



COMMISSION
EUROPÉENNE

Strasbourg, le 17.12.2019
COM(2019) 651 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

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

Rapport 2020 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(2019) 630 final}

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) constitue le point de départ du cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), qui vise à détecter et à corriger les déséquilibres qui entravent «le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre ou de l'Union économique et monétaire, ou de l'Union dans son ensemble» [article 2, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1176/2011].¹

L'analyse du RMA repose sur la lecture économique d'un tableau de bord d'indicateurs sélectionnés, accompagnés d'un ensemble plus large d'indicateurs auxiliaires, d'outils d'évaluation 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 sur le RMA avec le Parlement européen et des débats au sein du Conseil et de l'Eurogroupe, la Commission réalisera des bilans approfondis pour les États membres concernés. 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 bilans approfondis seront intégrés dans les rapports par pays. Les conclusions de ces bilans seront prises en compte dans les recommandations par pays émises dans le cadre du Semestre européen pour la coordination des politiques économiques.

1. RESUME

Le présent rapport marque le début du neuvième cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)². Cette procédure vise à déceler les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies des États membres, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble, 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, afin d'assurer la cohérence avec les analyses et les recommandations effectuées dans le cadre des autres instruments de surveillance économique. La stratégie annuelle de croissance durable adoptée 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'UE.

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 mesures³. 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. L'analyse contenue dans le RMA repose sur la lecture économique d'un tableau de bord d'indicateurs assorti de seuils indicatifs et d'indicateurs auxiliaires. La section 2 du RMA contient une analyse des répercussions qu'ont sur la zone euro les déséquilibres enregistrés par les États membres et de la mesure dans laquelle

¹ [Dans le cas où le Royaume-Uni quitte l'Union [sur la base de l'accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (ci-après dénommé «accord de retrait», JO C 384 I du 12.11.2019, p. 1), le droit de l'Union continuera de s'appliquer au Royaume-Uni pendant la période de transition prévue par l'accord de retrait.]

² Le présent rapport s'accompagne d'une *annexe statistique* très riche qui a servi de base à sa rédaction.

³ Voir l'article 5 du règlement (UE) n° 1176/2011.

une approche coordonnée des réponses qui sont apportées s'impose eu égard aux interdépendances existant au sein de la zone euro⁴. Sous cet aspect en particulier, l'analyse contenue dans le présent rapport accompagne l'évaluation exposée dans le document de travail des services de la Commission européenne «Analysis of the Euro Area economy» (Analyse de l'économie de la zone euro), accompagnant la recommandation de recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro.

L'analyse du RMA est effectuée dans le contexte d'une évolution des perspectives économiques caractérisée par un affaiblissement de l'expansion économique et par une révision à la baisse des prévisions d'inflation. Selon les prévisions économiques de l'automne 2019 de la Commission européenne, la croissance du PIB réel devrait atteindre 1,4 % dans l'UE et 1,1 % dans la zone euro en 2019, soit une décélération par rapport aux chiffres enregistrés en 2018 (2 % et 1,9 % respectivement). Pour 2020, le PIB devrait croître de 1,4 % et 1,2 % dans l'UE et dans la zone euro, respectivement. Depuis la fin de 2018, les données indiquent une perte de dynamisme, notamment en ce qui concerne les exportations nettes et la production manufacturière. Le ralentissement est particulièrement visible dans les grands États membres de la zone euro qui sont davantage exposés aux échanges, dans un contexte d'incertitude accrue quant aux politiques commerciales⁵. Les prévisions d'inflation ont considérablement diminué, ce qui a incité les autorités monétaires à prendre des mesures au second semestre 2019 pour contrer un début de ralentissement de la production et des prix. Les rendements des obligations ont baissé, en particulier pour les échéances plus longues. Malgré le recul récent de l'inflation globale et de la croissance de la productivité, la croissance des salaires s'est quelque peu renforcée depuis 2018, dans un contexte de resserrement des marchés du travail.

Les déséquilibres macroéconomiques existants sont progressivement corrigés, dans un contexte économique favorable. À la suite du désendettement généralisé qui a suivi la crise, un certain nombre de déséquilibres en termes de flux et de tendances non soutenables ont été corrigés (notamment, les déficits importants de la balance courante, la croissance excessive du crédit alimentant les prix de l'immobilier et les coûts salariaux unitaires élevés entraînant des pertes de compétitivité-coûts). La correction des vulnérabilités liées aux déséquilibres d'encours (niveau élevé de la dette privée, publique et extérieure) a commencé plus tard et a progressé plus lentement, mais les ratios de la dette au PIB ont davantage diminué grâce à l'expansion économique et à la reprise de la croissance des prix ces dernières années. Parallèlement, l'accélération de l'activité économique s'est récemment accompagnée d'une croissance soutenue des coûts salariaux unitaires et des prix de l'immobilier dans un certain nombre d'États membres.

L'évolution des perspectives pourrait entraîner un ralentissement de l'ajustement des déséquilibres existants ou la matérialisation de nouveaux risques, dans un contexte où la marge de manœuvre pour faire face aux chocs se réduit. Les risques de révision à la baisse des perspectives économiques concernent en particulier les tensions commerciales et la perturbation des chaînes de valeur mondiales, un ralentissement plus important que prévu sur les marchés émergents, ainsi que

⁴ Il a été proposé 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» d'accorder davantage d'attention à la dimension «zone euro» des déséquilibres macroéconomiques. Le rôle des interdépendances des déséquilibres et de leurs effets systémiques est reconnu dans le règlement (UE) n° 1176/2011, 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».

⁵ Le World Trade Uncertainty Index indique une hausse majeure dans les grandes économies européennes ainsi que dans d'autres grandes zones économiques. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

l'intensification des tensions géopolitiques⁶. La croissance nominale devrait faiblir, ce qui sous-tend un environnement moins favorable à la réduction de la dette. La baisse considérable des taux d'intérêt réduit le coût de la dette, mais pose également des problèmes liés, entre autres, à une propension moindre au désendettement, à une possible prise de risque excessive induite par la recherche du rendement et à la réduction de la rentabilité des établissements financiers dans un contexte de courbes de rendement moins favorables⁷. La marge de manœuvre dont bénéficie la politique monétaire pour faire face aux chocs se réduit, tandis que la possibilité d'amortir les chocs au moyen de l'épargne privée et publique varie considérablement d'un État membre à l'autre et est limitée par des ratios d'endettement élevés dans un certain nombre d'États membres.

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

- **Les soldes courants se sont légèrement repliés dans l'UE en 2018, les situations de déficit restant exceptionnelles et les excédents importants persistants.** À quelques exceptions près, les pays ayant enregistré précédemment des soldes courants importants affichent actuellement des soldes globalement en équilibre, tandis que certains États membres ont continué à dégager des excédents importants et persistants supérieurs aux niveaux justifiés par les fondamentaux. Le ralentissement des échanges, la résilience de la demande intérieure et la hausse des prix du pétrole ont pesé sur les soldes courants de manière systématique.
- **Les positions extérieures globales nettes (PEGN) se sont améliorées à un rythme plus soutenu, mais l'encours élevé de passifs extérieurs persiste dans un certain nombre d'États membres.** Le niveau prudent des soldes courants et la poursuite de la croissance nominale ces dernières années ont étayé la baisse du ratio des passifs financiers extérieurs par rapport au PIB. Les PEGN des débiteurs nets se sont améliorées plus rapidement qu'auparavant, également en raison d'effets de valorisation positifs qui pourraient toutefois ne pas durer. Les PEGN restent largement négatives dans un certain nombre de pays de l'UE et certains soldes courants enregistrés récemment risquent d'être insuffisants pour assurer une amélioration de ces encours extérieurs à un rythme approprié. Parallèlement, les grands créanciers nets ont enregistré des PEGN de plus en plus positives, à la faveur d'excédents importants de la balance courante.
- **Les coûts salariaux unitaires (CSU) ont augmenté à un rythme plus soutenu dans de nombreux États membres en raison de l'accélération des salaires et de la baisse de la croissance de la productivité.** L'ensemble de l'UE enregistre une croissance plus forte des salaires dans le contexte d'un resserrement des marchés du travail. En outre, l'accélération des CSU est de plus en plus liée à une modération de la croissance de la productivité. Dans quelques cas, notamment dans les pays d'Europe centrale et orientale et dans les pays baltes, la croissance significative des CSU s'inscrit dans le prolongement d'une tendance amorcée il y a quelques années, et qui est associée à une demande de main-d'œuvre en hausse conjuguée à des déficits de compétences et des pénuries de main-d'œuvre dans des économies où les niveaux de salaires sont inférieurs à la moyenne. Dans une moindre mesure, la croissance des CSU a légèrement progressé depuis peu dans les pays de la zone euro également. Alors que la croissance des CSU a été plus importante dans les pays créditeurs nets que dans les pays débiteurs nets, cette différence se réduit.

⁶ Voir aussi Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019; Commission européenne (2019), European Economic Forecast, Autumn 2019, Institutional paper 115, novembre 2019.

⁷ Voir aussi Banque des règlements internationaux, Annual Economic Report, juin 2019, et Fonds monétaire international, Global Financial Stability Report, avril 2019.

En conséquence, l'évolution de la compétitivité-coûts devient moins propice à un rééquilibrage plus symétrique.

- **Les taux de change effectifs réels (TCER) sont en hausse.** Depuis 2016, les TCER se sont appréciés dans un certain nombre de pays, dans le contexte de l'accélération des coûts salariaux unitaires et des appréciations nominales. Cette évolution s'est opérée après des années au cours desquelles les coûts et les prix relatifs étaient en baisse dans de nombreux États membres de l'UE, grâce aux dépréciations des taux de change nominaux et à une faible inflation par les coûts et par les prix par rapport aux concurrents. La réaffectation sectorielle d'activités non marchandes vers des activités marchandes, qui a été enregistrée dans les pays débiteurs nets pendant plusieurs années après la crise, ralentit, marque le pas ou s'inverse.
- **Le désendettement du secteur privé se poursuit en grande partie à la faveur de la croissance du PIB nominal, tandis que le rythme de désendettement des ménages a chuté.** L'épargne nette du secteur privé a diminué et la baisse des ratios dette/PIB résulte de plus en plus de la croissance du PIB nominal. Le rythme du désendettement s'est essoufflé, reflétant à la fois la diminution de l'épargne et un ralentissement du PIB. Les ménages, en particulier, ont eu davantage recours à l'emprunt dans un nombre croissant d'États membres. Alors que la plupart des pays affichant des ratios d'endettement élevés ont réduit leur endettement, les ratios de la dette privée ont augmenté dans quelques pays fortement endettés. La dette publique a continué de baisser dans la plupart des États membres, mais les diminutions sont inexistantes ou limitées dans quelques pays fortement endettés. Les rendements des obligations d'État ont cependant considérablement diminué en 2019, y compris pour les emprunteurs souverains les plus endettés.
- **La résilience du secteur bancaire de l'UE s'est améliorée mais des problèmes subsistent.** Les ratios de fonds propres ont cessé de croître au-delà de niveaux supérieurs aux normes réglementaires. Le rendement des capitaux propres s'est également stabilisé après avoir connu une amélioration au cours des dernières années. Les ratios de prêts non performants ont considérablement baissé ces dernières années, et la réduction notable de créances douteuses se limite actuellement aux pays dans lesquels ce ratio est élevé. Néanmoins, des problèmes subsistent dans un certain nombre de pays de l'UE qui restent caractérisés par des ratios de rentabilité et de fonds propres relativement faibles et par des ratios élevés de prêts non performants. L'évolution des perspectives, caractérisée par des taux d'intérêt qui restent bas pendant longtemps et par un affaiblissement de la croissance économique, aggrave ces problèmes.
- **Les prix des logements ont continué de progresser rapidement en 2018, mais la dynamique des prix s'est modérée là où les signes de surévaluation sont plus marqués.** Les prix des logements ont continué à progresser en 2018 et, dans un nombre croissant de pays, les niveaux de ces prix dépassent les pics atteints depuis le milieu des années 2000 et sont susceptibles d'être surévalués. Toutefois, la croissance la plus forte des prix des logements a été enregistrée dans plusieurs pays de l'UE où, jusqu'à présent, peu de signes indiquent une surévaluation de ces prix. En revanche, dans les pays où les préoccupations liées à la surévaluation sont plus vives et où la dette des ménages est élevée, le rythme de la hausse des prix a souvent ralenti. Dans certains pays, les nouveaux crédits hypothécaires semblent être en hausse, ce qui pourrait entraîner de nouvelles accélérations de la hausse des prix des logements.
- **L'amélioration du marché du travail s'est poursuivie et le chômage a diminué dans tous les États membres de l'UE.** Le chômage a continué de baisser dans l'ensemble de l'UE, notamment chez les jeunes et les chômeurs de longue durée. Dans une certaine mesure, le resserrement du marché du travail s'est traduit par une croissance plus forte des salaires, également dans les pays de la zone euro. Toutefois, depuis la reprise, la croissance des salaires réels est restée inférieure à la

croissance de la productivité de la main-d'œuvre jusqu'en 2017, la tendance ne s'étant inversée que depuis 2018. Alors que la hausse des revenus du travail, favorisée par la croissance de l'emploi et des salaires, a contribué à l'expansion de la demande intérieure, peu de signes indiquent une répercussion de la progression des salaires sur l'inflation des prix⁸.

Dans le contexte économique actuel, il est urgent de rééquilibrer aussi bien les déficits que les excédents courants au sein de la zone euro, ce qui profiterait à tous les États membres. L'excédent courant de la zone euro devrait légèrement diminuer dans un contexte de ralentissement de la demande extérieure, tout en restant proche de son niveau record et supérieur au niveau correspondant aux fondamentaux économiques. L'excédent de la zone euro a augmenté en raison des bonnes performances à l'exportation et des processus de désendettement importants mis en œuvre dans divers secteurs de l'économie, y compris dans les pays ayant peu ou pas de besoins de désendettement. Son récent recul reflète principalement le fléchissement du commerce mondial et un déficit accru de la balance des produits énergétiques. L'environnement économique actuel plaide fortement en faveur d'un rééquilibrage aussi bien des déficits que des excédents courants au sein de la zone euro, ce qui aiderait à surmonter le contexte de faible inflation et de faibles taux d'intérêt, et de réduire la dépendance vis-à-vis de la demande extérieure. Au vu de ces éléments, il convient de prévoir au niveau des États membres de la zone euro une combinaison appropriée de mesures tenant compte des interdépendances et des phénomènes de contagion. Bien que des déficits courants importants aient été corrigés par le passé dans un grand nombre de pays débiteurs nets, le solde courant de ces pays se dégrade. L'encours élevé de la dette extérieure et intérieure nécessite de maintenir le solde courant à un niveau prudent et de veiller à conserver un rythme approprié de réduction de la dette, tout en poursuivant des réformes qui renforcent la croissance du PIB potentiel. Dans les pays créditeurs nets, il conviendrait de tirer parti des possibilités de financement à de faibles taux d'intérêt afin de parvenir à une augmentation continue de l'investissement public et privé. Profiter de la situation budgétaire favorable pour soutenir l'investissement et d'autres dépenses productives dans ces pays permettrait également de rendre les perspectives de croissance moins dépendantes de la demande extérieure et contribuerait au rééquilibrage dans la zone euro.

Dans l'ensemble, les sources de déséquilibres potentiels sont globalement les mêmes que celles relevées dans le RMA 2019, mais les perspectives semblent se détériorer à plusieurs égards. Dans un contexte de conditions économiques favorables, les encours extérieurs se sont améliorés à un rythme plus soutenu, mais de nouvelles améliorations sont compromises par la détérioration des soldes courants et une croissance plus faible du PIB nominal. D'importants excédents courants persistent, alors que l'évolution de la compétitivité est moins propice à un rééquilibrage et que l'appréciation du taux de change effectif réel concerne de plus en plus de pays. Le désendettement du secteur privé s'effectue à un rythme plus lent, même dans les quelques cas où la dette est déjà élevée, et repose de plus en plus sur la croissance du PIB nominal. L'affaiblissement des perspectives de croissance nominale soulève la question de savoir si le désendettement dans les pays fortement endettés peut se poursuivre sans augmentation de l'épargne privée ou publique ou amélioration de la croissance du PIB potentiel. Après des années de progrès considérables, la situation du secteur financier s'est stabilisée, mais de nouveaux défis liés au contexte de faibles taux d'intérêt pourraient voir le jour. La hausse des prix de l'immobilier reste forte et contribue à porter les prix des logements à des niveaux records dans un nombre croissant de pays de l'UE. On observe une décélération sur les marchés surévalués, mais le retour de la croissance

⁸ Voir l'encadré 1 pour un aperçu des principales évolutions récentes de l'emploi et de la situation sociale dans l'UE.

du crédit hypothécaire dans certains pays pourrait conduire la forte croissance des prix des logements à s'auto-entretenir.

Les sources potentielles de déséquilibres se combinent selon un certain nombre de typologies. Certains États membres sont touchés par des vulnérabilités multiples et interconnectées liées à l'endettement qui pourraient refléter, dans une certaine mesure, les conditions du secteur financier. Dans quelques États membres, les vulnérabilités sont principalement liées à une dette publique importante et persistante conjuguée à une croissance atone de la productivité et de la compétitivité qui bride le potentiel de croissance. Certains États membres se caractérisent par des excédents courants importants et persistants. Dans d'autres, les inquiétudes sont liées à l'évolution de la compétitivité-coûts, éventuellement associée à la détérioration de la position extérieure. Enfin, dans quelques États membres, les principaux problèmes sont dus à l'évolution des prix des logements, associée dans certains cas à un important endettement des ménages.

Les défis à venir nécessitent d'adopter une orientation prospective de la surveillance au titre de la PDM. Étant donné la correction de la plupart des déséquilibres en termes de flux et la diminution progressive des déséquilibres en termes de stock, la surveillance au titre de la PDM met progressivement davantage l'accent sur le suivi des tendances potentiellement non soutenables qui pourraient se matérialiser à moyen terme. Dans le même temps, étant donné l'évolution de la situation économique, y compris les risques émanant principalement de l'environnement économique extérieur à la zone euro et à l'UE, il est également important d'évaluer les déséquilibres du point de vue de la zone euro et de l'UE.

Pour certains États membres désignés dans le présent rapport, des analyses plus détaillées et plus larges seront présentées dans les bilans approfondis. Comme dans les derniers cycles annuels, les bilans approfondis seront intégrés dans les rapports par pays. Pour réaliser ces bilans, la Commission se fondera sur un large éventail de données et d'informations pertinentes, ainsi que sur les cadres d'évaluation élaborés par ses soins en collaboration avec les comités et groupes de travail du Conseil. Les analyses contenues dans les bilans approfondis serviront de base pour déceler les déséquilibres ou les déséquilibres excessifs dans les États membres et, le cas échéant, actualiser les recommandations par pays⁹. Les pays dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont été constatés font et continueront à faire l'objet d'un suivi spécifique afin d'assurer une surveillance continue des politiques mises en œuvre au titre de la PDM.

Des bilans approfondis seront préparés pour les États membres dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont déjà été constatés. Conformément à une pratique établie en matière prudentielle, des bilans approfondis seront publiés pour évaluer si les déséquilibres existants se résorbent, persistent ou s'aggravent, tout en faisant le bilan des mesures correctives mises en œuvre. Par conséquent, la préparation de bilans approfondis est prévue pour les 13 États membres pour lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs avaient été mis en évidence d'après les résultats des bilans de février 2019¹⁰. Dix États membres sont actuellement considérés comme présentant des déséquilibres (**Bulgarie, Croatie, France, Allemagne, Irlande, Pays-Bas, Portugal, Roumanie, Espagne et Suède**), tandis que **Chypre, la Grèce, et l'Italie** sont considérées comme présentant des déséquilibres excessifs.

⁹Article 6 du règlement (UE) n° 1176/2011.

¹⁰Voir «Semestre européen 2019: 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(2019) 150 final du 27.2.2019.

Sur la base de l'analyse effectuée dans le présent rapport sur le mécanisme d'alerte, la Commission ne juge pas nécessaire de préparer des bilans approfondis pour d'autres États membres. L'évaluation aux fins du RMA n'indique pas de nouveaux risques majeurs justifiant un nouveau bilan approfondi pour les États membres dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs n'avaient pas été constatés au cours du dernier cycle annuel de mise en œuvre du PDM. Toutefois, le présent rapport sur le mécanisme d'alerte souligne la nécessité de **surveiller attentivement, dans les prochains rapports par pays**, un certain nombre d'évolutions qui pourraient entraîner des risques macroéconomiques si elles se prolongeaient. Ces évolutions ont trait aux coûts salariaux unitaires et aux incidences sur la compétitivité extérieure dans plusieurs États membres (Tchéquie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie et Slovaquie), ainsi qu'aux marchés du logement et à l'endettement des ménages (Autriche, Belgique, Tchéquie, Danemark, Finlande, Hongrie, Luxembourg, Slovaquie, Slovénie et Royaume-Uni)¹¹.

2. LA DIMENSION «ZONE EURO» DES DESEQUILIBRES MACROECONOMIQUES

La balance des opérations courantes de la zone euro a atteint un plafond, mais enregistre encore des niveaux très élevés. Le solde de la balance des opérations courantes de la zone euro, qui était globalement à l'équilibre avant la crise, a atteint un sommet à 3,2 % du PIB en 2016. Depuis lors, sa valeur a très légèrement diminué, pour atteindre 3,1 % du PIB en 2018 (graphique 1)¹². L'excédent courant de la zone euro demeure le plus important au monde, et dépasse le niveau jugé correspondre aux fondamentaux économiques (environ 1,7 % du PIB de la zone euro en 2018)¹³. Il reflète principalement les excédents importants enregistrés en Allemagne et aux Pays-Bas, dont les soldes extérieurs cumulés représentaient 2,8 % du PIB de la zone euro en 2018. Selon les prévisions de l'automne 2019 de la Commission européenne, dans l'hypothèse de politiques inchangées, l'excédent courant ajusté de la zone euro devrait diminuer en 2019 pour atteindre 2,7 % du PIB, et continuer à reculer pour s'établir à 2,5 % du PIB en 2020.

La réduction en cours de l'excédent de la zone euro résulte principalement d'un affaiblissement de la balance commerciale. La balance commerciale des produits énergétiques est le principal facteur de réduction de l'excédent de la balance courante entre 2016 et 2018, sous l'effet de la hausse des prix

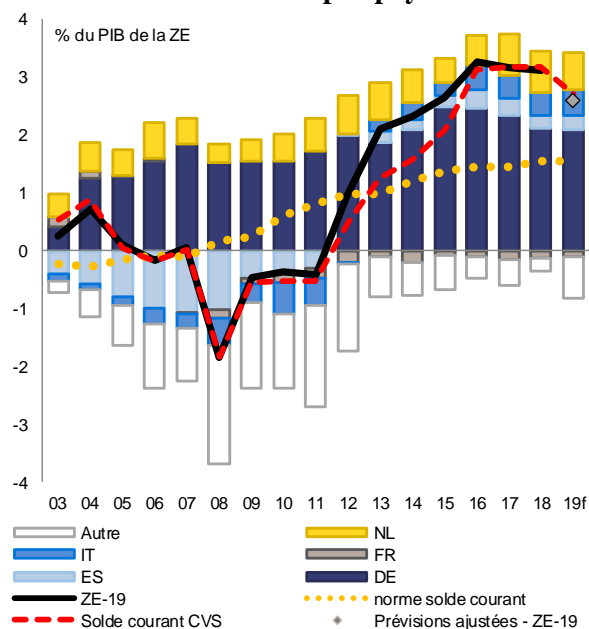
¹¹ En septembre 2019, le comité européen du risque systémique (CERS) a adressé à neuf États membres des avertissements ou des recommandations par pays sur les vulnérabilités à moyen terme dans le secteur de l'immobilier résidentiel: les recommandations concernent la Belgique, le Danemark, la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède, et les avertissements la Tchéquie, la France et l'Allemagne. Tous les pays du premier groupe ci-dessus avaient déjà reçu des avertissements de la part du CERS en novembre 2016, de même que l'Autriche et le Royaume-Uni. Le règlement sur la PDM [règlement (UE) n° 1176/2011] invite la Commission à tenir compte des avertissements ou des recommandations adressés par le CERS aux États membres faisant l'objet d'un bilan approfondi.

¹² Les chiffres de la balance courante de la zone euro mentionnés et utilisés ici correspondent à la balance courante «ajustée» de la zone euro par rapport au reste du monde (issue des statistiques de la balance des paiements de la zone euro), qui affiche un solde courant global de la zone euro de 3,1 % du PIB pour 2018, et concorde avec les comptes courants déclarés par les États membres (dans le cadre du «concept communautaire»). Toutefois, la somme des soldes nominaux des opérations courantes des États membres atteint 4 % du PIB de la zone euro (chiffres de la balance des paiements) et 3,8 % du PIB (statistiques des comptes nationaux), en raison d'asymétries dans les soldes intra-zone euro déclarés par les différentes autorités statistiques nationales. Les chiffres de la zone euro issus des statistiques de la balance des paiements et des comptes nationaux ont été révisés en octobre 2019, ce qui a eu peu d'incidence sur la lecture pour 2018, mais a entraîné une forte correction à la baisse du solde de la balance des opérations courantes de la zone euro pour les années 2009-2015.

¹³ Le FMI (dans son External Sector Report 2019) suggère que la «norme» pour le solde courant de la zone euro devrait se situer aux alentours de 1,6 % du PIB.

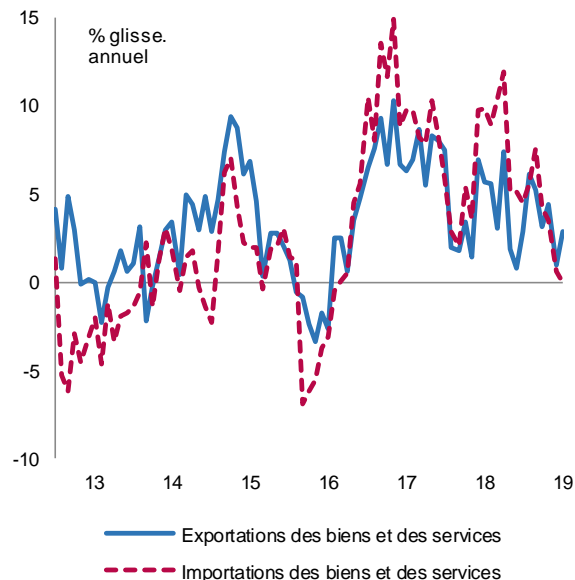
du pétrole. La balance commerciale des produits énergétiques a enregistré un déficit de -1,7 % du PIB en 2017, qui s'est creusé à -2,1 % du PIB en 2018, alors que pour les autres biens, le solde de la balance commerciale est resté à peu près stable en pourcentage du PIB, à 4,6 %. Le ralentissement de la croissance et des échanges mondiaux depuis la mi-2018, les incertitudes accrues et persistantes quant aux politiques commerciales et l'appréciation du taux de change effectif de l'euro en 2018 ont conduit à un ralentissement de la croissance des importations et des exportations de la zone euro. Les données mensuelles sur les échanges commerciaux de la zone euro avec le reste du monde montrent que les exportations et les importations de marchandises ont continué à reculer en 2019 (graphique 2). Un certain nombre de facteurs pourraient contribuer à accentuer la détérioration du solde courant de la zone euro à l'avenir, notamment un affaiblissement relatif des conditions cycliques dans d'autres régions de l'économie mondiale, les conséquences des politiques commerciales restrictives et la hausse des prix du pétrole résultant de tensions géopolitiques.

Graphique 1: Évolution du compte courant de la zone euro – ventilation par pays



Sources: Eurostat – Balance des paiements, prévisions économiques de l'automne 2019 de la Commission européenne.

Graphique 2: Évolution des échanges de la zone euro avec le reste du monde

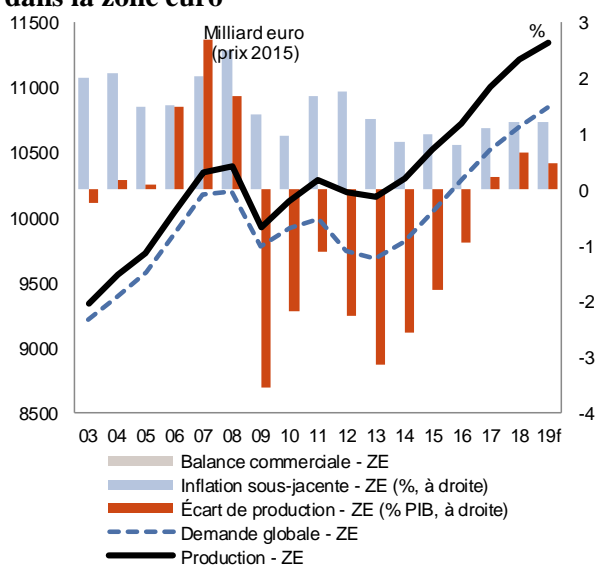


Source: Eurostat – Statistiques du commerce extérieur
Remarque: données corrigées des variations saisonnières, prix courants.

Les facteurs qui sous-tendent la légère contraction de l'excédent courant de la zone euro observée récemment différent de ceux qui étaient à l'origine de son accroissement précédent. Le compte courant de la zone euro est devenu excédentaire après la crise financière de 2008 en raison de la correction brutale des déficits importants à la suite d'un renversement des flux financiers transfrontières, et a encore augmenté avec la propagation de la crise de la dette à l'Espagne et à l'Italie, qui a entraîné une compression de la demande intérieure de ces pays. Parallèlement, on a observé une augmentation progressive de l'important excédent courant de l'Allemagne, dans un contexte d'accroissement de la demande intérieure à un rythme plus faible que la production, et de désendettement de tous les secteurs de l'économie. Dans l'ensemble, l'accroissement de l'excédent de la zone euro entre la crise financière et 2016 a principalement résulté d'un processus de désendettement généralisé, observé dans le secteur privé, puis dans le secteur public après l'aggravation de la crise de la dette en 2011. La contraction de

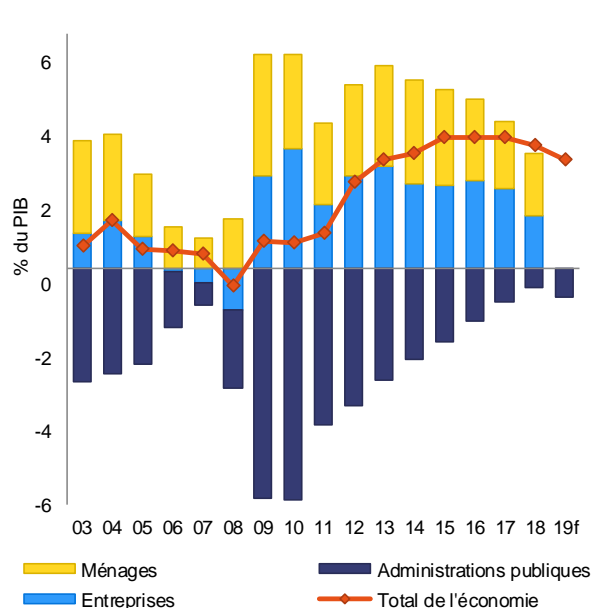
l'excédent de la zone euro depuis 2017 s'explique principalement par un resserrement de l'excédent en Allemagne, et, dans une moindre mesure, en Italie et en Espagne, qui sont des exportateurs relativement importants de biens manufacturés et sont dépendants des importations d'hydrocarbures. L'évolution récente du solde courant de la zone euro ne semble pas être liée à un processus de reprise importante de l'endettement, mais plutôt à la diminution des exportations nettes, sous l'effet du ralentissement des échanges commerciaux mondiaux et d'une facture énergétique plus élevée. La réduction de l'excédent de la zone euro de 2017 à 2018 s'est traduite principalement par une baisse de la capacité de financement nette des sociétés non financières, qui enregistrait des valeurs positives depuis 2013. La récente modération de l'épargne nette des entreprises a contrebalancé l'amélioration du besoin de financement net du secteur public au cours de la même période (graphique 4).

Graphique 3: Production, demande intérieure, exportations nettes et inflation sous-jacente dans la zone euro



Sources: AMECO¹⁴

Graphique 4: Capacité/besoin de financement par secteur dans la zone euro



Sources: Eurostat

Le contexte de faible inflation et de faibles taux d'intérêt pose un certain nombre de défis. Les autorités monétaires de la zone euro et d'autres grandes régions du monde ont pris des mesures pour contrer le début de ralentissement de la production et la révision à la baisse des prévisions d'inflation en 2019, inversant ainsi la trajectoire préalablement annoncée de durcissement des conditions. Les rendements des obligations sont tombés à des niveaux négatifs, avec une baisse en particulier sur la partie longue de la courbe des taux, et une réduction des écarts de taux d'intérêt sur les obligations plus risquées. L'inflation sous-jacente reste inférieure à l'objectif des autorités monétaires; on estime que l'écart de production de la zone euro diminue, alors qu'il était devenu positif en 2017, après une longue période de demande atone et d'écarts de production négatifs (graphique 3). À l'avenir, alors que la dégradation de la croissance nominale rendra le désendettement plus difficile, la faiblesse des taux d'intérêt devrait réduire le coût de la dette. Toutefois, des taux d'intérêt à long terme à des niveaux historiquement très faibles présentent également un certain nombre de défis potentiels: une incitation à

¹⁴ Il convient de noter que, même si la différence entre le PIB et la demande intérieure devrait être, par définition, égale à la balance commerciale, les données ne sont pas totalement alignées en raison des divergences au sein de la zone euro dans les données communiquées (voir la note de bas de page **Error! Bookmark not defined.**).

contourner les contraintes réglementaires et à rechercher le rendement dans les investissements à risque; une sous-estimation du risque de crédit et une motivation moindre à réduire le niveau élevé de la dette du fait du resserrement des écarts de taux; une baisse de la rentabilité dans les établissements financiers réglementés, notamment les banques et les assureurs, compte tenu de l'aplatissement de la courbe des rendements¹⁵.

Le rééquilibrage au sein de la zone euro reste incomplet et l'évolution de la compétitivité devient moins favorable à un tel rééquilibrage. Alors que la plupart des déficits courants élevés ont été corrigés, d'importants excédents persistent dans un certain nombre de pays de la zone euro. Les pays ayant un historique de forts déficits demeurent caractérisés à la fois par des positions extérieures globales nettes très négatives et, de manière générale, par des encours importants de dette privée et publique, qui les rendent vulnérables. Après la crise financière, un processus d'ajustement des coûts et des prix relatifs a favorisé un rééquilibrage. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté à un rythme plus soutenu dans les pays créanciers nets que dans les pays débiteurs nets, inversant ainsi la tendance antérieure à la crise financière. Cette tendance persiste, mais avec des différences qui semblent moins marquées entre les groupes de pays concernés (graphique 5)¹⁶. Le resserrement des marchés du travail également observé dans les pays débiteurs nets entraîne une accélération de la croissance des salaires, tandis que la compétitivité-coûts est encore freinée par une croissance réduite de la productivité, associée à un ralentissement ou à une baisse des ratios capital-travail. Les niveaux de compétitivité, tels que mesurés par les déflateurs du PIB exprimés en parités de pouvoir d'achat par rapport à ceux des concurrents (graphique 6), affichent un lien ténu avec les soldes extérieurs et les besoins de rééquilibrage¹⁷. La part des biens échangeables dans la valeur ajoutée totale a concordé avec l'ajustement des prix relatifs: cette part a augmenté après la crise dans les pays qui présentaient auparavant des déficits élevés, mais ce processus est en train de ralentir ou de s'inverser¹⁸.

Dans le contexte économique actuel, un rééquilibrage des déficits et excédents courants au sein de la zone euro s'impose d'urgence et serait bénéfique pour tous les États membres. Dans les pays débiteurs nets, réduire l'encours élevé de la dette extérieure et intérieure suppose de maintenir le solde courant à un niveau prudent et de veiller à conserver un rythme approprié de désendettement, tout en poursuivant l'objectif qui consiste à élever le potentiel de croissance. Une amélioration des perspectives de productivité, notamment par des réformes et des investissements ciblés favorisant la productivité totale des facteurs, est nécessaire au niveau global de la zone euro, mais plus particulièrement dans les pays débiteurs nets, car il s'agit d'un élément essentiel à la fois pour garantir la soutenabilité de l'encours de dette et pour faire en sorte que l'évolution de la compétitivité relative soit plus propice au rééquilibrage. À l'inverse, dans les pays créanciers nets, un accroissement supplémentaire des investissements publics et privés améliorerait la croissance potentielle, rendrait les perspectives de croissance dans ces pays moins dépendantes de la demande extérieure et soutiendrait la demande intérieure, appuyant ainsi le rééquilibrage de la zone euro. Dans le contexte économique actuel, les impulsions budgétaires données dans les pays disposant d'excédents importants et connaissant une situation budgétaire favorable contribueraient également à surmonter le taux d'inflation peu élevé et la

¹⁵ P. ex., BCE, Financial Stability Review, mai 2018, mai 2019.

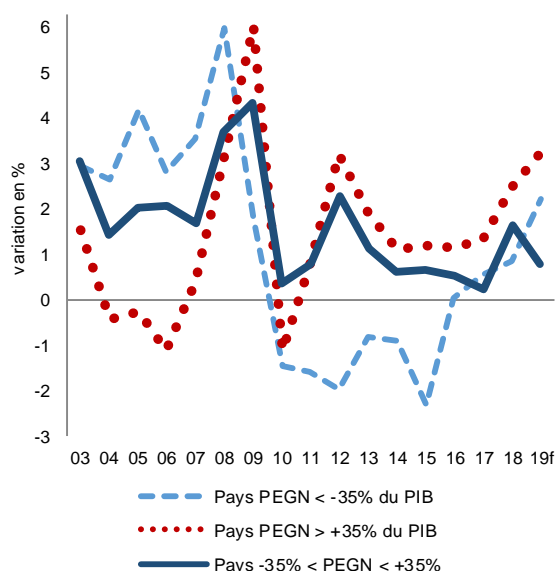
¹⁶ En 2019, le crédit d'impôt français pour la compétitivité et l'emploi (le «CICE») a été remplacé par une réduction permanente des cotisations de sécurité sociale des employeurs au premier trimestre, ce qui a entraîné une baisse considérable des coûts salariaux français observée dans l'évolution des coûts salariaux unitaires pour le groupe de pays enregistrant une PEGN de niveau intermédiaire dans le graphique 5.

¹⁷ Le graphique 6 présente les pays classés en fonction de leur compte courant.

¹⁸ Les données se fondent sur la part de l'agriculture, de l'activité manufacturière, du commerce, des transports et des services de communication dans la valeur ajoutée totale. L'indicateur ne tient pas compte du fait que les services sont de plus en plus échangeables et représentent une part croissante de la valeur ajoutée totale.

faiblesse des taux d'intérêt et à soutenir la croissance nominale, favorisant ainsi un désendettement et un rééquilibrage des positions débitrices nettes.

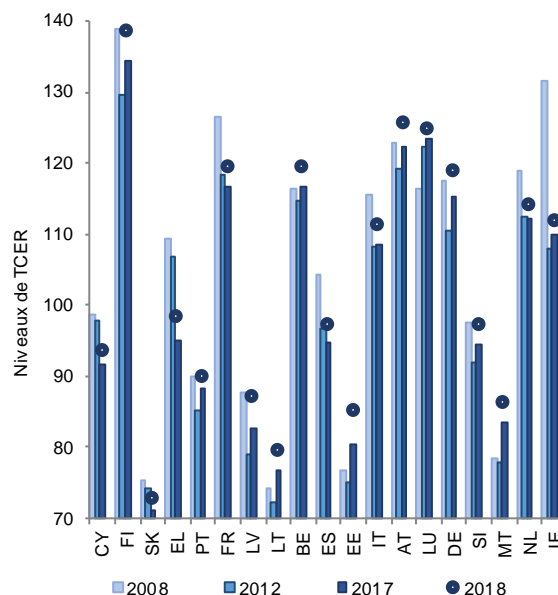
Graphique 5: Croissance des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de la zone euro



Source: AMECO

Remarque: les pays affichant une PEGN supérieure à +35 % du PIB sont les suivants: DE, LU, NL, BE et MT. Les pays dont la PEGN est comprise entre 35 % et -35 % du PIB sont les suivants: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Les pays restants font partie du groupe affichant une PEGN inférieure à -35 % du PIB. La ventilation par pays repose sur des valeurs moyennes de la PEGN pour la période 2016-2018. Les pays créanciers nets ont enregistré un excédent courant moyen sur la même période. Les chiffres concernent des moyennes pondérées en fonction du PIB pour les trois groupes de pays.

Graphique 6: Taux de change effectifs réels fondés sur les déflateurs du PIB



Source: calculs des services de la Commission fondés sur des données d'Eurostat et du FMI.

Remarque: les niveaux de TCER sont calculés sur la base du ratio entre le déflateur du PIB et celui des concurrents, exprimé en parités de pouvoir d'achat (en partant de l'hypothèse que US=100). Les pondérations par pays sont les mêmes que celles utilisées pour l'élaboration des indices de TCER (groupe de 42 concurrents).

3. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: PRINCIPALES EVOLUTIONS DANS LES DIFFERENTS PAYS

Le RMA 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. Le tableau de bord contient une série de 14 indicateurs, assortis de seuils indicatifs, dans les domaines suivants: position extérieure, compétitivité, dette privée, marché du logement, secteur bancaire et emploi. Dans un souci de stabilité des données et de cohérence entre pays, il se fonde sur des données effectives présentant une bonne qualité statistique. Le tableau de bord utilisé pour le présent rapport est donc basé sur des données allant jusqu'en 2018. Conformément au règlement instituant la PDM [règlement (UE) n° 1176/2011], les valeurs du tableau de bord ne font pas l'objet, dans les évaluations du RMA, d'une lecture mécanique, mais d'une lecture économique qui permet d'avoir une meilleure

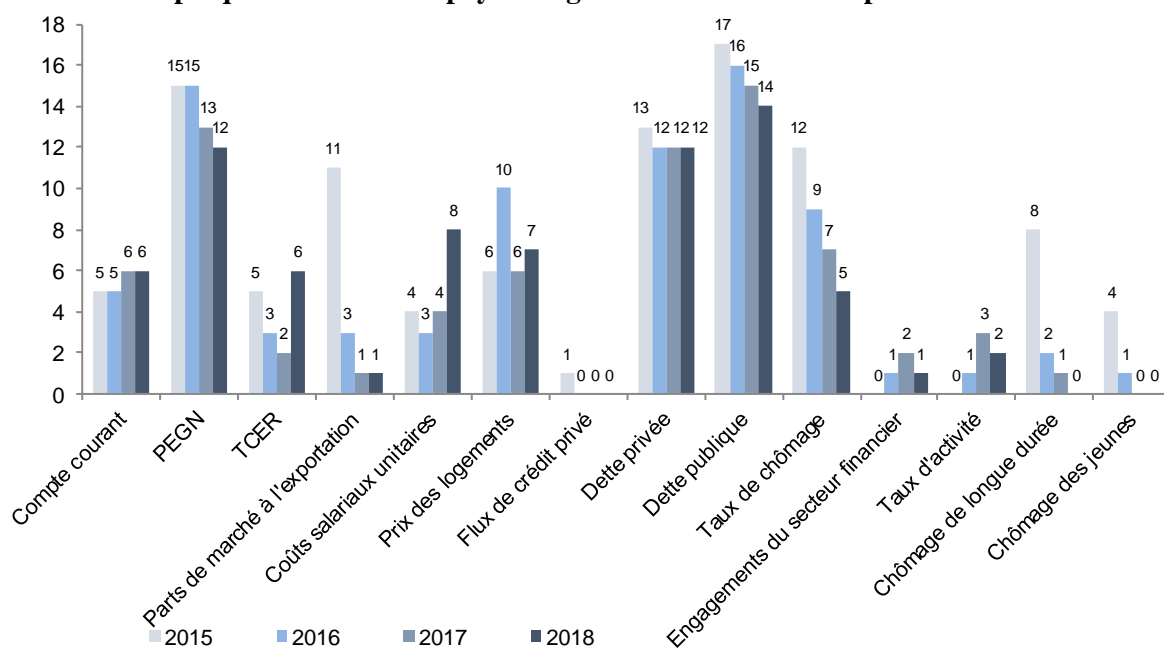
compréhension du contexte économique général et de tenir compte de considérations propres à chaque pays¹⁹. Un ensemble d'indicateurs auxiliaires vient compléter cette lecture du tableau de bord. L'évaluation aux fins du RMA tient également compte de données plus récentes et d'informations supplémentaires, des enseignements apportés par différents cadres d'évaluation, des conclusions des bilans approfondis déjà effectués et des analyses qui s'y rattachent, ainsi que des prévisions de l'automne 2019 de la Commission.

Les données du tableau de bord mettent en évidence l'émergence d'éventuels problèmes liés à la compétitivité-coûts et à la dynamique des prix des logements, en plus de la persistance de niveaux d'endettement élevés qui ne s'ajustent que progressivement. Des valeurs supérieures aux seuils fixés dans le tableau de bord du RMA continuent d'être enregistrées à la fréquence la plus élevée dans le cas de la dette publique, de la position extérieure globale nette et de la dette privée (graphique 7)²⁰. L'expansion économique et l'amélioration de la balance courante et de l'équilibre budgétaire ont néanmoins contribué à réduire les engagements extérieurs nets et la dette publique en pourcentage du PIB, réduisant ainsi le nombre d'États membres dépassant les seuils du tableau de bord correspondants. À l'inverse, le nombre de cas dépassant le seuil reste inchangé en ce qui concerne la dette privée, le relâchement de l'épargne nette compensant l'incidence de la croissance sur les ratios de la dette au PIB. L'expansion économique que connaissent certains pays se traduit également par une croissance rapide des coûts salariaux et des prix des logements. Le nombre d'États membres dont la croissance des coûts salariaux unitaires est supérieure au seuil a plus que doublé par rapport aux précédentes éditions du tableau de bord, et un plus grand nombre de pays dépassent les seuils fixés pour le taux de change effectif réel du fait d'appréciations. Le dynamisme des prix des logements observé ces dernières années se reflète dans l'augmentation marginale du nombre de pays ayant dépassé récemment le seuil correspondant. Les cas de soldes courants dépassant les seuils s'expliquent toujours en grande partie par des excédents. La poursuite d'une expansion économique créatrice d'emplois se traduit par une diminution du nombre de pays de l'UE connaissant un taux de chômage élevé et une réduction des difficultés liées au taux de chômage des jeunes et de chômage de longue durée et au taux d'activité.

¹⁹ Sur le raisonnement qui sous-tend l'élaboration du tableau de bord du RMA et sa lecture, voir Commission européenne (2016), «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium» (La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Motivation, Processus, Application: Compendium), European Economy, Institutional Paper 39, novembre 2016.

²⁰ Les indicateurs détaillés du tableau de bord, ainsi que les seuils indicatifs correspondants, sont présentés dans le tableau 1.1 en annexe; les indicateurs auxiliaires sont présentés dans le tableau 2.1. Comme expliqué dans la remarque relative au graphique 9, la lecture de l'évolution des données du tableau de bord est basée sur les données disponibles au moment de la rédaction de chaque RMA. La date butoir pour la prise en compte de données aux fins du RMA était le 25 octobre 2019.

Graphique 7: Nombre de pays enregistrant des résultats dépassant le seuil



Source: Eurostat.

Remarque: le nombre de pays dont les variables dépassent le seuil est basé sur l'édition 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 indiqué dans le graphique ci-dessus.

Les soldes courants enregistrés dans la plupart des États membres de l'UE ont légèrement baissé en 2018. Le ralentissement des échanges, la résilience de la demande intérieure et la hausse des prix du pétrole ont pesé sur les soldes courants de la majorité des États membres. Dans la plupart des cas, les soldes courants restent supérieurs aux niveaux qui pourraient être attendus sur la base des fondamentaux économiques propres à chaque pays («normes de balance courante») et à ce qui est nécessaire pour corriger des engagements extérieurs importants (graphique 8)²¹. Si les détériorations des comptes courants qui ont eu lieu entre 2017 et 2018 sont souvent supérieures à ce qui était imputable uniquement à des facteurs conjoncturels (graphique 9), les comptes courants corrigés des variations conjoncturelles suggèrent généralement que les positions extérieures sont plus fortes que les chiffres nominaux, les écarts de production étant positifs presque partout²².

- **Seuls deux États membres enregistrent des déficits courants supérieurs au seuil inférieur du tableau de bord de la PDM.** Chypre enregistre le déficit courant le plus élevé de l'UE selon les données moyennes sur 3 ans du tableau de bord, qui se sont améliorées en 2018, mais pas à un

²¹ Les comptes courants correspondant aux fondamentaux (normes de balance courante) sont obtenus à partir de régressions réduites comprenant les principaux déterminants du solde entre épargne et investissement, y compris les déterminants fondamentaux, les facteurs de politique économique et les conditions financières mondiales. Voir L. Coutinho et al. (2018), «Methodologies for the assessment of current account benchmarks», European Economy, Discussion Paper 86, 2018, pour une description de la méthode de calcul du compte courant basé sur les fondamentaux employée dans le présent RMA; cette méthode s'apparente à la méthode d'évaluation du solde extérieur utilisée par le FMI (S. Phillips et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», document de travail du FMI, 13/272).

²² Les soldes courants corrigés des variations conjoncturelles tiennent compte de l'impact du cycle au moyen d'ajustements intégrant l'écart de production du pays et celui de ses partenaires commerciaux; voir M. Salto et A. Turrini (2010), «Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment», European Economy, Discussion Paper 427/2010.

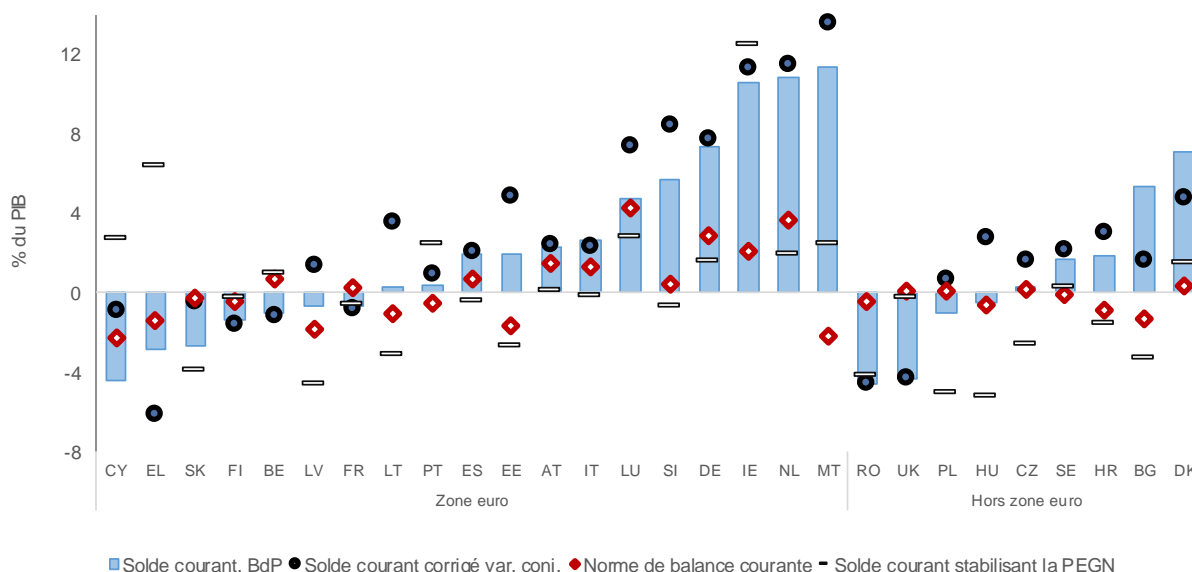
niveau qui permettrait d'améliorer la PEGN à un rythme approprié²³. Le déficit courant du Royaume-Uni est également supérieur au seuil du tableau de bord. La Roumanie a enregistré un déficit courant marqué pour la seule année 2018 (à -4,6 % du PIB), ce qui constitue une nette détérioration par rapport aux années précédentes; cette valeur se situe en dessous de la norme et une bonne partie de la détérioration n'est pas justifiée par le cycle économique.

- **Les comptes courants ont diminué dans un certain nombre de pays qui sont de grands débiteurs nets.** Les résultats de la balance courante se sont réduits en 2018 en Grèce, au Portugal et en Espagne. Le déficit courant de la Grèce se situe au-delà de ce qui est imputable aux fondamentaux et est insuffisant pour corriger la PEGN très négative à des niveaux prudents sur 10 ans²⁴. Au Portugal, les valeurs les plus récentes sont inférieures au niveau qui garantirait une correction de la PEGN négative à un rythme approprié. En revanche, l'évolution de la balance courante en Espagne reste cohérente avec une amélioration de la PEGN à un rythme approprié. La balance courante de l'Irlande s'est nettement améliorée en 2018, reflétant en grande partie des transactions transfrontalières de sociétés multinationales.
- **Quatre pays de l'UE ont continué d'enregistrer des excédents courants dépassant le seuil supérieur du tableau de bord de la PDM.** C'est le cas pour le Danemark, l'Allemagne et les Pays-Bas depuis le début de la décennie en cours et, plus récemment, pour Malte. En 2018, les excédents ont diminué de 0,7 point de pourcentage du PIB en Allemagne et légèrement moins au Danemark, tandis qu'ils sont restés dans une large mesure inchangés à Malte et aux Pays-Bas. Dans ces deux pays, l'évolution des comptes courants s'explique également par des transactions transfrontières liées aux activités de sociétés multinationales et des secteurs de services tournés vers l'international, qui influent aussi bien sur la balance commerciale que sur la balance des revenus.
- **Des excédents importants continuent de contribuer à des PEGN très positives.** À l'exception de Malte, les excédents courants dépassant le seuil du tableau de bord sont également supérieurs aux niveaux justifiés par les fondamentaux (graphique 8). Dans tous les cas, les excédents dépassant le seuil du tableau de bord sont également supérieurs aux niveaux qui permettraient de stabiliser une PEGN déjà très positive au niveau actuel sur une période de 10 ans.

²³ Les données relatives à la balance courante de Chypre ont été révisées depuis le RMA de l'année dernière et font désormais état d'un déficit courant sous le seuil inférieur au cours des trois ans précédent 2017, ce qui n'était pas le cas l'année dernière.

²⁴ Pour les méthodes de calcul des seuils prudents de PEGN par pays, voir la note de bas de page **Error! Bookmark not defined.** L'écart entre les comptes courants réels et ceux requis pour stabiliser la PEGN dépend fondamentalement de la période considérée. Par exemple, le compte courant requis pour stabiliser la PEGN de la Grèce au-dessus du seuil du tableau de bord de -35 % du PIB sur une période de 20 ans correspondrait à un excédent proche de 1 % du PIB; voir Commission européenne (2019), «Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019», European Economy, Institutional Paper 39, novembre 2019.

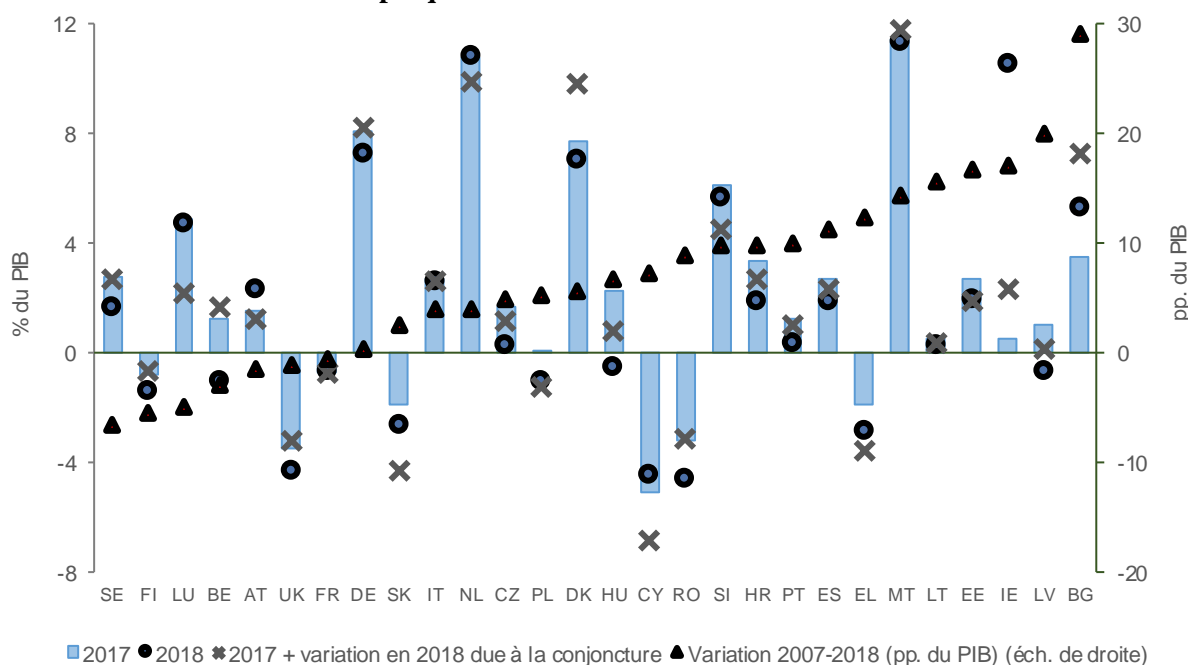
Graphique 8: Soldes courants et niveaux de référence en 2018



Source: Eurostat (selon le MBP6) et calculs des services de la Commission.

Remarque: les pays sont classés par ordre croissant de solde courant en 2018. *Soldes courants corrigés des variations conjoncturelles*: voir la note de bas de page 22. *Normes de balance courante*: voir la note de bas de page 21. Le *solde courant stabilisant la PEGN* est défini comme le solde courant requis pour stabiliser la PEGN à son niveau actuel au cours des 10 prochaines années ou, si la PEGN actuelle est inférieure au seuil prudentiel défini pour le pays, comme le solde courant requis pour atteindre ce seuil prudentiel au cours des 10 prochaines années (voir la note de bas de page 26).

Graphique 9: Évolution des soldes courants



Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.

Remarque: les pays sont classés par ordre croissant de variation du compte courant en termes de PIB entre 2007 et 2018. La *variation du solde courant due à la conjoncture* est la variation du solde courant effectif dont ne rend pas compte la variation du solde courant corrigé des variations conjoncturelles.

En 2018, les PEGN se sont améliorées à un rythme plus soutenu dans la plupart des États membres, mais des encours élevés d'engagements extérieurs persistent dans un certain nombre d'entre eux. Les PEGN ont continué de s'améliorer en 2018 grâce à des soldes courants prudents, à la croissance du PIB et à d'importants effets positifs de valorisation dans un certain nombre de pays (graphiques 10 et 11). Cependant, les PEGN restent très négatives dans un certain nombre de pays de l'UE. En 2018, 12 États membres ont enregistré des PEGN inférieures au seuil du tableau de bord de -35 % du PIB, soit un de moins qu'en 2017. Dans les pays où les PEGN sont très négatives, les valeurs sont inférieures à ce qui pourrait être justifié par les fondamentaux («normes relatives à la PEGN») et, dans certains cas, inférieures aux seuils prudentiels²⁵. Dans certains pays, l'encours des engagements extérieurs est important même si l'on en exclut les IDE et d'autres instruments infaillibles (PHII)²⁶.

- Certains pays de la zone euro continuent d'enregistrer des **PEGN très négatives** sous la barre des -100 % du PIB, comme Chypre, la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Dans ces pays, les PEGN sont nettement inférieures aux niveaux de référence, à savoir les normes relatives à la PEGN et les seuils prudentiels. À Chypre et en Irlande, le niveau de la PEGN reflète également l'importance du bilan des multinationales et des relations financières transfrontières au sein d'entreprises. Dans ces quatre pays, ainsi qu'en Espagne, le poids de l'endettement dans la PEGN est important, comme en témoigne la PEGN très négative hors instruments infaillibles (PHII). En Grèce, la dette publique extérieure élevée, souvent contractée à des taux concessionnels très favorables, représente l'essentiel de la PEGN²⁷. Une grande partie de la PEGN de Chypre est liée au bilan d'entités ad hoc non financières d'armateurs.
- Dans les pays où les **PEGN sont plus modérément négatives** mais restent inférieures à -35 % du PIB, les PEGN tendent également à être inférieures à ce que l'on attend des fondamentaux propres à chacun de ces pays. C'est le cas de la Bulgarie, de la Croatie, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Pologne, de la Roumanie et de la Slovaquie. Dans quelques cas, elles sont également inférieures aux seuils prudentiels. Toutefois, étant donné qu'un grand nombre de ces pays baltes et d'Europe centrale et orientale sont de grands bénéficiaires d'IDE, la PEGN s'améliore considérablement si

²⁵ Les PEGN correspondant aux fondamentaux («normes relatives à la PEGN») résultent du cumul dans le temps des normes de balance courante (voir également la note de bas de page **Error! Bookmark not defined.**). Les seuils prudentiels de PEGN sont calculés de manière à maximiser la capacité de ce signal à prédire une crise de la balance des paiements, en tenant compte des informations propres au pays synthétisées en fonction du revenu par habitant. Sur la méthode de calcul des encours de PEGN correspondant aux fondamentaux, voir A. Turrini et S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

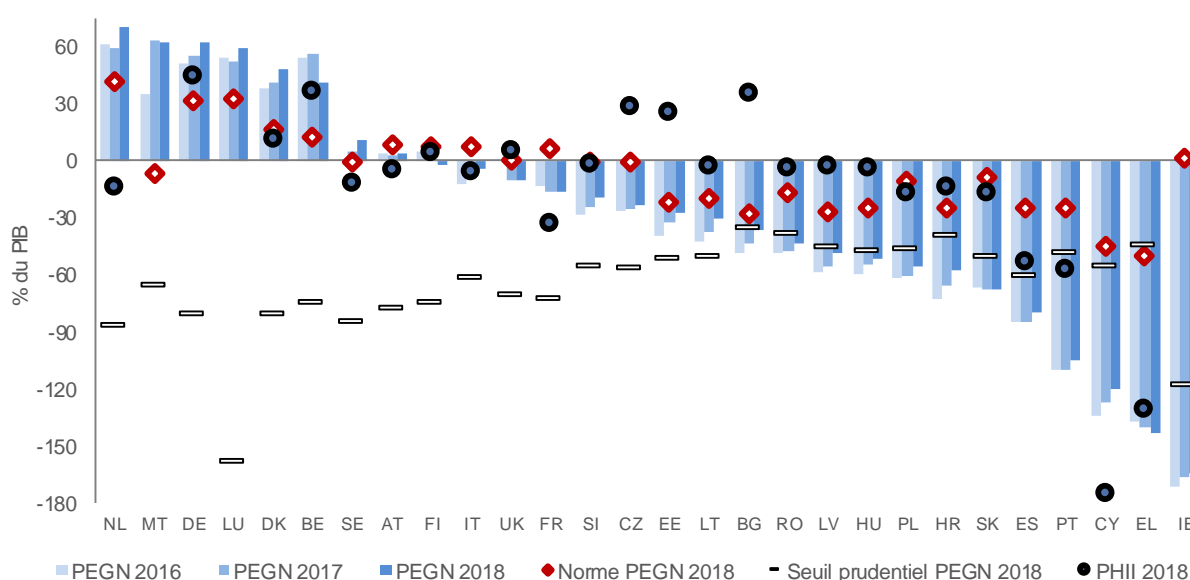
²⁶ La PHII est un sous-ensemble de la PEGN dont sont exclus ses composantes purement liées à la détention de capitaux propres, à savoir les investissements directs étrangers (IDE) sous forme de capital et de parts de capital, ainsi que les IDE correspondant à des prêts transfrontaliers entre entreprises d'un même groupe, et représente la PEGN hors instruments infaillibles. Voir également Commission européenne, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard» (Révisions envisagées pour certains indicateurs auxiliaires du tableau de bord de la PDM), Note technique; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_fr.

²⁷ Si l'on examine les données par secteurs institutionnels, la PEGN publique représente l'ensemble de la PEGN très négative en Grèce, étant donné que la dette publique est en grande partie détenue par des étrangers, y compris de manière essentielle par des prêteurs officiels, alors que le reste de l'économie, c'est-à-dire les ménages, les sociétés non financières et financières, y compris les institutions financières monétaires, affiche une PEGN positive. À Chypre, au Portugal et en Espagne, la PEGN publique représente une part importante de la PEGN de l'économie, mais le reste de l'économie affiche toujours une PEGN très négative.

elle est calculée hors instruments infaillibles (PHII)²⁸. D'autres pays de l'UE enregistrent des PEGN négatives supérieures à -35 % du PIB, mais inférieures aux normes correspondantes (Tchéquie, Estonie, Lituanie et Slovaquie), reflétant ici aussi en grande partie des stocks d'IDE entrants. Au sein de ce groupe, la France se distingue par la grande importance des instruments faillibles dans sa PEGN négative.

- La plupart des **PEGN très positives** ont encore légèrement augmenté en 2018. L'Allemagne, le Luxembourg, Malte et les Pays-Bas enregistrent des PEGN positives à hauteur de 60 % du PIB ou plus, et le Danemark à près de 50 % du PIB²⁹. Cela traduit la persistance d'excédents courants importants depuis plusieurs années, ce qui a conduit à l'accumulation d'une position créditrice nette forte vis-à-vis du reste du monde. Par contre, la Belgique a enregistré une baisse de sa PEGN très positive en raison d'effets de valorisation défavorables. Dans tous ces cas, les valeurs des PEGN sont nettement supérieures aux normes correspondantes, c'est-à-dire bien au-delà de ce qui pourrait être justifié ou escompté sur la base des fondamentaux propres à chaque pays.

Graphique 10: Positions extérieures globales nettes (PEGN) et niveaux de référence en 2018



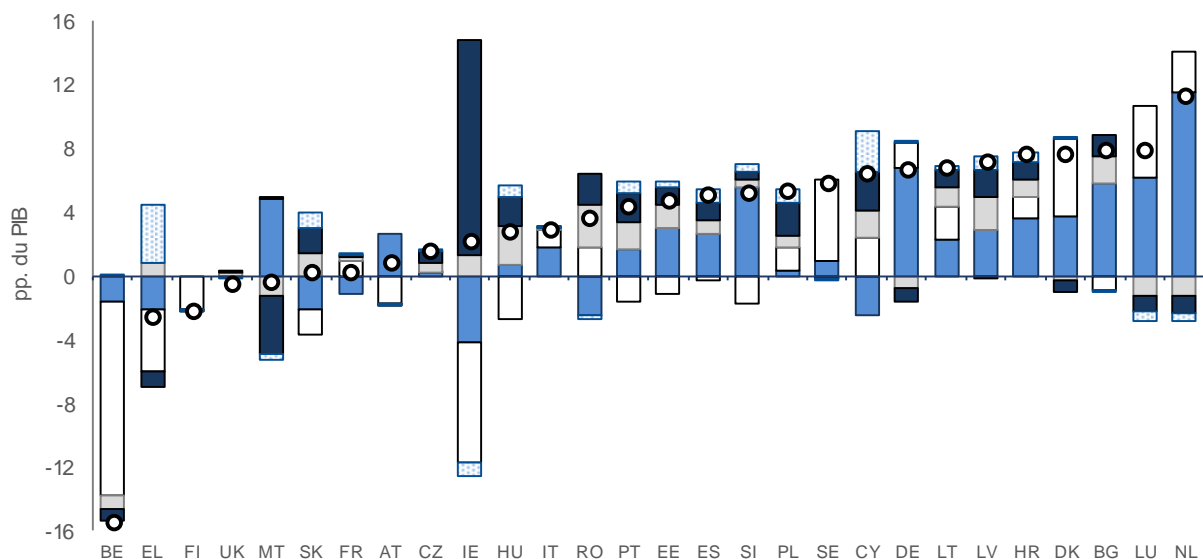
Source: Eurostat (MBP6 et SEC10), calculs des services de la Commission.

Remarque: les valeurs relatives à la PHII de l'Irlande, du Luxembourg et de Malte sont hors échelle. Les pays sont présentés selon un ordre décroissant de PEGN en pourcentage du PIB en 2018. La PHII est la PEGN hors instruments infaillibles. Sur les notions de norme de PEGN et de seuil prudentiel de PEGN, voir la note de bas de page 26.

²⁸ L'évolution des comptes courants est cohérente avec la stabilité de la position extérieure de ces pays, à l'exception de la Roumanie, où la poursuite prévue de la détérioration des comptes courants est susceptible d'entraîner également une détérioration de la PEGN.

²⁹ Dans ce groupe de pays, la PHII joue un rôle très variable qui dépend aussi de l'importance de leurs centres financiers, comme au Luxembourg et à Malte, ou des engagements extérieurs des banques et des sièges centraux de multinationales, comme aux Pays-Bas.

Graphique 11: Dynamique des positions extérieures globales nettes (PEGN) en 2018



■ Solde de compte financier □ Effets de valorisation □ Inflation ■ PIB réel potentiel □ PIB réel conjoncturel ● Variation totale de PEGN

Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Remarque: les pays sont présentés par ordre croissant de variation du ratio de la PEGN au PIB en 2018. Le graphique présente une ventilation de l'évolution en glissement annuel du ratio de la PEGN au PIB entre cinq composantes: le solde du compte financier, qui doit être égal à la somme du solde des transactions courantes et du solde des transactions en capital; la croissance potentielle et conjoncturelle du PIB réel; l'inflation; et les variations de valorisation. La composante conjoncturelle de la croissance du PIB est calculée comme étant la différence entre la croissance effective et la croissance potentielle.

Les coûts salariaux unitaires (CSU) augmentent à un rythme accéléré dans un certain nombre d'États membres de l'UE. En 2018, le tableau de bord affiche une croissance des CSU supérieure au seuil dans 8 pays, soit deux fois plus que les années précédentes. L'accélération des CSU a commencé vers 2013, d'abord dans les économies des pays baltes, et un peu plus tard dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale, certains signes d'accélération étant également visibles dans l'ensemble de la zone euro. Les données prévisionnelles pour 2019 suggèrent une certaine modération de la croissance des CSU dans les pays où les pertes de compétitivité-coûts enregistrées au cours des dernières années ont été plus importantes, mais dans certains cas, la croissance des CSU semble continuer d'augmenter légèrement (graphique 12).

- **Des accélérations des CSU ont été observées dans un nombre croissant d'États membres.** La croissance des CSU a été particulièrement forte dans certains pays d'Europe centrale et orientale et dans les pays baltes, notamment en Roumanie, mais aussi en Bulgarie, en Tchéquie, en Estonie, en Hongrie, en Lettonie, en Lituanie et en Slovaquie. Dans tous ces pays, le tableau de bord affiche une croissance des CSU supérieure au seuil. Alors que pour la plupart d'entre eux, une décélération des CSU est attendue en 2019, les CSU devraient encore s'accélérer en Hongrie et en Slovaquie pendant l'année en cours. La croissance des CSU est restée relativement modérée, bien que plus élevée que les années précédentes, dans les pays débiteurs nets de la zone euro, notamment Chypre, la Grèce et l'Espagne. Le Portugal a enregistré une croissance des CSU supérieure à la moyenne de la zone euro. Les CSU ont, en fin de compte, quelque peu augmenté aussi s'agissant de grands

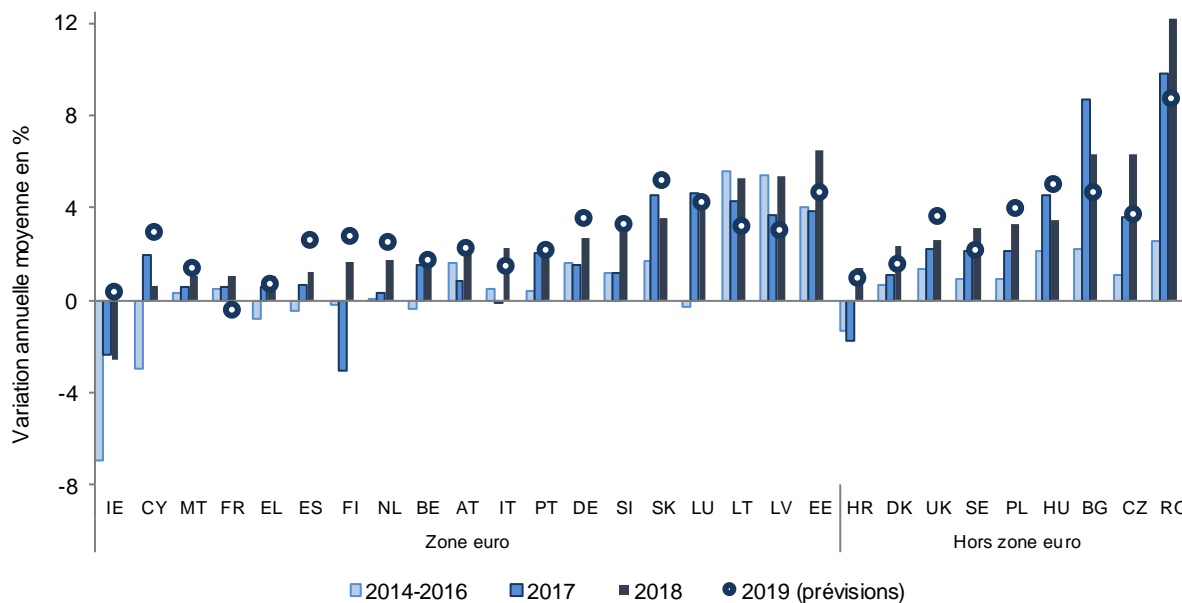
créanciers nets. L'Allemagne a enregistré la plus forte accélération des CSU parmi les grandes économies de la zone euro.

- **La forte croissance des CSU est due dans une large mesure à la reprise de la croissance des salaires dans le contexte d'un resserrement du marché du travail.** En 2018, la croissance des salaires nominaux est le facteur le plus important de la croissance des CSU (graphique 13). Depuis la reprise économique, la croissance de l'emploi et la baisse du taux de chômage ont été suivies d'une accélération de la croissance des salaires, ce qui reflète la dynamique de la courbe de Phillips. Toutefois, depuis la reprise, la croissance des salaires réels est restée inférieure à la croissance de la productivité de la main-d'œuvre jusqu'en 2017, la tendance ne s'étant inversée que depuis 2018. D'un pays à l'autre, la croissance des CSU tend à être plus forte là où le chômage est plus faible, tandis que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, les goulets d'étranglement dans l'offre de main-d'œuvre et la dynamique de rattrapage jouent également un rôle, en particulier en Europe centrale et orientale³⁰. La chronologie des accélérations des CSU coïncide également avec celle des améliorations du marché du travail, les pays ayant connu des accélérations antérieures des CSU étant ceux qui étaient moins concernés par les récessions liées à la crise de la dette de la zone euro de 2011 et où le chômage a commencé à diminuer plus tôt.
- **La faiblesse de la productivité de la main-d'œuvre joue un rôle croissant dans les accélérations des CSU.** La baisse de la croissance de la productivité de la main-d'œuvre explique dans une large mesure l'accélération des CSU entre 2017 et 2018. La croissance de la productivité de la main-d'œuvre s'est rétablie dans la plupart des pays de l'UE avec la reprise économique qui a suivi le net ralentissement observé pendant les années où la crise financière a été la plus vive (graphique 14). Le redressement de la productivité de la main-d'œuvre était principalement lié à la croissance de la productivité totale des facteurs (PTF), tandis que le renforcement de l'intensité capitalistique a contribué dans une moindre mesure à la croissance de la productivité de la main-d'œuvre par rapport à la période d'avant la crise. Ce dernier aspect reflète un capital moyen par travailleur qui croît à un rythme peu soutenu ou diminue en raison de la forte croissance de l'emploi ainsi que de la faiblesse des investissements. Ces dernières années, la productivité de la main-d'œuvre a augmenté à des taux inférieurs à ceux enregistrés avant la crise, tant en raison de la croissance plus modérée de la PTF que du poids plus faible du renforcement de l'intensité capitalistique.
- **Le schéma de croissance des CSU est de plus en plus dissocié des besoins de rééquilibrage.** En 2018, les CSU ont légèrement augmenté dans les pays de la zone euro, avec peu de différences entre les pays créanciers nets et les pays débiteurs nets. Cela contraste avec les années postérieures à la crise, lors desquelles les pays créanciers nets ont connu une accélération plus nette des CSU. Au fur et à mesure que les marchés du travail ont commencé à se resserrer également dans les pays qui ont subi une correction de leur balance courante, les coûts salariaux ont également commencé à augmenter dans ces pays, et l'écart par rapport aux pays créanciers nets a commencé à se réduire (voir également la section 2). À l'avenir, comme c'est le cas dans les pays débiteurs nets où le marché du travail est davantage susceptible de continuer à se resserrer, l'évolution de la compétitivité pourrait devenir de moins en moins favorable au rééquilibrage, tant en raison d'une

³⁰ P. ex., G. Brunello et P. Wruuck, «Skill mismatch in Europe: A survey of the literature», IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss et A. Vandeplas, «Measuring skills mismatch» Note analytique en ligne 7/2015 de la DG EMPL, Commission européenne, 2015; Commission européenne (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe – Annual Reviews 2018 and 2019 (Rapports annuels 2018 et 2019 sur l'évolution du marché du travail et des rémunérations en Europe).

croissance relativement plus forte des salaires que d'une croissance de la productivité plus limitée en raison d'une contribution plus faible du renforcement de l'intensité capitaliste.

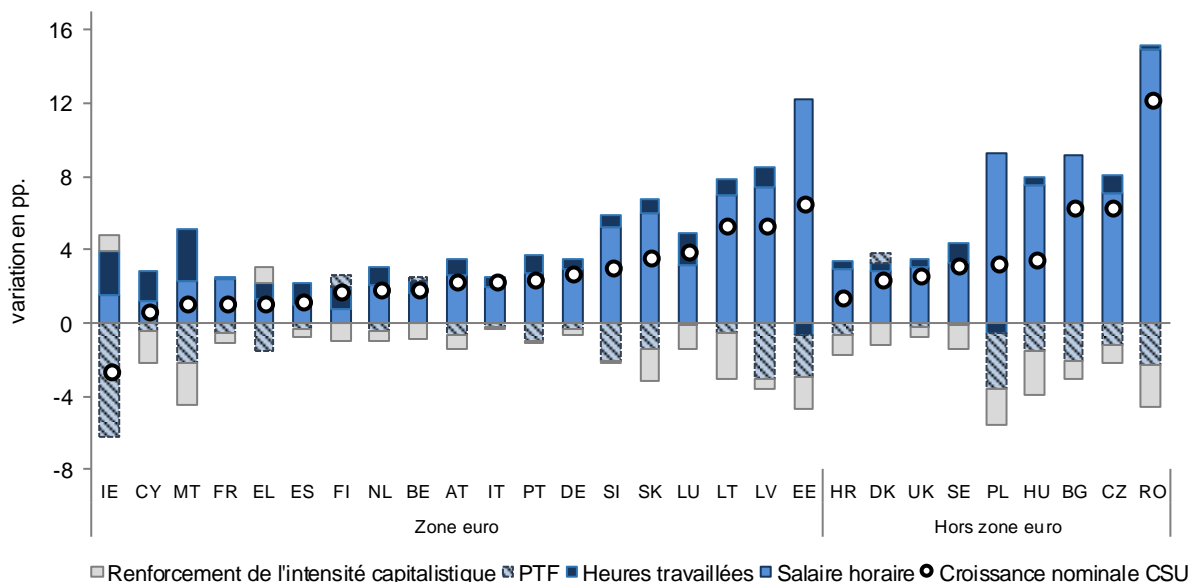
Graphique 12: Croissance des coûts salariaux unitaires au cours des dernières années



Source: AMECO; les données 2019 proviennent des prévisions économiques de l'automne 2019 de la Commission européenne.

Remarque: les pays sont présentés par importance croissante de la croissance des CSU en 2018.

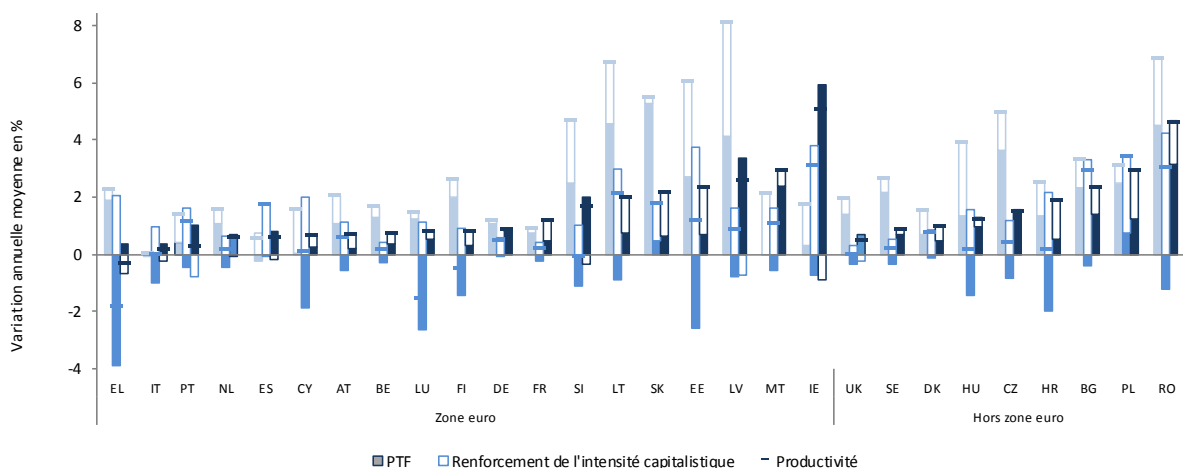
Graphique 13: Ventilation de la croissance des coûts salariaux unitaires, 2018



Source: AMECO et calculs des services de la Commission

Remarque: les pays sont présentés par importance croissante de la progression des CSU en 2018. Cette décomposition se fonde sur la ventilation standard de la croissance des coûts salariaux unitaires entre le salaire nominal horaire et la productivité de la main-d'œuvre, cette dernière se répartissant elle-même entre la contribution des heures travaillées, de la productivité totale des facteurs et de l'accumulation de capital, dans le cadre d'un dispositif traditionnel de comptabilisation de la croissance.

Graphique 14: Ventilation de la croissance de la productivité, 2002-2018



Source: AMECO

Remarque: productivité de la main-d'œuvre mesurée sur la base du PIB par personne occupée. Les données relatives à la productivité et à ses sous-composantes [productivité totale des facteurs (PTF) et renforcement de l'intensité capitalistique] portent sur les trois périodes suivantes, de gauche à droite: 2002-2007 (barres bleu clair et marqueur), 2007-2012 (bleu moyen) et 2012-2018 (bleu foncé).

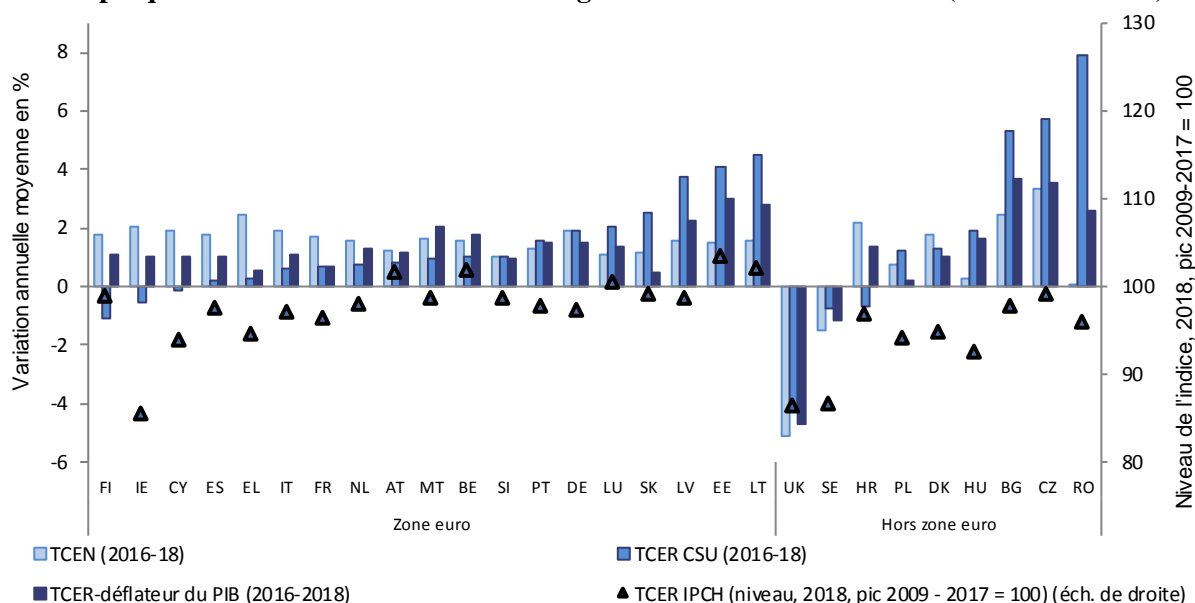
Les pertes de compétitivité-coûts ont commencé à faire sentir leurs effets également sur les mesures du taux de change effectif réel (TCER), reflétant en partie les appréciations nominales. Jusqu'à il y a peu, la croissance des CSU ne s'était traduite que marginalement par une appréciation des TCER fondés sur les CSU, principalement en raison de la progression relativement forte des coûts et des prix dans les pays tiers partenaires et de la dépréciation de l'euro qui est intervenue au tournant de la décennie et en 2015. Plus récemment, les TCER fondés sur les CSU ont commencé à enregistrer une dégradation, qu'intègrent partiellement aussi les mesures du TCER fondées sur des déflateurs différents (PIB ou consommation), sous l'effet de la croissance soutenue des CSU et d'une appréciation de l'euro entre 2016 et 2018. En conséquence, le nombre d'États membres pour lesquels le tableau de bord indique une croissance du TCER dépassant le seuil a augmenté en 2018. Actuellement, un seul État membre (Royaume-Uni) est au-dessous du seuil inférieur en raison d'une dépréciation, tandis que cinq autres (Belgique, Tchéquie, Estonie, Allemagne et Lituanie) ont dépassé le seuil du fait d'appréciations.

- **Les TCER fondés sur les CSU s'apprécient dans une majorité d'États membres, avec une accélération par rapport aux dernières années.** C'est dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale, notamment hors zone euro, que la croissance est la plus forte depuis 2016, mais on observe également une croissance notable dans un certain nombre de pays de la zone euro, en particulier les pays baltes, mais aussi l'Allemagne, le Luxembourg, le Portugal et la Slovaquie (graphique 15).
- **Les appréciations nominales, notamment de l'euro, ont représenté une partie des appréciations réelles enregistrées entre 2016 et 2018.** Cette tendance a toutefois pris fin et s'est légèrement inversée en 2019. En dehors de la zone euro, ce sont la Bulgarie et la Tchéquie qui ont enregistré les plus fortes appréciations des taux de change effectifs nominaux (TCEN) entre 2016 et 2018, tandis que des dépréciations se sont produites en Suède et au Royaume-Uni.
- **Une certaine compression de la marge entre prix et coût peut être intervenue,** puisque le TCER fondé sur les CSU s'est généralement apprécié davantage que les TCER fondés sur le déflateur du PIB ou de l'IPCH. Des écarts importants entre les TCER fondés sur les CSU et ceux fondés sur les déflateurs du PIB ont été observés en particulier en Bulgarie, en Tchéquie, en

Lettonie, en Lituanie, en Roumanie et en Slovaquie³¹. Malgré une dynamique de l'inflation modérée, en raison des appréciations nominales, **la plupart des pays de l'UE ont accusé des pertes de compétitivité mesurées par le TCER fondé sur l'IPCH.**

- En dépit de ces pertes récentes, **la compétitivité actuelle de la plupart des pays de l'UE demeure meilleure qu'avant la crise**, puisque le TCER fondé sur l'IPCH se situe souvent à un niveau inférieur aux pics atteints précédemment. Cependant, dans certains pays, et notamment en Autriche, en Belgique, en Estonie et en Lituanie, les chiffres relatifs au TCER fondé sur l'IPCH surpassent les derniers pics, ce qui reflète des appréciations persistantes.
- Les dépréciations réelles tendent à coïncider avec une réduction du prix relatif des biens et services non exportables et un **accroissement de la part des biens et services exportables dans l'économie**, ce qui améliore le potentiel d'une dynamique de croissance tirée par les exportations. Les données confirment souvent cette tendance, qui semble toutefois **ralentir**, voire s'inverser dans plusieurs pays de l'UE, et notamment les pays baltes (graphique 16).

Graphique 15: Évolution des taux de change effectifs nominaux et réels (TCEN et TCER)



Source: AMECO.

Remarque: les pays sont présentés par importance croissante de la variation annuelle moyenne du taux de change effectif réel (TCER) fondé sur la croissance des CSU sur la période 2016-2018. Les TCER fondés sur les CSU et sur le déflateur du PIB de même que le taux de change effectif nominal (TCEN) sont calculés par rapport à 37 partenaires commerciaux; le TCER fondé sur l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est calculé par rapport à 42 partenaires commerciaux.

³¹ Si la compression des marges empêche que la dégradation de la compétitivité-coûts n'influe sur les termes de l'échange, et donc en limite l'impact sur les flux commerciaux des secteurs caractérisés par une différenciation des produits et une tarification en fonction du marché, une baisse durable de la rentabilité aurait à terme pour conséquence une contraction du secteur marchand.

Graphique 16: Part des biens et services exportables dans l'économie



Source: AMECO.

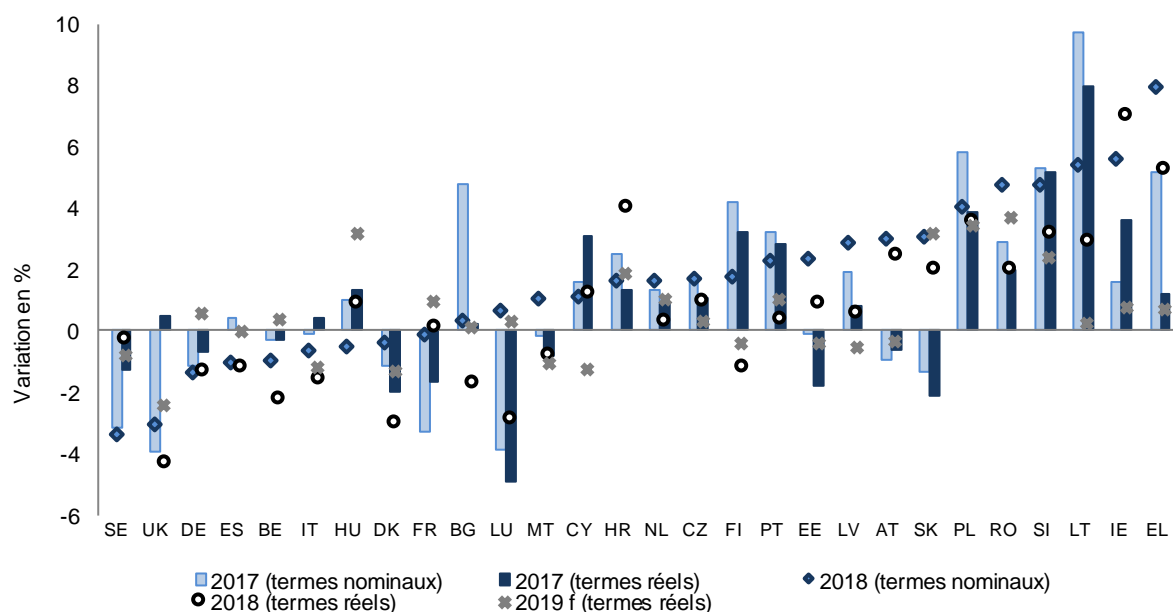
Remarque: la part des biens et services exportables dans l'économie (agriculture, industrie manufacturière et services liés au commerce, aux transports et aux communications) est calculée comme étant la part de la valeur ajoutée des biens et services exportables dans la valeur ajoutée totale de l'économie (en %).

La plupart des États membres ont enregistré une croissance des parts de marché à l'exportation en 2018. Les variations des parts de marché à l'exportation rapportées en cumul sur cinq ans dans le tableau de bord sont positives dans la plupart des pays de l'UE. Un seul État membre (la Suède) a accusé des pertes dépassant le seuil fixé dans le tableau de bord. Les données récentes sur une base annuelle indiquent des taux de croissance des parts de marché à l'exportation généralement positifs (graphique 17).

- Les gains de parts de marché récemment enregistrés par les États membres de l'UE sont encore en partie liés à la relative fermeté de la demande d'exportations en provenance de régions ayant des relations commerciales étroites avec les pays de l'UE. Les récentes dépréciations du TCER peuvent également avoir joué un rôle. Les parts de marché des pays de l'UE ont baissé durant les années qui ont suivi la crise et ont commencé à s'améliorer avec le rebond de la demande d'exportations intra-UE. Plus récemment, le **ralentissement des échanges dans un certain nombre d'économies émergentes** par rapport aux échanges intra-UE peut expliquer la croissance de la part de marché à l'exportation enregistrée ces dernières années par les pays de l'UE. Cela est confirmé par le caractère plus limité des gains de parts de marché à l'exportation par rapport aux pays de l'OCDE (tableau 2.1 en annexe). En raison de l'appréciation des TCER, les gains de parts de marché à l'exportation semblent plus modérés lorsqu'ils sont mesurés en termes réels.

- **En 2018, les États membres d'Europe centrale et orientale ont enregistré les gains les plus importants de parts de marché à l'exportation, toutefois souvent accompagnés de décélérations notables.** Certains pays créditeurs nets, comme l'Allemagne, figurent parmi les pays qui enregistrent des pertes. S'agissant des pays débiteurs nets, les parts de marché à l'exportation ont reculé en Espagne et en Bulgarie et marquent une décélération au Portugal, tandis que des améliorations sont observées en Grèce (qui affiche le gain le plus fort observé en 2018), en Roumanie et à Chypre.

Graphique 17: Évolution des parts de marché à l'exportation



Source: Eurostat, calculs des services de la Commission.

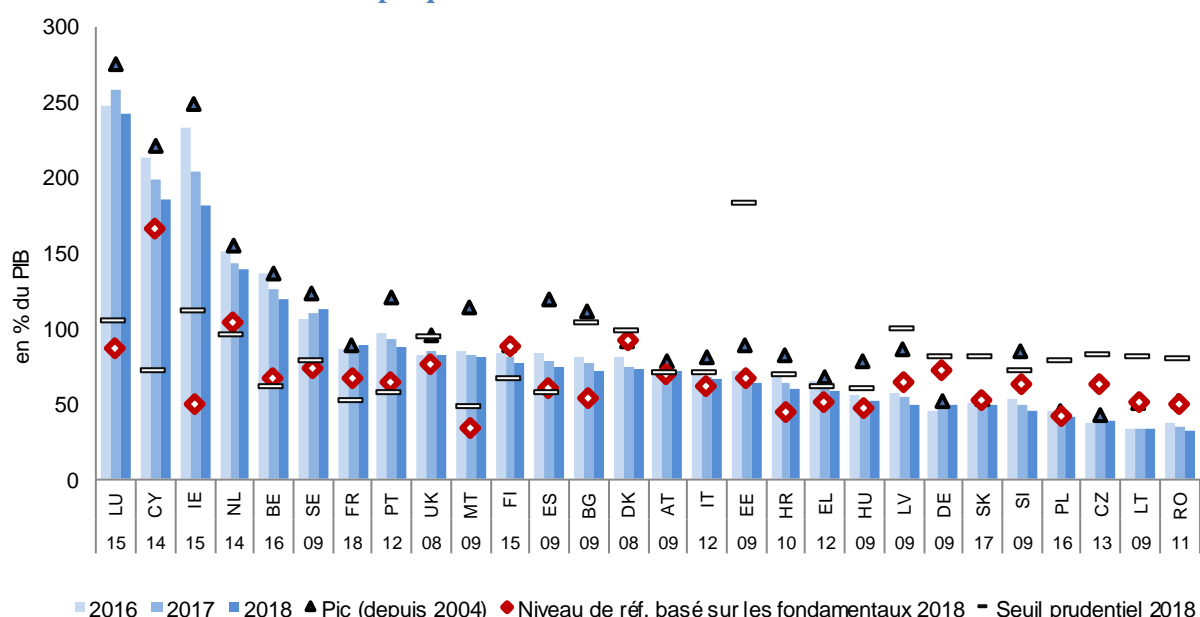
Remarque: les pays sont présentés par importance croissante de la variation annuelle, en 2018, des parts de marché à l'exportation nominales. Les parts de marché à l'exportation nominales sont calculées en divisant les exportations d'un pays aux prix courants par les exportations mondiales aux prix courants également. La croissance réelle des parts de marché à l'exportation est calculée en soustrayant le taux de croissance des exportations mondiales en volume du taux de croissance du pays en volume.

L'endettement du secteur privé reste élevé dans plusieurs États membres, selon les niveaux de référence disponibles.

- **En 2018, la dette privée a dépassé le seuil fixé dans le tableau de bord dans douze États membres, soit autant qu'en 2016 et 2017.** Les ratios d'endettement du secteur privé dépassent 200 % du PIB au Luxembourg, à Chypre, aux Pays-Bas et en Irlande. Les chiffres de ces pays sont influencés par les opérations transfrontières intragroupes liées notamment aux activités de sociétés multinationales et d'entités ad hoc. Au Danemark et en Suède, les ratios de dette privée au PIB s'élèvent à 200 % du PIB ou sont proches de ce niveau; en Belgique, en France, au Portugal et au Royaume-Uni, ils sont proches de 150 % du PIB ou supérieurs à ce niveau.
- À Chypre, en France, aux Pays-Bas, au Portugal, en Espagne et en Suède, **tant les ménages que les sociétés non financières** contribuent au niveau élevé d'endettement du secteur privé (graphiques 18 et 19). En Irlande et au Luxembourg, l'endettement élevé des **entreprises** est à l'origine de l'encours important de la dette privée, alors qu'au Danemark, en Finlande et au Royaume-Uni, c'est plutôt la dette des **ménages**.

- **Les disparités entre les pays en ce qui concerne l'encours de la dette privée** résultent en grande partie de différences entre les facteurs fondamentaux qui expliquent l'accumulation de dette, notamment les perspectives de croissance et d'investissement et le développement financier. L'évaluation des niveaux d'endettement devrait donc tenir compte de ces facteurs, ainsi que d'autres éléments ayant une incidence sur les risques posés par un endettement élevé dans une perspective prospective³². Les données de 2018 font apparaître que l'ensemble des pays ayant une dette privée supérieure au seuil fixé dans le tableau de bord dépassent également les niveaux de référence prudentiels et les niveaux de référence basés sur les fondamentaux spécifiques à chaque pays.

Graphique 18: Dette des sociétés non financières

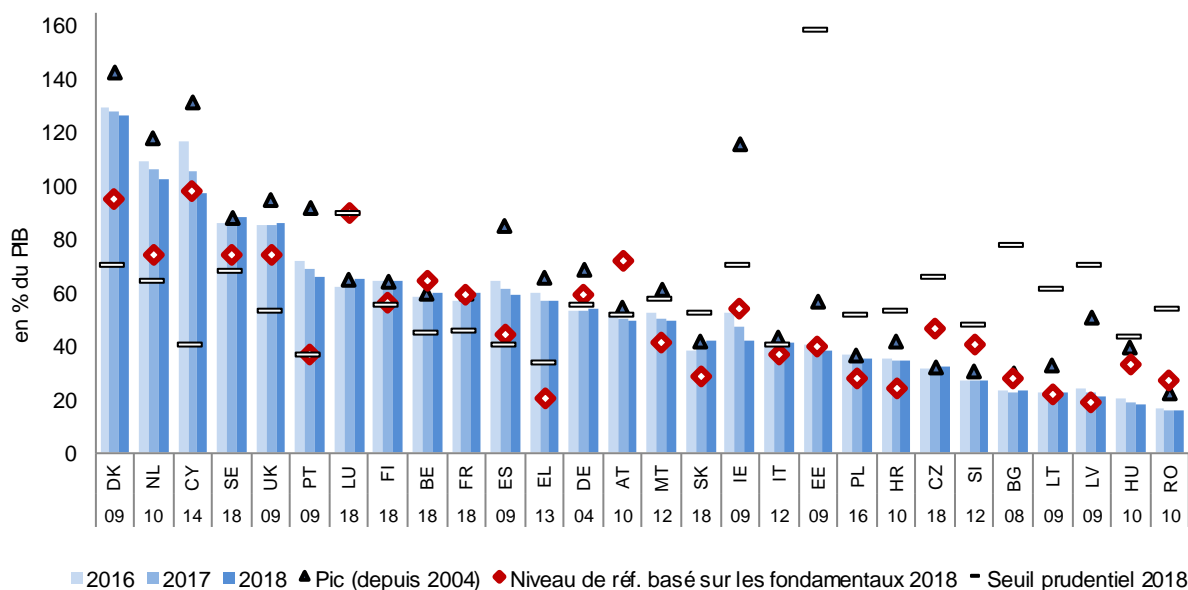


Sources: Eurostat, comptes sectoriels trimestriels non consolidés; calculs des services de la Commission.

Remarques: les pays sont présentés selon un ordre décroissant du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB en 2018. Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où le ratio d'endettement a culminé.

³² Ces facteurs sont pris en compte dans les critères de référence spécifiques à chaque pays élaborés par la Commission européenne, en collaboration avec le groupe de travail LIME du comité de politique économique [Commission européenne, «Benchmarks for the assessment of private debt», note à l'intention du comité de politique économique, ARES(2017)4970814], et les mises à jour ultérieures. Les niveaux de référence basés sur les fondamentaux permettent d'évaluer la dette privée par rapport aux valeurs que justifieraient les fondamentaux économiques et sont calculés sur la base de régressions reflétant les principaux déterminants de la croissance du crédit et tenant compte d'un stock de dette initial donné. Les seuils prudentiels représentent le niveau de dette au-delà duquel la probabilité d'une crise bancaire est relativement élevée; ces niveaux visent à maximiser la puissance du signal dans le cadre de la prévision des crises bancaires en réduisant la probabilité de «crise manquée» et de fausses alertes et en intégrant des informations spécifiques au pays concerné sur la capitalisation de ses banques, sa dette publique et son niveau de développement économique.

Graphique 19: Dette des ménages



Sources: Eurostat, comptes sectoriels trimestriels non consolidés; calculs des services de la Commission.

Remarques: les pays sont présentés selon un ordre décroissant du ratio de la dette des ménages au PIB en 2018. Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où le ratio d'endettement a culminé.

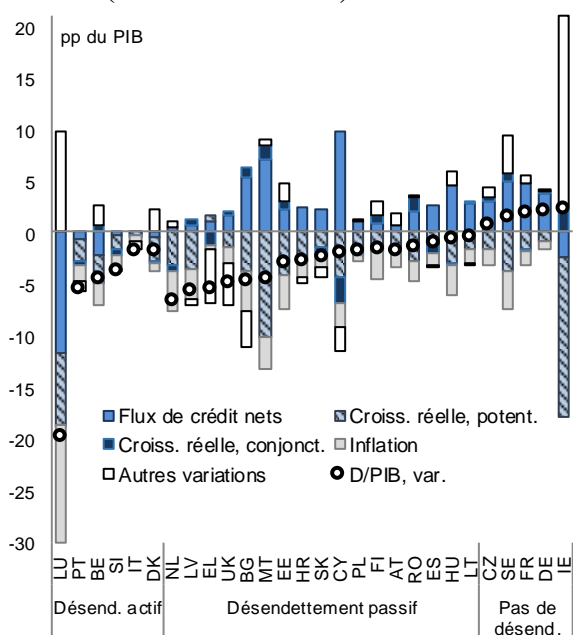
Le désendettement du secteur privé s'effectue principalement à la faveur de la croissance du PIB nominal, à un rythme plus lent et, dans certains cas, l'endettement élevé augmente de nouveau au lieu de diminuer. Ces dernières années, l'endettement des sociétés non financières et des ménages dans les pays fortement endettés tels que Chypre, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne a baissé d'au moins 25 points de pourcentage du PIB par rapport à leurs pics respectifs (graphiques 18 et 19). L'Estonie, la Hongrie, la Lettonie et la Slovaquie ont également enregistré de fortes baisses, notamment en ce qui concerne les ratios de dette des entreprises. Au cours des dernières années, le rythme de la baisse de l'endettement a faibli. Ce phénomène se distingue plus clairement en ce qui concerne l'endettement des ménages. Alors que la plupart des économies de l'UE ont continué à enregistrer une baisse des taux d'endettement, une certaine résurgence de l'endettement a également été observée, en particulier chez les ménages.

- **Le désendettement repose de plus en plus sur la croissance du PIB nominal.** Les flux de crédits du secteur privé restent modérés et aucun État membre n'a dépassé en 2018 le seuil fixé dans le tableau de bord pour cette variable. La croissance du PIB nominal au cours des dernières années a permis à un certain nombre de pays de s'engager sur la voie du «désendettement passif», c'est-à-dire d'une diminution des ratios de la dette au PIB, malgré des flux de crédits positifs. La croissance continue du PIB a allégé les pressions en faveur d'un désendettement «actif», c'est-à-dire d'un désendettement dû à la baisse des niveaux de la dette nominale. En effet, les pays affichant des flux négatifs de crédits aux entreprises ou aux ménages sont moins nombreux qu'en 2017 (graphiques 20 et 21). Toutefois, étant donné que le cycle économique a atteint un sommet, la contribution de l'amélioration conjoncturelle du PIB tend à se réduire voire à s'inverser, ce qui signifie que pour l'avenir, les perspectives de poursuite du désendettement passif dépendront essentiellement de la croissance potentielle du PIB.
- En ce qui concerne les **entreprises**, le désendettement s'est poursuivi dans la plupart des pays de l'UE et repose de plus en plus sur la croissance du PIB. Entre le premier trimestre de 2018 et le premier trimestre de 2019, le désendettement actif des sociétés non financières n'a été observé

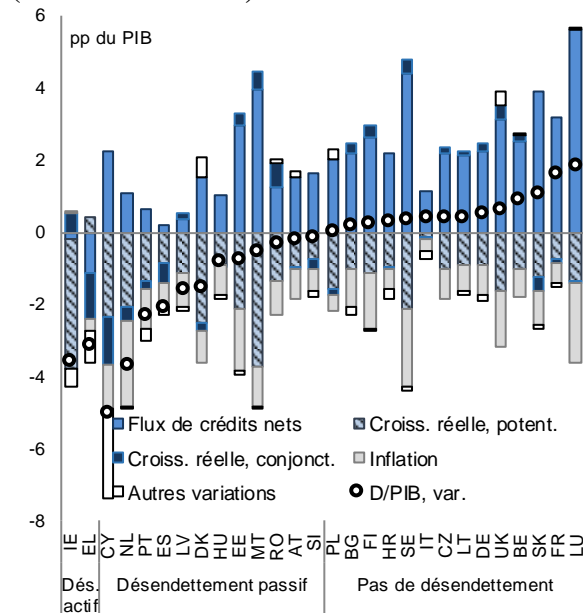
qu'en Belgique, au Danemark, en Italie, au Luxembourg, au Portugal et en Slovénie (graphique 20, qui repose sur des données non consolidées). À Chypre, à Malte et en Bulgarie, les flux de crédits nets au secteur des entreprises ont dépassé 5 % du PIB, en dépit de l'endettement déjà élevé des sociétés non financières. Des flux de crédits relativement dynamiques ont été à l'origine de la hausse de l'endettement des sociétés non financières en France, en Allemagne et en Suède. En fait, la France et la Suède ont continué d'accroître leur endettement alors que ces pays enregistrent une dette des sociétés non financières dépassant les niveaux de référence³³.

- En ce qui concerne les **ménages**, le rythme du désendettement a ralenti de manière plus prononcée. Au Royaume-Uni, en Suède, en Belgique et en France, le ratio de la dette des ménages au PIB a augmenté en 2018, alors qu'il se situe à des niveaux relativement élevés (proches des niveaux de référence ou supérieurs à ceux-ci). On observe un désendettement actif dans quelques États membres seulement (Grèce et Irlande) (graphique 21). Le désendettement, lorsqu'il est observé, s'est opéré à un rythme réduit, notamment à Chypre, au Portugal et en Espagne.

Graphique 20: Décomposition de la variation du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB (T1 2018 - T1 2019)



Graphique 21: Décomposition de la variation du ratio de la dette des ménages au PIB (T1 2018 - T1 2019)



Sources: Eurostat, comptes sectoriels trimestriels non consolidés; calculs des services de la Commission.

Remarques: les graphiques présentent une ventilation de l'évolution en glissement annuel des ratios de la dette au PIB non consolidés entre cinq composantes: flux de crédits, croissance potentielle et conjoncturelle du PIB réel, inflation et autres variations. La composante conjoncturelle de la croissance du PIB est calculée comme étant la différence entre la croissance effective et la croissance potentielle. Le «désendettement actif» implique le remboursement net de dette (flux de crédits nets négatifs), conduisant généralement à une contraction nominale du bilan du secteur. Le «désendettement passif» consiste, quant à lui, en des flux de crédits nets positifs, qui sont toutefois contrebalancés par une croissance plus forte du PIB nominal, conduisant à une diminution du ratio de la dette au PIB.

³³ En Irlande, les flux de crédits nets étaient négatifs et la croissance du PIB nominal était favorable, mais des variations positives de la valorisation ont contrebalancé ces effets, vouant à l'échec le désendettement (en termes non consolidés) au cours de la période allant du 1^{er} trimestre 2018 au 1^{er} trimestre 2019, probablement sous l'effet des activités des entreprises multinationales.

Dans le secteur bancaire de l'UE, les conditions se sont nettement améliorées ces dernières années et la situation s'est globalement stabilisée. Ce secteur reste notamment confronté à de faibles niveaux de rentabilité et à des encours élevés de prêts non performants (PNP) dans plusieurs États membres. Les ratios de fonds propres de catégorie 1 ont cessé de progresser après avoir atteint des niveaux dépassant les exigences réglementaires dans l'ensemble des États membres, des écarts importants étant observés d'un pays à l'autre. Le rendement des capitaux propres pour le secteur bancaire s'est nettement amélioré au cours des dernières années, mais ces améliorations ont dernièrement perdu en intensité. Quelques pays, et notamment la Grèce, l'Italie et le Portugal (graphiques 22 et 23), font face à des taux de rentabilité relativement faibles combinés à des ratios de fonds propres inférieurs à la moyenne et des ratios relativement élevés de PNP.

- **La croissance des engagements du secteur financier demeure limitée, s'établissant bien en deçà du seuil fixé dans le tableau de bord,** sauf en Finlande. La croissance des engagements du secteur financier a légèrement ralenti en 2018 par rapport à 2017 dans la majorité des États membres.³⁴ Cependant, les flux de crédits bancaires ont progressé en 2018 à un rythme légèrement supérieur à celui de 2017, notamment en ce qui concerne les crédits aux ménages, et se sont stabilisés durant les premiers mois de 2019 dans le contexte d'un début de resserrement des conditions de prêt³⁵.
- **Les ratios de fonds propres se sont stabilisés dans la plupart des États membres, tandis que le rendement des capitaux propres s'est, pour l'une ou l'autre raison, détérioré dans plusieurs cas en 2018.** Le rendement des capitaux propres est resté négatif en Grèce et au Portugal en 2018, alors qu'il est devenu positif à Chypre. La valorisation des actions bancaires s'est accrue en 2017, alors qu'elle a reculé en 2018 et durant la majeure partie de 2019, malgré les bonnes performances des indices boursiers européens dans leur ensemble, ce qui témoigne, parmi d'autres facteurs, du fait que le marché est revenu sur son opinion quant aux perspectives de rentabilité du secteur.
- **Certains États membres de l'UE se distinguent par une combinaison de ratios de rentabilité et de fonds propres relativement faibles, ainsi que par des ratios élevés de prêts non performants (PNP).**³⁶ En Grèce, le ratio de PNP est toujours supérieur à 40 %. Chypre a enregistré des améliorations considérables de son ratio de PNP, principalement à la suite de ventes de prêts et de la liquidation d'une grande banque en 2018, et la rentabilité est devenue positive. Au Portugal et en Italie, le ratio de PNP a nettement diminué depuis 2016 et les données les plus récentes indiquent une poursuite de cette évolution, même si elle est plus modérée, en 2018. Le ratio de PNP est passé sous la barre des 10 % dans ces deux pays. La Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, l'Irlande,

³⁴ Cette évolution qu'a connue la Finlande en 2018 a coïncidé avec le transfert du siège d'une banque de la Suède vers la Finlande.

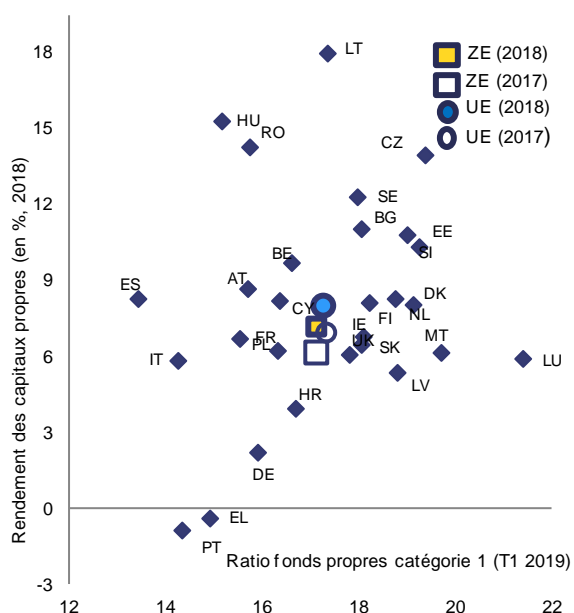
³⁵ Comme l'indique l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, voir BCE, Bulletin économique, août 2019.

³⁶ Les PNP, qui font partie de l'ensemble d'indicateurs auxiliaires du tableau de bord, sont définis comme le total des avances et prêts non performants bruts en pourcentage du total des avances et prêts bruts (valeur comptable brute) pour le secteur «groupes bancaires et banques indépendantes nationaux, filiales sous contrôle étranger et succursales sous contrôle étranger, tous établissements». Les valeurs sont fournies dans le tableau 2.1 en annexe. Les données harmonisées concernant les ratios de PNP ne sont disponibles que depuis 2014. Dès lors, en ce qui concerne les données relatives à 2008 et l'«augmentation jusqu'au pic», le graphique 23 présente des données pour le ratio des instruments de dette non performants bruts sur le total des instruments de dette bruts, qui est disponible pour des séries chronologiques plus longues et qui englobe, outre les prêts, également d'autres instruments de dette détenus par le secteur bancaire. Ce ratio est en général légèrement inférieur au ratio de PNP, essentiellement parce que le dénominateur est plus important, c'est-à-dire que le total des instruments de dette bruts est plus élevé que le total des prêts. La différence maximale entre les deux ratios s'élève actuellement à 4 points de pourcentage (pour la Grèce), tandis que pour la plupart des pays, elle est inférieure à 1 point de pourcentage.

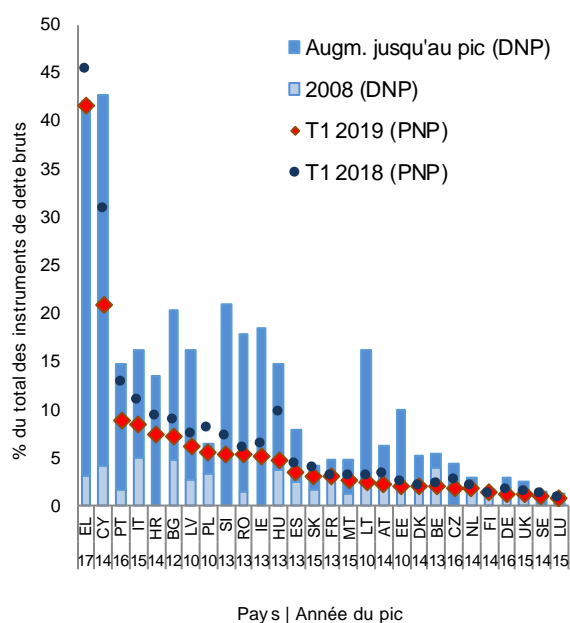
la Roumanie et la Slovénie ont enregistré en 2018 une diminution de leurs ratios de PNP qui sont au-dessus de la moyenne de l'UE.

- **Les perspectives économiques actuelles caractérisées par la faiblesse durable des taux d'intérêt posent de nouveaux défis.** La baisse des taux d'intérêt se fait principalement sentir sur les échéances plus longues, ce qui entraîne un aplatissement des courbes de rendement et la poursuite de la compression des marges d'intérêts. Cet aplatissement entrave la transformation des échéances par les banques, ce qui pourrait peser sur leur rentabilité. Étant donné que le contexte de rendements faibles affecte particulièrement les actifs financiers à faible risque, il pourrait notamment peser sur la rentabilité et le bilan des établissements financiers non bancaires dont les portefeuilles d'actifs sont largement investis dans des actifs à faible risque, tels que les compagnies d'assurance, notamment le sous-secteur de l'assurance-vie, et les fonds de pension³⁷.

Graphique 22:
Rentabilité et fonds propres du secteur bancaire



Graphique 23: Prêts non performants



Source: les données relatives aux instruments de dette non performants bruts pour 2008 ne sont pas disponibles pour la Croatie, la Tchéquie, l'Irlande, la Slovénie et la Suède.

Remarque: en ce qui concerne le graphique 23, les données relatives à 2008 et à l'«augmentation jusqu'au pic» se rapportent au ratio des instruments de dette non performants bruts sur le total des instruments de dette bruts; les ratios de PNP sont communiqués pour T1 2018 et T1 2019; les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où les instruments de dette non performants ont atteint un sommet.

Les prix des logements ont continué de progresser à un rythme élevé en 2018, mais la dynamique des prix s'est modérée là où les signes de surévaluation se sont renforcés. Du fait de l'accélération de la croissance des prix des logements, un nombre grandissant de marchés immobiliers sont proches de leurs pics d'avant la crise ou les dépassent (graphique 26). En 2018, 7 États membres, soit un de plus qu'en 2017, ont affiché une croissance des prix réels de l'immobilier qui est supérieure au seuil fixé dans le tableau de bord (Tchéquie, Hongrie, Irlande, Lettonie, Pays-Bas, Portugal et Slovénie). La

³⁷ BCE, *Financial Stability Review*, mai 2019.

croissance des prix des logements a été particulièrement forte dans les pays de l'UE qui, jusqu'à présent, n'avaient montré que peu de signes, voire aucun signe, de surévaluation, tandis qu'un ralentissement est observé dans des pays caractérisés par des indices de surévaluation plus probants. Selon des données couvrant une période allant jusqu'au deuxième trimestre de 2019, le seuil fixé dans le tableau de bord pourrait être dépassé cette année par la Croatie, la Tchéquie, la Hongrie, la Pologne et le Portugal si ces tendances se poursuivent au second semestre. Au cours du premier semestre de l'année, et par rapport à 2018, les accélérations de la croissance des prix des logements ont été particulièrement marquées en Croatie, à Chypre et en Suède, tandis que les décélérations ont été frappantes au Danemark, en Irlande, en Lettonie, en Roumanie et en Slovénie.

- **Une partie de l'accélération des prix des logements est liée aux fondamentaux économiques.**
Les prix de l'immobilier ont recommencé à croître à la faveur de la reprise économique amorcée en 2013 et de la baisse des taux d'intérêt. À cet égard, ce phénomène peut être expliqué par les fondamentaux économiques³⁸. En dépit d'une accélération, la croissance des nouveaux crédits hypothécaires n'avait pas joué, jusqu'à présent, un rôle autonome majeur dans l'entraînement des prix, comme ce fut le cas pendant la période d'avant la crise. Elle pourrait toutefois contribuer à la persistance des accélérations actuelles des prix de l'immobilier.
- **La forte croissance des prix des logements a des répercussions sur les niveaux de valorisation.**
En Hongrie, en Irlande, en Lettonie, aux Pays-Bas, au Portugal et en Slovénie, la croissance des prix réels de l'immobilier était déjà élevée en 2017 et elle s'est encore accélérée en 2018 (graphique 24 et graphique 25, quadrant supérieur droit). La persistance d'une forte croissance dans un certain nombre de pays augmente progressivement les risques de surévaluation: le nombre de pays de l'UE considérés comme se caractérisant par une surévaluation des prix de l'immobilier est en augmentation ces dernières années. Les signes de surévaluation (mesurée par un écart de valorisation grandissant) se sont récemment renforcés dans des pays comme l'Allemagne ou le Portugal. Les prix des logements sont équivalents ou supérieurs aux niveaux record depuis le milieu des années 2000 dans un certain nombre de pays (Autriche, Belgique, Tchéquie, Allemagne, Luxembourg, Malte et Portugal; graphique 26). Les prix de l'immobilier dans un certain nombre de pays se heurtent à des contraintes d'accessibilité financière, comme en témoigne le rapport entre le niveau des prix des logements et le revenu disponible par habitant. Selon les estimations, dans environ la moitié des pays de l'UE, il faut plus de 10 années de revenus pour acquérir un logement de 100 m²³⁹. Par ailleurs, un Européen sur dix vit dans un ménage qui, en 2017, a consacré au logement au moins 40 % de ses revenus⁴⁰.

³⁸ Les prix de référence de l'immobilier permettent de mesurer l'ampleur de la surévaluation ou de la sous-évaluation des prix sur la base des caractéristiques propres à chaque pays. Les écarts de valorisations synthétiques reposent sur l'écart obtenu à partir de différents niveaux de référence: i) l'écart du ratio prix/revenu par rapport à sa moyenne à long terme; ii) l'écart du ratio prix/loyer par rapport à sa moyenne à long terme; iii) l'écart par rapport aux niveaux de référence fondés sur la régression tenant compte des fondamentaux économiques de l'offre et de la demande (voir N. Philipponnet et A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», document de réflexion de la Commission européenne n° 048, mai 2017). Lors du calcul des niveaux de référence fondés sur des régressions, les variables conjoncturelles explicatives sont soumises au filtre HP pour contenir leur volatilité.

³⁹ Les estimations sur le niveau des prix sont obtenues sur la base des données issues des comptes nationaux et des recensements ou, en cas d'indisponibilité, des informations publiées sur les sites internet des agents immobiliers. Voir J. C. Bricongne et al. (2019), «Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates», *European Economy, Discussion Paper No 101*, juillet 2019.

⁴⁰ Commission européenne (2019), *Employment and Social Developments in Europe, Annual Review 2019*, chapitre 4.

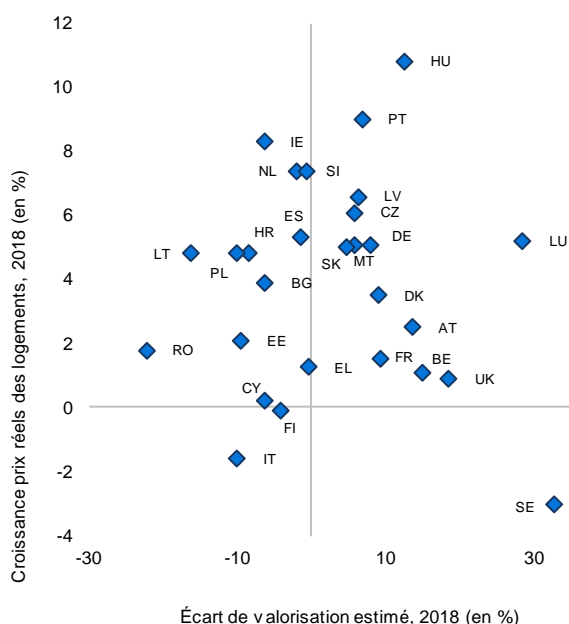
- **Les prix de l’immobilier se sont quelque peu modérés dans un certain nombre de pays présentant des signes de surévaluation et d’endettement élevé des ménages, et une correction à la baisse a commencé sur le marché suédois de l’immobilier.** Les récents taux de croissance des prix de l’immobilier ont eu tendance à diminuer proportionnellement à l’ampleur de la surévaluation. Cette tendance, qui n’était pas visible les années précédentes, est nettement perceptible en 2018 pour les pays où les prix des logements sont considérés comme surévalués. En 2018, l’Autriche, la Belgique, la France et le Royaume-Uni se sont caractérisés par la combinaison d’une surévaluation à différents degrés des prix de l’immobilier, d’un fort endettement des ménages, mais aussi d’une augmentation moins élevée des prix de l’immobilier qu’en 2017 (graphique 25). Ces décélérations pourraient être la manifestation de contraintes d’accessibilité financière, d’une reprise de l’offre de logements et des politiques mises en place au niveau national, y compris dans le domaine macroprudentiel⁴¹. Par ailleurs, en Suède, les prix de l’immobilier ont baissé en 2018 sur une base annuelle, tant en termes nominaux qu’en termes réels, mais les données pour les deux premiers trimestres de 2019 font état d’une certaine stabilisation. Par contre, aucun ajustement n’a eu lieu au Luxembourg, où les vulnérabilités et les risques de surévaluation ont continué de prendre de l’ampleur.
- **Dans un certain nombre d’États membres, la surévaluation des prix des logements va de pair avec un niveau élevé d’endettement des ménages.** Tel est notamment le cas au Danemark, au Luxembourg, en Suède et au Royaume-Uni. Les Pays-Bas se caractérisent par un très fort endettement des ménages et des niveaux de prix élevés par rapport aux revenus. La croissance de l’encours de prêts hypothécaires en 2018 a été particulièrement rapide en Bulgarie, en Roumanie et en Slovaquie (plus de 10 % par rapport à l’année précédente), ainsi qu’en Autriche, en Belgique, en Tchéquie, en Estonie, en France, en Hongrie, en Lituanie, au Luxembourg et à Malte (plus de 5 % par rapport à l’année précédente). Dans certains cas, on a assisté à une forte croissance à partir de niveaux relativement élevés, comme en Belgique ou en France. Le tableau est quelque peu différent lorsqu’on considère l’évolution de la dette liée aux nouveaux crédits hypothécaires uniquement, c’est-à-dire en excluant l’incidence des remboursements (graphique 27). La relation dans les différents pays entre les prix de l’immobilier et les nouveaux flux hypothécaires semble ténue, car il n’y a aucune indication claire que les prix augmentent plus rapidement lorsque les nouveaux crédits hypothécaires sont plus abondants. Cela donne à penser que, jusqu’à présent, le crédit n’a pas joué un rôle essentiel dans l’accélération des prix des logements⁴². Pourtant, dans un certain nombre de pays, la forte augmentation des prix de l’immobilier a été associée à la croissance élevée des crédits hypothécaires, notamment en Slovaquie, au Luxembourg, en Allemagne et aux Pays-Bas.

⁴¹ Les investissements dans la construction progressent à un rythme plus soutenu depuis 2015 dans l’ensemble de l’UE, les taux de croissance les plus élevés étant observés là où la progression des prix de l’immobilier est plus forte. En outre, les permis de construire sont en augmentation dans une majorité de pays de l’UE. Un certain nombre de politiques macroprudentielles mises en place récemment dans toute l’UE ont pu avoir une incidence sur le rythme de progression des prix de l’immobilier. Tel est particulièrement le cas pour les plafonds des ratios prêt/valeur et des ratios service de la dette/revenus. La fiscalité de l’immobilier a été réformée ces dernières années dans un certain nombre d’États membres de l’UE, notamment en vue de limiter les allègements fiscaux liés aux prêts hypothécaires.

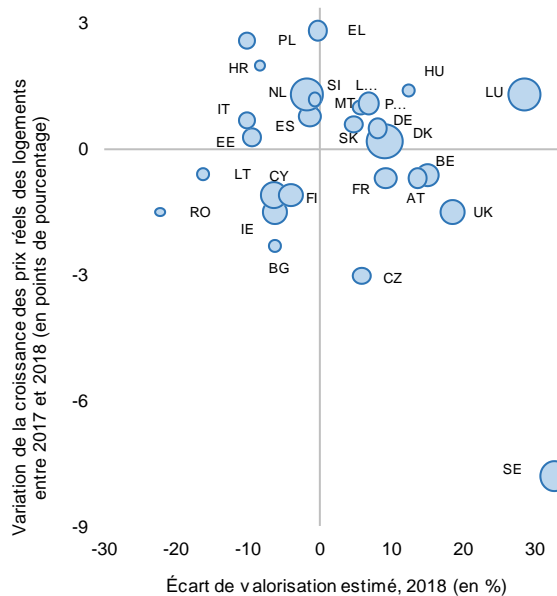
⁴² Dans la plupart des pays de la zone euro, les accélérations dans les prix de l’immobilier qui sont intervenues après la crise ont précédé l’accélération de la croissance des crédits hypothécaires. Voir, par exemple, Commission européenne, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses», note à l’intention du comité de politique économique - zone euro, Ares(2019)922432, février 2019; et Commission européenne, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses», fiche technique à l’intention de l’Eurogroupe, février 2019:

<https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf>

Graphique 24: Variations des prix des logements et écarts de valorisation en 2018



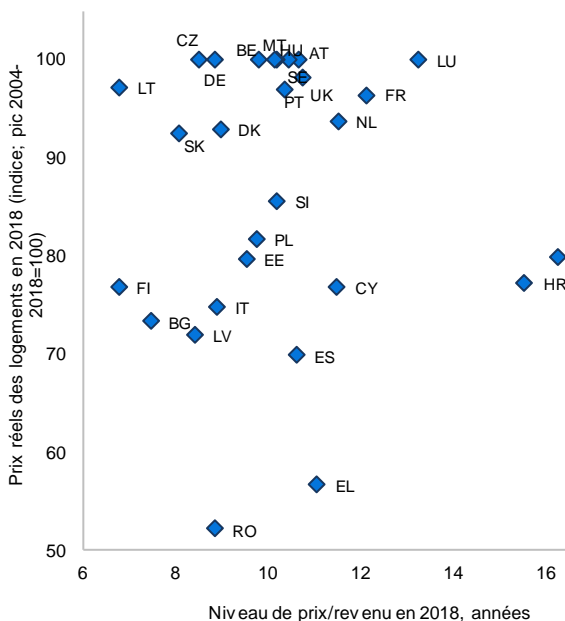
Graphique 25: Écarts de valorisation, évolution de la croissance des prix entre 2017 et 2018 et endettement des ménages (% des revenus des ménages)



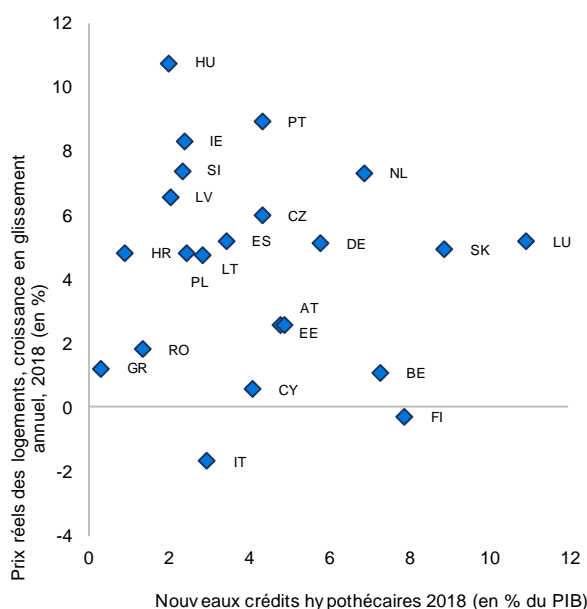
Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.

Remarque: l'écart de surévaluation est estimé sur la base de la moyenne de trois paramètres: les écarts du ratio prix/revenu et du ratio prix/loyer par rapport à leurs moyennes à long terme, et les résultats d'un modèle d'écarts de valorisation basé sur les fondamentaux; voir note de bas de page 39. La taille des bulles dans le graphique 25 correspond au ratio de la dette des ménages en termes de revenu brut disponible des ménages (RBD). Pour la Croatie, les données relatives au RBD des ménages après 2012 n'étant pas disponibles, les chiffres sont extrapolés sur la base de la croissance du RBD de l'économie; les données sur le RBD des ménages pour Malte étant manquantes, il est estimé que le chiffre représente 56 % du revenu national brut.

Graphique 26: Prix de l'immobilier par rapport aux revenus et indices des prix réels des logements par rapport aux pics, 2018



Graphique 27: Croissance des prix des logements et nouveaux crédits hypothécaires en 2018



Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.

Remarque: il manque les données relatives aux nouveaux crédits hypothécaires pour six pays (Bulgarie, Danemark, France, Malte, Suède et Royaume-Uni). Les niveaux de prix par rapport aux niveaux de revenus sont mesurés comme étant le rapport entre le prix d'un logement de 100 m² et le revenu disponible moyen d'un ménage. Les données relatives au RBD des ménages par habitant après 2012 n'étant pas disponibles pour la Croatie, les chiffres sont extrapolés sur la base de la croissance du RBD de l'économie; pour Malte, les données sur le RBD des ménages étant manquantes, il est estimé que le chiffre représente 56 % du revenu national brut.

Les ratios de la dette publique ont encore diminué dans la majeure partie de l'UE, sauf dans quelques États membres où ils sont les plus élevés. Les ratios de la dette ont dépassé le seuil fixé dans le tableau de bord dans 14 États membres en 2018, contre 15 en 2017. La Belgique, Chypre, la Grèce, l'Italie et le Portugal affichent un endettement égal ou supérieur à 100 % du PIB, et les chiffres pour la France et l'Espagne se situent juste en dessous de cette barre. Dans sept cas (Belgique, Chypre, France, Irlande, Portugal, Espagne et Royaume-Uni), une dette publique supérieure à 60 % du PIB se conjugue à un endettement du secteur privé supérieur au seuil correspondant fixé dans le tableau de bord. En 2018, les ratios de la dette publique ont continué de diminuer, mais souvent dans une mesure un peu moindre que l'année précédente, ce qui témoigne d'un certain relâchement des positions budgétaires et montre déjà un certain ralentissement de la croissance du PIB nominal. Cependant, certains des ratios de dette publique les plus élevés ne se sont pas améliorés, et ont même eu tendance à augmenter en 2018: la dette publique est restée inchangée en France et a augmenté à Chypre, en Grèce et en Italie. Tandis que, dans certains cas, ce phénomène était dû à des ajustements stock-flux exceptionnellement vastes ayant eu pour effet d'accroître la dette, dans d'autres, il révèle un assainissement budgétaire insuffisant. Les rendements des obligations d'État ont cependant diminué et se sont encore tassés au cours de l'année 2019, même pour les emprunteurs souverains les plus endettés, et les creux historiques se sont maintenus. À l'avenir, les ratios d'endettement devraient augmenter de 2019 à 2021, en particulier en Roumanie, mais aussi en Italie et, dans une moindre mesure, en Finlande et en France, et ils diminueront légèrement moins que ces derniers temps dans la plupart des autres pays de l'UE.

Encadré 1: Évolution de l'emploi et de la situation sociale

En 2018, les améliorations sur les marchés de l'emploi de l'UE se sont poursuivies malgré le ralentissement de l'activité économique au second semestre. L'emploi a continué de croître dans l'UE et le nombre de personnes occupées a atteint un nouveau record. Le chômage a décliné dans tous les États membres de l'UE, en particulier dans ceux où il est élevé, ce qui contribue à réduire les disparités entre les pays, mais il reste élevé dans certains d'entre eux. Ces améliorations ont subi un ralentissement au premier semestre de 2019, ce qui pourrait également être le signe d'une diminution des réserves de main-d'œuvre restantes. La reprise a également contribué à l'amélioration de la plupart des indicateurs de pauvreté, mais la situation sociale demeure préoccupante dans certains États membres. Depuis 2008, le risque de pauvreté et d'exclusion sociale a diminué dans la majeure partie de l'UE (7 millions de personnes en moins par rapport à 2008, contre environ 13 millions par rapport à 2012), de même que la privation matérielle aiguë, en particulier dans les pays d'Europe centrale et orientale où son niveau initial était élevé. Toutefois, le risque de pauvreté relative est encore supérieur aux niveaux d'avant la crise dans de nombreux États membres. Dans l'ensemble, la persistance de graves fragilités macroéconomiques a pesé sur l'emploi et la situation sociale des pays concernés. En particulier, les États membres accusant des déséquilibres excessifs étaient encore affectés par une plus grande fragilité en matière d'emploi et de développement social; dans les pays confrontés à des déséquilibres, on a observé des situations un peu plus variables de l'un à l'autre, ce qui témoigne pour une large part des différences liées à la nature des déséquilibres et à leur gravité.

En 2018, le taux de chômage a encore décliné dans tous les États membres, même s'il reste élevé dans certains d'entre eux. Les améliorations ont été les plus fortes dans les pays présentant un taux de chômage élevé (réduction d'au moins 2 points de pourcentage en Croatie, à Chypre et en Grèce). Cependant, en 2018, cinq États membres (Grèce, Espagne, Croatie, Chypre et Italie) dépassaient toujours le seuil de l'indicateur du tableau de bord de la PDM, fixé à 10 % en moyenne sur les trois dernières années. Pour cette même année, les taux de chômage étaient nettement inférieurs, d'environ 4 points de pourcentage, à leurs pics de 2013, mais ils restaient supérieurs aux chiffres de 2008 dans environ la moitié des États membres. Les taux de chômage ont continué de décroître au premier semestre de 2019, pour s'établir au troisième trimestre 2019 à 6,3 % dans l'UE et à 7,5 % dans la zone euro.

Les taux d'emploi se sont améliorés encore dans tous les États membres. Le taux d'emploi (des 20 à 64 ans) dans l'UE, qui a enregistré son niveau le plus élevé en 2018 en atteignant 73,2 % (72,0 % dans la zone euro), a continué de progresser au deuxième trimestre de 2019 pour s'établir à un chiffre record de 73,9 %, qui dépasse nettement le pic de 70,2 % observé en 2008 avant la crise. La plus forte augmentation des effectifs employés par rapport à 2017 a été enregistrée à Malte (5,4 %), qui est suivie de Chypre (4,1 %), du Luxembourg (3,7 %) et de l'Irlande (3,2 %), tandis que les hausses les plus faibles ont été observées en Pologne (0,3 %), en Roumanie (0,2 %) et en Italie (0,9 %).

Les taux d'activité ont continué d'augmenter presque partout dans l'UE. Seuls deux pays ont enregistré une diminution du taux d'activité (des 15 à 64 ans) au cours des trois dernières années, à savoir la Croatie et l'Espagne, qui ont tous deux dépassé le seuil fixé dans le tableau de bord de -0,2 (-0,6 point de pourcentage dans les deux cas). Globalement, en 2018, les taux d'activité dans l'Union et dans la zone euro ont atteint des niveaux record, respectivement de 73,7 % et 73,4 %, soit 3,5 et 2,5 points de pourcentage au-dessus des niveaux d'avant la crise, essentiellement sous l'effet d'une participation accrue des travailleurs âgés et des femmes au marché du travail.

Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont connu des améliorations plus nettes que le reste du marché du travail, mais ils demeurent élevés dans un certain nombre de pays de

l'UE. Le *chômage de longue durée* a diminué dans tous les États membres en 2018 et tous les pays ont enregistré des taux inférieurs à ceux affichés trois ans plus tôt. Les taux les plus élevés de chômage de longue durée ont été observés en Grèce (13,6 %), en Espagne (6,4 %), en Italie (6,2 %) et en Slovaquie (4 %), mais tous ces pays, à l'exception de l'Italie, ont enregistré de fortes baisses par rapport à 2015 (environ 5 points de pourcentage en Espagne, 4,6 en Grèce et 3,6 en Slovaquie). Le *taux de chômage des jeunes* a baissé dans tous les pays de l'Union européenne au cours des trois années précédant 2018. Des baisses de 10 points de pourcentage ou plus ont été enregistrées sur cette période en Croatie, à Chypre, au Portugal, en Slovaquie et en Espagne. Toutefois, le taux de chômage des jeunes reste supérieur à 30 % en Grèce, en Italie et en Espagne. Dans le même temps, en 2018, 9,6 % des jeunes (âgés de 15 à 24 ans) dans l'UE ne travaillaient pas et ne suivaient ni études ni formation (NEET). Par ailleurs, plusieurs États membres (Bulgarie, Croatie, Chypre, Grèce, Italie, Roumanie et Espagne) affichent des taux supérieurs à 12 %.

La pauvreté et l'exclusion sociale ont continué de reculer, mais demeurent fortes dans un certain nombre d'États membres. La proportion de la population exposée au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROE) a encore diminué dans l'UE pour s'établir à 21,9 % en 2018. Ce chiffre est inférieur d'environ 3 points de pourcentage au pic observé en 2012⁴³. Alors qu'une diminution a été observée dans la plupart des pays au cours des trois années précédant 2018, l'Estonie, le Luxembourg, le Royaume-Uni et les Pays-Bas ont enregistré des hausses, même si, dans certains cas (Pays-Bas et Luxembourg), le point de départ était un niveau relativement faible. Malgré une forte baisse de son taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, qui est passé de près de 39 % à 32,8 %, la Bulgarie continue d'enregistrer le niveau le plus élevé de l'UE; elle est suivie de la Roumanie et de la Grèce, qui affichent toutes deux plus de 30 %, la Lettonie et la Lituanie se situant juste en dessous de cette barre. Les taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale les plus faibles sont observés en Tchéquie (12,2 %), qui est suivie de la Slovénie (16,2 %), de la Slovaquie (16,3 %), de la Finlande (16,5 %) et des Pays-Bas (16,8 %). En dépit de cette évolution globalement positive en matière de pauvreté et d'exclusion sociale, certaines composantes suivent des tendances différentes, ce qui constitue une source de préoccupation dans certains pays de l'UE, notamment:

- La proportion de la population exposée au risque de pauvreté (AROP) a augmenté dans un tiers des États membres ces dernières années: les plus fortes augmentations sur trois ans ont été enregistrées au Luxembourg (3 points de pourcentage), au Royaume-Uni (2,3 points de pourcentage), aux Pays-Bas (1,7 point de pourcentage) et en Belgique (1,5 point de pourcentage), tandis qu'une baisse sensible a été observée en Grèce, en Hongrie, en Pologne et au Portugal, s'établissant toujours entre 2 et 3 points de pourcentage.
- En revanche, le taux de privation matérielle aiguë a diminué sur 3 ans (et également en 2018) dans la plupart des États membres de l'UE; sur une période de trois ans, il a reculé de plus de 13 points de pourcentage en Bulgarie, tandis que la Croatie, Chypre, la Grèce, la Hongrie, la

⁴³ L'indicateur du «*risque de pauvreté ou d'exclusion sociale*» (AROE) correspond au pourcentage de personnes qui sont vulnérables d'après l'un au moins de ces trois indicateurs sociaux: 1) le *taux de risque de pauvreté* (AROP), qui mesure la pauvreté monétaire par rapport à la répartition nationale des revenus et qui correspond à la proportion de personnes dont le revenu disponible (ajusté en fonction de la composition du ménage) est inférieur à 60 % du niveau médian national; 2) le *taux de privation matérielle aiguë*, qui couvre des indicateurs se rapportant à un manque de ressources, et qui correspond à la proportion de personnes confrontées à au moins 4 éléments de privation sur 9 au total, du fait d'une incapacité à couvrir certains types spécifiques de dépenses; 3) le *taux de personnes vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail*, c'est-à-dire de personnes âgées de 0 à 59 ans vivant dans un ménage où les adultes (âgés 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. Pour les données sur lesquelles reposent ces mesures, la période de référence des revenus correspond, pour tous les pays, à une période fixe de 12 mois, telle que l'année civile ou fiscale précédant celle à laquelle se réfèrent les données, sauf pour le Royaume-Uni pour lequel la période de référence des revenus est l'année en cours, et pour l'Irlande, pour laquelle l'enquête est continue et les revenus sont ceux perçus au cours des douze derniers mois.

Lettonie, Malte et la Roumanie ont affiché des diminutions d'au moins 5 points de pourcentage.

- Enfin, la reprise a fait reculer la proportion des personnes (de moins de 60 ans) vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail dans presque tous les pays de l'UE, à l'exception du Luxembourg et de la Suède, où cette proportion a augmenté, et de la Finlande, où elle est restée stable au cours des trois années précédant 2018. Parallèlement, le taux de travailleurs pauvres, qui a légèrement augmenté pour s'établir à 9,5 % en 2018 pour l'UE dans son ensemble, reste proche du niveau record de 9,6 % de 2016.

4. RESUME DES PRINCIPAUX DEFIS ET INCIDENCES EN MATIERE DE SURVEILLANCE

Le rééquilibrage au sein de la zone euro est encore incomplet, alors qu'il est urgent, dans le contexte économique actuel, de rééquilibrer à la fois les déficits et les excédents de la balance courante et qu'une telle démarche serait bénéfique à l'ensemble des États membres. Si la plupart des déficits sensibles de la balance courante ont été corrigés, des excédents importants persistent dans plusieurs pays de la zone euro. La situation de la zone euro a progressivement évolué pour afficher un excédent, qui a commencé à légèrement reculer, principalement en raison d'une baisse de la demande à l'exportation vers les pays tiers. Les déséquilibres en termes de stocks ont commencé à être corrigés, même s'ils restent substantiels, puisque certains pays de la zone euro affichent toujours une PEGN largement négative, tandis que d'autres enregistrent une PEGN nettement positive et en croissance. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté à un rythme plus soutenu dans les pays créditeurs nets que dans les pays débiteurs nets, inversant ainsi la tendance antérieure à la crise financière. Cette tendance se maintient, mais elle s'est affaiblie par rapport aux premières années qui ont suivi la crise, étant donné que les marchés du travail plus tendus dans les pays débiteurs nets se traduisent par une plus forte croissance des salaires dans un contexte de faible productivité, alors que les hausses de salaire chez les créditeurs nets sont limitées même après des années de faible taux de chômage. Un rééquilibrage symétrique des positions de la balance courante contribuerait à surmonter la faiblesse actuelle de l'inflation et des taux d'intérêt, tout en soutenant la croissance nominale, favorisant ainsi le désendettement et le rééquilibrage des positions débitrices nettes.

Globalement, plusieurs États membres sont confrontés à des difficultés, pour différentes raisons et à des degrés divers. Il existe de grandes différences entre États membres quant à la gravité des menaces qui pèsent sur la stabilité macroéconomique, selon la nature et l'importance des vulnérabilités et des tendances non soutenables et selon la manière dont elles interagissent. Les principales sources de déséquilibres potentiels se combinent selon un certain nombre de typologies résumées comme suit:

- Certains États membres continuent d'être essentiellement touchés par des *facteurs de vulnérabilité multiples et interconnectés liés à des problèmes de stocks*. Il s'agit notamment des pays qui ont été touchés par des cycles de forte expansion et de forte récession du crédit, associés à des corrections de leur balance courante qui ont également eu une incidence sur le secteur bancaire et la dette publique.
 - Dans le cas de Chypre et de la Grèce, les encours élevés de la dette et les importantes positions internationales nettes négatives vont de pair avec les nouveaux défis auxquels fait face le secteur financier, même si des améliorations concernant les PNP et la rentabilité sont observées à

Chypre et que le recul des PNP s'est accéléré en Grèce depuis 2018, les niveaux restant cependant très élevés. Dans le cas de la Grèce, la croissance potentielle de la production est faible dans un contexte marqué par un chômage élevé (quoiqu'en recul).

- En Croatie, en Irlande, au Portugal et en Espagne, les vulnérabilités liées à des situations antérieures sont également considérables, multiples et interconnectées. En Bulgarie, l'endettement des entreprises s'accompagne d'un certain nombre de problèmes restés en suspens dans le secteur financier, lesquels font l'objet d'un règlement au niveau politique. Dans ces pays, les déséquilibres liés aux stocks ont diminué grâce à la reprise de la croissance nominale, associée dans certains cas à la résurgence d'une forte hausse des prix de l'immobilier (en Irlande et, plus récemment, au Portugal), ainsi qu'à la reprise de la croissance des CSU et à la stagnation des gains de compétitivité au Portugal et en Espagne, de même qu'à la forte hausse des CSU en Bulgarie.
- Dans quelques États membres, les vulnérabilités sont principalement liées à *l'encours important de la dette publique* et à des inquiétudes concernant la *croissance potentielle de la production* et la *compétitivité*. Tel est notamment le cas de l'Italie, où les vulnérabilités sont également liées au secteur bancaire et au volume important, mais en baisse rapide, des PNP, dans un contexte où les performances du marché du travail sont faibles. La Belgique et la France sont principalement confrontées à une dette publique élevée et à des problèmes de croissance potentielle, avec une compétitivité elle aussi sous pression. En France, l'encours relativement élevé de la dette privée est en augmentation. En Belgique, l'encours relativement élevé et croissant de la dette des ménages se conjugue à une possible surévaluation du prix des logements. La position extérieure reste solide, mais elle s'est quelque peu affaiblie récemment.
- Certains États membres se caractérisent par des *excédents courants importants et persistants*, qui sont également le reflet, à des degrés divers, d'une consommation privée et d'investissements atones, au-delà de ce que les fondamentaux économiques justifieraient. C'est le cas notamment de l'Allemagne et des Pays-Bas. Aux Pays-Bas, un excédent important s'accompagne d'un encours élevé de la dette des ménages et d'une forte croissance des prix des logements. Des pressions sur les prix de l'immobilier ont également été observées récemment en Allemagne, mais les niveaux d'endettement y sont relativement faibles. Les excédents importants et persistants donnent à penser qu'il existe des opportunités de croissance et d'investissement intérieur inutilisées, ce qui a des conséquences pour le reste de la zone euro dans un contexte d'inflation prolongée inférieure à l'objectif et d'affaiblissement de la demande extérieure.
- 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*.
 - La Suède et, dans une moindre mesure, l'Autriche, le Danemark, le Luxembourg et le Royaume-Uni connaissent depuis quelques années une croissance soutenue du prix des logements dans un contexte d'écarts de surévaluation possibles et de niveaux élevés de dette des ménages. Des données récentes suggèrent une correction à la baisse en termes de prix et de surévaluations en Suède, ainsi que des ralentissements de la hausse des prix du logement dans les autres cas (à l'exception du Luxembourg). Une croissance plus forte, mais plus récente, des prix de l'immobilier est associée à des signes limités de surévaluation en Tchéquie, en Hongrie, en Lettonie, en Slovaquie et en Slovénie. Dans le cas de la Tchéquie et de la Slovaquie, ces observations vont de pair avec le maintien de l'emprunt hypothécaire et la hausse de la dette des ménages. La Finlande ne semble afficher ni croissance élevée des prix de l'immobilier ni surévaluation éventuelle, mais se distingue par une dette élevée et croissante des ménages.

- En Tchéquie, en Estonie, en Hongrie, en Lettonie, en Lituanie, en Slovaquie et en Roumanie, le coût de la main-d'œuvre continue de croître à un rythme relativement élevé, tandis que la compétitivité-prix est en recul. Ces dernières années, la forte croissance des CSU s'est accompagnée d'une baisse sensible de l'excédent de la balance courante en Hongrie et d'un déficit limité, mais persistant, de la balance courante en Slovaquie. Dans le cas de la Roumanie, les CSU affichent une croissance très forte et prolongée dans le contexte d'une nouvelle détérioration du déficit de la balance courante et de politiques budgétaires expansionnistes.

Au final, la réalisation d'un bilan approfondi se justifie pour 13 États membres: la Bulgarie, la Croatie, Chypre, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie, l'Espagne et la Suède. Tous ces États membres ont fait l'objet d'un bilan approfondi au cours du cycle annuel précédent de la PDM et ont été considérés comme présentant des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs. Les nouveaux bilans approfondis permettront d'analyser ces défis plus en détail et d'évaluer les besoins sur le plan des politiques. En particulier, les nouveaux bilans approfondis seront effectués pour évaluer si les déséquilibres constatés s'aggravent ou sont en cours de correction, afin de mettre à jour les évaluations existantes. Le présent RMA souligne également le renforcement possible des risques dans un certain nombre d'autres États membres qui, sur la base des informations actuelles, ne semblent pas nécessiter la réalisation d'un bilan approfondi à ce stade, mais qui justifient néanmoins un suivi étroit, notamment dans les rapports par pays à venir. Ces risques concernent notamment les évolutions liées à la compétitivité (Tchéquie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie et Slovaquie) et au prix des logements, ainsi qu'à la dynamique du marché des logements et de la dette des ménages (Autriche, Belgique, Tchéquie, Danemark, Finlande, Hongrie, Luxembourg, Slovaquie, Slovénie et Royaume-Uni).

5. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: COMMENTAIRES PAR ÉTAT MEMBRE

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 l'évolution du taux de change effectif réel, la dette du secteur privé et la dette publique.

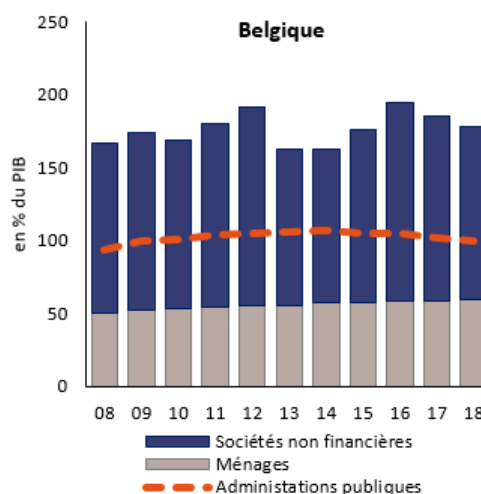
La balance courante a enregistré un déficit limité en 2018, tandis que la position extérieure globale nette positive est élevée. Même si la croissance de la productivité est faible, la progression des coûts salariaux unitaires est restée limitée, étant donné que les hausses de salaires ont été modérées. La variation sur trois ans du taux de change effectif réel indique une nouvelle appréciation et a dépassé le seuil, même si la variation sur un an n'a affiché qu'une légère accélération. Les parts de marché à l'exportation ont été globalement stables. Le niveau élevé de la dette des entreprises par rapport au PIB est en recul, même si les chiffres sont gonflés par l'importance des prêts intragroupes entre pays. La dette des ménages, principalement liée aux crédits hypothécaires, est relativement élevée et en hausse, tandis que les prix réels de l'immobilier ont continué à augmenter à un rythme modéré ces dernières années. En outre, il existe des signes de surévaluation potentielle. La dette publique est élevée et ne diminue que lentement. La création d'emplois a continué d'être positive et le taux de chômage est tombé à son niveau le plus bas. Le taux d'inactivité est élevé.

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

Bulgarie: En février 2019, la Commission a conclu que la Bulgarie connaissait *des déséquilibres* liés notamment à des fragilités dans le secteur financier ainsi qu'à un endettement élevé et à la présence de prêts non performants dans le secteur des entreprises. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

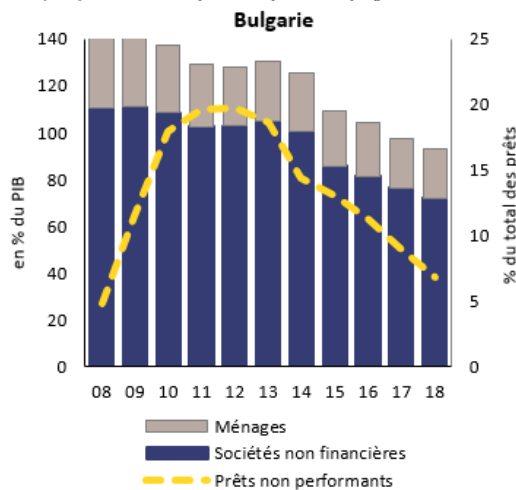
La position extérieure de l'économie s'est encore renforcée, étant donné que l'excédent de la balance courante a augmenté et que la position extérieure globale nette négative – qui approche maintenant du seuil – s'est rapidement améliorée. Même si des gains cumulés en termes de parts de marché à

Graphique A1: dette par secteur économique



Source: Eurostat et BCE

Graphique A2: dette privée et prêts non performants en Bulgarie (2008-2018)



Source: Eurostat et BCE

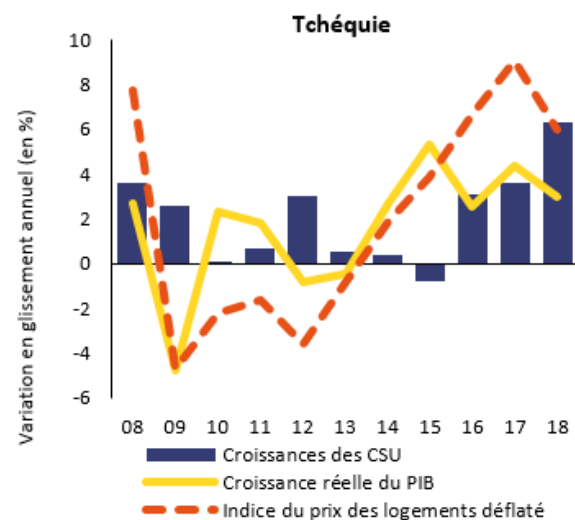
l'exportation ont été observés, le marché du travail tendu et les pénuries de main-d'œuvre qualifiée ont entraîné les salaires à la hausse. En conséquence, la croissance des coûts salariaux unitaires est nettement supérieure au seuil qui justifie un suivi attentif. Dans un contexte économique et financier favorable, le secteur bancaire a globalement renforcé ses ratios de fonds propres et de liquidité. La croissance du crédit est forte et entièrement financée par l'expansion de la base de dépôts. Les prêts non performants continuent de diminuer, mais restent comparativement élevés pour les entreprises non financières et les banques aux capitaux nationaux. Un certain nombre de mesures ont été et sont actuellement mises en œuvre pour renforcer la surveillance bancaire et non bancaire. Toutefois, des problèmes et vulnérabilités persistent en ce qui concerne les déficits de fonds propres dans certains établissements bancaires et des questions en suspens dans le secteur de l'assurance. La dette des entreprises reste relativement élevée, même si elle a considérablement diminué. La dette publique est faible et en baisse. Le prix des logements a continué d'augmenter, mais à un rythme plus lent et en conformité avec les fondamentaux. Le nombre de crédits hypothécaires et de permis de bâtir a fortement augmenté et son évolution future mérite d'être étudiée de près. Le chômage est tombé à des niveaux très bas et le taux d'activité, bien que relativement faible, continue de progresser.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux vulnérabilités subsistant dans le secteur financier. Dans ces conditions, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Tchéquie: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Tchéquie. Dans le tableau de bord actualisé, plusieurs indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir le taux de change effectif réel, la croissance nominale des coûts salariaux unitaires et celle des prix réels des logements.

La balance courante affiche un faible excédent, qui est en baisse, alors que la position extérieure globale nette négative continue de s'améliorer. L'abandon du taux de change plancher en avril 2017 a abouti à une appréciation du taux de change effectif réel, en particulier en 2018. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté de manière significative, du fait de la forte hausse des salaires et des pénuries aiguës sur le marché du travail, mais la tendance à venir devrait être à la décélération. Jusqu'à présent, les parts de marché à l'exportation ont progressé. Cependant, le pays est exposé à des risques liés à la politique commerciale et à la possible perturbation des chaînes de valeur mondiales. La croissance des prix réels de l'immobilier est restée élevée, même si elle a ralenti en 2018 par rapport à 2017. Par ailleurs, la dette du secteur privé, y compris la dette des ménages, est relativement faible. Le secteur bancaire est très solide, avec un taux très faible de prêts non performants. La dette publique continue de diminuer, tandis que le budget de l'État est excédentaire depuis 2016. Le taux de chômage a poursuivi son recul et le marché du travail reste très tendu.

Graphique A3: PIB, CSU et prix des logements



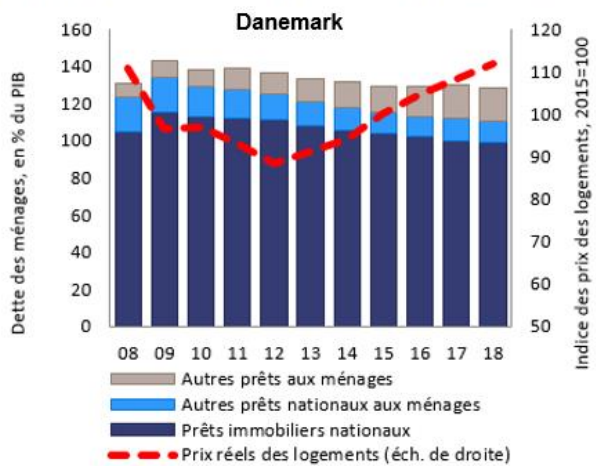
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la compétitivité et aux pressions sur le marché du logement, même si les risques semblent largement limités. Dans ces conditions, la Commission ne réalisera pas – à ce stade – d'analyse approfondie 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 au-delà du seuil indicatif, à savoir la balance courante et la dette privée.

La balance courante continue d'afficher des excédents importants, mais en baisse. L'excédent de la balance courante s'est récemment réduit, étant donné que les entreprises ont moins épargné et ont investi davantage sur le marché intérieur. Les excédents consécutifs se sont traduits par une position extérieure globale nette largement positive générant un revenu primaire net positif, ce qui renforce le solde positif de la balance courante. La croissance de la productivité a été modérée, ce qui a pesé sur les indicateurs de compétitivité-coûts, et les parts de marché à l'exportation ont accusé des pertes limitées. L'épargne des ménages a augmenté, ce qui s'explique par les besoins de désendettement et les mesures macroprudentielles destinées à restreindre les prêts à risque. Parallèlement, l'accumulation de la dette continue d'être soutenue par un faible coût de financement et par un traitement fiscal favorable. Dans l'ensemble, la dette des ménages reste la plus élevée de l'UE en pourcentage du PIB, malgré une lente tendance au désendettement. À l'inverse, l'endettement des entreprises est peu important. Les prix réels de l'immobilier sont en hausse et suivent un rythme continu mais modéré, alors que les indicateurs de valorisation témoignent d'une certaine surévaluation. La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer et la croissance de l'emploi reste solide. Les pénuries de main-d'œuvre sont très répandues, mais elles se sont récemment atténuées, ce qui se traduit par un relâchement de la pression à la hausse sur les salaires.

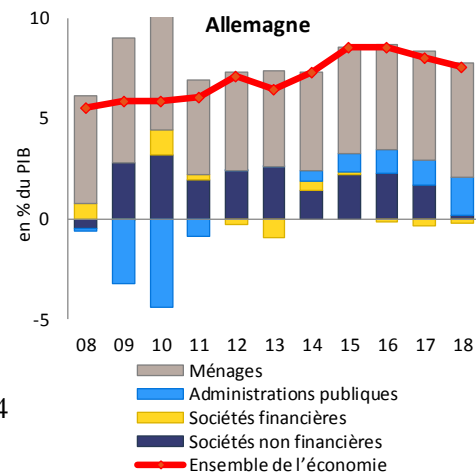
Graphique A4: dette des ménages et indice des prix des logements



Source: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à l'excédent extérieur et à la dette élevée des ménages, y compris dans le secteur du logement, même si les risques semblent limités. Dans ces conditions, la Commission ne réalisera pas – à ce stade – d'analyse approfondie dans le cadre de la PDM.

Graphique A5: capacité/besoin de financement par secteur



Source: Eurostat

secteur public. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir le solde de la balance courante, le taux de change effectif réel et la dette publique.

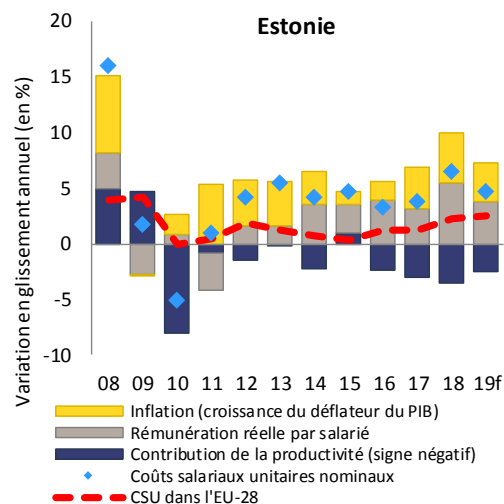
La balance courante continue d'afficher un très large excédent, même si elle a accusé une légère baisse en 2018. Si le commerce extérieur s'est affaibli, on observe une évolution vers une croissance axée davantage sur la demande intérieure. L'excédent de la balance courante devrait donc continuer à se réduire, mais en restant à un niveau élevé, contribuant ainsi à renforcer encore la position extérieure globale nette, qui est déjà largement positive. La faiblesse de la croissance de la productivité a contribué à l'augmentation des coûts salariaux unitaires et le taux de change effectif réel a poursuivi son appréciation. La croissance de la rémunération nominale s'est accélérée, également en raison d'effets ponctuels de l'action publique, dans un contexte de resserrement du marché du travail, et elle devrait être modérée à court terme. La croissance des exportations a connu un net ralentissement en 2018, qui s'est accompagné de pertes limitées de parts de marché à l'exportation sur une base annuelle. Les prix réels des logements et les coûts de construction ont affiché une hausse, ce qui mérite une attention particulière, tout comme les disparités régionales en matière de prix et de disponibilité des logements. Les investissements immobiliers ont continué d'augmenter mais ils accusent toujours un retard par rapport aux besoins de logements dans les zones métropolitaines. La croissance du crédit se renforce peu à peu. La dette publique a continué de baisser et devrait passer sous le seuil de 60 % du PIB d'ici à 2019. Parallèlement, le retard en matière d'investissements publics reste important, même si les investissements ont progressé depuis quelques années. Le chômage global, le chômage des jeunes et le chômage de longue durée se situent à un niveau historiquement bas, mais d'autres améliorations de la situation du marché du travail ont marqué le pas.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle des problèmes liés à l'excédent persistant de l'épargne par rapport à l'investissement, ce qui se reflète dans un excédent courant élevé qui diminue progressivement, soulignant la nécessité de poursuivre le rééquilibrage. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

Estonie: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté en Estonie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir le taux de change effectif réel et la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

La balance courante présente un excédent stable, tandis que la position extérieure globale nette négative s'est améliorée. L'appréciation du taux de change effectif réel s'est accélérée en 2018, ce qui a eu pour effet de placer l'indicateur au-delà du seuil. La croissance des coûts salariaux unitaires s'est également accélérée en raison des tensions d'origine interne sur les prix et les salaires, en particulier dans le secteur public, sous l'effet d'un marché du travail tendu. Les parts de marché à l'exportation ont affiché de faibles gains cumulés. Les emprunts du secteur public et du secteur privé ainsi que les niveaux d'endettement sont relativement faibles. En outre, la dette du secteur privé a continué de baisser, du fait de la poursuite d'une dynamique de désendettement. La croissance des prix réels de l'immobilier a ralenti pour atteindre des niveaux modérés. Le marché du travail tendu se traduit par un taux de chômage relativement faible et par un taux d'activité très élevé par rapport aux autres pays de l'UE.

Graphique A6: *décomposition des coûts salariaux unitaires*



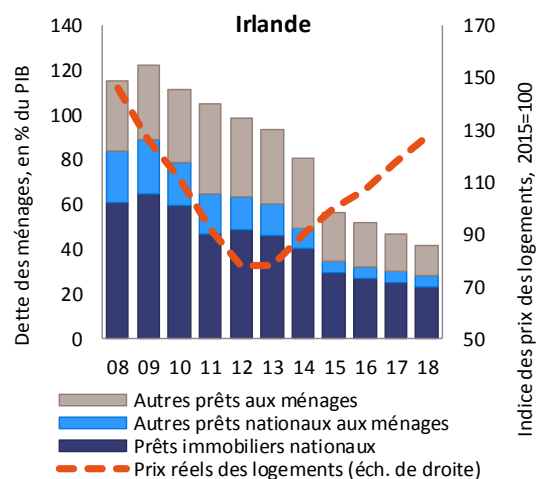
Source: services de la Commission

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux coûts salariaux unitaires nominaux et au taux de change effectif réel, qui n'entraînent toutefois que des risques limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Irlande: En février 2019, 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. 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 privée, la dette publique et la croissance des prix réels des logements.

La balance courante est passée d'une position globalement équilibrée en 2017 à un excédent important en 2018. Cette forte variation s'explique principalement par les activités des entreprises multinationales. Une mesure modifiée de la balance courante, qui rend mieux compte de l'activité économique nationale, suggère un excédent plus faible en 2018. La PEGN demeure très négative, notamment en raison des activités des entreprises multinationales et d'un centre financier offshore important ayant des liens limités avec l'économie nationale. Grâce à la vigueur de la croissance économique, le ratio de la dette publique au PIB

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



Source: Eurostat et BCE

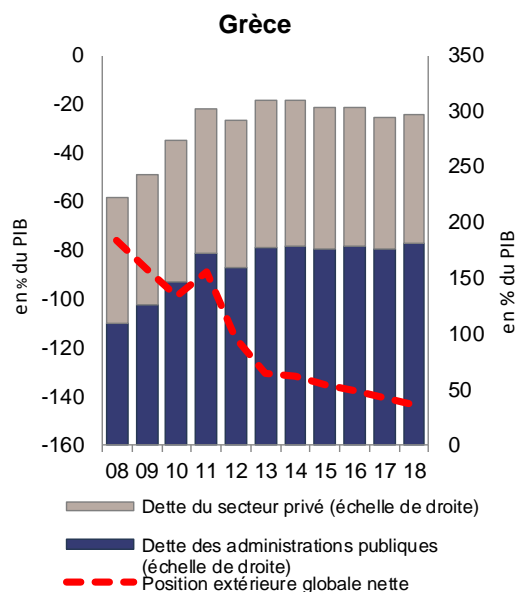
s'infléchit, mais le niveau d'endettement demeure élevé. La dette privée reste très importante même si elle a poursuivi sa diminution. Les ménages ont continué à réduire leur endettement et les banques irlandaises ont diminué leurs expositions aux entreprises nationales, ce qui indique une poursuite du désendettement des entreprises. Si la croissance des prix réels de l'immobilier s'est poursuivie en 2018, elle a considérablement ralenti au cours de l'année. Toutefois, l'accès à des logements abordables reste un sujet de préoccupation. Le ratio de prêts non performants a diminué régulièrement au cours des dernières années et les banques sont bien capitalisées, mais les niveaux de provisionnement sont relativement faibles. La rentabilité des banques, quoiqu'encore faible, s'améliore progressivement. Le chômage continue de diminuer et est proche des niveaux d'avant la crise.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la volatilité de la position extérieure et à l'encours de la dette privée et de la dette publique, ainsi qu'au marché du logement. Dans ces conditions, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Grèce: En février 2019, la Commission a conclu que la Grèce connaissait *des déséquilibres macroéconomiques excessifs*, liés notamment au niveau élevé de la dette publique, à une position extérieure négative et à une proportion importante de prêts non performants, dans un contexte de chômage toujours élevé, bien qu'en diminution, et de croissance potentielle faible. 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 brute et le taux de chômage.

La position extérieure fortement négative de la Grèce est due, dans une large mesure, à des passifs nets, en particulier pour ce qui est de la dette publique extérieure, qui est principalement détenue par des créanciers du secteur public à des conditions très favorables. Une croissance modérée du PIB nominal et un solde des opérations courantes négatif qui s'est encore creusé en 2018 empêchent l'encours important des engagements extérieurs nets de se résorber plus rapidement. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont affiché une croissance positive en 2018 dans le contexte d'une croissance atone de la productivité du travail. Des augmentations des salaires ont entraîné une nouvelle hausse du taux de change effectif réel, tandis que des gains de parts de marché à l'exportation ont été enregistrés en 2018 pour la deuxième année consécutive. La dette publique est très élevée, même si elle devrait progressivement diminuer au cours des années à venir, sa soutenabilité reposant sur les mesures d'allègement décidées en 2018 par les partenaires européens. Les prix réels des logements sont repartis à la hausse en 2018, après une décennie de baisse. La croissance du crédit du secteur privé est négative, étant donné que le désendettement se poursuit, tandis que le niveau élevé des encours de prêts non performants diminue lentement. Le chômage est en recul mais reste très élevé, notamment le chômage de longue durée et le chômage des jeunes.

Graphique A8: PEGN, dette privée et dette publique



Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au niveau élevé de la dette publique, à la position extérieure globale négative et à un encours élevé de prêts non performants, le tout dans un contexte de chômage élevé, de faible croissance de la productivité et d'atonie de l'investissement. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques macroéconomiques persistent et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

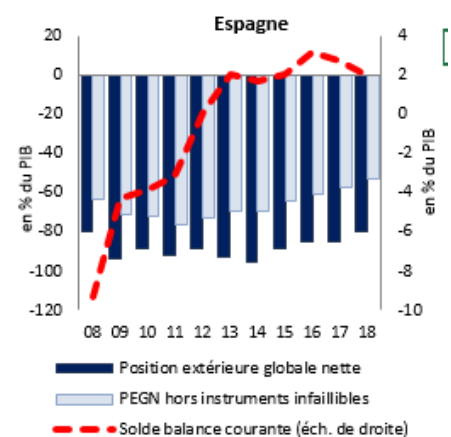
Espagne: En février 2019, la Commission a conclu que l'Espagne connaissait *des déséquilibres macroéconomiques*, liés au niveau élevé de la dette extérieure et intérieure, tant privée que publique, sur fond de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), l'endettement public, l'endettement privé, le taux de chômage et le déclin du taux d'activité.

La balance courante est restée constamment excédentaire, même si elle s'est contractée en 2018. La PEGN a continué de s'améliorer, mais demeure très négative. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement augmenté, dans un contexte de croissance de la productivité proche de zéro. Les gains relatifs de compétitivité-coûts ont été la principale source de gains de compétitivité depuis la crise. En dépit d'une certaine dégradation en 2018, partiellement due à des facteurs transitoires, les exportations ont connu une croissance modérée, et les parts de marché à l'exportation sont restées globalement stables. La dette du secteur privé a continué de se réduire tout au long de 2018, mais le désendettement reste une nécessité. La diminution du ratio de la dette des entreprises au PIB s'est poursuivie, mais a ralenti avec la croissance légèrement positive des nouveaux crédits, tandis que, pour les ménages, le ratio de la dette au PIB a également continué de décroître, bien que la croissance du crédit soit devenue positive en 2018. Les prix réels des logements ont continué d'augmenter, et la sous-évaluation semble toucher à sa fin. Au cours des dernières années, la forte croissance économique a été le principal moteur de la réduction du déficit public, mais l'endettement public toujours élevé ne baisse que lentement en raison de la persistance des déficits. Bien qu'il recule rapidement, le chômage demeure très élevé et supérieur à ses niveaux d'avant la crise, en particulier parmi les jeunes et les travailleurs non qualifiés.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la position extérieure et à l'endettement public et privé, dans un contexte de chômage élevé et de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

France: En février 2019, la Commission a conclu que la France connaissait *des déséquilibres macroéconomiques*, liés notamment à une dette publique élevée et à un dynamisme insuffisant de la compétitivité, dans un contexte de faible croissance de la productivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la dette publique et la dette privée.

Graphique A9: PEGN et balance courante

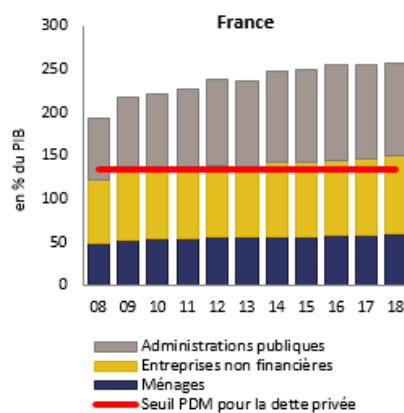


Source: services de la Commission

La balance courante enregistre un déficit stable et contenu, tandis que la position extérieure globale nette est légèrement négative. Les parts de marché à l'exportation sont restées stables en 2018, tant sur une base annuelle que sur la base de l'indicateur quinquennal. La croissance des coûts salariaux unitaires est contenue et inférieure à la moyenne de la zone euro, en dépit de la faible progression de la productivité de la main-d'œuvre. La dette publique s'est stabilisée à un niveau record en 2018, ce qui confirme l'étroitesse de la marge budgétaire disponible pour affronter de futurs chocs. Les flux de crédit privés sont restés relativement dynamiques, si bien que le ratio élevé de la dette privée au PIB a légèrement augmenté. L'endettement des entreprises non financières a dépassé le niveau suggéré par les fondamentaux, tandis que celui des ménages a été plus contenu. Les prix réels des logements ont augmenté à un rythme modéré, quoique régulier, ces dernières années, et les signes d'une possible surévaluation demeurent perceptibles. Le secteur bancaire apparaît résilient, mais la conjugaison d'un endettement public et d'un endettement privé tous deux élevés pourrait induire des risques. En outre, la faiblesse actuelle des taux d'intérêt pourrait peser sur la rentabilité des banques. Le taux de chômage, qui a encore reculé, est désormais inférieur au seuil. L'embellie s'est poursuivie au niveau du chômage de longue durée et parmi les jeunes.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au fort endettement et à une compétitivité faible, quoique stabilisée, sur fond de médiocre croissance de la productivité. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Graphique A10: ventilation de la dette par secteur de l'économie



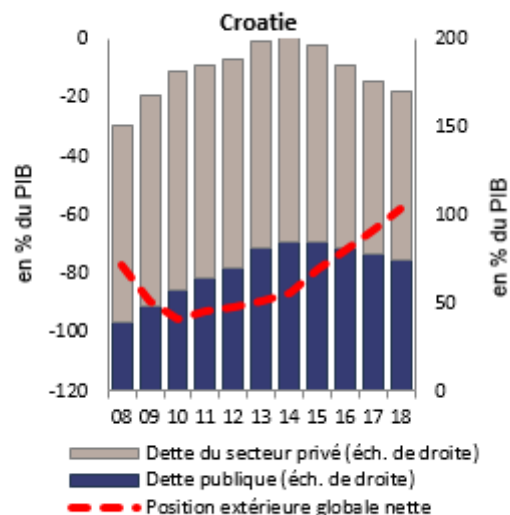
Source: Eurostat

Croatie: En février 2019, la Commission a conclu que la Croatie connaissait *des déséquilibres macroéconomiques*, liés notamment au niveau élevé de la dette publique, de la dette privée et de la dette extérieure, 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), l'endettement public, le taux de chômage et le déclin du taux d'activité.

La PEGN négative s'est sensiblement rétrécie du fait des excédents continus de la balance courante, mais demeure importante. La croissance des coûts salariaux unitaires est devenue positive en 2018, en raison d'une très faible progression de la productivité de la main-d'œuvre. Les gains de parts de marché à l'exportation ont été continus depuis 2013, mais ils connaissent désormais un repli. La dette publique est élevée, mais sur une trajectoire descendante que favorisent de légers excédents budgétaires. L'endettement des ménages et celui des entreprises poursuivent leur décre, mais demeurent relativement élevés. D'une manière générale, une portion substantielle de la dette est libellée en devises, ce qui génère des risques de change. Si la faible croissance du crédit contribue à la réduction des niveaux d'endettement privé, le plus fort recours à des prêts en espèces non affectés parmi les ménages suscite des inquiétudes. Dans le même temps, le secteur financier reste plombé par des encours élevés, quoiqu'en recul, de prêts non performants et certaines expositions en devises. Le taux de chômage recule rapidement, mais reste relativement élevé. Le taux d'activité reste durablement bas, tandis que la population en âge de travailler diminue. Cette situation, conjuguée à la faible croissance de la productivité et particulièrement pour une économie en rattrapage, entrave la croissance potentielle.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au stock d'engagements extérieurs, à l'endettement public et privé et au fort encours de prêts non performants, dans un contexte de chômage toujours élevé et de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Graphique A11: PEGN, dette privée et dette publique



Source: Eurostat

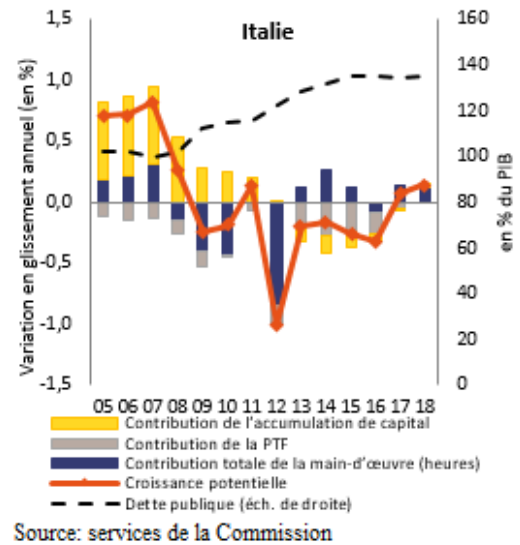
Italie: En février 2019, la Commission a conclu que l'Italie connaissait *des déséquilibres macroéconomiques excessifs*, comportant notamment des risques liés au très fort endettement public et à l'atonie persistante de la productivité, dans un contexte d'encours toujours important de prêts non performants et de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, la dette publique et le taux de chômage dépassent toujours le seuil indicatif.

La position extérieure est stable, avec une position extérieure globale nette proche de l'équilibre, tandis que la balance courante est excédentaire. L'excédent de la balance courante est partiellement lié à la faiblesse de la demande intérieure ainsi que de la croissance des salaires. La stagnation de la productivité pèse sur la compétitivité hors coûts et la croissance du PIB potentiel, avec des répercussions sur le désendettement public. La faible croissance de la productivité s'explique par les bas niveaux d'investissement et d'innovation, un environnement non favorable aux entreprises, des difficultés de financement, un manque de main-d'œuvre hautement qualifiée et des glissements sectoriels. La croissance des coûts salariaux unitaires est contenue, tandis que les parts de marché à l'exportation sont globalement stables. Le ratio de la dette publique au PIB a augmenté en 2018 et risque de croître encore en 2019, dans un contexte de médiocres perspectives économiques et de détérioration du solde primaire. Du côté positif, les rendements souverains ont fortement diminué. L'assainissement des bilans bancaires a nettement progressé avec la diminution de l'encours des prêts non performants, mais le crédit aux entreprises non financières reste faible. Le secteur financier demeure vulnérable, en particulier les banques de petite et moyenne taille, qui détiennent encore des stocks importants de prêts non performants hérités du passé et sont davantage exposées au risque souverain que les grandes banques. Les niveaux de chômage et d'emploi ont évolué favorablement. Le taux de chômage reste cependant élevé, en particulier chez les jeunes et pour le chômage de longue durée, tandis que la participation au marché du travail est faible, en particulier chez les femmes, ce qui engendre des risques en termes d'employabilité future et de croissance.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au fort endettement public, à la faible croissance de la productivité, à la faible performance du marché du travail et aux vulnérabilités du secteur bancaire, problèmes qui freinent la croissance potentielle, avec des répercussions sur le désendettement public. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques macroéconomiques persistent et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Chypre: En février 2019, la Commission a conclu que Chypre connaissait *des déséquilibres macroéconomiques excessifs*, liés notamment à un volume très important de prêts non performants et à un encours élevé de dette privée, publique et extérieure, dans un contexte de chômage encore assez fort et de faible croissance potentielle. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs

Graphique A.12: croissance potentielle et dette publique



dépassent toujours le seuil indicatif, à savoir le solde de la balance courante, la position extérieure globale nette (PEGN), la dette du secteur privé, la dette publique et le taux de chômage.

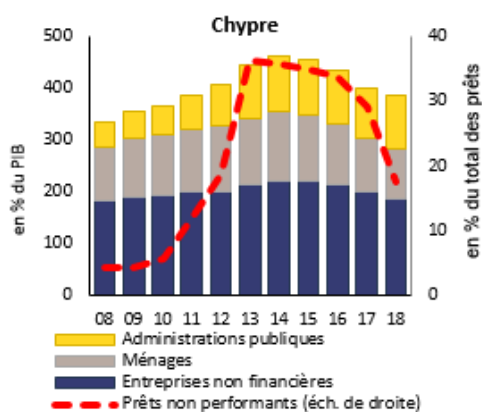
La balance courante est restée très déficitaire en 2018, sous l'effet d'une forte demande intérieure et d'une épargne négative chez les ménages. La dynamique de la balance courante n'est pas de nature à garantir une position extérieure globale nette prudente, même compte tenu de la présence d'entités ad hoc. La croissance des coûts salariaux unitaires est contenue, tandis que les parts de marché à l'exportation étaient stables en 2018. La dette privée est parmi les plus élevées de l'Union européenne, tant pour les ménages que pour les entreprises, et les flux de crédit restent positifs. S'il a fortement diminué en 2018, le ratio des prêts non performants dans le secteur bancaire demeure très élevé. Le soutien public à la vente de Cyprus Cooperative Bank a eu un effet de hausse ponctuelle sur la dette publique en 2018. Pour l'avenir, la dette publique devrait néanmoins reprendre sa trajectoire descendante, grâce à des résultats budgétaires qui resteraient favorables. Le chômage poursuit sa décline et devrait continuer à diminuer dans un contexte de forte croissance économique.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la dette extérieure, à l'endettement public et privé et aux vulnérabilités du secteur financier. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques macroéconomiques persistent et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Lettonie: *Aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté dans le cas de la Lettonie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la croissance des coûts salariaux unitaires et celle des prix réels des logements.

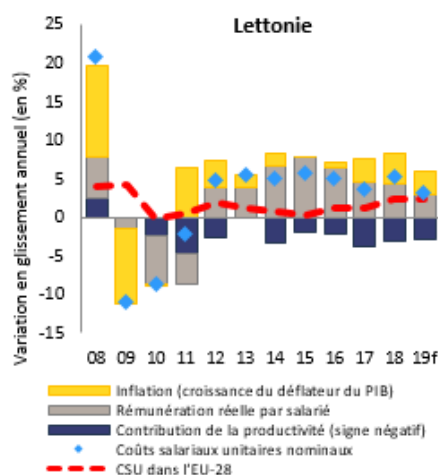
La balance courante est redevenue légèrement déficitaire en 2018, mais la PEGN négative, essentiellement liée à la dette publique et aux investissements directs étrangers, a continué à s'améliorer à un rythme relativement rapide. Les indicateurs de la compétitivité-coûts semblent se dégrader, alors que le taux de change effectif réel s'est apprécié et que les coûts salariaux unitaires ont continué de croître assez fortement en raison de la progression soutenue des salaires. La pression sur les salaires devrait persister en raison de la diminution de la main-d'œuvre. Parallèlement, l'expansion des parts de marché à l'exportation a ralenti, mais les gains cumulés demeurent positifs. La croissance des prix réels des logements est dynamique et a quelque peu

Graphique A13: dette et prêts non performants



Sources: Eurostat et BCE

Graphique A14: décomposition des coûts salariaux unitaires



Source: services de la Commission

accélééré en 2018, ce qui impose de prêter attention aux pressions qui s'exercent sur le marché immobilier, même si celui-ci ne trahit pas encore de signes clairs de surévaluation. Le désendettement du secteur privé se poursuit, avec une croissance du crédit qui reste modérée, tandis que la dette publique est faible et en baisse modérée. Sur le marché du travail, le chômage continue à décroître, et le taux d'activité à augmenter.

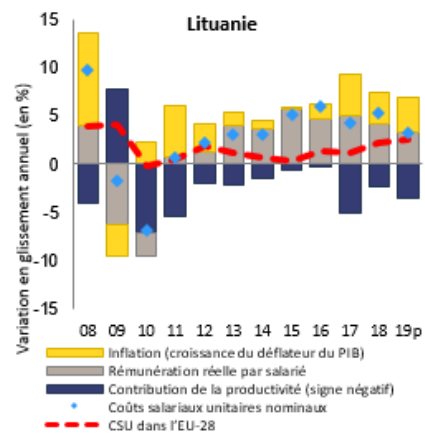
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux pressions qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre et à la compétitivité-coûts, mais les risques apparaissent limités. La Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Lituanie: *Aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté en Lituanie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir le taux de change réel et la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

La balance courante est globalement à l'équilibre, tandis que la PEGN, qui est principalement le reflet de la dette publique et des IDE, a continué de s'améliorer et se situe maintenant en-deçà du seuil. Les coûts salariaux unitaires ont continué de croître à un rythme relativement élevé, en raison de la forte hausse des salaires imputable à un marché du travail tendu et à certains changements réglementaires, dont une augmentation relativement rapide du salaire minimum depuis 2016. En outre, le taux de change effectif réel a connu une appréciation relativement forte en 2018 et a dépassé le seuil. Les risques pour l'avenir semblent toutefois atténués par le ralentissement de la progression des salaires nominaux sur fond de croissance robuste de la productivité. Les gains de parts de marché à l'exportation se sont poursuivis à un rythme soutenu. Les niveaux de la dette publique et de la dette privée demeurent relativement faibles et stables, avec une croissance positive du crédit. Les prix réels des logements ont augmenté de façon prononcée mais leur hausse n'excède pas le seuil fixé dans le tableau de bord. Le taux de chômage reste faible.

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

Graphique A15: décomposition des coûts salariaux unitaires



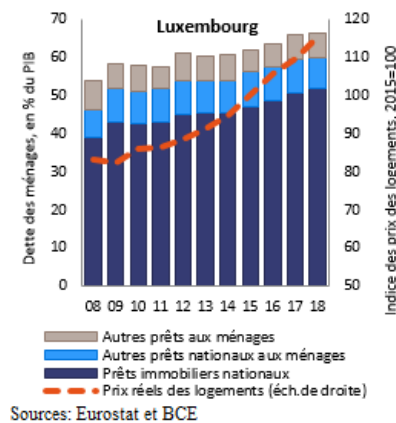
Source: services de la Commission

Luxembourg: *Aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté au Luxembourg lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, l'indicateur de la dette privée dépasse le seuil indicatif.

La position extérieure se caractérise par un excédent globalement stable de la balance courante et une position extérieure globale nette positive. Les gains de parts de marché à l'exportation en termes cumulés se sont réduits alors que la croissance des coûts salariaux unitaires a été relativement forte. Pendant de nombreuses années consécutives, les prix réels des logements ont continué de croître à un taux relativement élevé, ce qui mérite 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'endettement élevé des entreprises est principalement lié aux prêts intragroupes transfrontières. La dette des ménages, composée essentiellement de prêts hypothécaires, a atteint un niveau relativement élevé, reflétant la hausse des prix des logements. Les risques pour la stabilité financière sont atténués par la solidité du secteur bancaire. En outre, le marché du travail est solide, avec une forte création d'emplois et un chômage qui se stabilise à un niveau relativement bas. La dette publique reste très faible.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met essentiellement en lumière des problèmes liés à l'augmentation des prix des logements et de la dette des ménages, mais les risques semblent limités à ce stade. Dans ces conditions, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Graphique A16: dette des ménages et indice des prix des logements

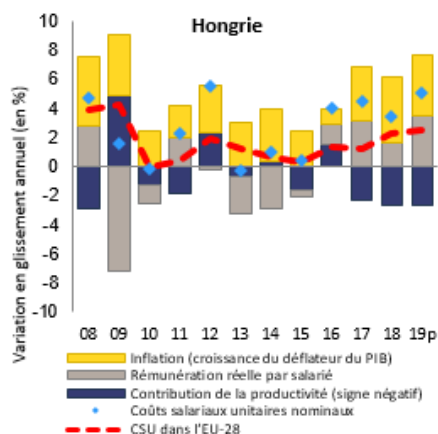


Sources: Eurostat et BCE

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 hausse des coûts salariaux unitaires, la croissance des prix réels des logements et la dette publique.

La PEGN négative affiche une amélioration soutenue, mais l'excédent courant s'érode en raison d'une forte croissance des importations. Les risques de pressions de la demande intérieure nécessitent une attention particulière. La croissance des coûts salariaux unitaires a été très dynamique, étant donné que la croissance de la productivité affiche un retard par rapport aux substantielles augmentations salariales, imputables à un marché du travail tendu et à des mesures administratives. L'appréciation du taux de change effectif réel a été jusqu'ici bridée par une dépréciation progressive de la monnaie en termes nominaux. Toutefois, les perturbations temporaires de l'industrie automobile et de sa chaîne de valeur ont plombé la croissance des parts de marché à l'exportation ces dernières années, et le rôle important de ce secteur peut

Graphique A17: décomposition des coûts salariaux unitaires



Source: services de la Commission

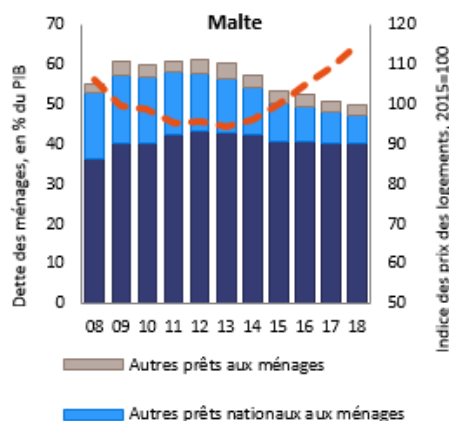
représenter un risque à plus long terme. Les prix réels des logements ont continué à augmenter rapidement. Le volume des nouveaux prêts est en hausse, mais la dette privée en pourcentage du PIB continue de diminuer, en raison de l'amortissement progressif des stocks de prêts accumulés précédemment. La dette publique ne diminue que lentement, en raison de l'orientation budgétaire procyclique suivie ces dernières années. Le chômage a poursuivi sa baisse en 2018 et le marché du travail reste tendu.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux coûts salariaux unitaires, au marché du logement et aux risques éventuels liés à la dépendance à l'égard de l'industrie automobile. Toutefois, les risques à court terme semblent limités. Dans ces conditions, la Commission continuera à suivre la situation, mais n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Malte: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de Malte. Dans le tableau de bord actualisé, l'indicateur de l'excédent courant dépasse le seuil indicatif.

L'excédent courant est resté très élevé en 2018, à un niveau similaire à celui enregistré en 2017. La position extérieure globale nette a diminué légèrement, mais reste fortement positive en raison des activités tournées vers l'international dans le secteur financier et dans le domaine des jeux en ligne. L'évolution modérée des salaires est le principal facteur qui explique la faiblesse persistante de la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux. Le taux de change effectif réel s'est légèrement apprécié. La dette du secteur privé a continué de diminuer en 2018, à la faveur surtout d'une croissance forte du PIB nominal. Les flux de crédit au secteur non financier s'accroissent, mais le crédit aux ménages est resté globalement stable jusqu'en 2018. Le ratio de la dette publique au PIB a continué de diminuer. L'augmentation continue des prix des logements s'est légèrement accélérée en 2018, mais il n'y a pas encore de signes concordants de surévaluation. Les passifs du secteur financier ont diminué en 2018 et le secteur bancaire ne montre pas de signes évidents de fragilité étant donné les cousins de fonds propres dont il dispose. Le marché du travail continue d'afficher de bonnes performances, avec une diminution du chômage, y compris le chômage de longue durée, et une augmentation du taux d'activité.

Graphique A18: dette des ménages et indice des prix des logements



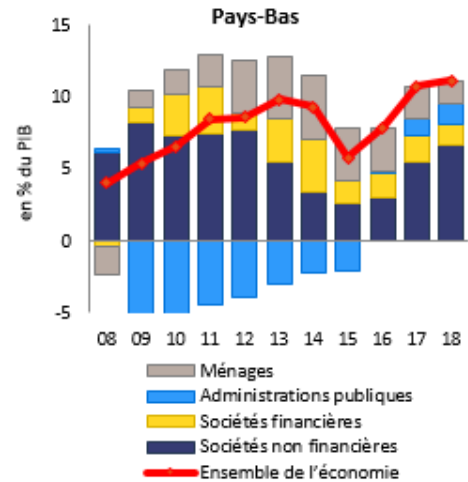
Sources: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière un excédent courant très élevé et une croissance des prix des logements relativement dynamique, mais les risques semblent limités à ce stade. De manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Pays-Bas: En février 2019, la Commission a conclu que les Pays-Bas connaissaient *des déséquilibres macroéconomiques*, notamment liés au niveau élevé du stock de dette privée et à l'ampleur de l'excédent courant. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la balance des opérations courantes, la dette privée et la croissance des prix réels des logements.

L'excédent de la balance courante est très élevé et reste largement supérieur au seuil fixé dans le tableau de bord. Tous les secteurs économiques – ménages, administrations publiques et entreprises – contribuent à l'excédent. L'augmentation de l'excédent courant observée ces dernières années s'explique principalement par l'excédent d'épargne des sociétés non financières dû à une rentabilité relativement élevée et à un taux d'investissement intérieur relativement faible. La croissance des coûts salariaux unitaires est limitée, étant donné que la croissance des salaires s'est redressée mais reste modérée et que la croissance de la productivité stagne. La dette privée en pourcentage du PIB continue de diminuer progressivement, mais reste bien supérieure au seuil fixé dans le tableau de bord. Le niveau élevé de la dette des entreprises s'explique en premier lieu par l'endettement intragroupe de multinationales. La dette des ménages en particulier est très élevée, ce qui est imputable principalement à la fiscalité avantageuse pour les propriétaires occupants et au fonctionnement sous-optimal du marché locatif. Tandis que la dette des ménages en pourcentage du PIB s'inscrit sur une trajectoire descendante, la dette nominale a continué de croître en 2018 sur fond de nouvelle accélération de la forte reprise du marché du logement. En conséquence, la croissance des prix réels des logements s'est accentuée en 2018 et a atteint un niveau supérieur au seuil fixé dans le tableau de bord. Le ratio de la dette publique au PIB est relativement faible et orienté à la baisse. Le chômage a également diminué, avec une forte croissance de l'emploi.

Graphique A19: capacité/besoin de financement par secteur



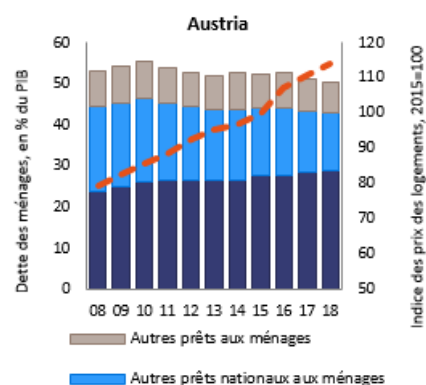
Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au fort endettement des ménages, lui-même lié au marché du logement, et à l'excédent important d'épargne nationale. Dans ces conditions, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

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, l'indicateur de la dette publique dépasse le seuil indicatif.

L'excédent courant est resté modéré et globalement stable en 2018, tandis que la position extérieure globale nette est restée légèrement positive. Des gains de parts de marché à l'exportation ont été enregistrés. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté en raison d'une croissance des salaires plus forte que celle de la productivité, mais ils sont restés relativement limités dans l'ensemble. Les prix réels des logements ont poursuivi leur trajectoire à la hausse, mais leur croissance s'est encore ralentie. Si cela mérite d'être surveillé, l'augmentation des prix ne semble pas induite par le crédit. Par ailleurs, les ratios d'endettement des entreprises et des ménages continuent de diminuer. La dette publique a également continué de diminuer, à la faveur d'une croissance économique forte et du processus en cours de liquidation des actifs d'établissements financiers nationalisés. La situation du secteur bancaire s'est encore améliorée, en raison notamment de la reprise observée dans les pays voisins. Compte tenu de ces conditions économiques favorables et de la forte croissance de l'emploi, le taux de chômage a sensiblement diminué.

Graphique A20: dette des ménages et indice des prix des logements



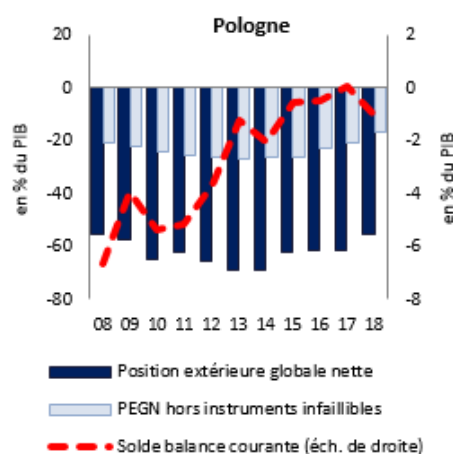
Sources: Eurostat et BCE

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au secteur du logement, mais les risques semblent limités. Dans ces conditions, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Pologne: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Pologne. Dans le tableau de bord actualisé, l'indicateur de la position extérieure globale nette (PEGN) dépasse le seuil indicatif.

La balance courante, qui était légèrement excédentaire en 2017, est devenue légèrement déficitaire en 2018, tandis que la PEGN négative s'est amenuisée de façon visible, en restant cependant sous le seuil. Les vulnérabilités extérieures demeurent limitées, étant donné que l'investissement direct étranger constitue la plus grande partie des engagements extérieurs. En 2018, les parts de marché à l'exportation ont enregistré de nouveaux gains. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté à un rythme modeste, les hausses salariales substantielles ayant été contrebalancées par une forte croissance de la productivité. La croissance des prix des logements s'est renforcée en 2018; se rapprochant du seuil sans toutefois l'atteindre. Le ratio de la dette privée au PIB pour 2018 est globalement stable. Alors qu'elle atteignait déjà des niveaux relativement bas, la dette publique a encore diminué en pourcentage du PIB, à la faveur d'une croissance soutenue du PIB nominal et d'un faible déficit nominal. Le secteur bancaire est relativement bien capitalisé, liquide et rentable, bien que l'encours des prêts libellés en devises étrangères, en

Graphique A21: PEGN et balance courante



Source: services de la Commission

diminution mais toujours important, reste un facteur de vulnérabilité. La conjoncture du marché du travail étant restée favorable, le taux de chômage a de nouveau baissé pour atteindre un niveau très bas.

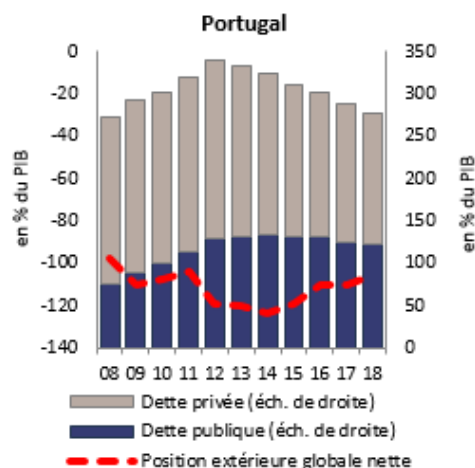
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la position extérieure globale nette, mais les risques sont limités. Dans ces conditions, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Portugal: En février 2019, la Commission a conclu que le Portugal connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à l'encours important des engagements extérieurs nets et des dettes publique et privée, ainsi qu'à une proportion élevée de prêts non performants, dans un contexte de faible croissance de la productivité. 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, la dette privée et la croissance des prix réels des logements.

La position extérieure est fragile, étant donné que la PEGN est fortement négative et que le rythme de l'ajustement est très lent, tandis que le solde de la balance courante s'est détérioré. La compétitivité-prix s'est légèrement dégradée ces dernières années du fait de l'augmentation des coûts salariaux unitaires, les exportateurs continuant cependant à gagner des parts de marché, quoiqu'à un rythme plus lent. La productivité du travail reste faible et ne devrait s'améliorer que de façon marginale dans les prochaines années, ce qui empêche le Portugal de rattraper les pays économiquement plus avancés de la zone euro. Le désendettement du secteur privé se poursuit, mais le niveau de la dette demeure relativement élevé en ce qui concerne tant les entreprises que les ménages. Bien qu'encore très élevée, la dette publique devrait, selon les projections, se maintenir sur une trajectoire de baisse progressive. Le secteur bancaire devient plus résilient, l'encours des prêts non performants demeurant toutefois un sujet de préoccupation malgré sa baisse substantielle en 2017 et 2018. Les prix des logements continuent d'enregistrer une forte croissance, qui s'est accélérée, en particulier dans les segments du marché sur lesquels les activités liées au tourisme ont une incidence. Toutefois, l'encours des prêts hypothécaires est globalement stable, et les activités de construction rattrapent progressivement le niveau de la demande. L'embellie sur le marché du travail s'est poursuivie, et le taux de chômage se situe maintenant en deçà du seuil.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes de déséquilibres dans les variables de stock, notamment en ce qui concerne les dettes extérieure, publique et privée, ainsi que des vulnérabilités du secteur bancaire et une faible croissance de la productivité. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Graphique A22: PEGN, dette privée et dette publique

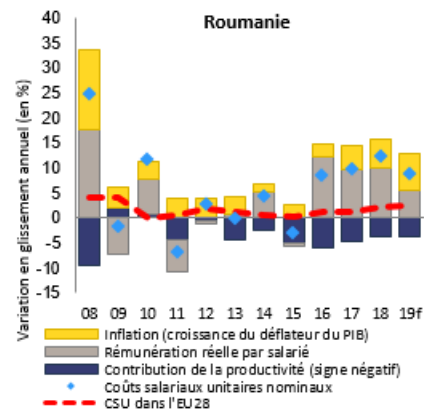


Source: Eurostat

Roumanie: En février 2019, la Commission a conclu que la Roumanie connaissait *des déséquilibres macroéconomiques*, impliquant notamment un risque de perte de compétitivité-coûts, une détérioration constante de la position extérieure et des risques menaçant la stabilité financière. Dans le tableau de bord actualisé, deux indicateurs dépassent le seuil, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

Le déficit important de la balance courante a continué de se creuser en 2018 sous l'effet du niveau élevé des importations et du ralentissement de la croissance des exportations. La PEGN négative, qui consiste essentiellement en des investissements directs étrangers (IDE), s'est améliorée en 2018, à la faveur d'une forte croissance du PIB nominal. En 2018, la Roumanie a continué d'enregistrer de bons résultats à l'exportation, gagnant des parts de marché. La croissance des coûts salariaux unitaires s'est nettement accélérée en 2018, du fait d'une forte progression des salaires, en particulier dans le secteur public. Le passé a montré que la hausse des salaires dans le secteur public était susceptible de se propager au secteur privé, ce qui pourrait entraîner des pertes de compétitivité-coûts. La dette privée, dont le niveau est faible, continue de diminuer, tandis que la croissance du crédit au secteur privé est modérée. L'environnement des entreprises pâtit de modifications fréquentes et imprévisibles de la législation, souvent adoptées sans analyse d'impact ou consultation des parties prenantes au préalable. La dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, est relativement faible, mais elle a cessé de diminuer. Sur le marché du logement, la croissance des prix réels a continué de ralentir en 2018 et reste modérée. Les banques disposent de niveaux de fonds propres et de liquidités satisfaisants. Si les risques pour la stabilité financière induits par la législation antérieure semblent s'être atténués, l'instabilité des politiques et de la législation demeure toutefois source de préoccupation. La baisse du taux de chômage en 2018 témoigne du fait que le marché du travail continue de se tendre, tandis que le taux d'activité est certes très bas mais a continué de s'améliorer.

Graphique A23: décomposition des coûts salariaux unitaires



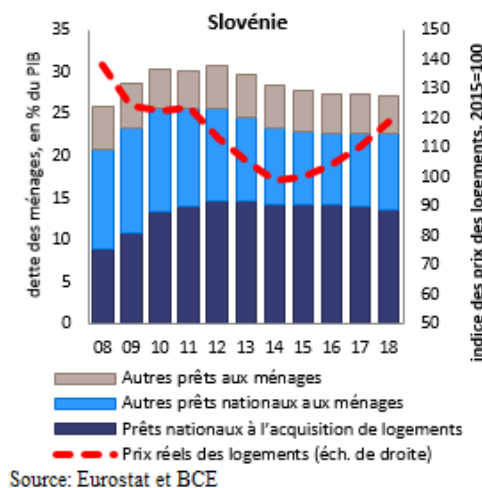
Source: services de la Commission

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la forte hausse des coûts salariaux unitaires et à la détérioration de la position extérieure. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Slovénie: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté dans le cas de la Slovénie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent néanmoins le seuil indicatif, à savoir la dette du secteur public et la hausse des prix du logement.

La balance courante continue d'afficher un solde nettement excédentaire, qui contribue à réduire encore davantage la position extérieure globale nette négative. La progression des salaires a été relativement faible alors que la productivité du travail s'est améliorée, ce qui s'est traduit par une croissance restreinte des coûts salariaux unitaires, tandis que les gains de parts de marché à l'exportation se sont poursuivis. La dette du secteur privé est relativement faible et orientée à la baisse. La croissance du crédit au secteur privé est devenue positive en 2017, mais reste atone. L'investissement est inférieur à la moyenne de l'UE, en particulier en ce qui concerne la construction résidentielle. La croissance des prix

Graphique A24: dette des ménages et indice des prix des logements



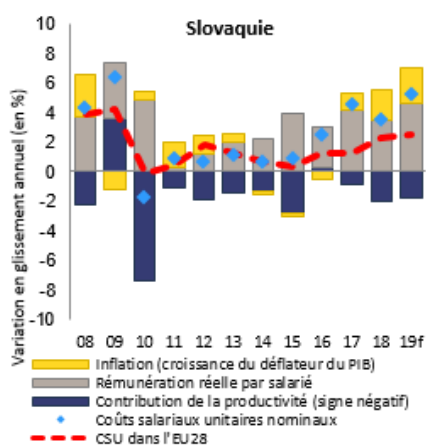
du logement reste forte dans un contexte de pénurie de l'offre, à laquelle il faudra prêter attention. Bien qu'élevé, le ratio de la dette publique au PIB s'inscrit nettement à la baisse. Toutefois, le coût attendu du vieillissement de la population pèse sur la viabilité budgétaire à moyen et à long terme. Le secteur bancaire est stable, et la proportion de prêts non performants continue de diminuer. En ce qui concerne le marché du travail, le chômage poursuit son recul, le taux d'activité n'ayant jamais été aussi élevé.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés principalement à la viabilité des finances publiques et à la croissance des prix du logement, même si les risques semblent limités à ce stade. Dans ces conditions, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Slovaquie: Lors du précédent cycle de la PDM, *aucun déséquilibre macroéconomique* n'avait été constaté dans le cas de la Slovaquie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent néanmoins le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) et la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

Le déficit de la balance courante s'est quelque peu creusé en 2018, mais reste modéré. La PEGN est fortement négative mais stable, tandis que les risques sont limités compte tenu des importants stocks d'IDE entrants liés à l'expansion de l'industrie automobile et au secteur financier. Toutefois, les perturbations temporaires de l'industrie automobile peuvent représenter un risque à plus long terme, compte tenu de l'importance de ce secteur. Les parts de marché à l'exportation ont quelque peu progressé, et le taux de change effectif réel s'est légèrement apprécié après des années de modération. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux s'est nettement accélérée, sous l'effet d'une forte progression des salaires sur un marché du travail très tendu et connaissant d'importantes pénuries de main-d'œuvre, et elle dépasse maintenant le seuil. Les prix du logement ont sensiblement augmenté en 2018, mais il n'y a pas encore de signes manifestes de surévaluation. Le dynamisme du marché du logement a contribué à l'augmentation continue de l'endettement des ménages, dont le niveau de départ était cependant assez faible. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, est bien capitalisé. Le nouveau recul du chômage global et du chômage de longue durée s'est accompagné de hausses du taux de participation au marché du travail.

Graphique A25: 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 potentiels liés à la soutenabilité de la position extérieure, aux pressions salariales internes et aux risques que pourrait comporter la dépendance à l'égard de l'industrie automobile. Toutefois, les risques à court terme semblent limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

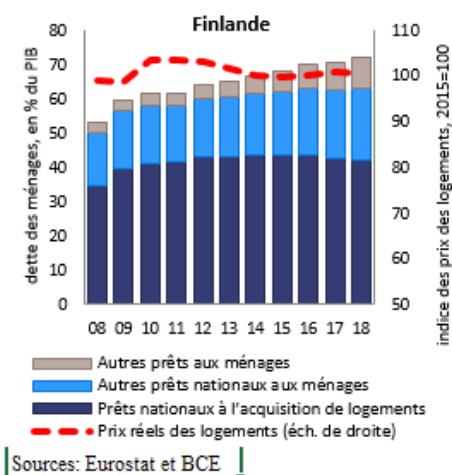
Finlande: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Finlande. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent néanmoins le seuil indicatif, à savoir la dette du secteur privé et l'évolution du total des passifs du secteur financier.

Le déficit de la balance courante s'est creusé en 2018, la balance commerciale étant redevenue déficitaire, tandis que la position extérieure globale nette est équilibrée. Les parts de marché à l'exportation se sont redressées pour la troisième année consécutive, les pertes accumulées continuant à se résorber. Les coûts salariaux unitaires ont enregistré une croissance positive en 2018, et le taux de change effectif réel s'est légèrement apprécié, mais la progression est globalement restreinte. Le ratio de la dette publique au PIB a continué de baisser, la croissance du PIB ayant dépassé celle de la dette, et il se situe maintenant en deçà du seuil. La dette privée reste élevée, mais diminue lentement. Les conditions d'emprunt favorables et les faibles taux d'intérêt continuent de soutenir la croissance du crédit au secteur privé, qui a néanmoins ralenti en 2018. La dette des ménages en pourcentage du PIB est relativement élevée et demeure orientée légèrement à la hausse. Les prix réels des logements sont restés stables en 2018. La croissance modérée des crédits hypothécaires et la diminution du nombre de nouveaux permis de construire réduisent les risques pesant sur la soutenabilité de la dette des ménages. Le secteur financier est bien capitalisé, ce qui limite les risques pour la stabilité financière. La forte augmentation du total de l'actif et du passif du secteur bancaire à la fin de l'année 2018 est liée au transfert du siège d'une banque de la Suède vers la Finlande. Les taux d'emploi et de chômage se sont nettement améliorés en 2018, mais toute nouvelle amélioration devrait être plus lente à l'avenir. Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont baissé en 2018.

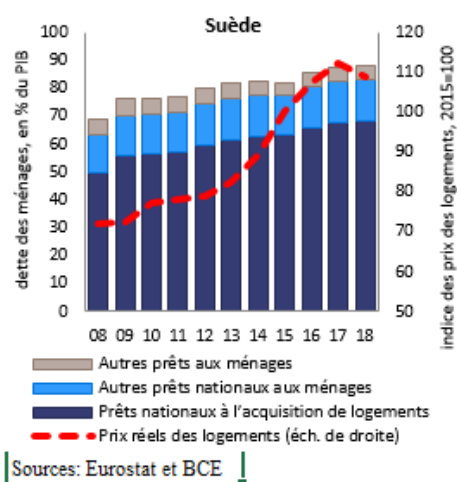
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes persistants liés à la dette du secteur privé, mais les risques restent limités. De manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Suède: En février 2019, la Commission a conclu que la Suède connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à une surévaluation des prix des logements conjuguée à une augmentation continue de la dette des ménages. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la dette du secteur privé et les parts de marché à l'exportation.

Graphique A26: dette des ménages et indice des prix des logements



Graphique A27: dette des ménages et indice des prix des logements



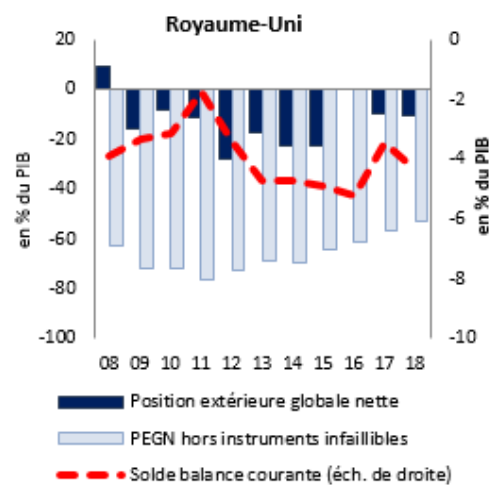
L'excédent de la balance courante a continué de se rétrécir en 2018, tandis que la PEGN s'est accrue et se situe maintenant nettement en territoire positif. Les pertes de parts de marché à l'exportation se sont alourdies en 2018, et le seuil pour cet indicateur est maintenant dépassé. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux s'est accélérée, tandis que le taux de change effectif réel s'est déprécié avec la dépréciation de la couronne suédoise. La dette du secteur privé est élevée, tirée vers le haut par la dette des ménages liée aux crédits hypothécaires. En 2018, l'endettement des ménages s'est encore légèrement alourdi. Les prix des logements ont chuté à la fin de l'année 2017 et sont restés stables en 2018, ce qui implique globalement une croissance négative en 2018 sur une base annuelle; toutefois, ces prix demeurent généralement très élevés et présentent des signes de surévaluation. Les prix des logements et l'endettement des ménages, qui engendrent des risques pour la stabilité macro-économique, sont tirés vers le haut par la fiscalité avantageuse pour les propriétaires de logements, des taux d'intérêt hypothécaires très faibles, des caractéristiques spécifiques du marché hypothécaire et des restrictions du côté de l'offre. Les risques auxquels est exposé le système bancaire semblent limités: la qualité des actifs et la rentabilité demeurent élevées, et la situation financière des ménages est généralement solide, tandis que la politique macro-prudentielle est devenue plus stricte. En 2018, le marché du travail a connu une nouvelle embellie, et le chômage a diminué, mais les évolutions récentes trahissent un essoufflement.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au niveau élevé de la dette privée et au secteur du logement. La Commission juge donc opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

Royaume-Uni: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas du Royaume-Uni. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir le déficit de la balance courante, le taux de change effectif réel, la dette du secteur privé et la dette publique.

Le déficit déjà important de la balance courante s'est encore creusé en 2018, ce qui entraîne d'importants besoins de financement extérieur. Le déficit marqué des échanges de biens et ceux plus modérés des transferts et des revenus des investissements n'ont été que partiellement compensés par le solde excédentaire des échanges de services. En dépit de ces déficits extérieurs persistants, la position extérieure globale nette est proche de l'équilibre, à la faveur notamment de la dépréciation de la livre sterling opérée en 2016. Toutefois, les effets de la dépréciation du taux de change effectif réel et de l'amélioration connexe de la compétitivité-prix sur la balance commerciale ont été décevants, et le Royaume-Uni a enregistré récemment des pertes de parts de marché à l'exportation. Après une période de désendettement modéré à la suite de la crise, la dette du secteur privé en pourcentage du PIB a cessé de baisser, restant à un niveau élevé. En particulier, la dette des ménages demeure importante et continue de justifier une surveillance étroite. Les prix réels des logements se sont stabilisés, mais à un niveau élevé. La dette publique est élevée et globalement stable. La forte croissance de l'emploi a

Graphique A28: PEGN et balance courante



Source: services de la Commission

continué de s'accompagner d'un bas niveau de chômage, mais l'investissement et la productivité du travail sont faibles.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière quelques problèmes liés au volet extérieur de l'économie et à la dette privée. Ces problèmes semblent poser des risques limités pour la stabilité à court terme. De manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Tableau 1.1: Tableau de bord PD

Année 2018	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres internes						Indicateurs de l'emploi ¹		
	Solde balance courante - en % 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 - en % des exportations mondiales (variation sur 5 ans en %)	Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation sur 3 ans en %)	Indice des prix des logements (2015=100), déflaté (variation sur 1 an en %)	Flux de crédits au secteur privé, consolidés (en % du PIB)	Dettes du secteur privé, consolidées (en % du PIB)	Dettes publiques brutes (en % du PIB)	Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	Total des engagements du secteur financier, non consolidé (variation sur 1 an en %)	Taux d'activité - en % de la population totale des 15-64 ans (variation sur 3 ans en pp)	Taux de chômage à long terme - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (variation sur 3 ans en pp)	Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation sur 3 ans en pp)
Seuils	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (hors ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (hors ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Les chiffres surlignés sont ceux qui atteignent ou dépassent le seuil. Flags: b: rupture dans les séries, d: définition différente, e: estimé, p: provisoire.

1) Pour les indicateurs de l'emploi, voir page 2 du RMA 2016. 2) Indice prix des logements e = estimé par BCN pour EL. 3) Coûts salariaux unitaires nominaux HR, d: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure. 4) Taux de chômage pour BE: révision de la méthodologie d'enquête. 5) Dans le total des engagements du secteur financier pour SK, les dérivés sont estimés.

Sources: 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 exportations mondiales en volume de biens et services).

Tableau 2.1: Indicateurs auxiliaires, 2018

Année 2018	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 opérations courantes plus capitaux (capacité ou besoin de financement)	Position extérieure globale nette hors instruments infaisibles (en % du PIB)	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante - flux	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante - stocks	Solde net des échanges de produits énergétiques (en % du PIB)	Taux de change effectif réel - Partenaires commerciaux de la zone euro (variation sur 3 ans en %)	Performance exportations par rapport aux économies avancées (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 %)	Prêts non performants bruts d'entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)	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 des ménages, consolidée (ISLSM incl., en % du PIB)	Levier bancaire consolidé, entités nationales et étrangères (total actifs/total capitaux propres)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Flags: d: définition différente, e: estimé, p: provisoire.

1) Le délai de transmission officiel pour les données 2018 sur les dépenses intérieures brutes en R&D est le 31 octobre 2019 tandis que les données ont été extraites le 25 octobre 2019. 2) Indice des prix des logements e = estimé par BCN pour EL. 3) Productivité du travail pour HR: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure.

Sources: Commission européenne, Eurostat et Direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel), Banque centrale européenne (pour le levier bancaire consolidé et les prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères), et données du Fonds monétaire international, WEO (pour les exportations mondiales en volume de biens et services).

Tableau 2.1 (suite): Indicateurs auxiliaires, 2018

Année 2018	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	
					%	variation sur 3 ans en pp	%	variation sur 3 ans en pp	%	variation sur 3 ans en pp	%	variation sur 3 ans en pp	%	variation sur 3 ans en pp
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Flags: b: rupture dans les séries. d: définition différente. p: provisoire.

1) Taux d'emploi pour HR, d: les données sur l'emploi reposent sur la notion nationale au lieu de la notion intérieure. 2) Jeunes ne travaillant pas et ne suivant pas d'études ni de formation pour PL: changements dans la procédure de pondération. 3) Le délai de transmission officiel pour les données 2018 pour les indicateurs sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC) est le 30 novembre 2019 tandis que les données ont été extraites le 25 octobre 2019.

Sources: Commission européenne, Eurostat.