,7	117,0	475,6
CZ	2,6	25,0	1,7p	2,2	-13,5	3,3	75,0	-2,1	-3,6	0,0	3,6	2,2	1,3	17,0	-0,9	14,2p	3,7	77,5	530,0
DK	1,7	20,1	2,9e	7,3	-7,3	2,1	52,5	0,0	-0,2	-6,9	2,6	0,2	0,0	20,9	4,4	16,2	4,4	221,3	158,9
DE	1,9	20,0	2,9e	8,4	-14,6	1,5	41,7	-1,5	0,4	-0,1	6,6	0,3	0,6	19,0	3,2	14,5	5,9	105,9	367,2
EE	2,1	22,3	na	3,0	-11,7	3,2	99,8	-1,0	0,4	-3,5	3,0	1,8	1,8	64,4	38,6	27,3	4,8	126,6	359,1
IE	5,1	31,8	1,2e	2,3	-368,6	25,8	503,3	-1,1	-0,9	55,3	0,4	2,3	2,3	-23,6	-28,8	39,6p	2,1	300,2	72,3
EL	-0,2p	11,7p	1,0p	-0,5	137,5	1,6	16,0	-1,7p	-3,2	-21,2	6,1p	-4,1p	-0,7p	1,9p	-11,5	-14,2e	0,6p	124,7p	1354,2
ES	3,3p	20,0p	na	2,2	88,8	2,6	59,7	-1,5p	-2,2	-0,7	0,0p	2,5p	0,7p	5,9p	-8,4	8,7	4,6p	165,8p	452,0
FR	1,2p	22,0p	na	-0,9	37,5	1,7	44,8	-1,4p	0,1	-5,1	6,0	-0,5p	0,5p	15,9p	-0,1	-2,0	6,0p	188,7p	347,5
HR	3,0e	19,9e	0,9p	3,5	40,9	3,7	57,7	-2,7e	-1,0	5,1	1,7e	3,3e	2,7d	4,3d	-5,1	-3,6	na	130,6e	375,9
IT	0,9	17,1	na	2,6	55,1	1,0	25,9	-1,6	-0,7	-5,5	7,5	0,1	-0,3	16,4	0,6	-7,6p	4,4	116,5	751,4
CY	3,0p	17,5p	na	-4,7	152,0	13,0	1061,6	-3,4p	-3,3	-5,7	0,0p	1,6p	-0,1p	3,0p	-7,9	-2,9p	4,6p	345,6p	76,3
LV	2,1	18,2	0,4p	2,4	28,8	0,9	58,1	-2,3	-0,1	6,2	-0,1	1,8	2,4	56,6	27,2	11,1	2,0	96,9	643,0
LT	2,3	18,9	0,7p	0,4	24,7	2,3	41,3	-2,6	-0,7	2,4	5,6	1,2	0,4	28,0	5,3	16,3	3,0	63,3	547,5
LU	3,1	17,2	na	4,4	-1875,5	23,2	8938,5	-2,5	-0,2	22,7	-1,0	0,4	0,0	28,4	7,8	16,6	3,2	410,1	54,0
HU	2,2	19,2	1,2	6,2	9,5	55,6	260,8	-3,2	-5,1	-3,2	2,6	1,1	-0,4	23,2	9,1	33,6	2,4	92,5	75,8
MT	5,5	23,8	0,6p	7,4	-222,0	22,3	1736,5	-9,0	2,1	5,6	1,4	1,2	1,8	22,1	6,9	14,6p	3,9	194,8	35,4
NL	2,2p	19,9p	na	8,8	43,7	19,6	598,9	-0,7p	-0,4	-2,7	1,8p	2,0p	1,1p	14,7p	1,7	9,9	4,0p	231,3p	119,8p
AT	1,5	23,1	3,1p	2,0	19,5	-7,8	66,6	-1,9	2,4	-6,7	2,1	-0,4	0,2	24,1	4,8	17,8	4,2	142,2	191,0
PL	2,9	18,1	na	0,8	32,1	3,6	50,2	-1,4	-5,5	14,8	4,9	6,5	2,3p	21,1p	2,3	4,4	3,0	86,4	321,0
PT	1,5p	15,3p	1,3p	1,7	94,5	4,5	76,1	-1,6p	0,5	2,8	7,8p	1,8p	-0,1p	2,6p	-11,2	15,1	2,5p	185,0p	394,9
RO	4,6p	22,7p	na	0,4	22,5	3,3	44,8	-0,9p	-2,6	20,1	4,8p	6,0p	5,5p	44,0p	20,3	6,7	2,5p	57,2p	406,7
SI	3,1	17,6	na	4,5	29,0	3,2	37,1	-2,1	-1,6	1,1	3,0	4,1	1,2	20,6	1,7	-2,8	2,1	88,1	399,3
SK	3,3	21,2	0,8	0,5	28,4	4,0	65,6	-2,6	-2,0	4,3	-2,2	3,9	0,9	16,1	-1,7	14,0	2,4	92,6	571,6e
FI	1,9	21,5	2,8	-1,3	51,8	-1,8	49,9	-1,4	0,5	-16,5	5,4	-1,0	1,4	26,4	8,1	0,3	6,1	176,4	293,1
SE	3,3	24,0	3,3p	4,4	45,6	2,9	80,3	-0,8	-7,7	-10,5	1,8	1,0	1,6	25,0	8,4	34,4	5,1	231,6	185,3
UK	1,8	16,4	na	-6,0	na	11,2	74,5	-0,5	5,1	-2,9	7,3	-1,2	0,4	20,4	2,9	22,4	3,6	168,2	686,6

Flags:e:estimé. p:provisoire.

1) Indice des prix des logements e = source BCN pour EL. 2) Le délai de transmission officielle pour les données de 2016 sur les dépenses intérieures brutes en R&D est le 31 octobre 2017 tandis que les données ont été extraites le 24 octobre 2017. 3) Coûts salariaux unitaires nominaux et productivité du travail pour HR d: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure. 4) Dette du secteur privé, flux de crédits au secteur privé: la chute pour IE par rapport à 2015 reflète essentiellement la restructuration et la relocalisation d'activités de grandes multinationales.

Source: Commissi européenne Eurostat, direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel) et les données du Fonds monétaire international, WEO (pour les séries exportations mondiales)

Tableau 2.1 (suite): Indicateurs auxiliaires, 2016

Année 2016	Taux d'emploi (variation sur 1 an en %)	Taux d'activité - en % de la population totale des 15-64 ans (en %)	Taux de chômage de longue durée en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (en %)	Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (en %)	Jeunes ne travaillant pas et ne suivant pas d'études ni de formation en % de la population totale des 15-24 ans		Personnes exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale - en % de la population totale		Personnes exposées au risque de pauvreté après transferts sociaux - *en* % de la population		Personnes exposées au dénuement matériel extrême - en % de la population totale		Personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail - en % de la population totale des 0-59 ans	
					en %	variation sur 3 ans en points de	en %	variation sur 3 ans en points de	en %	variation sur 3 ans en points de	en %	variation sur 3 ans en points de	en %	variation sur 3 ans en points de
BE	1,3	67,6	4,0	20,1	9,9	-2,8	20,7	-0,1	15,5	0,4	5,5	0,4	14,6	0,6
BG	0,5p	68,7	4,5	17,2	18,2	-3,4	40,4b	-7,6b	22,9b	1,9b	31,9b	-11,1b	11,9b	-1,1b
CZ	1,3	75,0	1,7	10,5	7,0	-2,1	13,3	-1,3	9,7	1,1	4,8	-1,8	6,7	-0,2
DK	1,7	80,0b	1,4b	12,0	5,8b	-0,2b	16,7	-1,6	11,9	0,0	2,6	-1,0	10,6	-1,3
DE	1,3	77,9	1,7	7,1	6,7	0,4	19,7	-0,6	16,5	0,4	3,7	-1,7	9,6	-0,3
EE	0,3	77,5	2,1	13,4	9,1	-2,2	24,4	0,9	21,7	3,1	4,7	-2,9	5,8	-2,6
IE	2,8	70,5	4,2	17,2	13,0	-3,1	na	na	na	na	7,5e	-2,4e	na	na
EL	0,5p	68,2	17,0	47,3	15,8	-4,6	35,6	-0,1	21,2	-1,9	22,4	2,1	17,2	-1,0
ES	2,5p	74,2	9,5	44,4	14,6	-4,0	27,9	0,6	22,3	1,9	5,8	-0,4	14,9	-0,8
FR	0,6p	71,4	4,6	24,6	11,9	0,7	18,2	0,1	13,6	-0,1	4,4	-0,5	8,4	0,3
HR	0,3d	65,6	6,6	31,8	16,9	-2,7	27,9	-2,0	19,5	0,0	12,5	-2,2	13,0	-1,8
IT	1,3	64,9	6,7	37,8	19,9	-2,3	na	na	na	na	11,9p	-0,4p	na	na
CY	3,1p	73,4	5,8	29,1	16,0	-2,7	27,7	-0,1	16,1	0,8	13,6	-2,5	10,6	2,7
LV	-0,3	76,3	4,0	17,3	11,2	-1,8	28,5	-6,6	21,8	2,4	12,8	-11,2	7,2	-2,8
LT	2,0	75,5	3,0	14,5	9,4	-1,7	30,1	-0,7	21,9	1,3	13,5	-2,5	10,2	-0,8
LU	3,0	70,0	2,2	19,1	5,4	0,4	19,7bp	0,7bp	16,5bp	0,6bp	1,6bp	-0,2bp	6,6bp	0,0bp
HU	2,6	70,1	2,4	12,9	11,0	-4,5	26,3	-8,5	14,5	-0,5	16,2	-11,6	8,2	-5,4
MT	3,7	69,1	1,9	11,0	8,5	-1,4	20,1	-3,9	16,5	0,8	4,4	-5,1	7,3	-1,7
NL	1,1p	79,7	2,5	10,8	4,6	-1,0	16,7b	0,8b	12,7b	2,3b	2,6b	0,1b	9,7b	0,4b
AT	1,2	76,2	1,9	11,2	7,7	0,4	18,0	-0,8	14,1	-0,3	3,0	-1,2	8,1	0,3
PL	0,6p	68,8	2,2	17,7	10,5	-1,7	21,9	-3,9	17,3	0,0	6,7	-5,2	6,4	-0,8
PT	1,6p	73,7	6,2	28,2	10,6	-3,5	25,1	-2,4	19,0	0,3	8,4	-2,5	9,1	-3,1
RO	-0,9p	65,6	3,0	20,6	17,4	0,4	38,8p	-3,1p	25,3p	2,3p	23,8	-6,0	8,2	0,6
SI	1,9	71,6	4,3	15,2	8,0	-1,2	18,4	-2,0	13,9	-0,6	5,4	-1,3	7,4	-0,6
SK	2,4	71,9	5,8	22,2	12,3	-1,4	18,1	-1,7	12,7	-0,1	8,2	-2,0	6,5	-1,1
FI	0,5	75,9	2,3	20,1	9,9	0,6	16,6	0,6	11,6	-0,2	2,2	-0,3	11,4	2,4
SE	1,7	82,1	1,3	18,9	6,5	-1,0	18,3	1,9	16,2	1,4	0,8	-0,6	8,5	1,4
UK	1,4	77,3	1,3	13,0	10,9	-2,3	22,2	-2,6	15,9	0,0	5,2	-3,1	11,3	-1,9

Flags:b:rupture dans les séries, e:estimé, p:provisoire.

1) Jeunes ne travaillant pas et ne suivant pas d'études ni de formation: pour ES changement dans la classification des activités d'éducation non formelle; pour FR, les données sont influencées par les modifications du questionnaire de 2013 et l'intégration des DROM. 2) Le délai officiel de transmission des données pour 2016 sur les personnes exposées au risque de pauvreté et d'exclusion sociale est le 30 novembre 2017 alors que les données ont été extraites le 24 octobre 2017. 3) Taux d'emploi pour HR d: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure.

Source: Commission européenne, Eurostat