



Conseil de
l'Union européenne

Bruxelles, le 18 novembre 2016
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

NOTE DE TRANSMISSION

Origine:	Pour le Secrétaire général de la Commission européenne, Monsieur Jordi AYET PUIGARNAU, Directeur
Date de réception:	17 novembre 2016
Destinataire:	Monsieur Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Secrétaire général du Conseil de l'Union européenne
N° doc. Cion:	COM(2016) 728 final
Objet:	RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, À LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE ET AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN - Rapport sur le mécanisme d'alerte 2017 (préparé conformément aux articles 3 et 4 du règlement (UE) n° 1776/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques)

Les délégations trouveront ci-joint le document COM(2016) 728 final.

p.j.: COM(2016) 728 final

Bruxelles, le 16.11.2016
COM(2016) 728 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

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

Rapport sur le mécanisme d'alerte 2017

**(préparé conformément aux articles 3 et 4 du règlement (UE) n° 1776/2011 sur la
prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques)**
{SWD(2016) 354 final}

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) est le point de départ du cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), qui vise à identifier et à traiter les déséquilibres qui entravent le bon fonctionnement des économies des États membres et l'économie de l'UE et peuvent mettre en péril le fonctionnement de l'Union économique et monétaire.

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

À la lumière de ces discussions avec le Parlement européen et des débats au sein du Conseil et de l'Eurogroupe, la Commission réalisera des bilans approfondis pour les États membres concernés. Les conclusions seront prises en compte dans les recommandations par pays émises dans le cadre du semestre européen de coordination des politiques économiques. Les bilans devraient être publiés en février 2017 dans les rapports par pays, en prélude à l'ensemble de recommandations par pays du semestre européen.

1. RESUME

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

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

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

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

Le rapport sur le mécanisme d'alerte met l'accent sur les considérations relatives à la zone euro. Conformément à la communication de la Commission du 21 octobre 2015 intitulée «Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire», le RMA vise aussi à analyser systématiquement les incidences, sur la zone euro, des déséquilibres nationaux, et examine dans quelle mesure ces incidences nécessitent une approche coordonnée des réponses politiques.

L'analyse présentée dans le présent rapport s'inscrit dans le contexte d'une poursuite, encore fragile cependant, de la reprise économique. Selon les prévisions économiques présentées à l'automne 2016 par la Commission européenne, la croissance du PIB réel dans l'UE devrait se chiffrer à 1,8 % en 2016 et revenir à 1,6 % en 2017, dans un contexte de modération de la demande intérieure, notamment de la consommation privée et de l'investissement. Les prévisions de croissance du PIB de la zone euro sont respectivement de 1,7 % et 1,5 % pour 2016 et 2017. L'inflation devrait se maintenir à des niveaux historiquement bas en 2016 et 2017, avec une inflation sous-jacente avoisinant 1 %, malgré l'orientation très accommodante de la politique monétaire. La situation sur les marchés de l'emploi devrait continuer de s'améliorer, puisque les projections laissent entrevoir un recul du taux de chômage dans l'UE, lequel devrait passer de 8,6 % en 2016 à 8,3 % en 2017, selon les estimations. Les vents favorables qui ont porté la reprise jusqu'à présent commencent à retomber (chute des prix du pétrole, dépréciation de l'euro), et des risques persistent en ce qui concerne les perspectives de croissance. Malgré la reprise que connaissent certains marchés émergents, il subsiste des incertitudes concernant le rééquilibrage en Chine et les conséquences de la normalisation de la politique monétaire américaine sur les flux de capitaux internationaux. Les incertitudes liées aux tensions géopolitiques restent importantes, alors que se profilent des risques au niveau de l'environnement politique sur fond de montée du populisme, liée dans certains cas à la détresse sociale, à une lassitude vis-à-vis des réformes et à un renforcement des tendances protectionnistes dans le monde.

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

- **L'ajustement s'est poursuivi dans les pays présentant un déficit extérieur ou endettés vis-à-vis de l'extérieur, tandis que d'importants excédents courants subsistent par ailleurs.** Des progrès significatifs ont été enregistrés parmi les pays créanciers nets en ce qui concerne la correction de leurs déséquilibres extérieurs. Les déficits courants ingérables ont été résorbés dans la quasi-totalité des États membres, notamment grâce à l'ajustement de la compétitivité-coûts réalisé ces dernières années, même si l'encours des passifs extérieurs nets reste important. En revanche, les excédents courants ne sont pas en voie d'ajustement dans tous les pays créanciers nets et continuent même de croître dans certains cas.
- **Le désendettement du secteur privé se poursuit, mais à un rythme lent et inégal, entravé par une faible croissance nominale.** Un certain nombre de pays continuent de présenter une vulnérabilité liée au niveau élevé de leur dette privée, auquel s'ajoute souvent un encours important de dette publique. Le surendettement du secteur privé

obère l'investissement et se traduit par un faible bilan des banques dans certains pays. Le désendettement est en cours mais, dans la plupart des cas, il est plus lent qu'à d'autres périodes, notamment à cause de la faiblesse de la croissance nominale³. De plus, il n'intervient pas toujours là où il serait le plus nécessaire, puisque certains pays très endettés réduisent leur passif plus lentement que les États peu endettés.

- Malgré l'amélioration des ratios de fonds propres, le secteur bancaire rencontre des difficultés du fait de sa baisse de rentabilité et d'un héritage de créances douteuses. Bien que les banques aient globalement amélioré leurs ratios de fonds propres et soient devenues plus résistantes aux chocs, leurs moindres perspectives de rentabilité limitent leur capacité à lever de nouveaux capitaux sur le marché, sur fond d'exigences réglementaires nouvelles en matière de fonds propres. Dans certains pays, les prêts improductifs qui continuent de peser sur leurs bilans réduisent leur capacité de prêt et risquent d'entraîner une mauvaise allocation du capital.
- La hausse des prix des logements s'accélère et doit être surveillée dans certains pays. Après la forte correction à la baisse due aux récessions d'après-crise, les prix des logements sont repartis à la hausse dans la plupart des pays. Malgré la faiblesse des taux d'intérêt, cette augmentation reste très en deçà des taux de croissance enregistrés au milieu des années 2000. L'on constate cependant une forte dynamique des prix dans certains pays, sur fond de surévaluation probable des biens et de progression du crédit net aux ménages, qu'il convient de suivre de près.
- **La situation continue de se redresser sur les marchés du travail, mais la détresse sociale reste une réalité dans certains pays.** Les marchés du travail connaissent depuis la mi-2013 une amélioration qui s'accompagne d'une moindre dispersion des taux de chômage entre États membres, après les écarts majeurs des années antérieures. Toutefois, plusieurs États membres se caractérisent encore par un taux de chômage très élevé et par une stagnation des revenus du travail; la détresse sociale reste une réalité, en particulier dans les pays les plus durement touchés par la crise financière et la crise de la dette.

Il convient de rester particulièrement attentif aux problèmes de rééquilibrage de la zone euro. L'excédent courant de la zone euro a encore augmenté pour atteindre 3,3 % du PIB en 2015 et devrait atteindre 3,7 % du PIB en 2016, la demande agrégée progressant moins vite que la production. Cette faible reprise de la demande agrégée dans la zone euro contribue à la faiblesse de l'inflation et au sous-emploi persistant des ressources. Pour réduire l'encours des engagements extérieurs nets, il faudra que l'amélioration de la balance courante des pays débiteurs nets se poursuive. Par ailleurs, certains pays créanciers nets n'ont pas encore commencé à corriger le déséquilibre de leurs flux extérieurs.

Dans l'ensemble, malgré la poursuite des améliorations, les sources de risques déjà identifiées dans le RMA 2016 se confirment. La correction des déséquilibres extérieurs se poursuit parmi les pays créanciers nets, mais le processus de rééquilibrage reste inégal.

³ Voir, par exemple: FMI, Moniteur des finances publiques, octobre 2016.

L'ajustement des déséquilibres internes en termes de stocks progresse lentement, sur fond de faible croissance nominale, et de manière inégale. Le secteur bancaire doit faire face à de moindres perspectives de rentabilité et à un héritage de prêts non productifs dans certains pays. Les signes de surchauffe du marché du logement ou du marché du travail enregistrés dans certains États membres méritent un suivi.

Des analyses plus complètes et plus détaillées seront réalisées, dans le cadre des bilans approfondis, pour les États membres désignés par le RMA. Comme dans le cycle précédent, les bilans approfondis seront intégrés dans les rapports par pays, qui présentent l'analyse que fait la Commission des défis économiques et sociaux des États membres. Cette analyse alimente ensuite les recommandations spécifiques par pays formulées dans le cadre du semestre européen. Pour réaliser ces bilans, la Commission se fondera sur un large éventail de données et d'informations et tiendra compte de toutes les statistiques, données et faits pertinents. Comme prescrit par la législation, c'est sur la base des bilans approfondis que la Commission déterminera s'il existe ou non des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs et qu'elle préparera ensuite les recommandations politiques destinées à chaque État membre⁴. Les pays pour lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont été constatés lors du précédent cycle de la PDM font maintenant tous l'objet d'un suivi spécifique, modulé en fonction de la gravité des problèmes sous-jacents (encadré 1)⁵.

Encadré 1: Application de la PDM: principales évolutions depuis 2015

Catégorisation des déséquilibres macroéconomiques

Le cycle précédent a vu une rationalisation et une stabilisation des catégories de déséquilibres macroéconomiques, comme l'a indiqué la Commission dans sa communication d'avril 2016 sur le semestre européen et conformément à ce qu'elle avait annoncé dans sa communication d'octobre 2015 intitulée «Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire». Cette rationalisation a consisté à ramener de six à quatre le nombre de catégories possibles (aucun déséquilibre, déséquilibres, déséquilibres excessifs, et déséquilibres excessifs nécessitant une action corrective). Parmi les 19 pays ayant fait l'objet d'un bilan approfondi en 2016, six (Autriche, Belgique, Estonie, Hongrie, Roumanie et Royaume-Uni) ne présentaient aucun déséquilibre, sept (Allemagne, Espagne, Finlande, Irlande, Pays-Bas, Slovaquie et Suède) présentaient des déséquilibres et six (Bulgarie, Chypre, Croatie, France, Italie et Portugal) connaissaient des déséquilibres excessifs.

Suivi spécifique

Le suivi spécifique vise à améliorer la surveillance continue des mesures prises dans le cadre de la PDM. Son but n'est pas de remplacer le suivi global, par la Commission, de la mise en œuvre de réformes selon les recommandations par pays, dont elle rend compte dans les rapports par pays, mais

⁴ Règlement (UE) n° 1176/2011 (JO L 306 du 23.11.2011, p. 25).

⁵ Voir «Semestre européen 2016: évaluation des progrès concernant les réformes structurelles, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) n° 1176/2011» - COM(2016) 95 final/2 du 7.4.2016.

de renforcer les bases de cette évaluation.

Le suivi spécifique a été mis en place pour la première fois en 2013, en réponse aux engagements plus importants qu'avaient pris l'Espagne et la Slovaquie après avoir été considérés comme présentant des déséquilibres excessifs. Il consistait en deux missions suivies de rapports, à l'automne et en hiver, examinés par les comités du Conseil préparant le Conseil ECOFIN (CPE/CEF). L'expérience ayant été positive avec ces deux pays, la Commission a étendu le suivi spécifique, en 2014, à tous les pays présentant des déséquilibres excessifs et à certains pays de la zone euro connaissant des déséquilibres d'importance systémique. En 2016, avec la rationalisation des catégories de la PDM, ce suivi a été étendu à tous les pays enregistrant des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs; il aura lieu une seule fois, à l'automne, et sera modulé en fonction de l'ampleur des défis et de la gravité des déséquilibres observés. D'autres adaptations pourraient être apportées à ce suivi spécifique, si nécessaire, en fonction de l'expérience acquise.

Un bilan approfondi se justifie pour les pays dans lesquels le dernier bilan de ce type a révélé des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs⁶. Il est nécessaire de procéder à un nouveau bilan approfondi pour examiner si les déséquilibres existants, qu'ils soient excessifs ou pas, s'atténuent, persistent ou bien s'accroissent, tout en prêtant dûment attention à la contribution des mesures mises en œuvre par ces États membres pour corriger ces déséquilibres. Les États membres concernés sont l'Allemagne, la Bulgarie, Chypre, la Croatie, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Suède.

Sur la base de la lecture économique du tableau de bord, la Commission ne procédera pas à ce stade à d'autres analyses dans le cadre de la PDM pour les autres États membres. Les pays qui ont cessé de faire l'objet d'une surveillance au titre de la PDM en 2016 (Belgique, Hongrie, Roumanie et Royaume-Uni) ne présentent pas, par rapport à l'an passé, de risques supplémentaires majeurs devant être analysés dans le cadre d'un bilan approfondi en 2017. Un certain nombre de pays n'ayant pas fait récemment l'objet d'une PDM connaissent une dynamique soutenue des prix des logements (Danemark, Luxembourg) et des coûts de main-d'œuvre (Estonie, Lettonie, Lituanie) qui mérite d'être suivie de près, mais n'appelle pas de passage au crible, dans le cadre d'un bilan approfondi, des facteurs de vulnérabilité et des risques qu'elle représenterait pour l'ensemble de l'économie. Dans le cas de la Grèce, la surveillance des déséquilibres et le suivi des mesures correctives se poursuit dans le cadre du programme d'assistance financière. Globalement, le rapport sur le mécanisme d'alerte appelle donc à un bilan approfondi pour 13 États membres, au lieu de 19 lors du cycle précédent. Parmi les pays n'ayant pas fait l'objet d'un bilan approfondi lors du cycle précédent, aucun n'y sera soumis en 2017.

⁶ Voir «Semestre européen 2016: évaluation des progrès concernant les réformes structurelles, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) n° 1176/2011» - COM(2016) 95 final/2 du 7.4.2016. Pour l'ensemble des recommandations par pays adoptées par le Conseil, notamment celles qui sont liées à la PDM, voir le JO C 299 du 18.8.2016.

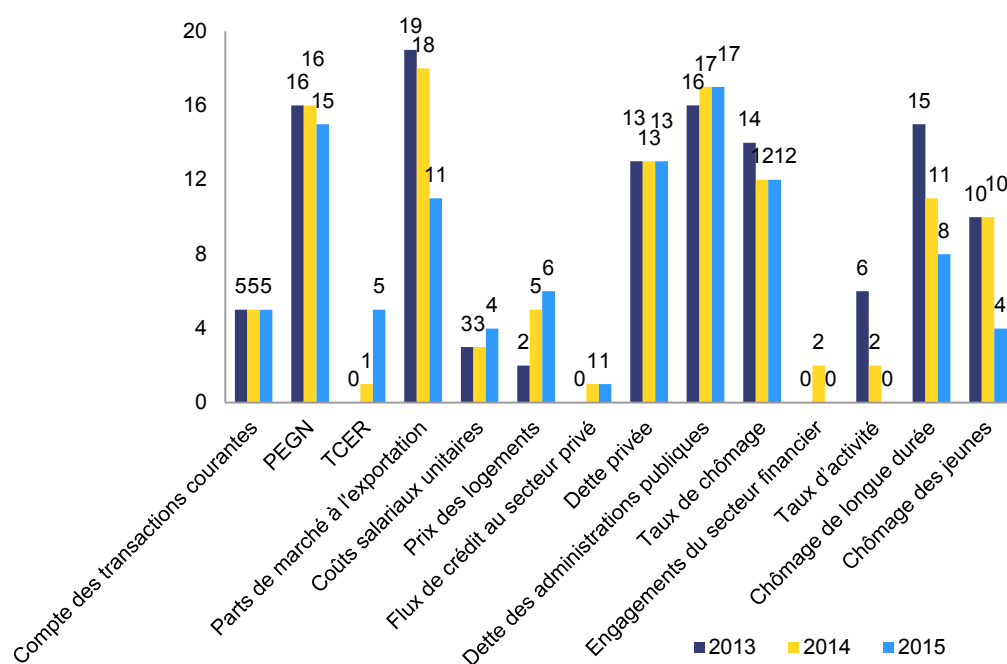
2. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: PRINCIPALES EVOLUTIONS DANS LES DIFFERENTS PAYS

Le rapport sur le mécanisme d'alerte s'appuie sur une lecture économique du tableau de bord d'indicateurs. Le tableau de bord d'indicateurs et les seuils indicatifs du RMA constituent un filtre permettant de détecter les premiers signes d'éventuels risques et vulnérabilités méritant un examen plus approfondi. Le tableau de bord contient un ensemble d'indicateurs et de seuils de référence dans plusieurs domaines dont: la position extérieure, la compétitivité, la dette privée, le marché du logement, le secteur bancaire et l'emploi. Dans un souci de stabilité et de cohérence des données entre pays, il se fonde sur des données ex post. Le tableau de bord utilisé pour le présent rapport est donc basé sur des données allant jusqu'en 2015. Des données plus récentes, ainsi qu'un ensemble d'indicateurs auxiliaires, sont néanmoins examinés lors de la lecture économique des indicateurs. Les valeurs du tableau de bord ne sont pas lues de façon mécanique mais font l'objet d'une lecture économique qui permet de tenir compte des spécificités nationales et du contexte⁷.

L'évolution des indicateurs du tableau de bord reflète le processus d'ajustement progressif en cours, mais aussi les déséquilibres et facteurs de vulnérabilité qui subsistent. La correction des déséquilibres potentiels de la balance courante est évidente, d'après l'évolution du nombre de valeurs supérieures au seuil fixé pour la variable «balance courante» dans le tableau de bord du RMA (graphique 1). Alors qu'en 2009, l'indicateur de la balance courante dépassait le seuil dans 14 pays pour cause de déficit et dans deux pays pour cause d'excédent, seuls cinq pays étaient dans cette situation en 2015, dont trois en raison d'excédents. Sous l'effet de la reprise de la production et des exportations dans la plupart des pays de l'UE, le nombre de relevés supérieurs au seuil en ce qui concerne le chômage, les autres indicateurs sociaux et les parts de marché à l'exportation est en baisse. Les prix sont repartis à la hausse dans quelques pays, dans un contexte général de faible inflation, ce qui se traduit par une augmentation, quoiqu'encore limitée, du nombre de valeurs supérieures au seuil pour le taux de change effectif réel (TCER) et les prix réels des logements. Si l'on se penche sur les déséquilibres affectant les encours, il reste de nombreuses valeurs supérieures au seuil. C'est le cas pour la position extérieure globale nette de 15 pays en 2015 (un de moins que l'année précédente), et pour l'indicateur de la dette publique de 17 pays (même chiffre que l'année précédente). En ce qui concerne la dette privée, le nombre de valeurs supérieures au seuil est resté stable à 13.

⁷ Toute lecture mécanique du tableau de bord est d'ailleurs exclue par le règlement instituant la PDM (règlement (UE) n° 1176/2011). Sur le raisonnement qui sous-tend l'élaboration du tableau de bord du RMA et sa lecture, voir «*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium*» (Commission européenne, 2016).

Graphique 1: Nombre de valeurs supérieures au seuil pour chaque indicateur du tableau de bord, en 2013, 2014 et 2015.

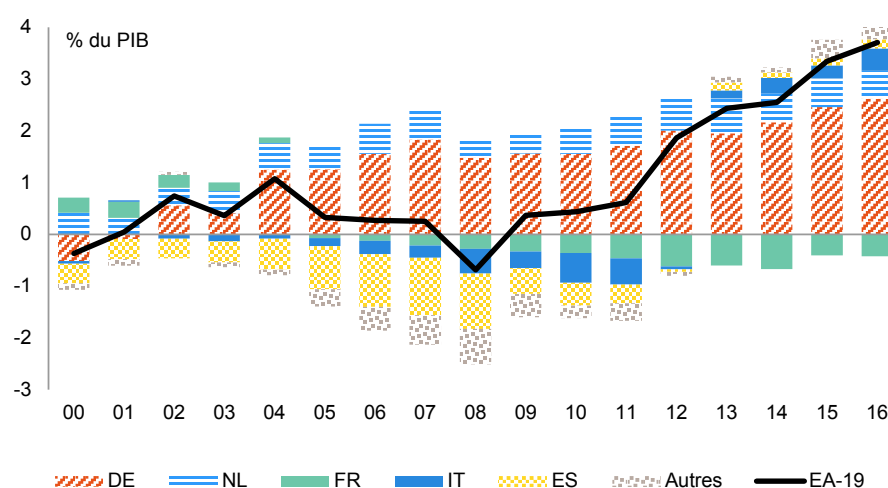


Source: Eurostat.

Si les déficits courants ont pour la plupart fait place à des excédents ou à une situation d'équilibre, tandis que persistent par ailleurs d'importants excédents. Les débiteurs nets ont rapidement progressé dans la correction de leur déficit courant excessif au lendemain de la crise (graphique 2). Après une pause en 2014, ils ont pu poursuivre l'ajustement de leur position en 2015 grâce, principalement, à la croissance de leurs exportations, mais aussi, dans certains cas (comme l'Italie), à la faiblesse de leur demande intérieure. Seuls Chypre et le Royaume-Uni ont enregistré des déficits supérieurs au seuil. À l'inverse, les excédents en Allemagne, au Danemark et aux Pays-Bas sont restés supérieurs au seuil. L'excédent courant, déjà important, de l'Allemagne s'est encore creusé pour atteindre 8,5 % du PIB en 2015, après avoir nettement augmenté en 2014 sous l'effet de la poursuite du désendettement de tous les secteurs de l'économie, ce qui a encore accentué le déséquilibre entre épargne et

investissement⁸. La faiblesse des prix du pétrole et les effets des termes de l'échange ont eux aussi contribué à accroître encore cet excédent en 2015. L'excédent allemand est plus important encore après correction des variations conjoncturelles (9,4 % du PIB), comme celui de 15 autres États membres dont la position réelle est inférieure à leur position corrigée des variations conjoncturelles. Les Pays-Bas conservent eux aussi un important excédent courant, qui s'est toutefois réduit ces deux dernières années. Parmi les pays créanciers nets, l'Allemagne, le Danemark, Malte et les Pays-Bas ont dégagé des excédents supérieurs de plus de 5 points de pourcentage du PIB à ce que peuvent expliquer des facteurs fondamentaux tels que la démographie ou l'intensité manufacturière. Parmi les pays débiteurs nets, seul le Royaume-Uni a enregistré un déficit dépassant les fondamentaux dans des proportions similaires; la majorité des pays débiteurs nets présentent des soldes courants supérieurs aux fondamentaux, à la suite du rééquilibrage extérieur opéré récemment. D'une manière générale, la correction des déséquilibres dans les pays débiteurs nets et le maintien d'excédents dans les principaux pays créanciers nets se sont traduits, pour l'excédent courant de la zone euro, par une hausse de 0,8 point de pourcentage du PIB en 2015, qui l'a porté à 3,3 % du PIB, au lieu du quasi-équilibre enregistré sur la période 2009-2010 (voir encadré 2).

Graphique 2: Soldes courants de la zone euro et de certains États membres



Sources: Comptes nationaux et prévisions de la Commission européenne de l'automne 2016 (AMECO).

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

Les répercussions dans la zone euro des déséquilibres macroéconomiques méritent une attention particulière.

⁸ Les chiffres de comptes courants mentionnés ici sont basés sur les comptes nationaux.

rapport de Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz du 22 juin 2015 intitulée «Rapport de la zone euro sur la stabilité financière et monétaire européenne» et à la communication de la Commission du 21 octobre 2015 intitulée «Mesures à prendre pour renforcer la stabilité financière et monétaire», à compter de cette année, le RMA contient une analyse plus systématique des répercussions qu'ont eu les mesures prises par les pays et de la manière dont ces répercussions exigent une approche coordonnée des réponses qui sont attendues.

L'important excédent courant de la zone euro continue de croître. La zone euro affiche le plus important solde de la zone euro en 2015, soit 3,3 % de son PIB)⁹. Cet excédent est apparu après la crise, faisant suite à un déficit de 0,7 % du PIB en 2009. Les seuls fondamentaux économiques: d'après l'estimation empirique d'une norme de balance courante pour la zone euro, s'agissant de la population, revenu par habitant, etc.) auraient dû se traduire par un excédent modéré, d'environ 0,3 % du PIB, en 2015, et croître de 0,4 point de pourcentage en 2016, bien que les prix du pétrole aient commencé à remonter de très bas au début de l'année. À terme, cet excédent courant important et croissant pourrait contribuer à exercer une pression à la hausse sur les prix.

L'excédent de la zone euro résulte non seulement de la correction des déficits courants antérieurs et d'un désendettement d'importants excédents dans certains États membres. Le basculement du solde courant de la zone euro implique une correction, dans les pays présentant d'importants déficits extérieurs, qui faisait suite à un revirement des flux financiers. Les importations sont ensuite restées atones dans les pays débiteurs nets. Il n'y a pas eu de correction symétrique après la crise. La balance commerciale positive, les excédents ayant continué de croître dans les pays où ils étaient les plus importants en valeur, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas. Les excédents absolus des excédents allemand et néerlandais dans celui de la zone euro représentaient respectivement 257 et 57 milliards d'euros en 2015. Le courant de la zone euro a ses racines dans un processus de désendettement qui touche tous les secteurs de l'économie. Le financement net a surtout concerné, dans un premier temps, les ménages et les entreprises, pour gagner ensuite les administrations. Les positions budgétaires très dégradées.

Bien que la plupart des pays de la zone euro aient évolué vers des positions extérieures proches de l'équilibre, la zone euro doit poursuivre au sein de la zone euro. Peu de pays affichent encore d'importants déficits courants, ce qui ne signifie pas que la zone euro a fait des progrès en termes de rééquilibrage au sein de la zone euro. Les pays qui ont longtemps enregistré d'importants déficits extérieurs ont une balance commerciale globale nette très négative, qui les fragilise. Pour liquider un encours massif d'engagements, il faut conserver une balance commerciale qui limite la marge de manœuvre des pays débiteurs nets pour relancer la demande intérieure. Une position extérieure équilibrée, en pair avec d'importants encours de dette publique ou privée, le maintien de soldes courants prudents dans les pays débiteurs nets, le désendettement interne. L'impact négatif du désendettement entrepris dans les pays débiteurs nets sur leurs perspectives de croissance et d'inflation et des risques de déflation par la dette, des possibilités de nouveaux gains de compétitivité et de nouveaux excédentaires et les pays hors zone euro, dans un contexte de baisse de l'intensité commerciale de la croissance.

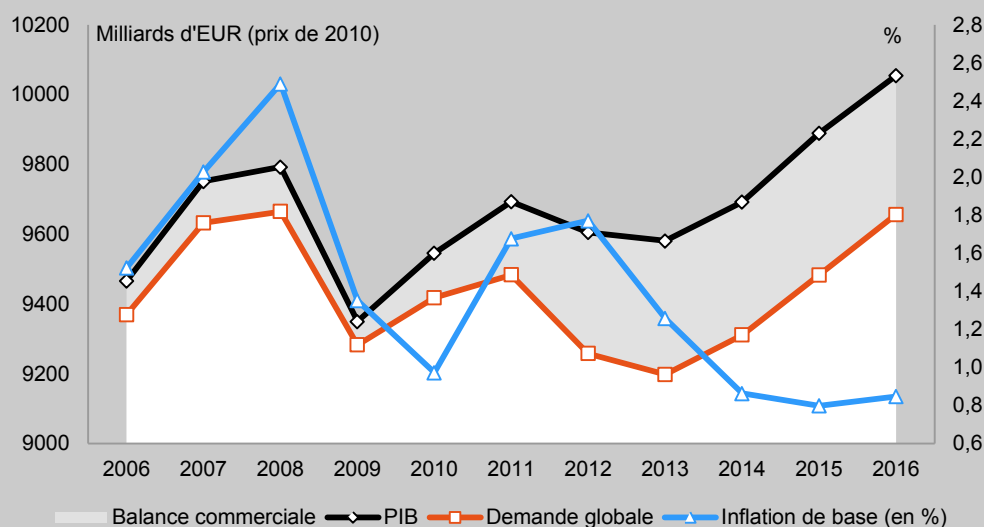
La persistance d'un important excédent courant au niveau de la zone euro résulte d'une dynamique de la zone euro économique. La demande intérieure réelle dans la zone euro ne devrait revenir que cette année aux niveaux antérieurs de la zone euro. La persistance de la demande intérieure à se rétablir plus lentement que la production est due aussi bien à l'investissement que la production négatifs depuis 2009, qui sont encore inférieurs à 1 % à l'heure actuelle. Cette sous-utilisation des ressources, la demande intérieure basse, d'inflation sous-jacente, qui restent en deçà de l'objectif des autorités monétaires et compliquent les processus de la zone euro. De surcroît, l'excédent courant important et croissant de la zone euro pourrait aussi contribuer au maintien d'un excédent courant important et croissant de la zone euro.

⁹ Chiffres basés sur les comptes nationaux.

¹⁰ L'indice de référence est calculé sur la base de régressions réduites comprenant les principaux déterminants du solde entre épargne et investissement, y compris les déterminants fondamentaux (par exemple, la démographie, les ressources), les facteurs de politique économique et les conditions financières mondiales. Cette méthode s'apparente à la méthode d'évaluation du solde extérieur élaborée par le FMI (Phillips, S. et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», document de travail du FMI, 13/272), sans interactions pour la variable correspondant aux effets du vieillissement et avec des variables supplémentaires rendant compte de la part de l'activité manufacturière dans la valeur ajoutée.

Le secteur financier est confronté à plusieurs défis. Si l'assise financière des banques s'est en moyenne renforcée, la rentabilité des banques est inférieure aux niveaux d'avant la crise et devrait encore se réduire à mesure que la concurrence croissante sur les marges et le rendement des actifs, sans oublier les effets de la surbancarisation et du maintien de marges faibles. La contraction des marges bénéficiaires s'accompagne d'un niveau élevé de prêts improductifs, et la liquidation d'importantes parts de l'assise financière déjà limitée de plusieurs banques. La coexistence d'une inflation faible, d'importants encours de prêts et de fonds propres réglementaires encore à constituer pourrait limiter les possibilités d'expansion du crédit.

Graphique 3: Production, demande intérieure, balance commerciale et inflation sous-jacente



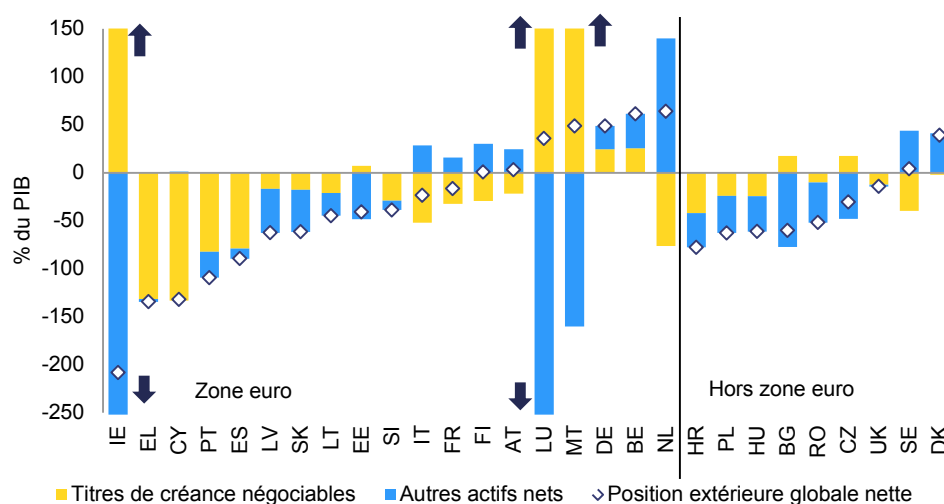
Sources: Comptes nationaux et prévisions de la Commission européenne de l'automne 2016 (AMECO)

Une dynamique plus forte de la demande et une reprise plus vigoureuse de la croissance nominale aideraient à rééquilibrer. La persistance de taux d'investissement inférieurs aux niveaux d'avant la crise peut être considérée comme une anticipation concernant le rendement réel du capital (hypothèse d'une «stagnation séculaire»). Cette stagnation de l'investissement et de faible croissance de la productivité. Dans un tel contexte, la zone euro risque de se trouver prise dans une spirale auto-entretenu de faible croissance de la productivité.¹¹ Ce cercle vicieux pourrait être brisé par une action plus active de l'investissement public et privé et de soutien à la reprise de la demande. Un soutien plus actif à la demande intérieure et à l'action des autorités monétaires tout en respectant les objectifs de rééquilibrage. Des conditions structurelles fa

¹¹ FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2016, Ch. 1.

productivité et aux gains de compétitivité, notamment dans les pays débiteurs nets, favoriseraient à leur tour une corrélation positive entre la croissance et le fardeau de la dette.

Graphique 4: Position extérieure globale nette et dette extérieure nette en 2015

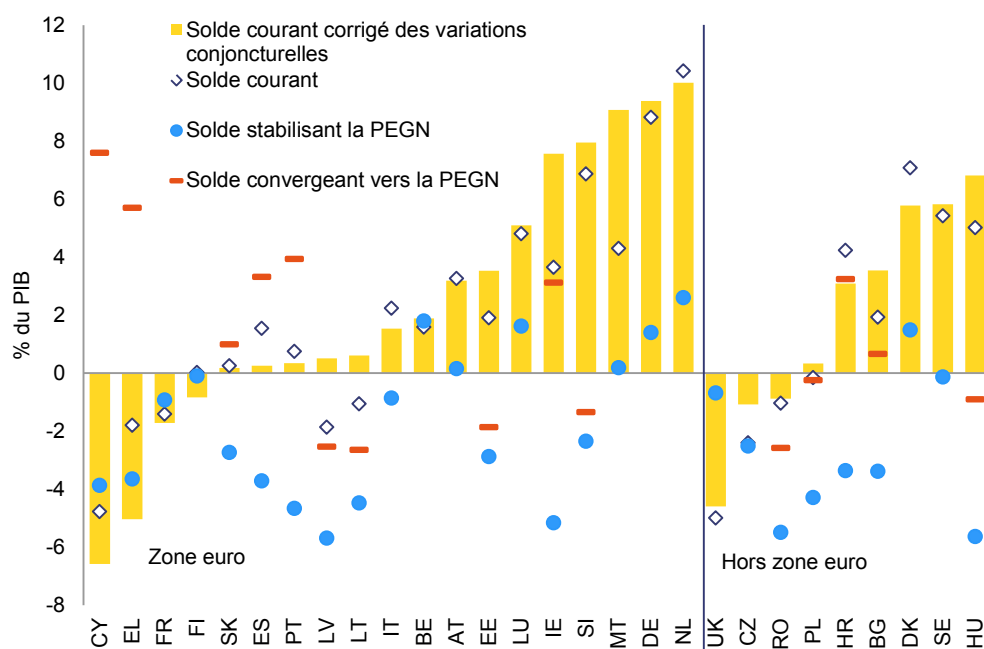


Sources: Eurostat (MBP6 et SEC10), calculs des services de la Commission.

L'encours des engagements extérieurs nets baisse d'une manière générale, quoique lentement dans la plupart des cas. De nombreux pays débiteurs nets restent vulnérables du fait de leur position extérieure globale nette négative: les valeurs du tableau de bord ont dépassé le seuil dans 15 États membres en 2015, soit un de moins seulement (la République tchèque) qu'en 2014. Des progrès ont néanmoins été accomplis récemment, principalement à la faveur de balances courantes positives et de l'impact, souvent modeste, d'une progression du PIB nominal. Les positions extérieures globales nettes négatives sont les plus importantes à Chypre, en Espagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal, et elles sont nettement supérieures au seuil en Bulgarie, en Croatie, en Hongrie, en Lettonie, en Pologne et en Slovaquie (graphique 4). Toutefois, les risques et les facteurs de vulnérabilité liés à ces positions

négatives varient considérablement en raison de la composition différente des actifs et passifs extérieurs. Ainsi, le passif lié aux investissements directs étrangers (dont l'incidence est élevée, par exemple, dans de nombreux pays d'Europe orientale et en Irlande) et aux actions (proportionnellement très importants en Bulgarie, Estonie, Irlande, République tchèque et Roumanie) présente un risque moins élevé.¹² Les soldes de la balance courante nécessaires pour que les positions extérieures globales nettes se rapprochent rapidement (dans les 10 ans) du seuil de 35 % du PIB sont supérieurs aux soldes de la plupart des pays débiteurs nets en 2015 (graphique 5). La plupart des pays créanciers nets (Allemagne, Autriche, Belgique, Malte, Pays-Bas et Suède) ont vu leur position extérieure globale nette positive se renforcer encore ces dernières années. Les risques associés à un encours important et croissant d'actifs étrangers nets ne peuvent être assimilés à des problèmes de viabilité de la position extérieure, mais l'accumulation rapide et persistante de risques inhérents à la position de créancier net ne doit pas être négligée, en raison principalement des risques de valorisation liés à ces positions.

Graphique 5: Soldes courants corrigés des variations conjoncturelles et soldes requis pour stabiliser ou réduire les passifs extérieurs, 2015



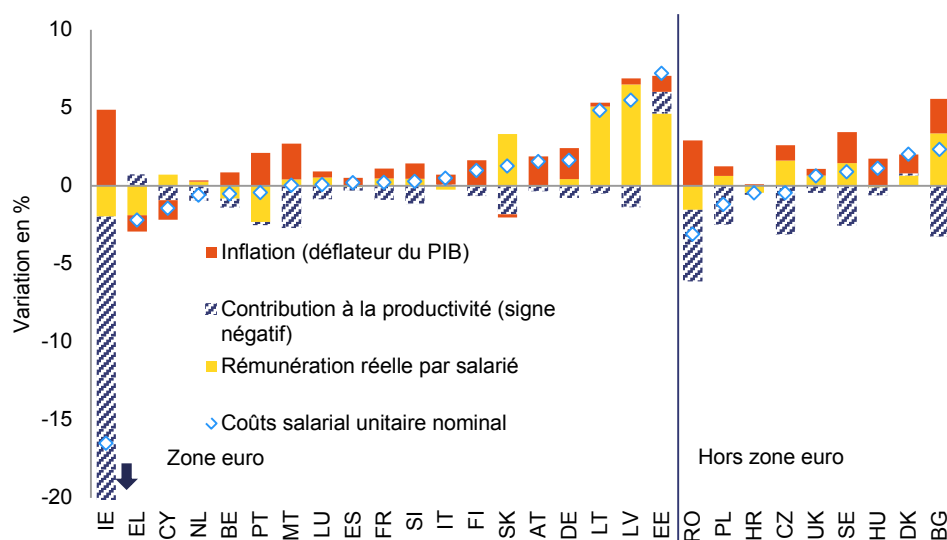
Source: Calculs des services de la Commission.

¹² Les flux d'investissements directs et d'engagements étrangers sont moins sujets à de brusques arrêts ou retraits que d'autres formes de flux ou d'engagements financiers, et les actions comportent moins de risques que les titres de créances en cas de variations potentiellement importantes des valorisations en temps de crise.

Note: les soldes corrigés des variations conjoncturelles sont calculés sur la base des estimations d'écart de production qui sous-tendent les prévisions de l'automne 2016 de la Commission européenne. Les soldes de la balance courante requis pour stabiliser ou réduire les passifs extérieurs nets sont établis sur la base des hypothèses suivantes: les projections du PIB nominal qui découlent des prévisions de l'automne 2016 de la Commission européenne (jusqu'en 2018), et les projections fondées sur la méthode T+10 de la Commission au-delà; par convention, les effets de valorisation sont considérés comme nuls dans la période de projection, ce qui signifie que la projection relative aux prix des actifs est sans biais; les soldes des comptes de capital sont réputés constants en pourcentage du PIB, à un niveau qui correspond à la médiane de 2015 et aux prévisions pour 2016-2018.

Les gains de compétitivité-coûts dans les pays créanciers nets favorisent globalement le rééquilibrage, mais ils ont récemment ralenti. L'essentiel de l'ajustement des coûts salariaux unitaires dans les pays confrontés à des déséquilibres extérieurs et des problèmes de compétitivité a eu lieu assez rapidement après la crise. Le contexte actuel de faible inflation, avec une dispersion limitée de l'évolution des prix entre pays, limite les possibilités de nouveaux ajustements des prix relatifs. Les coûts salariaux unitaires n'ont quasiment pas évolué en 2014 et 2015 et divergent peu d'un pays à l'autre, à quelques exceptions près (voir graphique 6). En 2015, l'indicateur des coûts salariaux unitaires nominaux (variation sur 3 ans) n'a dépassé le seuil que dans les trois pays baltes et en Bulgarie, où l'augmentation des salaires a été plus rapide que les gains de productivité. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté relativement vite dans les pays créanciers nets, notamment en Allemagne, en Autriche, au Danemark et en Suède, par rapport à la plupart des autres pays, mais pas sensiblement plus vite qu'en France et en Italie. Parmi les États membres de la zone euro, la convergence de l'inflation vers des taux faibles a pour conséquence que les variations des taux de change effectifs réels découlent essentiellement de celles du taux de change de l'euro et de l'importance relative des pays hors zone euro en tant que partenaires commerciaux. Chypre, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal ont affiché les plus fortes baisses de taux de change effectif réel en 2015, avec des valeurs au-delà du seuil à Chypre, en Grèce et en Irlande. Le seuil de l'indicateur a également été dépassé en conséquence des appréciations en Estonie, des pressions à la hausse s'étant également manifestées en Lettonie et en Lituanie. Hors zone euro, la Hongrie, la République tchèque et la Suède ont affiché les plus fortes dépréciations, tandis que la Roumanie et le Royaume-Uni ont connu des pressions à la hausse en 2015.

Graphique 6: Croissance des coûts salariaux unitaires et décomposition des facteurs, 2015



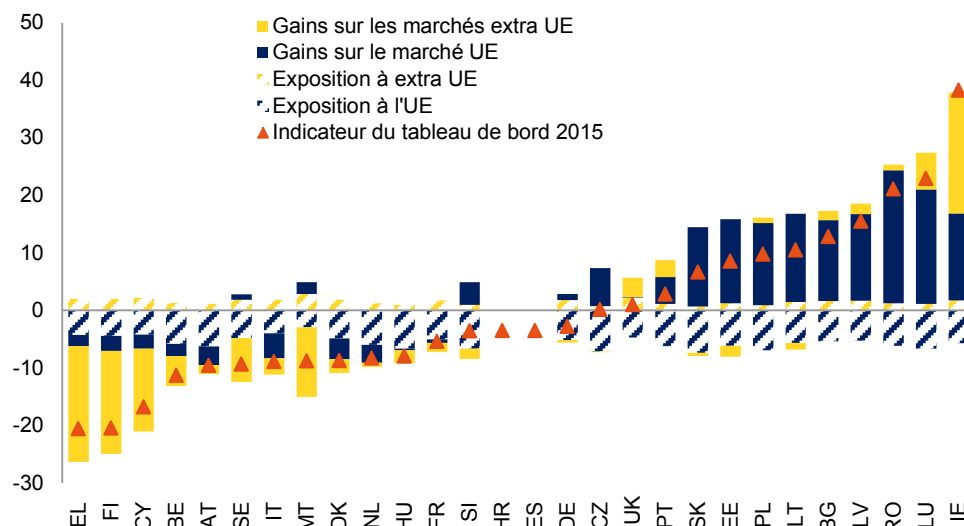
Sources: AMECO et Eurostat. Calculs des services de la Commission.

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

En ce qui concerne l'évolution des parts de marché à l'exportation, le bilan est contrasté.

En 2015, dans un contexte d'échanges internationaux atones, les valeurs du tableau de bord n'étaient plus au-delà du seuil pour l'Allemagne, la Croatie, l'Espagne, la France, l'Irlande, le Royaume-Uni et la Slovaquie, mais elles ont continué à le dépasser dans 11 pays. Dans la majorité de ces derniers cas, les pertes de parts de marché sur 5 ans ont en outre ralenti. Toutefois, une grande partie des progrès réalisés dans les États membres découle d'un effet de base. À l'heure actuelle, l'indicateur du tableau de bord inclut les pertes substantielles de parts de marché qui ont touché presque tous les États membres en 2010, ce qui réduit mécaniquement les pertes cumulées de parts de marché (graphique 7). Sur une base annuelle, l'évolution des parts de marché à l'exportation en 2013, 2014 et 2015 fait en outre apparaître des différences de tendances entre échanges à l'intérieur de l'Union et échanges avec les pays tiers. Le commerce intra-UE a augmenté plus rapidement que celui avec les pays tiers en 2013 et en 2014, lorsque les échanges mondiaux ont ralenti, ce qui explique les meilleures performances enregistrées au cours de ces deux années. L'accroissement des échanges avec les pays tiers en 2015 a ensuite de nouveau eu une incidence négative sur l'évolution annuelle des parts de marché à l'exportation des États membres.

Graphique 7: Évolution sur cinq ans des parts de marché à l'exportation, 2015



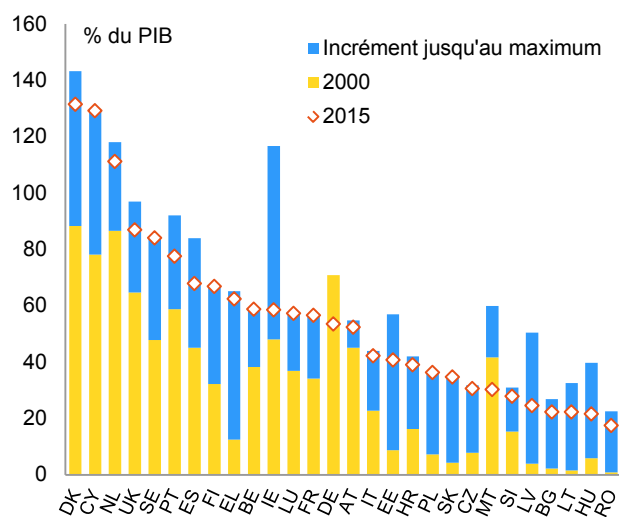
Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

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

De nombreux pays continuent à être affectés par le surendettement du secteur privé. Les valeurs du tableau de bord étaient au-delà du seuil dans 13 pays en 2015, qui se trouvaient tous déjà dans cette situation en 2009, excepté la France, pour laquelle le dépassement a eu lieu en 2011. Chypre, l'Irlande et le Luxembourg présentent le plus fort niveau d'endettement du secteur privé, mais des facteurs particuliers liés à la présence de sociétés multinationales y sont à l'œuvre. Les pays dont la valeur de l'indicateur du tableau de bord est la plus élevée sont ensuite le Danemark, les Pays-Bas, le Portugal et la Suède. Les facteurs qui sous-tendent l'endettement élevé du secteur privé diffèrent considérablement d'un pays à l'autre. En Belgique, à Chypre, en Finlande, en Irlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Portugal et en Suède, les ménages et les sociétés non financières (SNF) sont plus endettés que la moyenne de l'UE du fait de divers facteurs, notamment la facilité avec laquelle des crédits immobiliers étaient accordés avant la crise (graphiques 8 a et 8 b). Au Danemark et au Royaume-Uni, le niveau élevé de l'endettement privé résulte principalement de l'endettement des ménages. En France et en Espagne, il provient à la fois des ménages et des SNF, aucun des deux secteurs

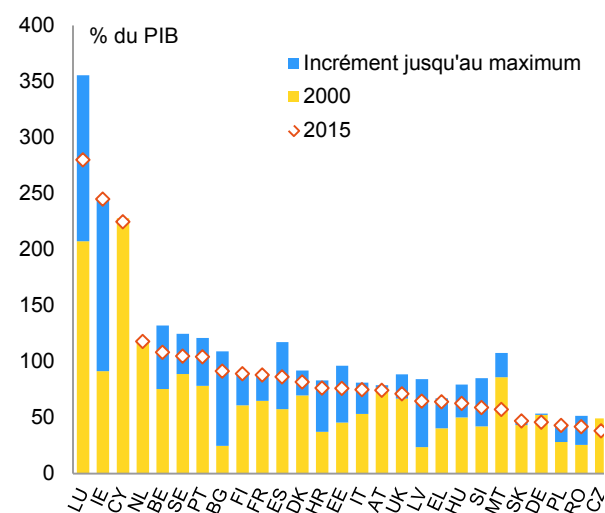
ne présentant séparément un endettement particulièrement élevé par rapport à la moyenne de l'UE. Les écarts entre niveaux d'endettement privé dans les différents pays correspondent également, dans une large mesure, aux différences de développement financier, qui se manifestent par d'importantes différences entre les stocks d'actifs financiers détenus par le secteur privé, notamment les ménages. En Belgique, au Danemark, en Italie, à Malte, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suède, notamment, les stocks d'actifs des ménages sont importants. Un endettement élevé du secteur privé génère un certain nombre de vulnérabilités, notamment dans un environnement de faible croissance et de faible inflation, qui rend difficile le désendettement. En particulier, il accroît l'impact de chocs éventuels sur les ménages et/ou sur les SNF, avec des répercussions possibles sur le secteur bancaire. Les risques sont encore amplifiés dans les pays où une part importante de la dette intérieure est libellée en devises (notamment en Croatie, en Hongrie, en Pologne et en Roumanie).

Graphique 8 a: Endettement consolidé des ménages



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Graphique 8 b: Dette consolidée des sociétés non financières



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

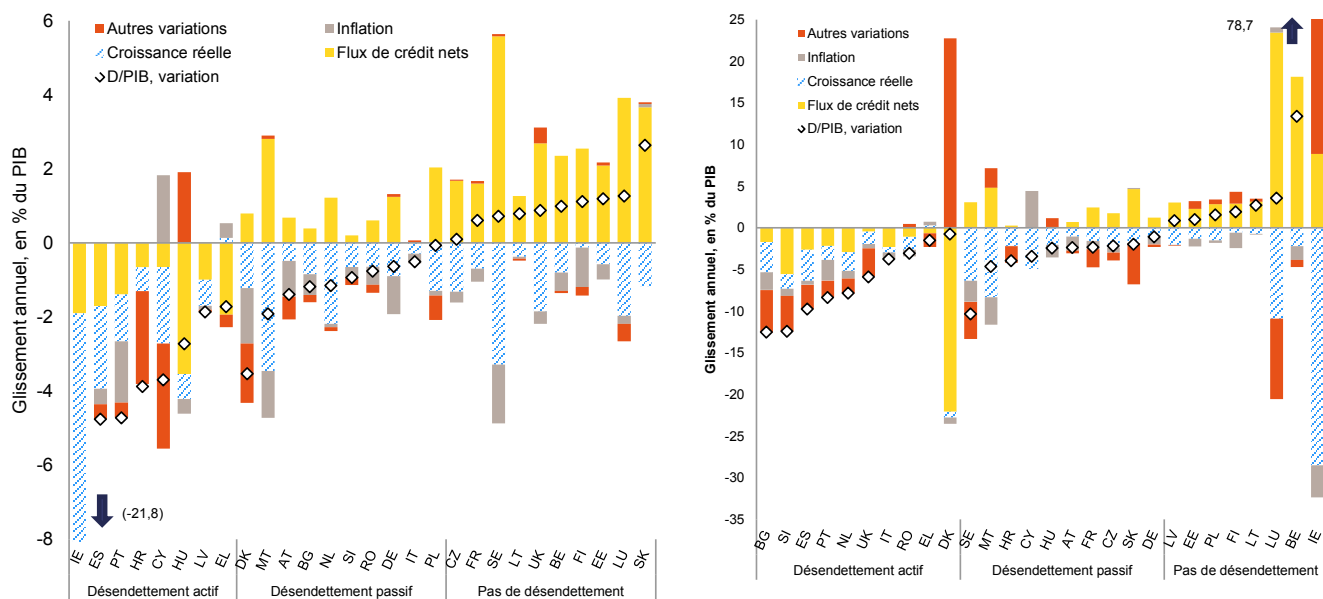
Le désendettement est en cours, mais il est lent et inégal. Le désendettement des ménages, qu'il soit actif ou passif (dans le premier cas, la réduction des taux d'endettement résulte au moins en partie de flux de crédits nets négatifs; dans le deuxième, il résulte de flux de crédit nets positifs mais associés à une croissance du PIB) se poursuit dans de nombreux pays, quoiqu'à des rythmes différents et avec des exceptions notables. Les évolutions récentes indiquent que les ménages en Croatie, à Chypre, en Espagne, en Grèce, en Hongrie, en

Irlande, en Lettonie et au Portugal se désendettent activement et réduisent leur niveau d'emprunt net (graphique 9 a).¹³ Au Danemark et aux Pays-Bas, le désendettement progresse également, mais sous une forme passive (via la croissance du PIB nominal). Dans ce dernier pays, les flux de crédit nets sont redevenus légèrement positifs après deux années de contraction. En revanche, la Suède et le Royaume-Uni, qui présentaient déjà des taux d'endettement élevés, voient une poursuite de l'augmentation de ces taux, avec des flux de crédit nets positifs importants à destination des ménages, sous-tendus par une hausse forte et persistante des prix des logements. Le processus de désendettement a également progressé dans un certain nombre de pays dans lesquels l'endettement des ménages est moins élevé (graphique 10 a). C'est le cas en Allemagne, en Autriche, en Italie, en Slovaquie et dans certains États membres hors zone euro. Les évolutions récentes indiquent également que les SNF d'un certain nombre de pays, dont la Bulgarie, le Danemark, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie, l'Espagne et le Royaume-Uni, se désendettent activement (graphique 9 b). Dans d'autres pays, principalement l'Allemagne et l'Autriche, l'endettement ne cause pas de problème pour les SNF, mais celles-ci se désendettent néanmoins, y compris en raison des faibles niveaux d'investissement et de croissance du crédit. En revanche, dans certains pays, les SNF de secteurs fortement endettés continuent d'accroître leur endettement, y compris, dans certains cas, en conséquence de flux de crédit positifs. C'est le cas principalement en Belgique, en Finlande et en Irlande (quoique dans ce dernier cas, des facteurs particuliers, liés au mode de fonctionnement de sociétés multinationales, entrent en jeu).

Graphique 9 a: Facteurs de désendettement des ménages (1er trimestre 2016)

Graphique 9b : Facteurs de désendettement des sociétés non financières (1er trimestre 2016)

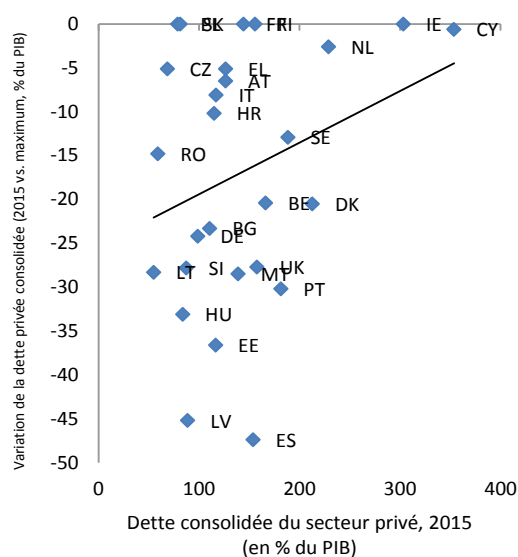
¹³ Le présent texte se réfère aux évolutions enregistrées jusqu'au 1er trimestre 2016, qui peuvent différer quelque peu de ce que suggèrent les indicateurs du tableau de bord, qui se rapportent à l'année 2015.



Sources: Eurostat, calculs des services de la Commission.

Notes: les graphiques présentent une ventilation de l'évolution des ratios de la dette au PIB en quatre composantes: flux de crédit, croissance du PIB réel, inflation et autres variations. La réduction de l'endettement peut résulter de différentes combinaisons du remboursement de la dette, de la croissance de l'activité économique et d'autres variations de l'encours de la dette. Le désendettement actif implique le remboursement net de la dette (flux de crédits nets négatifs), conduisant généralement à une contraction nominale du bilan du secteur et produisant, toutes choses étant égales par ailleurs, des effets néfastes sur l'activité économique et les marchés d'actifs. Le désendettement passif consiste, lui, en des flux de crédits nets positifs contrebalancés par une croissance plus forte du PIB nominal, conduisant à une diminution progressive du ratio de la dette au PIB.

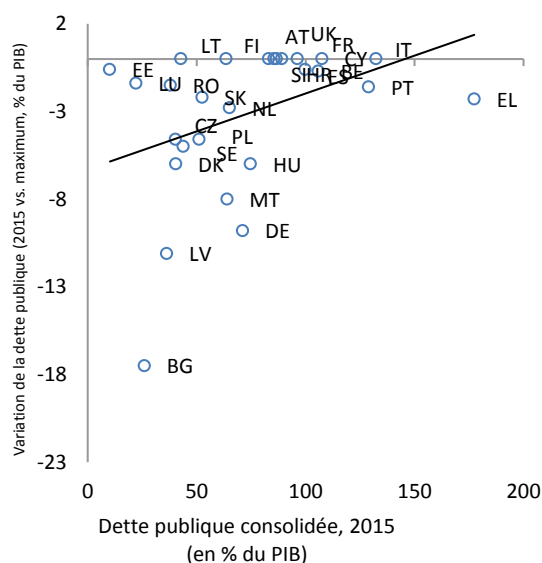
Graphique 10 a : Évolution du ratio de la dette du secteur privé (2015 par rapport au niveau maximum) et niveaux d'endettement privé (2015)



Source: Eurostat.

Note: Le Luxembourg ne figure pas dans ce graphique, la chute de 59,2 points de pourcentage du ratio de la dette du secteur privé entre le niveau maximum et 2015 s'expliquant par des facteurs spécifiques liés à la présence de multinationales.

Graphique 10 b : Évolution du ratio de la dette du secteur public (2015 par rapport au niveau maximum) et niveaux d'endettement public (2015)



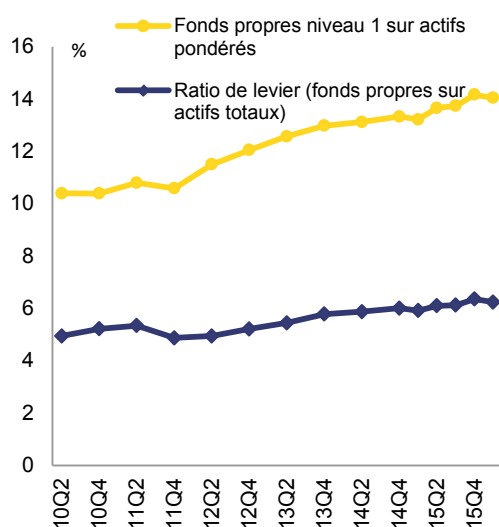
Source: Eurostat.

Note: L'Irlande ne figure pas dans ce graphique, la chute de 40,9 points de pourcentage du ratio de la dette publique entre le niveau maximum et 2015 (78,6 % du PIB) s'expliquant par l'importante révision du PIB effectuée en 2015, elle-même principalement liée à l'activité de multinationales.

Les banques ont renforcé leurs ratios de fonds propres et leur résilience s'est généralement accrue, mais des difficultés subsistent. L'entrée en vigueur progressive de nouvelles exigences prudentielles et le désendettement du secteur bancaire ont contribué au mouvement d'augmentation des ratios de fonds propres dans les banques de la zone euro, ce ratio (rapport fonds propres de catégorie 1 sur actifs pondérés) étant passé de 10,4 % à la fin de 2011 à 14,2 % à la fin de 2015 (graphique 11 a). L'amélioration générale des fonds propres des banques contribue à renforcer leur résilience et a ouvert la voie à un redémarrage récent du crédit dans le contexte d'une reprise de la croissance de la production dans la plupart des États membres. Toutefois, la capitalisation reste inégale selon les États membres, avec des ratios (de fonds propres de niveau 1) supérieurs à 17 % dans 10 pays (dont la Bulgarie, le Luxembourg, la Roumanie, la Slovaquie et la Suède), mais inférieurs à 13 % dans 6 pays, dont l'Espagne, l'Italie et le Portugal (graphique 11 b). La croissance nette du crédit au secteur privé a été positive dans 17 États membres en 2015 (et a dépassé la valeur du seuil dans un seul pays, le Luxembourg), contre 16 en 2014, suggérant l'amorce d'une amélioration de l'accès au financement, ce que confirment des études. Les passifs du secteur financier recommencent à augmenter progressivement sur base annuelle, quoique cette augmentation soit faible dans la plupart des États membres et inférieure aux valeurs du seuil. Les problèmes du secteur bancaire concernent, pour l'essentiel, les perspectives de rentabilité (graphique 11 c), et, dans certains pays, les prêts non productifs (graphique 11 d). L'augmentation des fonds

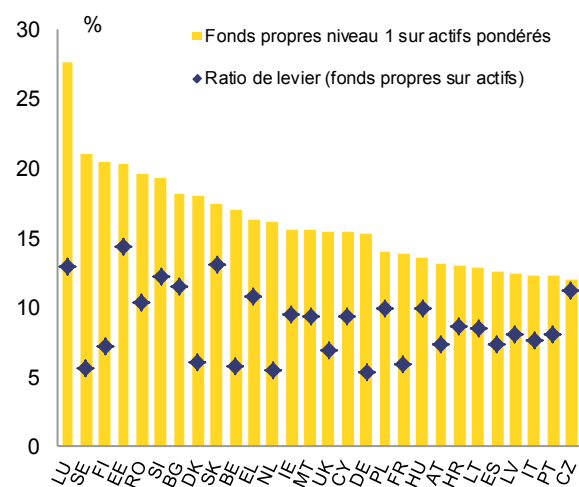
propres des banques a principalement été réalisée via les bénéfices non distribués, mais la rentabilité reste faible dans la plupart des États membres et devrait continuer de pâtir de l'accumulation d'actifs à faible rendement dans un environnement à taux faible et de la persistance de modèles d'entreprise dépassés. Cette faible rentabilité a une incidence sur la valorisation des fonds propres des établissements bancaires, affectant leur capacité à lever de nouveaux capitaux et limitant les possibilités d'expansion du crédit. En outre, des problèmes liés à la situation passée, à savoir des niveaux encore élevés de prêts non productifs, continuent à peser sur le bilan des banques. Dans un certain nombre de pays (Bulgarie, Croatie, Chypre, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Portugal, Roumanie et Slovaquie), la moyenne des prêts non productifs se situe à un niveau record, mais des ratios élevés existent aussi dans d'autres États membres. En Italie et au Portugal, des niveaux élevés de prêts improductifs sont associés à des ratios de fonds propres faibles. L'assainissement des bilans est en cours, mais les progrès restent inégaux, et les pratiques en matière de provisions pour pertes sur créances divergent d'un pays à l'autre.

Graphique 11 a: Ratios de fonds propres dans la zone euro



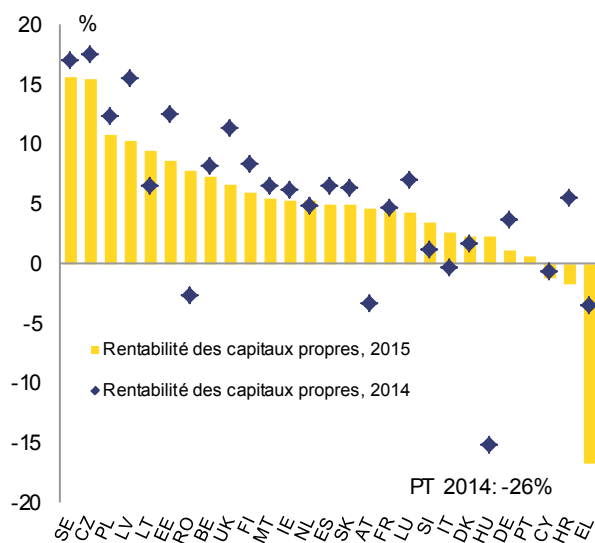
Source: Banque centrale européenne.

Graphique 11 b: Ratios de fonds propres dans les États membres, 4e trimestre 2015



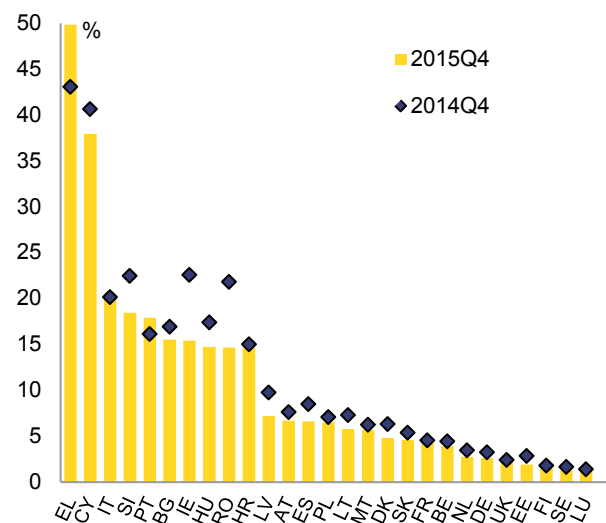
Source: Banque centrale européenne.

Graphique 11 c: Rentabilité des capitaux propres des banques



Sources: Banque centrale européenne et Fonds monétaire international, calculs de la Commission européenne.

Graphique 11 d: Prêts non productifs en pourcentage du total des prêts et avances

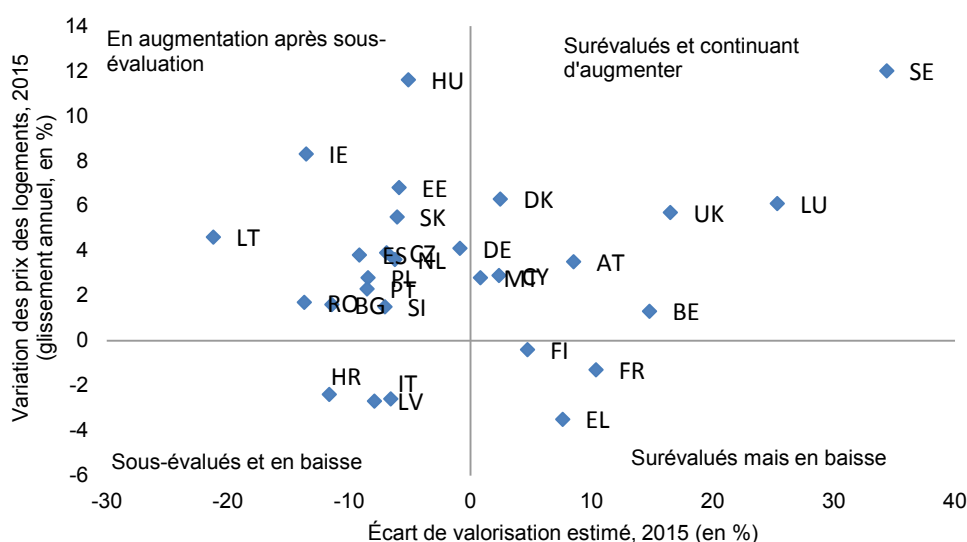


Source: Banque centrale européenne.

Les prix réels des logements ont augmenté dans la majorité des États membres en 2015. L'indicateur du tableau de bord fait apparaître des augmentations de prix dans 22 États membres, avec des valeurs dépassant le seuil au Danemark, en Estonie, en Hongrie, en Irlande, au Luxembourg et en Suède. En Croatie, en Italie et en Lettonie, les prix des

logements ont baissé alors qu'il était estimé qu'ils étaient déjà sous-évalués, ce qui a donc encore élargi l'écart de valorisation négatif (graphique 12). En revanche, une baisse modérée des prix réels des logements en Finlande, en France et en Grèce a contribué à réduire une surévaluation persistante. Dans certains autres États membres, l'augmentation des prix réels des logements en 2015 a encore accru la pression sur des marchés du logement déjà surévalués. Les tensions sont particulièrement visibles en Suède, où une augmentation des prix réels des logements en 2015 s'est ajoutée à une surévaluation déjà importante. En outre, ces nouvelles hausses de prix ont été alimentées par une augmentation du crédit net aux ménages, venant s'ajouter à des niveaux d'endettement déjà élevés. Le Danemark, le Luxembourg et le Royaume-Uni sont les trois autres pays où les hausses de prix ont été significatives en 2015 et se sont ajoutées à des écarts de surévaluation. Dans les trois cas, ces hausses ont également été alimentées par l'augmentation des flux de crédit nets aux ménages. Ces situations nécessitent que les évolutions futures soient suivies de près. En Estonie, en Irlande, en Hongrie et en Slovaquie, les prix remontent après avoir été sous-évalués, tandis qu'ailleurs, les hausses des prix sont modérées et se produisent dans un contexte de prix qui n'étaient que légèrement surévalués, ou contribuent à compenser une sous-évaluation antérieure.

Graphique 12: Évaluation des prix des logements et variations en 2015



Sources: Eurostat, BCE, BRI, OCDE et calculs des services de la Commission.

Note: l'écart de surévaluation est estimé sur la base de la moyenne des écarts d'évaluation par rapport au ratio prix/revenus, au ratio prix/loyers et au modèle basé sur les fondamentaux.

Le ratio de la dette publique a légèrement baissé dans de nombreux États membres en 2015, mais, dans l'ensemble, pas dans les pays les plus endettés. Les valeurs du tableau de bord dépassent le seuil dans 17 États membres en 2015. Pour 10 d'entre eux, dont Chypre, l'Espagne, la France, l'Irlande et le Portugal, il est associé à un endettement du secteur privé qui dépasse également le seuil, ce qui soumet l'ensemble de l'économie à des pressions de désendettement. Le contexte économique actuel, caractérisé par une croissance et une

inflation faibles, n'est toujours pas propice à une baisse nette des ratios d'endettement public, malgré les efforts des États membres pour réduire les déficits budgétaires (qui ont baissé en termes structurels dans 21 pays en 2015) et générer des excédents primaires (qui ont été réalisés dans 19 pays). Les baisses des ratios de la dette publique ont principalement eu lieu dans des États membres dont l'endettement était déjà faible (graphique 10 b), les reculs les plus marqués ayant eu lieu en Allemagne, au Danemark, en Lettonie, à Malte et aux Pays-Bas. En revanche, aucun des États membres dont le taux d'endettement est le plus élevé (Belgique, Chypre, Croatie, Espagne, France, Grèce, Italie et Portugal) n'est pour le moment sur la voie d'une baisse durable de son ratio de la dette. Parmi les pays dont les niveaux d'endettement sont élevés, l'Irlande est le seul qui ait engagé une réduction marquée et soutenue de la dette publique, en tirant avantage d'une forte croissance du PIB réel et nominal. Bien que cette tendance ait été amplifiée par les récentes révisions à la hausse des chiffres du PIB en conséquence des activités des entreprises multinationales, la tendance sous-jacente reste soutenue.

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

La situation sur les marchés du travail a continué de s'améliorer en 2015 et au premier semestre 2016. La croissance annuelle de l'emploi dans la zone euro et dans l'Union dans son ensemble s'est élevée à environ 1 % pendant la plus grande partie de 2015 et s'est accélérée pour atteindre environ 1,6 % au premier semestre de 2016. La croissance de l'emploi dans la zone euro a rattrapé celle des pays hors zone euro, après avoir été plus faible de 2012 à 2015. De manière analogue, le taux de chômage a continué à baisser en 2015 et au premier semestre de 2016. Les écarts entre taux de chômage dans l'Union, qui étaient marqués, se sont réduits, mais restent élevés dans plusieurs pays, notamment en Espagne et en Grèce, où le chômage touche environ 20 % de la population active, et à Chypre, en Croatie, en Italie et au Portugal, où ils dépassent encore 10 %. Pour tous ces pays, le taux de chômage moyen sur trois ans dépasse le seuil du tableau de bord en 2015, ainsi que pour la Bulgarie, la France, l'Irlande, la Lettonie, la Lituanie et la Slovaquie. Globalement, au deuxième trimestre 2016, le taux de chômage de la zone euro reste supérieur de 1,5 point de pourcentage à celui de l'ensemble de l'Union, signalant l'importance des ajustements qui restent nécessaires dans certains pays de la zone euro. En outre, alors que la croissance de l'emploi et la baisse du chômage ont été relativement fortes jusqu'à présent eu égard à la faible augmentation de la croissance de la production de ces dernières années, il reste à voir si la situation du marché du travail pourra continuer à s'améliorer dans un contexte de reprise économique timide.

Le taux d'emploi a augmenté dans presque tous les États membres. Le taux d'emploi (des 20 à 64 ans) a atteint 70 % en 2015 pour l'UE dans son ensemble et a continué d'augmenter pour atteindre 71 % au deuxième trimestre 2016, dépassant pour la première fois son maximum de 2008, qui était légèrement supérieur à 70 %. Les taux d'activité (des 15 à 64 ans) ont augmenté presque partout, excepté à Chypre où ils ont baissé, et en Allemagne et en Belgique, où ils ont très légèrement fléchi. En 2015, les taux d'activité dans l'Union et dans la zone euro s'élevaient respectivement à 72,5 % et 72,4 %, soit environ 3 et 2 points de pourcentage au-dessus des niveaux d'avant la crise. Ce pourrait être la conséquence d'entrées sur le marché de l'emploi pendant la crise, destinées à contribuer aux revenus du ménage dans une situation d'incertitude accrue quant à l'emploi et aux revenus du travail, ainsi que d'une hausse de la participation au marché du travail des travailleurs âgés et des femmes.

Le taux de recrutement des demandeurs d'emploi au chômage depuis plus de 12 mois a commencé à se redresser en 2015. La baisse du chômage observée au début de la reprise a quant à elle principalement été liée à des baisses du taux de sortie de l'emploi. En conséquence, le taux de chômage de longue durée a diminué dans la plupart des pays de l'Union en 2015, mais est resté élevé. Dans huit pays, ce taux était supérieur de 0,5 point de pourcentage ou plus à son niveau d'il y a trois

ans. Les pourcentages les plus élevés ont été observés en Croatie, en Espagne et en Grèce, où plus de 10 % de la population active était sans emploi depuis plus d'un an.

Le chômage des jeunes recule. Le taux de chômage des jeunes a baissé dans tous les États membres excepté la Finlande et, dans une moindre mesure, l'Autriche, la France et Malte. Il a souvent diminué plus rapidement que le chômage total, reflet d'une réaction plus forte à la conjoncture et d'un potentiel de main-d'œuvre inutilisé dans les pays qui présentent un taux de chômage élevé. Les valeurs du tableau de bord dépassent les seuils en matière d'évolution sur 3 ans en Belgique, à Chypre, en Finlande et en Italie. En 2015, les baisses de la proportion de jeunes qui ne travaillent pas et ne suivent ni études ni formation ont également été courantes, mais moins que les baisses du chômage des jeunes; cette proportion reste d'ailleurs supérieure à 10 % dans les deux tiers des États membres de l'Union.

La mobilité de la main-d'œuvre et la migration ont contribué à atténuer les déséquilibres du marché du travail. Leur importance pour limiter les conséquences du chômage reste néanmoins globalement limitée. En 2015, les entrées nettes de population ont été les plus fortes dans les pays présentant les taux de chômage les plus bas en 2014 (en particulier l'Autriche, l'Allemagne et le Luxembourg); et certaines des sorties nettes les plus élevées ont coïncidé avec certaines des plus fortes baisses du taux de chômage en 2015 (par exemple en Croatie, en Grèce, en Lettonie et en Lituanie). L'absence apparente de lien entre l'augmentation des entrées dans les États membres de destination et les sorties enregistrées par ceux affichant un solde migratoire négatif pourrait être la conséquence de l'importance croissante de l'immigration en provenance de pays tiers, notamment les réfugiés venant de pays du Moyen-Orient.

La situation sociale s'améliore lentement, mais reste difficile dans un certain nombre d'États membres. La part de la population en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROPE) a diminué, passant de 24,4 % en 2014 à 23,7 % en 2015; elle a baissé dans plus des trois quarts des États membres par rapport à 2014 et dans plus de la moitié par rapport à il y a 3 ans (indicateur du tableau de bord du RMA).^{14 15} Ce recul, au cours des trois dernières années, a été le plus fort en Bulgarie, en Hongrie, en Lettonie et en Roumanie, tandis que Chypre, l'Espagne, la Grèce, les Pays-Bas et le Portugal ont enregistré les plus fortes augmentations. Les taux varient considérablement, allant d'environ 40 % en Bulgarie et en Roumanie à moins de 20 % en France, aux Pays-Bas, dans les pays nordiques et en République tchèque. Par rapport aux années qui ont précédé la crise, les risques se sont atténués pour plusieurs pays d'Europe centrale et orientale (notamment la Pologne et la Roumanie) et ils ont augmenté pour la plupart des autres (en particulier à Chypre, en Espagne et en Grèce). Une situation sociale durablement dégradée peut avoir divers effets négatifs sur la croissance potentielle du PIB et risque d'aggraver les déséquilibres macroéconomiques.

Les tendances en matière de risque de pauvreté et d'exclusion sociale découlent de différents facteurs. Premièrement, la part de la population exposée au risque de pauvreté (pauvreté monétaire) a

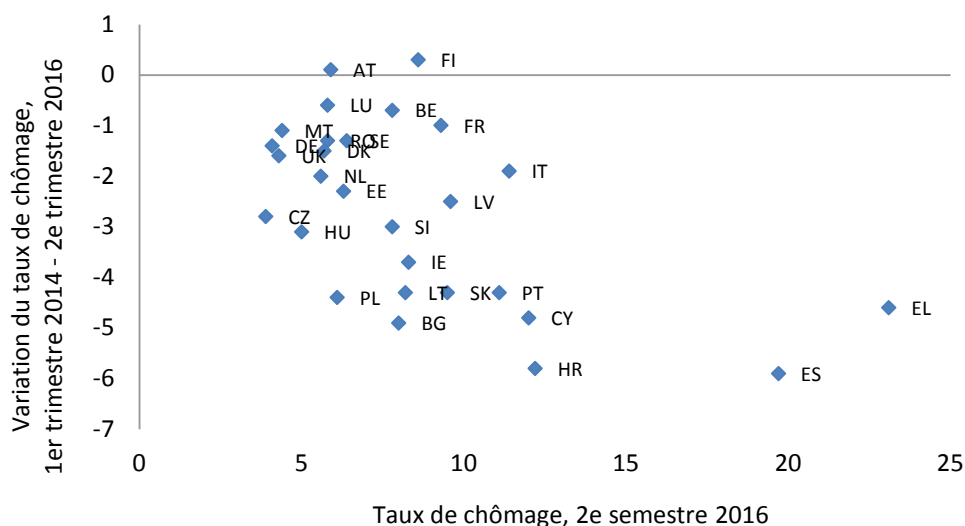
¹⁴ Cet indicateur correspond à la somme des personnes: en risque de pauvreté (après transferts sociaux), ce qu'on appelle également pauvreté monétaire; soumises à une privation matérielle sévère; ou vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail. Chaque personne n'est comptée qu'une seule fois, même si elle répond à plusieurs critères. Les personnes en risque de pauvreté sont celles ayant un revenu disponible équivalent inférieur à 60 % du revenu disponible équivalent médian national. La privation matérielle sévère couvre les indicateurs se rapportant à un manque de ressources, à savoir la proportion de personnes connaissant au moins 4 types de privations parmi 9 qui ont été définies. Les personnes faisant partie d'un ménage à très faible intensité de travail sont des personnes âgées de 0 à 59 ans vivant dans un ménage où les adultes en âge de travailler (de 18 à 59 ans) ont travaillé moins de 20 % de leur potentiel de travail total au cours de l'année écoulée. Les données pour 2015 ne sont pas disponibles pour la Croatie, l'Irlande, l'Italie et le Luxembourg.

¹⁵ Il y a des ruptures dans les séries de données pour la Bulgarie, l'Estonie et la Roumanie.

augmenté dans la plupart des États membres au cours des dernières années, tant sur trois ans que d'une année sur l'autre. Deuxièmement, la privation matérielle sévère a diminué sur une période de 3 ans dans de nombreux États membres. De fortes baisses de la privation matérielle sévère, une mesure absolue de la pauvreté, ont été observées dans les États membres les plus pauvres, reflétant le rattrapage de ces pays par rapport à ceux où les niveaux de revenus sont plus élevés. Une augmentation de la privation matérielle sévère a été constatée dans des pays dont le PIB par habitant est plus élevé, mais qui ont été plus touchés par la crise, notamment l'Espagne, la Grèce et l'Italie. Enfin, alors qu'il y a récemment eu une baisse ou une stabilisation de la proportion de personnes (de moins de 60 ans) vivant dans des ménages à très faible intensité de travail, la variation sur 3 ans fait encore apparaître une augmentation, ou au mieux une stabilisation, dans la plupart des pays de l'Union par rapport à 2012.

L'inégalité des revenus s'est accrue dans la plupart des pays de l'UE pendant la crise.¹⁶ Elle s'est toutefois stabilisée ou a diminué en 2015 dans un grand nombre d'États membres. Cela étant, des pays comme la Lituanie ou la Roumanie ont enregistré les augmentations les plus marquées en matière d'inégalité des revenus, alors que leur situation de départ était déjà plus mauvaise que la moyenne.

Graphique 13: Évolution du taux de chômage (20-64 ans) entre le premier trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2016



Source: Eurostat.

¹⁶ L'inégalité telle que mesurée par le rapport interquintile de revenu S80/S20 et par le coefficient de Gini du revenu disponible équivalent. Le premier compare les revenus des personnes du bas du quintile supérieur avec celles du haut du quintile inférieur de la distribution des revenus. Le second rend compte de la relation entre chacune des parts cumulées de la population classées en fonction de leur niveau de revenu disponible équivalent et la part cumulée du revenu disponible équivalent total qu'elles reçoivent. Sa valeur va de 0, soit la situation où les revenus sont distribués de manière égale sur l'ensemble de la population, jusqu'à 1, soit la situation où une seule personne perçoit l'ensemble des revenus du pays. Les données montrent que ces deux valeurs ont évolué différemment: le S80/S20 a diminué moins fréquemment que le coefficient de Gini au cours des dernières années, mais il a aussi moins augmenté au cours de la crise.

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

- Certains États membres sont touchés par des facteurs de vulnérabilité multiples et interconnectés liés à des stocks et/ou des flux. Il s'agit notamment de ceux qui ont été le plus gravement touchés par des cycles de forte expansion et de forte récession du crédit — souvent associés à des problèmes de liquidité et de solvabilité dans leurs secteurs bancaires — et où la position du solde des opérations courantes s'est le plus vite inversée. Dans un certain nombre de cas (Chypre, Croatie, Portugal), un endettement privé élevé se combine avec des niveaux élevés de dette publique, une position extérieure globale nette fortement négative et la persistance de problèmes dans le système bancaire. Ces pays continuent à être exposés à d'importants besoins de désendettement dans un contexte de marge de manœuvre budgétaire limitée, de chômage élevé, de faible inflation et de faible croissance du PIB réel. En Bulgarie, en Espagne, en Irlande et en Slovaquie, les facteurs de vulnérabilité sont également multiples et interconnectés, mais les progrès à cet égard ont été plus rapides que dans les pays mentionnés plus haut.
- Dans quelques États membres, ces facteurs sont principalement liés à l'encours important de la dette publique et à des inquiétudes en ce qui concerne la croissance du PIB potentiel et la compétitivité. C'est particulièrement le cas en Italie, où les sources de vulnérabilité sont également liées au secteur bancaire, et notamment à l'encours important de prêts non productifs. La Belgique et la France font également face à des problèmes en matière de dette publique et de croissance potentielle, mais ne sont pas confrontées au même type de risques potentiels découlant de banques vulnérables.
- Certains États membres se caractérisent par des excédents courants importants et persistants, reflets d'une consommation privée et d'investissements atones. C'est le cas notamment de l'Allemagne, du Danemark, des Pays-Bas et de la Suède. Dans le cas de l'Allemagne, cette situation se combine avec un désendettement dans tous les secteurs de l'économie, alors même que les niveaux de dette sont relativement peu élevés. Ces excédents importants et persistants peuvent faire supposer qu'il existe des opportunités de croissance inutilisées et que le risque inhérent au statut de créancier s'accroît. En outre, la moindre demande globale a des répercussions sur l'ensemble de la zone euro, dans un contexte de faible croissance et de faible inflation.
- Dans certains États membres, *l'évolution des variables de prix ou de coût signale une surchauffe potentielle*. En Suède, ainsi qu'au Danemark, au Luxembourg et au Royaume-Uni, les tensions sur les prix concernent principalement le secteur du logement, en combinaison avec un degré élevé d'endettement des ménages. En Bulgarie, en Estonie, en Lettonie et en Lituanie, les coûts salariaux unitaires continuent de croître à un rythme relativement élevé.
- Dans certains États membres, les facteurs de vulnérabilité et les tendances potentiellement non gérables concernent essentiellement un secteur particulier de l'économie. Aux Pays-Bas, des facteurs de vulnérabilité subsistent, en lien avec

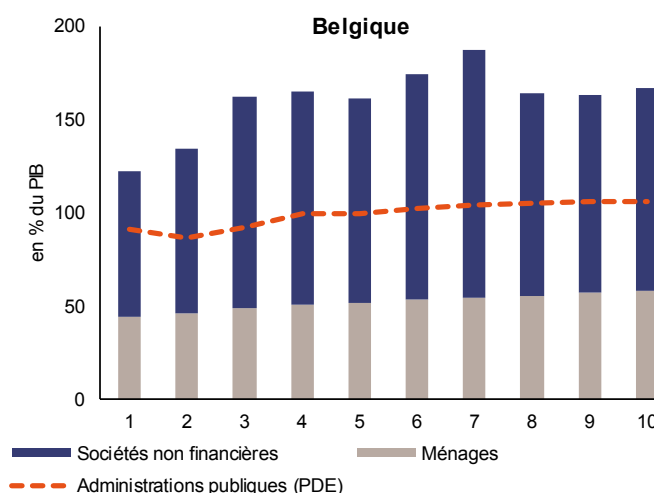
l'endettement des ménages et le marché du logement, en combinaison avec l'important excédent de la balance courante. En Finlande, ces facteurs concernent principalement la compétitivité, suite à une transition structurelle dans l'économie.

Globalement, un bilan approfondi se justifie pour 13 pays.¹⁷ Tous ces pays ont fait l'objet d'un bilan approfondi au cours du cycle précédent, lors duquel un tel bilan a été réalisé pour 19 pays. Alors que la réduction du nombre de bilans approfondis reflète les progrès récents accomplis dans la correction des déséquilibres, des vulnérabilités subsistent, y compris dans les pays pour lesquels un bilan approfondi ne se justifie pas à ce stade, et les évolutions continueront à faire l'objet d'un suivi, comme indiqué à la section 3. Par rapport au RMA 2016, les progrès les plus notables ont été réalisés dans la correction des déséquilibres extérieurs des pays débiteurs nets, et les marchés du travail ont, d'une manière générale, continué à s'améliorer. Les déséquilibres internes et externes causés par les encours de dette ne se corrigent toutefois que lentement et restent une source de risques et de vulnérabilité dans de nombreux États membres, outre qu'ils pèsent sur les perspectives d'investissement et sur la reprise économique. L'apparition de tensions sur les prix, dans certains pays, nécessite également d'être suivie de près.

3. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: COMMENTAIRES PAR PAYS

Graphique A1: Endettement selon les secteurs de l'économie

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 le seuil indicatif, à savoir la variation des parts de marché à l'exportation et du niveau d'endettement, tant dans le secteur privé que dans le secteur public, ainsi que la variation des taux de chômage de longue durée et de chômage des jeunes.



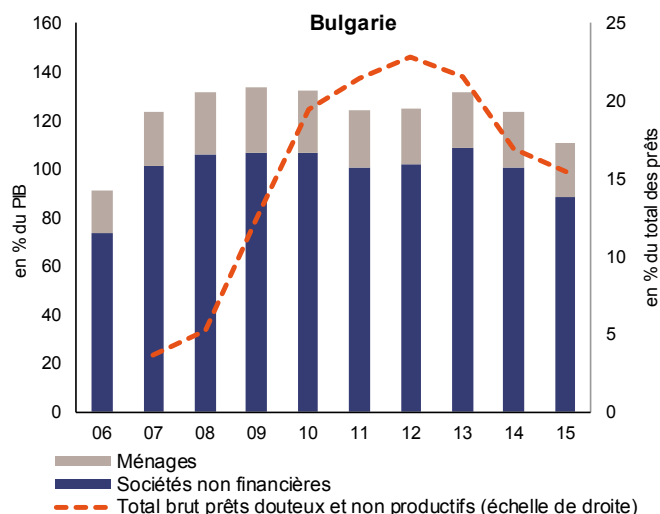
Source: Eurostat

La viabilité de la position extérieure est soutenue par l'équilibre de la balance courante et la situation très favorable de la position extérieure globale nette. Les pertes de parts de marché à l'exportation restent importantes en chiffres cumulés, mais elles sont freinées depuis quelques années, malgré des pertes en 2015. Cette tendance devrait se poursuivre, en lien avec le ralentissement notable de la croissance des coûts salariaux

¹⁷ En l'occurrence l'Allemagne, la Bulgarie, Chypre, la Croatie, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Suède.

unitaires. La dette du secteur privé reste relativement élevée, en particulier pour les entreprises non financières; l'importance des prêts intragroupe gonfle toutefois les chiffres de l'endettement. Les risques liés à l'endettement des ménages sont principalement dus au marché du logement. Les prix réels des logements sont restés relativement stables au cours des dernières années mais aucune correction n'est venue contrebalancer l'augmentation rapide d'avant 2008. La dette publique est stable, mais son niveau élevé reste un problème important pour la viabilité à long terme des finances publiques. Des données récentes semblent indiquer que l'augmentation du chômage de longue durée est de nature conjoncturelle, tandis que la persistance du taux de chômage élevé des jeunes est de nature plus structurelle. Le nombre de personnes vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail est l'un des plus élevés dans toute l'Union européenne, ce qui montre la polarisation croissante du marché du travail en Belgique.

Graphique A2: *Dette privée et prêts non productifs*



Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la compétitivité, à la dette publique, aux prix des logements et au fonctionnement du marché du travail, mais les risques liés à ces problèmes restent limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Sources: Eurostat et BCE

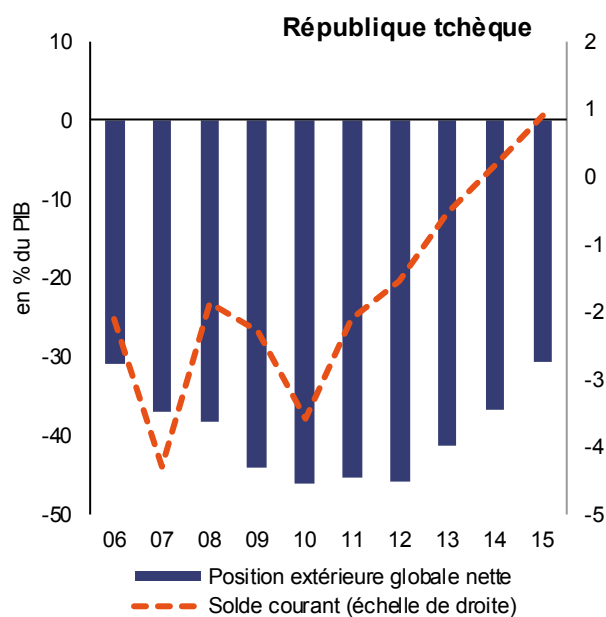
Note: Les chiffres pour les prêts non productifs se basent sur les déclarations des groupes bancaires nationaux, des banques indépendantes et des filiales ou succursales sous contrôle étranger

Bulgarie: En mars 2016, la Commission avait conclu que la Bulgarie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs dus à des fragilités persistantes dans le secteur financier et à un fort endettement des entreprises, dans un contexte de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les coûts salariaux unitaires et le taux de chômage.

La PEGN négative reste au-dessus du seuil indicatif du tableau de bord, mais elle continue de s'améliorer à la faveur d'une balance courante excédentaire. Les parts de marché à l'exportation ont augmenté au cours des cinq dernières années, malgré des pertes en 2015. La croissance des coûts salariaux unitaires continue de ralentir, même si la moyenne sur trois ans reste au-dessus du seuil indicatif. L'endettement du secteur privé reste préoccupant, en particulier pour les entreprises non financières; des données récentes indiquent que le processus de désendettement est maîtrisé, mais lent. Des facteurs de vulnérabilité sont

toujours présents dans le secteur financier et le cadre réglementaire en matière d'insolvabilité présente encore des lacunes. Le taux de prêts non productifs, bien qu'en baisse, reste élevé. Dans le secteur bancaire, l'examen de la qualité des actifs et les tests de résistance n'indiquent pas que le secteur ait un besoin important de capitaux supplémentaires. Les actions de suivi devront toutefois faire l'objet d'une mise en œuvre stricte, compte tenu notamment des recommandations que la Banque nationale bulgare a adressées aux différentes banques. Des examens analogues sont en cours dans les secteurs de l'assurance et des fonds de pension. Le taux de chômage est supérieur au seuil indicatif, mais la tendance est à la baisse grâce au renforcement récent de la croissance du PIB, tandis que la croissance du taux de chômage de longue durée ne dépasse plus le seuil indicatif. La persistance de problèmes structurels sur le marché du travail, tels que le faible taux d'emploi et l'inadéquation des qualifications et des compétences, reste préoccupante.

Graphique A3: **PEGN et solde courant**



Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à des facteurs de vulnérabilité externes et internes, notamment dans le secteur financier. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en mars, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

République tchèque: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en République tchèque. Dans le tableau de bord actualisé, aucun indicateur ne dépasse les seuils indicatifs.

La balance courante s'est considérablement améliorée ces dernières années et la moyenne sur trois ans est devenue excédentaire en 2015. La position extérieure globale nette s'est dégradée progressivement et s'est rapprochée du seuil en 2015, en raison notamment de l'accumulation par la Banque nationale tchèque d'actifs libellés en devises, à la suite de l'instauration d'un cours plancher par rapport à l'euro. Les risques liés à la position extérieure demeurent globalement limités, étant donné qu'une grande partie des passifs extérieurs est composée d'investissements directs étrangers et que la dette extérieure nette est donc très faible. La compétitivité s'est encore améliorée en 2015, avec une légère croissance des parts de marché à l'exportation et une faible diminution des coûts salariaux unitaires. L'accélération de la croissance des salaires et une éventuelle appréciation du taux de change à la suite de la

suppression du cours plancher pourraient annuler partiellement ces gains récents. Les risques de déséquilibres internes semblent faibles. Malgré une tendance accrue des ménages à investir dans le marché du logement, le taux d'endettement du secteur privé a légèrement diminué en 2015 et reste en deçà du seuil. La hausse des prix réels des logements s'est quelque peu accélérée en 2015. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, reste stable, le total des engagements du secteur financier n'ayant que très peu augmenté en 2015. La dette publique a diminué et devrait encore se réduire; elle reste proche du seuil. Le taux de chômage est faible.

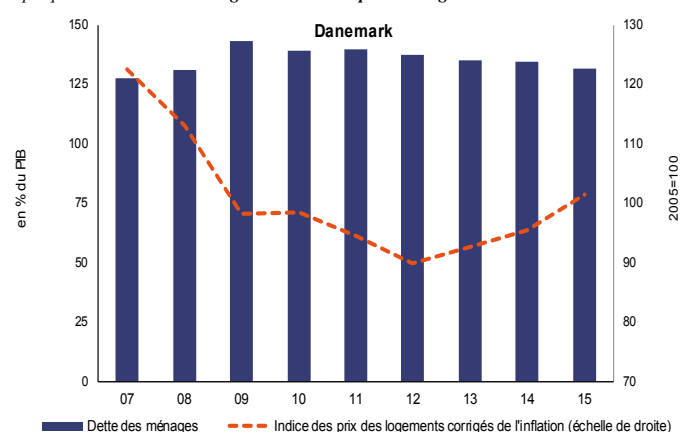
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord indique des risques externes limités et des risques internes faibles. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Danemark: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté au Danemark lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs sont au-dessus de leurs seuils indicatifs: la balance courante, la variation des parts de marché à l'exportation, les prix réels des logements et l'endettement du secteur privé.

La balance courante continue d'afficher d'importants excédents, en raison du renforcement de l'épargne privée et publique, des importants revenus générés par les investissements étrangers et de la baisse des investissements des entreprises. La position extérieure globale nette est largement positive, malgré un tassement en 2015 dû à des effets de valorisation négatifs. Malgré des pertes annuelles supplémentaires, les pertes de parts de marché à l'exportation ont baissé en 2015 et devraient être limitées au cours des prochaines années. La relative faiblesse des exportations constatée récemment peut s'expliquer aussi en partie par le ralentissement des activités d'extraction pétrolière et gazière et de fret maritime. Les indicateurs de compétitivité-coût restent globalement stables. L'endettement du secteur privé a diminué très légèrement en 2015, mais reste très élevé. Le niveau relativement élevé de l'endettement des ménages s'explique aussi par un système de crédit hypothécaire spécifique et un système de retraite très performant. Le processus de désendettement est lent car le système incite peu à rembourser rapidement ses dettes, alors qu'il favorise nettement la constitution d'un patrimoine immobilier. La croissance des prix réels des logements s'est accélérée et a été supérieure au seuil indicatif en 2015, dans un contexte de taux d'intérêt très faibles, ce qu'il convient de suivre de près. Par contre, le secteur bancaire reste sain et l'évolution du crédit est contenue. Des mesures de réglementation et de surveillance prises pour renforcer la stabilité du secteur financier et réduire l'attrait de l'endettement pour les ménages produisent progressivement leurs effets. Le taux de chômage reste faible.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle des problèmes potentiels liés à l'endettement privé et au secteur du logement, mais les risques semblent rester limités. La Commission n'entend donc

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



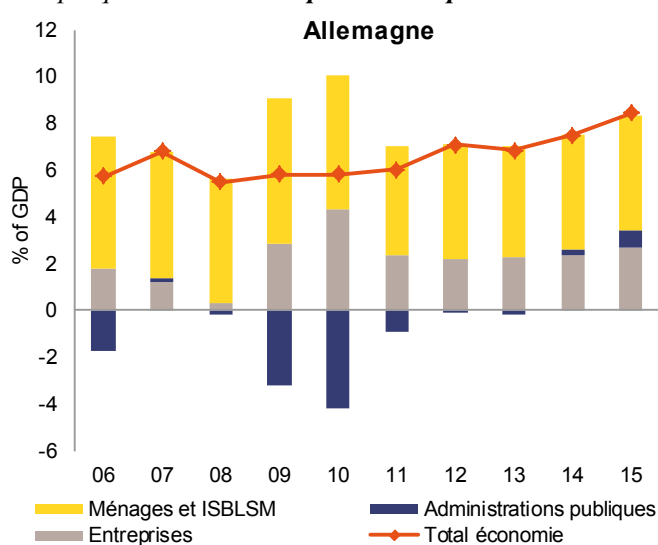
Source: Eurostat

pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Allemagne: En mars 2016, la Commission a conclu que l'Allemagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques, notamment en ce qui concerne les risques liés à l'excédent d'épargne et à la faiblesse des investissements publics et privés. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir l'excédent courant et la dette publique.

En 2015, l'excédent courant, déjà à un niveau très élevé, a continué de croître, en raison notamment d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange liée à la baisse des prix du pétrole et à un taux de change favorable. Cet excédent devrait rester élevé dans les années à venir. Les investissements devraient rester très modérés: en proportion du PIB, ils stagnent au même niveau depuis 2011. La position extérieure globale nette est très largement positive et continue de se renforcer rapidement. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus que la moyenne de la zone euro, réduisant ainsi progressivement l'écart négatif avec celle-ci. Les flux de crédit au secteur privé ont augmenté, tandis que le processus de désendettement du secteur privé s'est poursuivi, les entreprises et les ménages épargnant davantage. La hausse des prix réels des logements a accéléré, mais l'indicateur reste en deçà du seuil. Le ratio de la dette publique a poursuivi sa baisse. Le secteur financier reste sous pression en raison de sa faible rentabilité. Le taux de chômage très faible et en baisse traduit la robustesse du marché du travail en Allemagne.

Graphique A5: *Prêts/emprunts nets par secteur*



Source: services de la Commission. ISBLSM = institutions à but non lucratif au service des ménages

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle des problèmes liés à l'excédent extérieur très important et croissant, ainsi qu'à la forte dépendance à l'égard de la demande extérieure, qui comportent des risques pour la croissance et soulignent la nécessité de poursuivre le rééquilibrage au profit de sources de croissance internes. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en mars, d'examiner plus avant la persistance de déséquilibres ou leur correction.

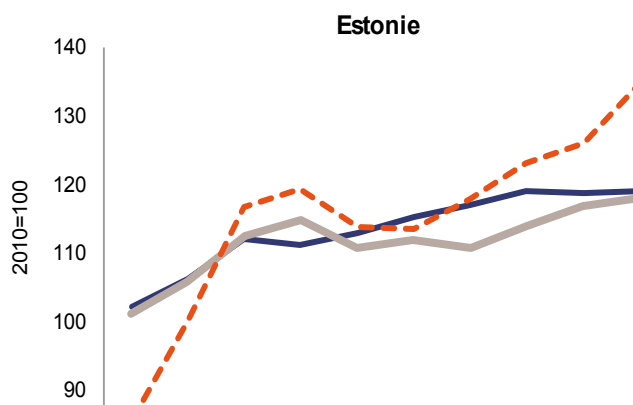
Estonie: Lors des précédents cycles de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Estonie. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre

d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN) négative, le taux de change effectif réel (TCER), les coûts salariaux unitaires et les prix réels des logements.

La PEGN négative reste supérieure au seuil, mais elle a continué à s'améliorer. Plus de la moitié des passifs extérieurs se composent d'investissements directs étrangers, ce qui réduit les risques. La balance courante est excédentaire depuis 2014, grâce au dynamisme et à la stabilité des exportations de services. Alors qu'il y a encore d'importants gains cumulés de parts de marché à l'exportation, des pertes significatives ont été enregistrées en 2015. L'indicateur du taux de change effectif réel est légèrement supérieur au seuil, mais il devrait baisser. La hausse des coûts salariaux unitaires nominaux traduit la baisse continue de la population en âge de travailler, qui renforce la croissance des salaires. En outre, la baisse des prix du pétrole et la dépréciation du rouble ont freiné les exportations estoniennes, notamment celles du schiste bitumineux, un secteur relativement important en Estonie. La hausse des prix réels des logements s'infléchit à mesure que l'offre de logements rattrape la demande. La dette du secteur privé reste en deçà du seuil, mais elle a atteint un plancher, l'activité de prêt, surtout aux entreprises, augmentant progressivement. La dette publique, par contre, est stable et demeure la plus faible de l'UE. Le chômage de longue durée et le chômage des jeunes ont encore baissé, à l'instar du taux de privation matérielle sévère.

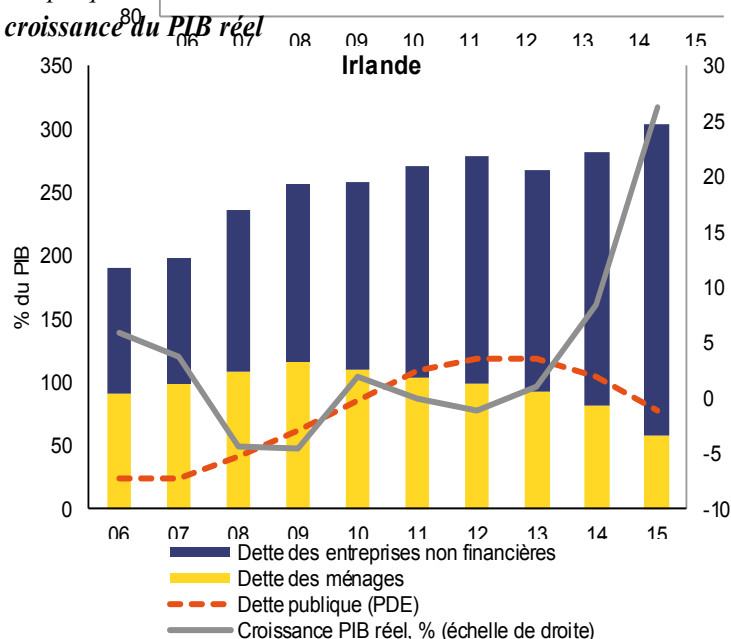
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à des tensions au sein de l'économie nationale, mais les risques restent circonscrits. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Graphique A6: Taux de change effectif réel et CSU



Irlande: En mars 2016, la Commission a conclu que l'Irlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés à l'encours important de passifs extérieurs et aux vulnérabilités liées à la dette privée et publique. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), le taux de change effectif réel (TCER), la dette du secteur privé, les prix réels des logements, la dette publique et le chômage.

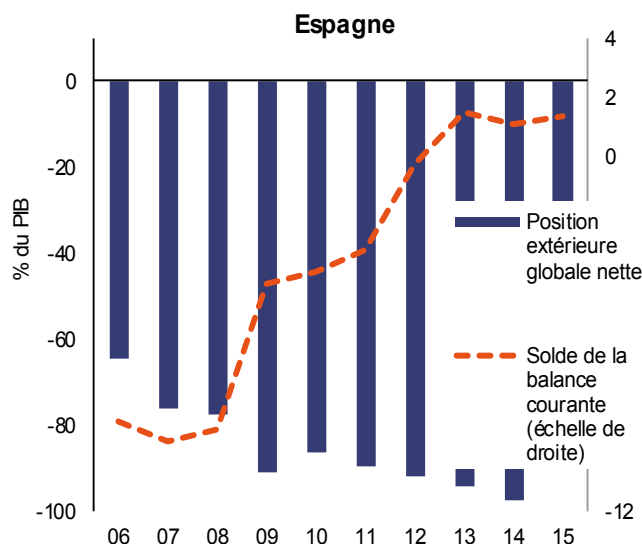
Graphique A7: dette selon les secteurs de l'économie et croissance du PIB réel



Source: Eurostat

La PEGN s'est nettement dégradée en 2015, ce qui s'explique en partie par certaines des activités des multinationales ayant une incidence limitée sur l'économie nationale. La balance courante de l'Irlande a affiché d'importants excédents ces dernières années. Cela traduit, dans une certaine mesure, le rééquilibrage de l'économie et l'amélioration de la compétitivité, dans un contexte d'évolution favorable du TCER. Toutefois, la balance courante et la position extérieure sous-jacentes sont difficiles à évaluer en raison de l'ampleur et de l'incidence des activités des entreprises multinationales. Le ratio dette privée-PIB reste élevé et les ménages ont continué à se désendetter activement, mais la situation des sociétés non financières nationales est plus difficile à interpréter vu le poids des multinationales en ce qui concerne l'endettement total des entreprises. Le ratio de prêts non productifs est élevé, mais tend à baisser, tandis que les arriérés de prêts hypothécaires à long terme sont une source de préoccupations. La hausse des prix réels des logements s'est ralentie, avec toutefois d'importantes différences régionales, dues principalement à l'insuffisance de l'offre de logements. Les prix de l'immobilier restent bien inférieurs aux maxima antérieurs, tandis que les loyers les dépassent maintenant. La dette publique connaît une tendance à la baisse et s'est

Graphique A8: PEGN et solde courant



Source: Eurostat

considérablement réduite en 2015, en raison de l'augmentation exceptionnelle du PIB. Le taux de chômage moyen sur trois ans est proche du seuil, puisqu'il a continué à baisser grâce à la forte création d'emplois. Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée ont également reculé de manière substantielle.

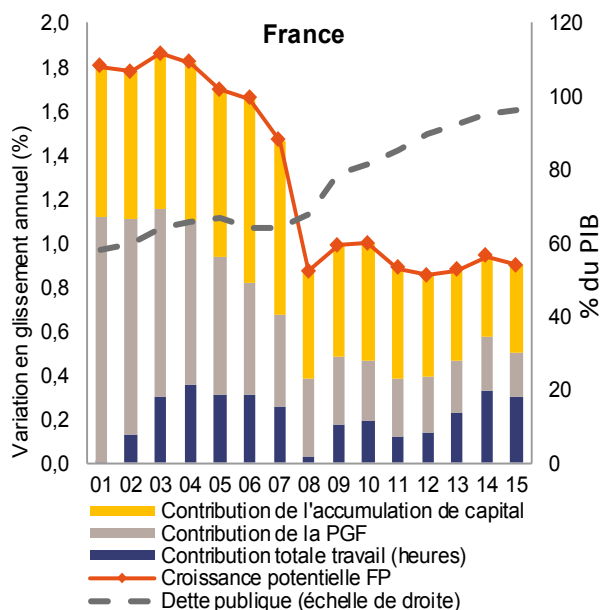
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la position extérieure, au secteur financier et à la dette publique et privée. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en mars, d'examiner plus avant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

Espagne: En mars 2016, la Commission a conclu que l'Espagne *connaissait des déséquilibres macroéconomiques*, avec notamment des risques liés au niveau élevé de la dette extérieure et intérieure, tant privée que publique, dans un contexte de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette privée et publique et le taux de chômage.

Le rééquilibrage extérieur s'est poursuivi, et la balance courante devrait rester légèrement excédentaire à moyen terme. Toutefois, cet ajustement ne se traduit que lentement par une

réduction des passifs extérieurs de l'Espagne. La PEGN s'est améliorée depuis 2014, mais elle reste très négative et est principalement composée de dette, ce qui expose le pays à des risques liés aux variations du climat des marchés. En outre, la faible croissance de la productivité fait dépendre les gains de compétitivité des avantages de coûts, tout en affectant également les conditions de travail et la cohésion sociale. Le désendettement du secteur privé s'est poursuivi tout au long de 2015, soutenu notamment par une solide croissance réelle. La dette publique a été globalement stable malgré un déficit important, quoiqu'en voie d'amélioration. Bien que le chômage recule rapidement, il demeure très élevé, en particulier chez les jeunes, et une part importante des chômeurs sont sans emploi depuis plus d'un an. L'amélioration enregistrée sur le marché du travail ne se traduit que lentement par une réduction de la pauvreté, les chiffres de pauvreté restant parmi les plus élevés de l'UE.

Graphique A9: croissance potentielle et dette publique



Source: services de la Commission

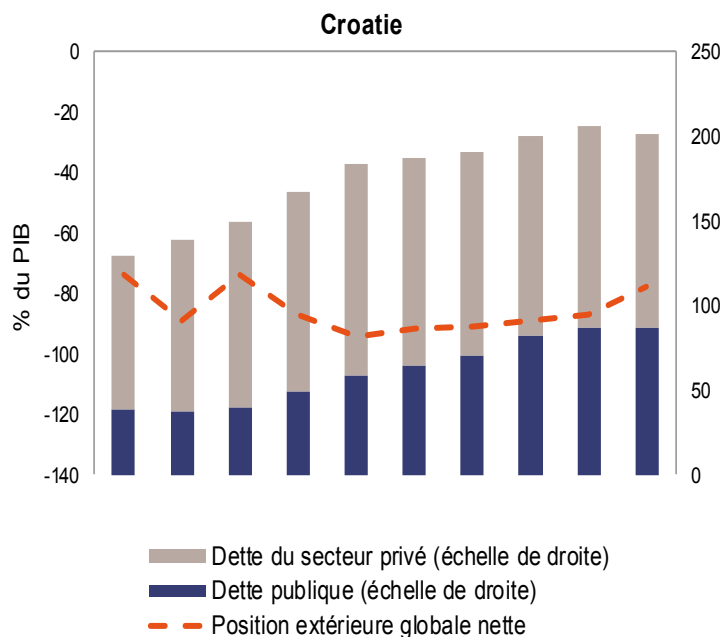
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la position extérieure, à la dette privée et publique et à l'ajustement du marché du travail, dans un contexte de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc utile, compte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

France: En mars 2016, la Commission a conclu que la France *connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs*, avec notamment une dette publique élevée et croissante, conjuguée à une faible croissance de la productivité et à une compétitivité dégradée. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent encore le seuil indicatif, à savoir la dette publique, la dette du secteur privé, le chômage et l'évolution du chômage à long terme.

Les indicateurs de déséquilibres externes et de compétitivité se sont largement stabilisés en 2015, comme le reflètent une balance courante proche de l'équilibre, le ralentissement des pertes cumulées de parts de marché à l'exportation, qui sont désormais en deçà du seuil, ainsi que la croissance maîtrisée des coûts salariaux unitaires. Cependant, la faiblesse de la croissance de la productivité du travail est un facteur de risque pour l'évolution des coûts salariaux unitaires. La dette publique, dont le niveau élevé ne cesse d'augmenter et devrait

encore croître dans les années à venir, selon les prévisions, reste une source majeure de vulnérabilité. Le faible potentiel de croissance et la faible inflation aggravent les risques liés à la dette publique élevée en rendant plus difficile le désendettement. La dette du secteur privé dépasse le seuil, mais les pressions de désendettement semblent contenues. Les prix réels des logements ont amorcé une lente correction, et les crédits du secteur privé se sont stabilisés à des niveaux légèrement positifs. Le chômage a continué d'augmenter en 2015, dans un contexte de faible croissance. De même, la hausse du chômage de longue durée s'est poursuivie.

Graphique A10: PEGN, dette privée et dette publique, en % du PIB



Source: Eurostat

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés principalement à des déséquilibres intérieurs, notamment l'endettement public dans le contexte d'une faible croissance de la productivité et d'une faible compétitivité. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en mars, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

Croatie: en mars 2016, la Commission a conclu que la Croatie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, comportant notamment des risques liés au niveau élevé de l'endettement public, extérieur et des entreprises dans un contexte de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent le seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette publique et le taux de chômage.

La PEGN demeure fortement négative, mais s'est améliorée avec l'augmentation de l'excédent de la balance courante en 2015. Les gains annuels de parts de marché à l'exportation ont continué, ce qui a permis de compenser l'essentiel des pertes accumulées dans les années de préadhésion. Les niveaux d'endettement public et privé, en particulier l'endettement des entreprises, sont élevés. Après cinq années de forte hausse, la dette publique s'est stabilisée à un niveau très élevé, mais devrait diminuer en pourcentage du PIB au cours de la période de prévision. L'endettement du secteur privé a également commencé à reculer et, bien qu'en deçà du seuil, il reste élevé par rapport à d'autres pays comparables. En outre, une part importante de la dette intérieure est libellée en euros, ce qui augmente les risques de change découlant du niveau élevé des passifs extérieurs. Malgré une bonne

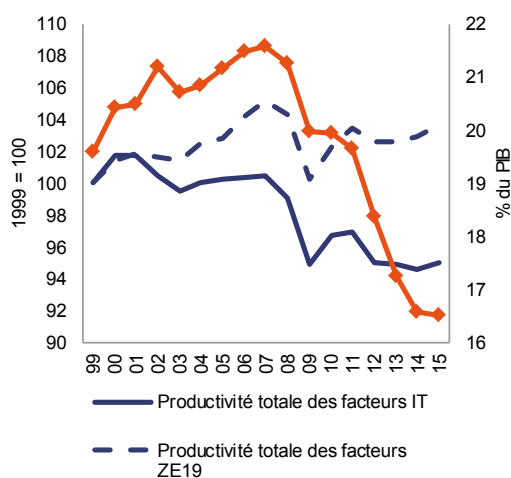
capitalisation, le secteur financier reste exposé à un taux élevé de prêts non productifs. L'accélération des annulations et des cessions de crédits a récemment permis une diminution des prêts non productifs, laissant entrevoir un assouplissement des conditions de crédit. Le taux de chômage, élevé, est aussi en baisse, notamment du fait de la contraction rapide de la population active, déjà à un niveau faible. Avec un faible taux d'emploi et d'activité, une part relativement importante de la population continue d'être menacée de pauvreté et d'exclusion sociale.

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

Italie: en mars 2016, la Commission a conclu que l'Italie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, notamment une dette publique très élevée et une compétitivité extérieure faible, dans un contexte de croissance économique atone et de faiblesse des gains de productivité. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique, le taux de chômage, ainsi que la variation du taux de chômage des jeunes et du taux de chômage de longue durée.

La balance courante est restée excédentaire en 2015, contribuant ainsi à l'amélioration de la position extérieure globale nette. Toutefois, cet excédent reflète aussi la faiblesse persistante de la demande intérieure, comme en témoigne la part historiquement basse de l'investissement fixe dans le PIB. Les pertes de parts de marché à l'exportation demeurent importantes. Les performances à l'exportation et la compétitivité-coûts souffrent de la faible croissance de la productivité du travail, en dépit de la croissance modérée des salaires et de la dépréciation du taux de change effectif réel. La timidité de la reprise économique, la faiblesse de l'inflation et la politique budgétaire expansionniste freinent la réduction du ratio de la dette publique, qui est très élevé, et des risques qui y sont liés. La faible rentabilité et l'encours élevé des prêts non productifs fragilisent de plus en plus le système bancaire et entravent la capacité des banques à soutenir l'économie. La mauvaise allocation des capitaux liée à l'encours élevé des prêts non productifs contribue aussi à expliquer la médiocrité des gains de productivité, et les faibles volumes de crédits sont associés à une stagnation de l'investissement. L'amélioration des conditions sur le marché du travail permet un recul progressif du taux de chômage, qui reste toutefois nettement supérieur aux

Graphique A11: productivité totale des facteurs et formation brute de capital fixe



niveaux antérieurs à la crise, de même que le taux de chômage des jeunes et le taux de chômage de longue durée.

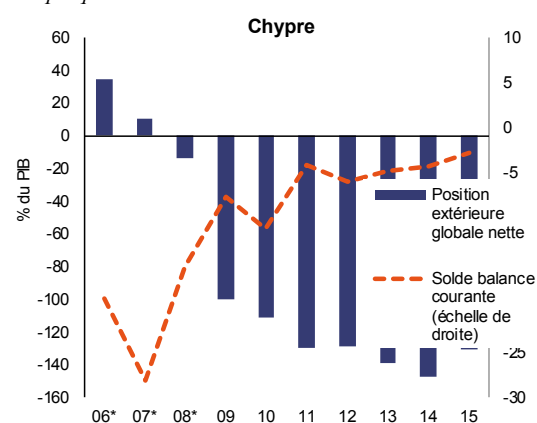
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes touchant au niveau élevé d'endettement public et au système bancaire, dans une conjoncture de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc utile, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en mars, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction de ces déséquilibres.

Chypre: en avril 2016, la Commission a conclu que Chypre *connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs* concernant, notamment, l'encours important de la dette privée, publique et extérieure, et la proportion élevée de prêts non productifs dans le secteur bancaire. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs restent supérieurs au seuil indicatif, à savoir le déficit de la balance courante, la position extérieure globale nette (PEGN), le taux de change effectif réel (TCER), les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé, la dette publique, le chômage et la variation du taux de chômage des jeunes et du taux de chômage de longue durée.

Le déficit de la balance courante et la PEGN négative demeurent importants, même si certaines améliorations ont été constatées en 2015. La bonne performance des exportations de services, en particulier du tourisme, a contribué à ce résultat. La dépréciation importante du TCER reflète principalement l'inflation négative enregistrée depuis 2015. Le niveau de l'endettement privé reste parmi les plus élevés de l'UE. Même si la croissance du PIB réel a repris en 2015 et devrait se renforcer durant la période de prévision, la baisse des prix réduit la croissance du PIB nominal et complique le processus de désendettement. Le niveau très élevé de prêts non productifs donne à penser que des risques importants subsistent en ce qui concerne le rétablissement d'un apport de crédit satisfaisant à l'économie, une condition nécessaire pour soutenir la croissance à moyen terme. Le ratio très élevé de la dette publique au PIB est stable et le pic devrait avoir été atteint en 2015. Le chômage est élevé mais en baisse, tandis que le chômage des jeunes et le chômage de longue durée demeurent relativement élevés.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la viabilité de la position extérieure, à la dette publique et privée, aux vulnérabilités du secteur financier et à l'ajustement du marché du travail. La Commission juge donc utile en ce qui concerne Chypre, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en avril, d'examiner plus avant la persistance de risques

Graphique A12: PEGN et solde courant



Source: Eurostat. Note: *indique BMP5 et SEC95

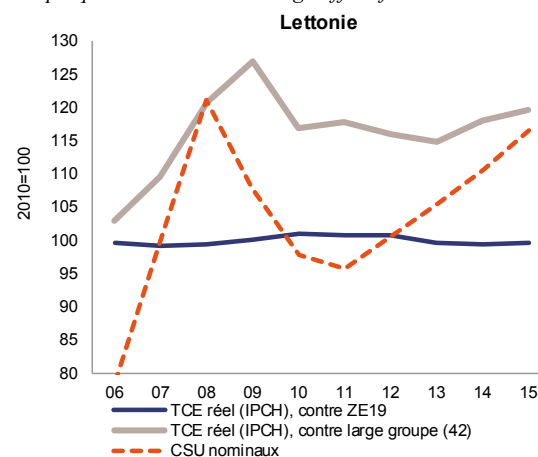
macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

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

Le déficit de la balance courante diminue, et si le ratio négatif de la PEGN reste nettement au-delà du seuil, il est en progression constante et ses perspectives d'évolution sont également favorables. Une très grande part de l'endettement extérieur résulte de l'encours des investissements directs étrangers. Les gains de parts de marché à l'exportation en termes cumulés demeurent importants malgré les pertes enregistrées en 2015. Les indicateurs de compétitivité-coûts font ressortir quelques pertes. Le taux de change effectif réel s'est apprécié en 2015. Les coûts salariaux unitaires ont encore augmenté au-delà du seuil indicatif, ce qui présente des risques pour la compétitivité-coût externe. Toutefois, le rythme de cette augmentation devrait ralentir compte tenu des dernières évolutions des salaires. Les ratios d'endettement des secteurs public et privé sont nettement inférieurs aux seuils fixés. Le secteur financier reste solide. L'activité de prêt, notamment aux entreprises, est à nouveau en hausse après une longue période de désendettement. La hausse des prix réels des logements a diminué. L'indicateur moyen du chômage sur trois ans est légèrement supérieur au seuil fixé mais il affiche une tendance à la baisse.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au secteur extérieur de l'économie et au marché du travail sur fond de rééquilibrage continu. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Graphique A13: taux de change effectif réel et CSU

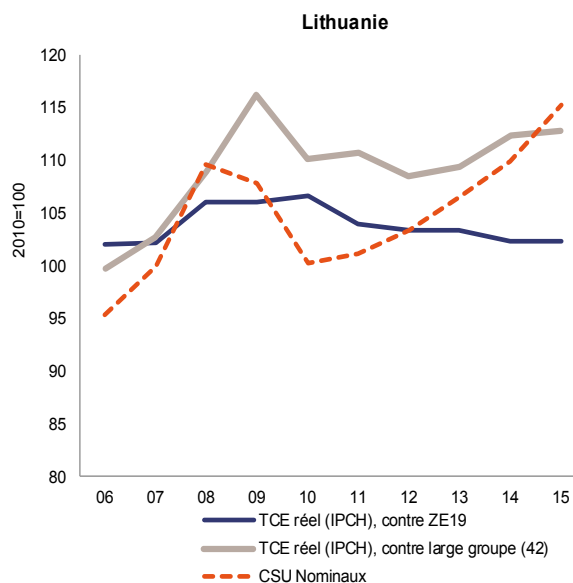


Source: Eurostat, Commission services

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

Si elle reste au-dessus du seuil, la PEGN tend à s'améliorer. Les administrations publiques et le secteur privé contribuent à parts égales à la position nette totale négative et les engagements du secteur privé sont presque entièrement constitués d'investissements directs étrangers impliquant un risque faible. Les parts de marché à l'exportation affichent encore des gains sur une base cumulée, mais les pertes ont été importantes en 2015. Les indicateurs de compétitivité-coûts révèlent des pertes. Le taux de change effectif réel s'est apprécié en 2015. La faiblesse de la productivité et la hausse marquée des salaires en 2015 se sont traduites par une croissance soutenue des coûts salariaux unitaires, qui a fait passer l'indicateur au-dessus du seuil. Un ralentissement est cependant prévu sur la période de prévision. Les niveaux d'endettement public et privé sont relativement faibles. Les prix réels de l'immobilier continuent d'augmenter mais à un rythme moins soutenu, et par rapport à un niveau de départ relativement faible. L'indicateur du chômage dépasse le seuil mais il baisse avec régularité.

Graphique A14: Taux de change effectif réel et CSU



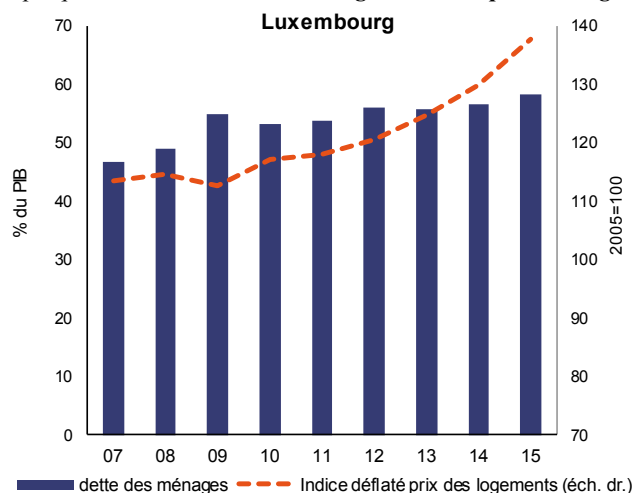
Source: Eurostat, services de la Commission

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

Luxembourg: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté au Luxembourg lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs – les prix réels de l'immobilier, les flux de crédits au secteur privé et l'endettement du secteur privé – se situent au-dessus des seuils indicatifs.

L'excédent courant, qui est structurellement élevé, a été stable en 2015, légèrement en deçà du seuil indicatif. La position extérieure globale nette positive a augmenté, ce qui reflète surtout la prédominance du secteur financier, seule une part réduite des flux correspondant à l'activité économique nationale. La croissance des salaires est faible, ce qui contribue à la récente modération des coûts

Graphique A15: Endettement ménages et indice prix des logements



Source: Eurostat

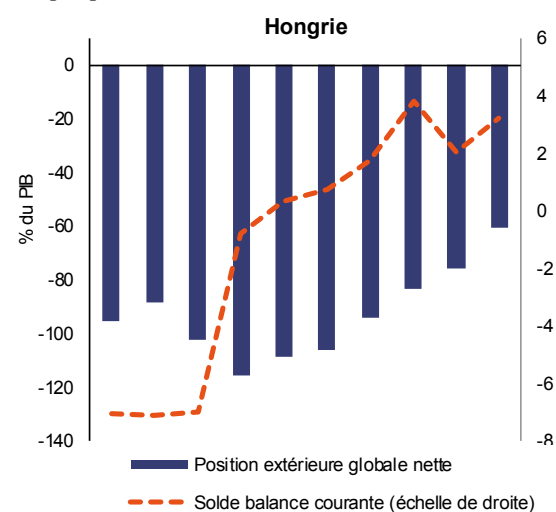
salariaux. Conjuguée à l'amélioration de la productivité enregistrée ces dernières années, elle explique en partie le rebond des parts de marché à l'exportation. La faible dette publique a encore diminué. La croissance du crédit est restée dynamique et l'augmentation vigoureuse des prêts immobiliers a fait grimper l'endettement des ménages à un niveau proche de la moyenne de la zone euro, tandis que les pressions en faveur du désendettement qui s'exercent sur les ménages et les entreprises semblent limitées. Les prix des logements, qui atteignaient déjà des niveaux élevés, voient leur hausse s'accélérer, ce qui requiert une surveillance étroite. Plusieurs facteurs, tels que l'importance des flux migratoires nets, le dynamisme du marché du travail et la faiblesse des coûts de financement, entretiennent la demande de logements, alors que l'offre reste relativement limitée, comme en témoigne notamment la faible croissance des permis de construire. Les ratios prêt/valeur ont diminué, de même que l'accessibilité financière du logement. Le taux de chômage a augmenté, mais par rapport à un niveau faible.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord révèle essentiellement des problèmes liés à la hausse des prix des logements, mais les risques semblent rester relativement limités. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Hongrie: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Hongrie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), les pertes de parts de marché à l'exportation, les prix réels des logements et la dette publique.

La balance courante a continué de se renforcer, ce qui s'est traduit par une amélioration très rapide et durable de la PEGN négative. Des gains de parts de marché à l'exportation ont été enregistrés en 2015 et les pertes cumulées ne sont que légèrement au-dessus du seuil. Cela s'explique par la croissance du secteur automobile et par une amélioration de la compétitivité-coûts, dont participent la dépréciation du taux de change effectif réel et la croissance maîtrisée des coûts salariaux unitaires. L'encours des crédits aux entreprises des banques hongroises continue à se contracter mais les crédits nouveaux aux ménages ont augmenté en 2015. Le rythme général du désendettement a ralenti, sur fond de croissance économique soutenue. Le mouvement de baisse des prix réels des logements précédemment observé s'est brusquement inversé et les prix des logements ont enregistré une hausse marquée en 2015, supérieure au seuil indicatif, en partant néanmoins de niveaux encore sous-évalués. Les règles de plafonnement de l'endettement instaurées depuis limiteront les risques de surchauffe. La dette publique a

Graphique A16: PEGN et solde courant

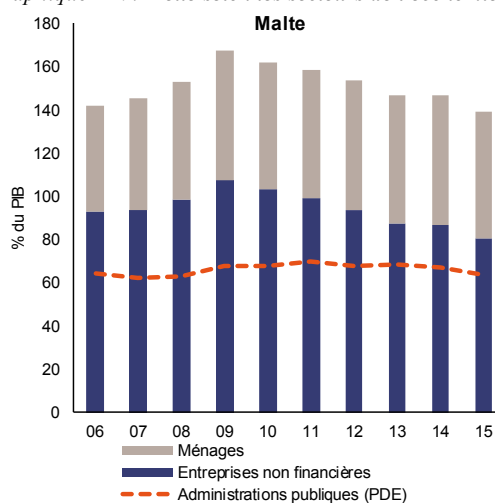


Source: Eurostat

continué de diminuer progressivement, bien qu'elle demeure relativement élevée pour une économie à revenu intermédiaire. Le secteur bancaire a amélioré sa rentabilité et sa capacité d'absorption des chocs. La reprise sur le marché de l'immobilier pourrait contribuer à atténuer le problème du niveau encore élevé des crédits hypothécaires non productifs des ménages. L'indicateur du chômage est resté en deçà du seuil en 2015, tandis que l'emploi a encore progressé en 2015 et 2016.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence une amélioration de la position extérieure et des problèmes concernant le marché immobilier, mais les risques semblent circonscrits. La Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Graphique A17: Dette selon les secteurs de l'économie



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

L'excédent de la balance courante a légèrement diminué en 2015, ce qui résulte également d'une forte augmentation des investissements à

Source: Eurostat

forte intensité d'importations. La PEGN positive s'est renforcée. Depuis 2009, les parts de marché à l'exportation ont été constamment orientées à la baisse, notamment à cause des exportations de biens. Toutefois, l'évolution de la compétitivité-coûts a été favorable, l'augmentation de la productivité et une évolution modérée des salaires ayant restreint les coûts salariaux unitaires et entreteenu une légère dépréciation du taux de change effectif réel. Le ratio de la dette privée au PIB est fermement orienté à la baisse, sous l'effet du désendettement ordonné des sociétés non financières et d'une croissance économique robuste. La progression des prix des logements est restée modérée en 2015, mais la croissance de la demande devrait exercer une pression haussière sur les prix dans les prochaines années. La dette publique a continué de diminuer et se rapproche du seuil indicatif. La situation sur le marché du travail est restée favorable avec un taux de chômage faible.

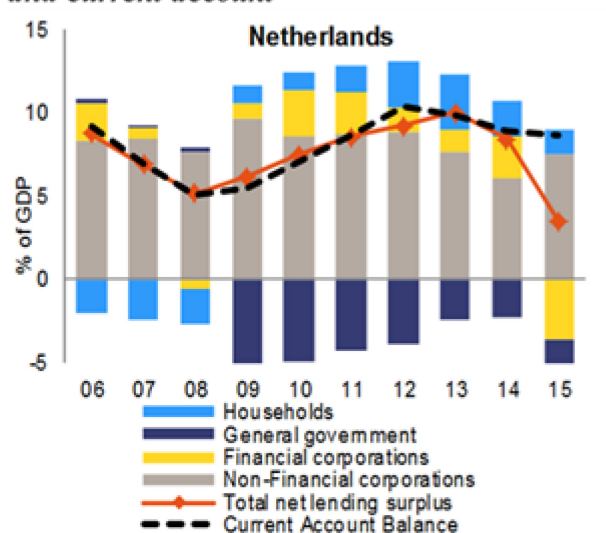
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence une position externe robuste et un processus de désendettement qui se poursuit dans un contexte de croissance relativement soutenue. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Pays-Bas: En mars 2016, la Commission a conclu que les Pays-Bas connaissaient des déséquilibres macroéconomiques, impliquant en particulier des risques liés à un excédent courant important et persistant et à un encours très élevé de dette des ménages. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir l'excédent de la balance courante, les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé, la dette publique, ainsi que l'évolution du chômage de longue durée.

L'excédent de la balance courante reste à un niveau largement supérieur au seuil indicatif. Ce niveau élevé est en partie dû à des facteurs structurels, notamment l'importance des activités de réexportation et la présence de multinationales. En outre, cet excédent reflète l'épargne élevée des entreprises non financières, dans un contexte d'atonie des investissements et de taux modérés de distribution des bénéfices. Néanmoins, la croissance des investissements devrait se renforcer, compte tenu de la demande intérieure robuste, ce qui pourrait se traduire par une baisse modérée de l'excédent courant. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation restent supérieures au seuil en raison des pertes enregistrées en 2015. Les indicateurs de la compétitivité-coûts révèlent une légère progression en 2015.

La dette du secteur privé est très élevée, mais le processus de désendettement se poursuit, ce qui se traduit par une légère baisse. Des mesures telles que l'abaissement de la déductibilité des intérêts d'emprunt immobilier et des ratios prêt/valeur devraient contribuer à la réduction de l'endettement des ménages. Les prix réels des logements ont recommencé à augmenter en 2015 après la phase de correction des années précédentes. La dette publique est légèrement supérieure au seuil et en légère baisse. Sur le marché du travail, la croissance de l'emploi est soutenue, ce qui est à l'origine d'une baisse constante du taux de chômage, mais la proportion de chômeurs de longue durée reste élevée.

Graph A18: Net Lending/Borrowing by Sector and current account



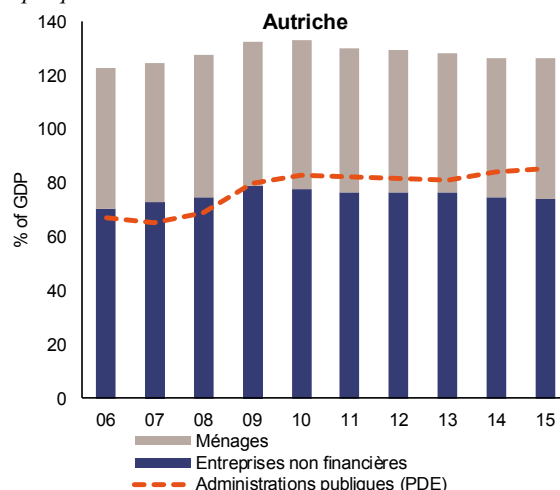
Source: Eurostat

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

Autriche: En mars 2016, la Commission a conclu que l'Autriche ne connaissait pas de déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, la dette publique, ainsi que l'évolution du chômage à long terme.

La balance courante présente un modeste excédent qui a légèrement augmenté en 2015, tandis que la position extérieure globale nette est légèrement positive. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation restent supérieures au seuil et de nouvelles pertes ont été enregistrées en 2015. Le taux de change effectif réel s'est déprécié sur une base annuelle. En outre, la croissance de la productivité du travail a été positive après trois années de recul, ce qui a permis un ralentissement de la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.

Graphique A19: Dette selon secteurs de l'économie



Source: Eurostat

L'endettement du secteur privé reste en deçà mais proche du seuil, et continue de diminuer en pourcentage du PIB, les sociétés non financières se désendettant malgré le contexte de faiblesse des taux d'intérêt. Les prix réels des logements, déjà relativement élevés, ont vu leur progression s'accélérer, et bien que l'indicateur reste en deçà du seuil, une surveillance étroite est nécessaire. La dette publique a augmenté, notamment en raison de la lenteur de la restructuration des banques en difficulté, qui reste source de risques pour les finances publiques. Les engagements du secteur financier sont restés globalement stables, les banques autrichiennes ayant réduit leur exposition aux pays étrangers, notamment en raison de la qualité relativement plus faible des actifs en Europe centrale et orientale, ce qui nécessite de surveiller les éventuelles répercussions sur l'économie autrichienne et les économies partenaires. Le taux de chômage continue de monter, principalement sous l'effet de l'augmentation de la main-d'œuvre, mais il demeure parmi les plus faibles de l'Union, même si le chômage des jeunes et le chômage de longue durée ont augmenté.

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

Graphique A21: PEGN, dette privée et dette publique en % du PIB

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

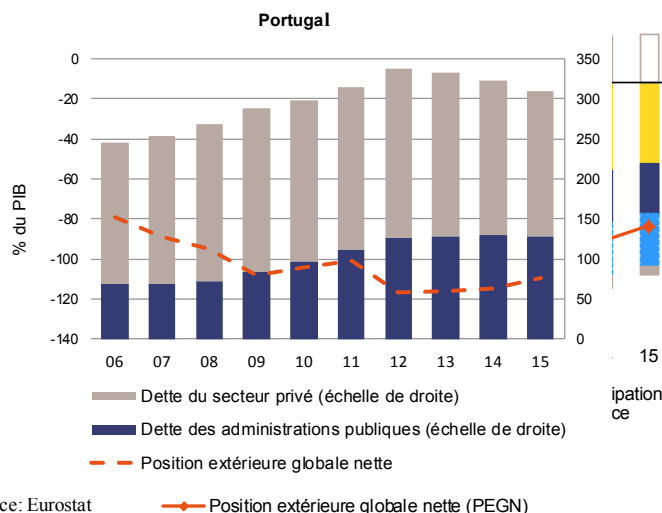
Le déficit courant moyen sur trois ans a continué de diminuer pour se rapprocher de l'équilibre. La PEGN reste cependant largement négative, mais elle s'est sensiblement améliorée en 2015. La vulnérabilité extérieure est limitée par le fait que la majeure partie des

engagements étrangers sont des investissements directs. En 2015, les gains cumulés de parts de marché à l'exportation ont progressé tandis que les indicateurs de la compétitivité-coûts mettent en évidence une certaine amélioration. La dette du secteur privé et la dette publique sont stables et relativement faibles. La stabilité du secteur bancaire a été maintenue mais sa rentabilité a diminué. Les prix réels des logements ont enregistré une modeste croissance positive en 2014 et 2015 après plusieurs années de correction. Le taux de chômage a continué de reculer sous le seuil indicatif.

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

Portugal: En mars 2016, la Commission a conclu que le Portugal connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs liés à l'encours important de passifs extérieurs, à la dette publique et privée, à un pourcentage élevé de prêts non productifs (PNP) et à un chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette (PEGN), la dette du secteur privé, la dette publique et le chômage.

Le solde des opérations courantes affichait un petit excédent en 2015 et la PEGN négative s'est légèrement améliorée, mais reste très importante. Des excédents courants substantiels seront nécessaires pendant une longue période pour parvenir à une position extérieure plus soutenable. Les pertes de parts de marché à l'exportation précédemment accumulées ont été partiellement effacées, notamment à la faveur de l'évolution favorable de la compétitivité-coût. Le niveau encore élevé du ratio de dette du secteur privé signifie qu'il reste encore un besoin de désendettement. La dette publique élevée, dans un contexte d'atonie de la croissance potentielle, entraîne des risques pour la soutenabilité à moyen terme, crée une



Source: Eurostat

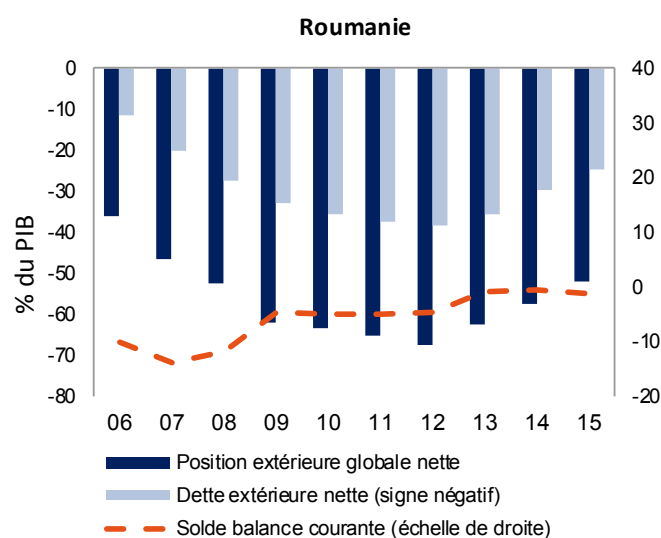
vulnérabilité en cas de choc et accroît les coûts de financement. L'encours élevé des prêts non productifs aux entreprises, conjugué à une faible rentabilité, pèse sur le secteur bancaire, ce qui fait obstacle à ce que crédits et investissements soient alloués de manière productive. L'ajustement du marché du travail progresse peu à peu, également en ce qui concerne le chômage des jeunes et le chômage de longue durée, qui restent néanmoins parmi les plus élevés de l'UE, ce qui augmente les risques de détérioration du capital humain.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la soutenabilité de la position extérieure, à la dette publique et privée, à la vulnérabilité du secteur bancaire et au processus d'ajustement du marché du travail, dans un contexte de faible croissance de la productivité. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre excessif constaté en mars, d'examiner plus avant la persistance de risques macroéconomiques et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

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

La balance courante a affiché un léger déficit en 2015, qui devrait progressivement se creuser, sous l'effet d'une forte demande intérieure. La PEGN négative s'est encore améliorée en 2015, à la faveur d'une croissance du PIB relativement soutenue. La position extérieure globale nette (PEGN) consiste pour près de la moitié d'investissements directs étrangers tandis que la dette extérieure nette a continué de baisser. Les

Graphique A22: **PEGN et solde courant**



Source: Commission services

gains cumulés de parts de marché à l'exportation restent importants malgré de légères pertes en 2015. Les indicateurs de la compétitivité-coûts se sont modérément améliorés en 2015, avec une légère baisse des coûts salariaux unitaires nominaux, associée à une augmentation de la productivité de la main-d'œuvre, et une dépréciation du taux de change effectif réel. Cependant, la compétitivité pourrait se dégrader si le rythme actuel de croissance des salaires se poursuit au-delà des gains de productivité. De manière générale, la santé du secteur bancaire s'est améliorée et il reste bien capitalisé et liquide. En outre, les crédits au secteur privé ont cessé de se contracter. Bien qu'orientés à la baisse, les ratios de prêts non productifs restent élevés, tandis que des initiatives légales récurrentes au niveau national affectent la prévisibilité juridique et risquent de compromettre la stabilité des établissements bancaires. La dette publique reste relativement faible et orientée à la baisse. Toutefois, des mesures budgétaires et des augmentations de salaires spécifiques pour certaines catégories de

fonctionnaires signalent un assouplissement budgétaire et une politique budgétaire procyclique en 2016-2017, qui pourrait détériorer la dynamique de la dette. Le taux de chômage est resté inchangé en 2015, ce qui résulte en partie de problèmes structurels sur le marché du travail, tandis que le taux d'activité a légèrement augmenté dans un contexte de forte croissance économique.

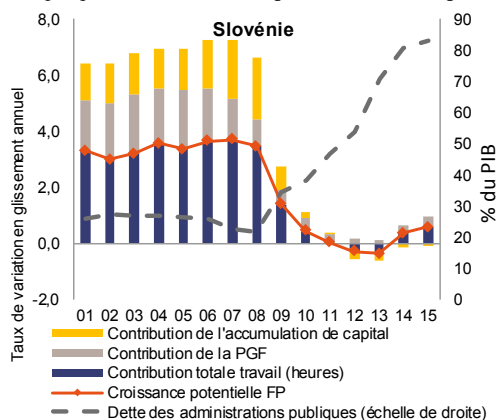
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés à la position extérieure et à un assouplissement budgétaire. Les risques semblent actuellement restreints, mais ils pourraient s'accroître du fait d'initiatives politiques, y compris dans le secteur financier. La Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM, mais elle surveillera de près les initiatives susceptibles de compromettre la stabilité financière.

Slovénie: En mars 2016, la Commission a conclu que la Slovénie connaissait des déséquilibres macroéconomiques, impliquant en particulier des risques budgétaires et des vulnérabilités liées au secteur bancaire et à l'endettement des entreprises. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette et la dette publique.

La balance courante a conservé un solde largement positif en 2015 et son excédent s'est accru, alors que les investissements sont restés faibles. La position extérieure globale nette négative s'est sensiblement améliorée et se rapproche du seuil. La croissance des exportations est restée soutenue et les pertes de parts de marché à l'exportation cumulées sur cinq ans ont nettement diminué. La croissance des coûts salariaux unitaires a été faible et le taux de change effectif réel s'est déprécié, ce qui a soutenu la compétitivité. La croissance des crédits a été négative et le désendettement des entreprises s'est poursuivi en 2015, mais les pressions s'atténuent. La dette publique est élevée, mais elle devrait avoir atteint son pic en 2015. La stabilisation du secteur bancaire s'est poursuivie. Les prêts non productifs ont continué de diminuer, mais leur encours reste relativement élevé, tandis que la rentabilité des banques est sous pression. À la faveur de la solide croissance du PIB et des exportations enregistrée depuis 2014, une amélioration a été constatée sur le marché du travail en 2015. Grâce au redressement de la demande de main-d'œuvre dans le secteur privé, le taux de chômage a continué de baisser en 2015, de même que le chômage de la longue durée et le chômage des jeunes.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés au niveau élevé de l'endettement des entreprises et de la dette publique et à la performance du secteur bancaire. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre

Graphique A23: Croissance potentielle et dette publique

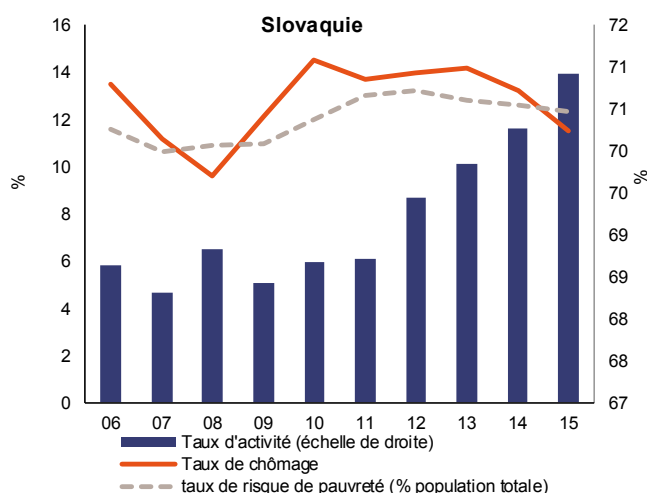


Source: services de la Commission

constaté en mars, d'examiner plus avant les risques qu'implique la persistance de déséquilibres ou leur correction.

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

Graphique A24: Indicateurs sociaux et du marché du travail



Source: Eurostat

La balance courante s'est sensiblement améliorée ces dernières années et la moyenne sur trois ans ressort en léger excédent en 2015. Cependant, la PEGN ne s'améliore que lentement, avec des flux entrants d'investissements directs étrangers qui se rapportent en grande partie au secteur automobile en plein développement. Le récent fléchissement du taux de change effectif réel, avec une croissance des coûts salariaux unitaires nominaux seulement modérée, a soutenu la compétitivité-coûts, tandis que les parts de marché à l'exportation ont affiché des gains sur une base cumulée. Toutefois, le resserrement du marché de l'emploi et la pression croissante sur la croissance des salaires nominaux pourraient mettre à mal la compétitivité-coûts dans les prochaines années. Les solides flux de crédit au secteur privé ont contribué ces dernières années à la tendance à la hausse du taux d'endettement du secteur privé, lequel reste néanmoins largement inférieur au seuil indicatif. Les prix réels des logements ont atteint un plancher en 2013 et ont enregistré une croissance significative en 2015, mais à partir d'un niveau peu élevé. Une nouvelle accélération de la croissance des crédits immobiliers dans un contexte de faiblesse des taux pourrait entraîner une hausse plus soutenue des prix des logements dans les années à venir. La dette publique a légèrement reculé en 2015. Le secteur bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, est bien capitalisé. Le taux de chômage est en voie d'amélioration. Malgré une amélioration progressive du taux d'activité depuis 2012, le chômage structurel reste un défi majeur.

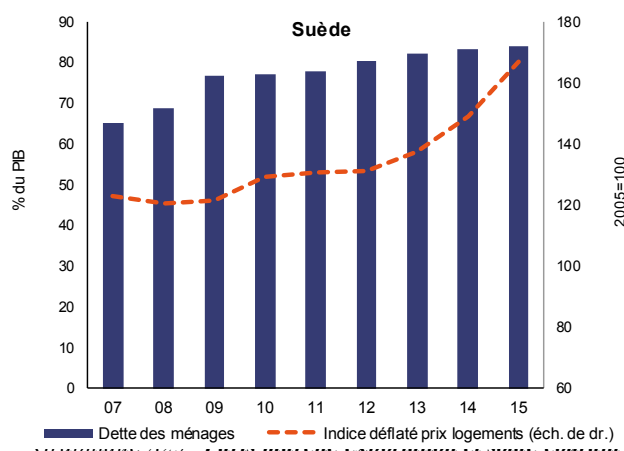
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes liés aux aspects extérieurs, avec cependant des risques limités, tandis que le chômage structurel demeure un défi. La Commission n'entend donc pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Finlande: En mars 2016, la Commission a conclu que la Finlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à la compétitivité et à la performance extérieure. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de marché à l'exportation, le niveau de la dette du secteur privé et de la dette publique, ainsi que l'augmentation du chômage des jeunes et du chômage à long terme.

Le déficit de la balance courante s'est encore réduit en 2015 et devrait se maintenir à un niveau similaire dans les prochaines années. La position extérieure globale nette s'est détériorée au fil du temps, mais reste proche de l'équilibre. La perte cumulée de parts de marché à l'exportation depuis la crise économique et financière reste élevée malgré l'amélioration récente des indicateurs de la compétitivité-coûts. En 2015, la perte de parts de marché s'est de nouveau accélérée et a été l'une des plus défavorables de l'UE, cette évolution étant liée aux changements structurels que connaît actuellement l'économie finlandaise et à la sensibilité de ses exportations à la récession en Russie. En 2016, les partenaires sociaux se sont mis d'accord sur un pacte de compétitivité qui devrait améliorer la compétitivité-coûts à partir de 2017. Après avoir été plus ou moins stable depuis 2009, le taux d'endettement du secteur privé a sensiblement augmenté en 2015, les conditions de crédit favorables, la faiblesse des taux d'intérêt et le léger fléchissement des prix réels des logements ayant favorisé une forte croissance du crédit. Le secteur financier reste bien capitalisé, ce qui limite les risques pour la stabilité financière. La dette publique a maintenant dépassé le seuil de 60 % du PIB. Le chômage a continué d'augmenter en 2015, mais il devrait être réduit à l'avenir. La croissance du chômage des jeunes a récemment commencé à fléchir, mais le chômage de longue durée continue de progresser.

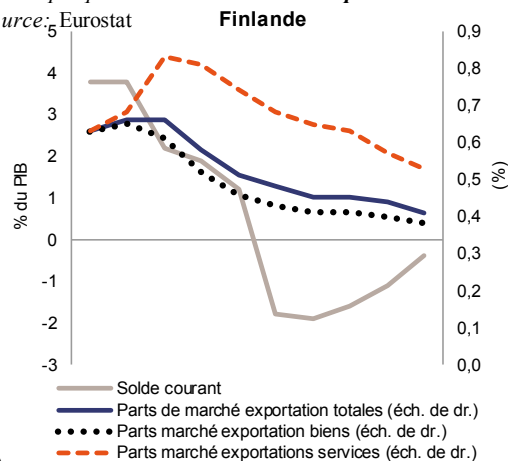
Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes touchant aussi bien à la compétitivité-prix que hors prix dans un contexte de restructuration sectorielle. La Commission juge donc utile, compte tenu également du déséquilibre constaté en mars, d'examiner plus avant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

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



Source: Eurostat

Suède: En février 2016, la Commission a conclu que la Suède présentait des déséquilibres macroéconomiques, concernant notamment le niveau élevé et croissant de l'endettement des ménages, conjugué à des prix du logement élevés et qui augmentent. Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent les seuils indicatifs, à savoir les pertes de parts de



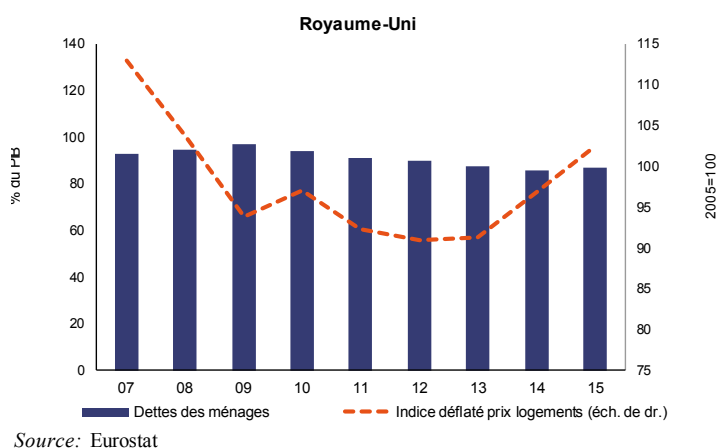
Source: Eurostat

marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la croissance des prix réels des logements.

L'excédent de la balance courante reste élevé, quoiqu'en deçà du seuil indicatif, ce qui reflète principalement le niveau élevé de l'épargne privée. La position extérieure globale nette (PEGN) a continué de s'améliorer progressivement et est devenue positive en 2015. Les pertes cumulées de parts de marché à l'exportation sont supérieures au seuil et de nouvelles pertes limitées ont été enregistrées en 2015. Les indicateurs de la compétitivité-coûts ont évolué favorablement en 2015, avec une croissance restreinte des coûts salariaux unitaires et une dépréciation du taux de change effectif réel (TCE réel). Dans l'ensemble, les pertes de parts de marché à l'exportation s'expliquent par la faiblesse de la demande extérieure plutôt que par des problèmes de compétitivité. La dette du secteur privé, qui atteint l'un des plus hauts niveaux de l'UE, est globalement stable, les risques provenant essentiellement du niveau élevé de la dette des ménages. La croissance du crédit s'est accélérée en 2015 et les prix réels des logements, qui atteignaient déjà des niveaux élevés, ont vu leur hausse s'accroître encore. Les prix du logement et l'endettement des ménages sont poussés vers le haut par la fiscalité favorable des emprunts immobiliers, par certaines spécificités du marché hypothécaire et par la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires. Du côté de l'offre, les contraintes entourant la construction neuve demeurent un problème. Malgré le niveau élevé d'endettement des ménages, les risques bancaires semblent actuellement restreints, la qualité des actifs et la rentabilité demeurant élevées et la situation financière des ménages étant généralement solide. Le chômage a légèrement reflué en 2015 et s'inscrit dans une tendance légèrement à la baisse, à la faveur de l'amélioration de la conjoncture.

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

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



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

Le déficit de la balance courante a continué de se creuser en 2015, sous l'effet de l'accroissement du déficit des revenus primaires, et l'indicateur demeure au-delà du seuil indicatif. La position extérieure globale nette est négative, mais s'est légèrement améliorée. La variation cumulée des parts de marché à l'exportation s'est nettement améliorée et fait maintenant apparaître des gains. Alors que la croissance des coûts salariaux unitaires a été

modérée, l'indicateur du taux de change effectif réel a progressé en 2015 et est passé légèrement au-dessus du seuil. Cela s'explique par la vigueur affichée jusqu'à fin 2015 par la livre sterling, qui s'est ensuite sensiblement affaiblie. Bien qu'elle reste élevée, la dette du secteur privé a continué, dans son ensemble, à diminuer légèrement en pourcentage du PIB, mais l'endettement des ménages est reparti à la hausse. Les prix réels des logements, déjà à un niveau élevé, continuent d'augmenter. Bien que leur rythme de croissance ait un peu ralenti, une surveillance étroite s'impose. La dette publique a été presque stable en 2015, mais son niveau élevé reste préoccupant. La forte croissance de l'emploi a continué de s'accompagner d'un recul du chômage des jeunes et du chômage de longue durée.

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en lumière des problèmes touchant au marché du logement et au volet extérieur de l'économie, bien qu'à court terme, les risques pour la stabilité semblent limités. Les résultats du référendum sur l'appartenance à l'UE ont cependant créé des incertitudes économiques et politiques pour l'avenir. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Tableau 1.1: tableau de bord PDM 2015

Année 2015	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres internes						Indicateurs de l'emploi'		
	Solde balance courante - % du PIB (moyenne sur 3 ans)	Position extérieure globale nette (en % du PIB)	Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur IPCH (variation sur 3 ans en %)	Parts de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation sur 5)	Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation sur 3)	Indice des prix des logements (2010=100), déflaté (variation sur 1 an en %)	Flux de crédits au secteur privé, consolidés (en % du PIB)	Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	Dette publique brute (en % du PIB)	Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	Total des engagements du secteur financier, non consolidés (variation sur 1)	Taux d'activité - % de la population totale des 15-64 ans (variation sur 3 ans en points de)	Taux de chômage de longue durée - % de la population active âgée de 15 à 74 ans (variation sur 3)	Taux de chômage des jeunes - % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation sur 3)
Seuils	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (hors ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (hors ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.2□	61.3□	-1,2	-11.3□	1,5	1.3p□	4,5	166,3	105,8	8,5	-1.0□	0.7□	1,0	2,3
BG	0.6□	-60.0□	-4,1	12.8□	14.9p	1.6bp□	-0,3	110,5	26,0	11,2	7.0□	2.2□	-1,2	-6,5
CZ	0.2□	-30.7□	-8,0	0.1□	0,5	3.9p□	0,9	68,6	40,3	6,1	7.7□	2.4□	-0,6	-6,9
DK	8.8□	39.0□	-1,5	-8.8□	4,9	6.3□	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2.0□	-0.1□	-0,4	-3,3
DE	7.5□	48.7□	-1,4	-2.8□	5,7	4.1□	3,0	98,9	71,2	4,9	2.8□	0.4□	-0,4	-0,8
EE	0.9□	-40.9□	6,4	8.5□	14,4	6.8□	3,3	116,6	10,1	7,4	8.1□	1.9□	-3,1	-7,8
IE	4.7*□	-208.0*□	-5,9	38.3*□	-18,1	8.3□	-6,7	303,4	78,6	11,3	9.5□	0.8□	-3,7	-9,5
EL	-1.2□	-134.6□	-5,5	-20.6□	-11.1p	-3.5e□	-3,1	126,4	177,4	26,3	15.7□	0.3□	3,7	-5,5
ES	1.3□	-89.9□	-2,9	-3.5□	-0.7p	3.8□	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2.1□	0.0□	0,4	-4,6
FR	-0.7□	-16.4□	-2,7	-5.4□	2.5p	-1.3□	4,4	144,3	96,2	10,3	1.8□	0.8□	0,6	0,3
HR	2.7□	-77.7□	0,1	-3.5□	-5,0	-2.4□	-1,3	115,0	86,7	17,0	2.1□	2.9□	0,1	0,9
IT	1.5□	-23.6□	-2,2	-8.9□	1,5	-2.6p□	-1,7	117,0	132,3	12,2	1.7□	0.5□	1,3	5,0
CY	-4.1□	-130.3□	-6,2	-16.8□	-10.5p	2.9bp□	4,4	353,7	107,5	15,7	2.8□	0.4□	3,2	5,1
LV	-1.8□	-62.5□	3,1	10.5□	16,0	-2.7□	0,7	88,8	36,3	10,9	12.2□	1.3□	-3,3	-12,2
LT	0.9□	-44.7□	4,0	15.5□	11,6	4.6□	2,2	55,0	42,7	10,5	6.7□	2.3□	-2,7	-10,4
LU	5.3□	35.8□	-0,5	22.9□	0,6	6.1□	24,2	343,1	22,1	6,1	15.5□	1.5b□	0,3	-1,4
HU	3.0□	-60.8□	-6,9	-8.0□	3,9	11.6□	-3,1	83,9	74,7	8,2	0.4□	4.9□	-1,9	-10,9
MT	4.3□	48.5□	-0,2	-8.8□	3,9	2.8p□	5,4	139,1	64,0	5,9	1.3□	4.5□	-0,7	-2,3
NL	9.1□	63.9□	-0,6	-8.3□	0.2p	3.6□	-1.6p	228.8p	65,1	7,2	3.2p□	0.6□	1,1	-0,4
AT	2.1□	2.9□	1,8	-9.6□	6,1	3.5□	2,1	126,4	85,5	5,6	0.6□	0.4□	0,5	1,2
PL	-1.3□	-62.8□	-1,0	9.7□	-0.4p	2.8□	3,2	79,0	51,1	8,9	2.4□	1.6□	-1,1	-5,7
PT	0.7□	-109.3□	-2,8	2.8□	0.0e	2.3□	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1.6□	0.0□	-0,5	-6,0
RO	-1.0□	-51.9□	2,7	21.1□	0.5p	1.7□	0,2	59,1	37,9	6,9	4.1□	1.3□	0,0	-0,9
SI	5.4□	-38.7□	0,6	-3.6□	-0,6	1.5□	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3.4□	1.4□	0,4	-4,3
SK	1.1□	-61.0□	-0,7	6.7□	2,2	5.5□	8,2	81,4	52,5	13,0	4.5□	1.5□	-1,8	-7,5
FI	-1.0□	0.6□	2,3	-20.5□	3,6	-0.4□	9,5	155,7	63,6	8,8	1.5□	0.6□	0,7	3,4
SE	5.0□	4.1□	-7,9	-9.3□	3,6	12.0□	6,5	188,6	43,9	7,8	2.3□	1.4□	0,0	-3,3
UK	-4.8□	-14.4□	11,3	1.0□	1,7	5.7□	2,5	157,8	89,1	6,3	-7.8□	0.8□	-1,1	-6,6

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

Note: * Le changement de niveau est dû à la relocalisation vers l'Irlande des bilans de grandes entreprises multinationales et à l'inclusion des transactions correspondantes dans les statistiques BdP et PEG irlandaises. 1) Voir page 2 du RMA 2016. 2) Indice des prix des logements e = source BCN de EL. 3) Le niveau de TFSL en Grèce est plus élevé qu'il ne l'aurait été autrement, en raison de l'amélioration du traitement des détenions par les banques de titres de créance à court terme émis par des banques.□

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

Tableau 2.1: indicateurs auxiliaires 2015

Année 2015	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 (Prêts-emprunts nets) (en % du PIB)	Dette extérieure nette (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	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 %)	Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100) (variation sur 10 ans en %)	Performance des coûts salariaux unitaires par rapport à la ZE (variation sur 10 ans en %)	Indice des prix des logements (2010=100) - nominal (variation sur 3 ans en %)	Construction résidentielle (en % du PIB)	Dette du secteur privé, non consolidée (en % du PIB)	Levier du secteur financier, non consolidé (ratio dette-capitaux propres en %)
BE	1,5	23,0	na	0,5	-67,7	-4,7	213,6	-2,8	0,2	-9,4	0,1	1,6	0,6	20,5	4,0	2,3p	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1,0p	3,5	3,4	3,7	88,9	-3,8	-3,9	15,2	3,5	3,0	3,3p	78,4p	51,2	2,0bp	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	na	3,2	-9,8	1,3	74,2	-2,5	-8,0	2,3	0,7	5,0	3,1	14,1	-2,8	6,6p	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	na	9,0	3,6	0,7	49,8	0,1	-1,3	-6,8	0,7	-2,4	-0,1	26,0	7,4	15,3	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2,9ep	8,4	-10,2	1,4	41,0	-2,0	0,5	-0,7	2,0	2,5	0,8	15,1	-1,6	11,4	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1,5p	4,3	-10,3	-2,9	99,9	-1,4	1,6	10,8	2,8	-3,3	-1,4	72,0	42,1	34,5	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	na	9,7*	-289,0*	72,3*	495,9*	-1,6	-1,3	41,2*	3,6	31,7	23,2	-14,9	-22,7	30,7	1,9	323,6	80,6
EL	-0,2p	11,5p	1,0p	1,2	138,1	0,6	14,5	-2,2p	-5,2	-18,9	5,8p	0,7p	-0,7p	-0,2p	-12,6	-21,7e	0,7p	126,4	1359,6
ES	3,2p	19,7p	na	2,0	93,1	2,1	59,8	-2,1p	-1,3	-1,5	-4,7p	2,2p	0,7p	8,9p	-6,2	-5,6	4,4p	173,1	468,4
FR	1,3p	21,5p	na	-0,1	37,3	1,5	43,3	-1,8p	-0,4	-3,4	2,1p	3,4p	0,8p	17,9p	1,9	-4,9	5,8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0,9	5,6	52,7	0,4	55,0	-3,5	-1,1	-1,5	0,6	7,3	0,1	23,3	-4,1	-8,2	na	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	na	1,8	59,7	0,7	25,6	-2,0	-0,5	-7,0	2,1	1,6	0,2	17,6	3,0	-12,2p	4,4	120,1	657,3
CY	1,7p	13,3p	na	-2,6	133,4	41,0	911,2	-4,2p	-2,4	-15,0	-0,8p	-2,7	0,9p	5,4p	-4,1	-4,6bp	4,3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0,6p	2,0	28,6	2,8	60,1	-2,9	-2,0	12,8	0,2	-0,1	1,4	71,7	39,1	9,5	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1,0p	0,7	26,4	2,3	40,0	-3,5	-1,4	17,9	2,2	-3,1	0,5	35,3	10,0	11,7	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	na	4,1	-2220,9	766,4	8616,9	-3,1	0,3	25,5	0,0	10,1	0,9	29,8	11,1	15,5	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1,4	7,8	23,0	-2,2	222,1	-4,2	-7,1	-6,0	-0,2	5,0	0,5	24,4	8,8	13,0	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0,8p	4,9	-262,7	25,8	1867,3	-9,8	1,0	-6,8	0,8	-0,6	2,7	29,8	10,7	6,2p	3,4	204,7	37,1
NL	2,0p	19,4p	na	3,6	40,0	13,4	580,5	-1,0p	1,0	-6,4	-0,9p	2,3p	1,0p	15,3p	1,5	-1,9	3,7p	236,3p	129,7p
AT	1,0	22,6	3,1ep	1,4	20,1	1,1	80,9	-2,3	2,3	-7,7	-0,2	0,9	0,3	23,3	5,7	14,2	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1,0	1,7	35,7	3,0	48,6	-1,6	-1,9	12,1	2,8	5,0	2,5p	17,0p	2,5	-2,0	3,1	83,4	305,9
PT	1,6e	15,3e	na	1,7	100,8	0,3	71,7	-2,3e	-1,0	5,0	4,8e	3,4e	0,2e	0,6e	-12,4	5,4	2,5e	195,9	372,0
RO	3,7p	24,7p	na	1,2	24,5	2,4	42,6	-0,9p	2,4	23,7	6,1p	2,8p	4,6p	43,9p	23,6	0,5	na	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	na	6,1	31,2	3,9	34,5	-2,9	-0,7	-1,5	0,7	2,9	1,2	19,9	1,1	-10,8	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1,2	3,8	27,3	1,3	60,5	-3,5	-1,2	8,9	-3,2	4,3	1,8	16,1	-1,2	7,8	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2,9p	-0,3	43,9	7,3	58,0	-1,5	1,1	-18,8	2,7	-2,9	0,6	28,1	8,8	0,8	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	na	5,0	46,3	3,4	78,0	-0,9	-7,8	-7,4	0,6	2,9	2,6	25,1	6,8	30,5	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	na	-5,4	na	1,8	74,3	-0,6	14,0	3,1	3,5	1,8	0,5	21,9	3,6	17,4	3,7	161,1	628,3

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

Note: * Le changement de niveau est dû à la relocalisation vers l'Irlande des bilans de grandes entreprises multinationales et à l'inclusion des transactions correspondantes dans les statistiques BdP et PEG irlandaises. 1) Indice des prix des logements e = source BCN de EL. 2) Le délai de transmission officielle pour les données de 2015 sur les dépenses intérieures brutes en R&D est le 31 octobre 2016; les données telles que transmises à Eurostat à la date du 24 octobre 2016 ont été utilisées pour ce document.

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

Tableau 2.1 (suite): indicateurs auxiliaires 2015

Année 2015	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 totale		Personnes exposées à un dénuement matériel extrême - en % de la population totale		Personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail - en % de la population totale des 0-59 ans	
					en %	variation sur 3 ans en points de %	en %	variation sur 3 ans en points de %	en %	variation sur 3 ans en points de %	en %	variation sur 3 ans en points de %	en %	variation sur 3 ans en points de %
BE	0.9□	67.6□	4,4	22,1	12,2	-0,1	21.1□	-0.5□	14.9□	-0.4□	5.8p□	-0.5p□	14.9□	1.0□
BG	0.4p□	69.3□	5,6	21,6	19,3	-2,2	41.3□	-8.0□	22.0□	0.8□	34.2□	-9.9□	11.6□	-0.9□
CZ	1.4□	74.0□	2,4	12,6	7,5	-1,4	14.0□	-1.4□	9.7□	0.1□	5.6□	-1.0□	6.8□	0.0□
DK	1.1□	78.5□	1,7	10,8	6,2	-0,4	17.7□	0.2□	12.2□	0.2□	3.7□	1.0□	11.6□	1.4□
DE	0.9□	77.6□	2,0	7,2	6,2	-0,9	20.0□	0.4□	16.7□	0.6□	4.4□	-0.5□	9.8□	-0.1□
EE	2.9□	76.7□	2,4	13,1	10,8	-1,4	24.2□	0.8□	21.6□	4.1□	4.5□	-4.9□	6.6□	-2.5□
IE	2.5□	70.0□	5,3	20,9	14,3	-4,4	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□
EL	0.5p□	67.8□	18,2	49,8	17,2	-3,0	35.7□	1.1□	21.4□	-1.7□	22.2p□	2.7p□	16.8□	2.6□
ES	2.5p□	74.3□	11,4	48,3	15,6	-3,0	28.6□	1.4□	22.1□	1.3□	6.4p□	0.6p□	15.4□	1.1□
FR	0.5p□	71.5□	4,3	24,7	12,0	-0,5	17.7□	-1.4□	13.6□	-0.5□	4.5□	-0.8□	8.6□	0.2□
HR	1.5□	66.8□	10,3	43,0	18,5	1,9	29.1□	-3.5□	20.0□	-0.4□	13.7□	-2.2□	14.4□	-2.3□
IT	0.6□	64.0□	6,9	40,3	21,4	0,4	28.7□	-1.2□	19.9□	0.4□	11.5□	-3.0□	11.7□	1.1□
CY	0.8p□	73.9□	6,8	32,8	15,3	-0,7	28.9□	1.8□	16.2□	1.5□	15.4□	0.4□	10.9□	4.4□
LV	1.3□	75.7□	4,5	16,3	10,5	-4,4	30.9□	-5.3□	22.5□	3.3□	16.4□	-9.2□	7.8□	-3.9□
LT	1.3□	74.1□	3,9	16,3	9,2	-2,0	29.3□	-3.2□	22.2□	3.6□	13.9□	-5.9□	9.2□	-2.2□
LU	2.6□	70.9b□	1,9	16,6	6.2b	0.3b	18.5□	0.1□	15.3□	0.2□	2.0□	0.7□	5.7□	-0.4□
HU	2.6□	68.6□	3,1	17,3	11.6b	-3.2b	28.2□	-5.3□	14.9□	0.6□	19.4□	-6.9□	9.4□	-4.1□
MT	3.4□	67.6□	2,4	11,8	10,4	-0,2	22.4□	-0.7□	16.3□	1.2□	8.1□	-1.1□	9.2□	0.2□
NL	0.9p□	79.6□	3,0	11,3	4,7	-0,2	16.8p□	1.8p□	12.1p□	2.0p□	2.5p□	0.2p□	10.2□	1.3□
AT	0.6□	75.5□	1,7	10,6	7,5	0,7	18.3□	-0.2□	13.9□	-0.5□	3.6□	-0.4□	8.2□	0.5□
PL	1.4p□	68.1□	3,0	20,8	11,0	-0,8	23.4□	-3.3□	17.6□	0.5□	8.1□	-5.4□	6.9□	0.0□
PT	1.4e□	73.4□	7,2	32,0	11,3	-2,6	26.6□	1.3□	19.5□	1.6□	9.6p□	1.0p□	10.9□	0.8□
RO	-0.9p□	66.1□	3,0	21,7	18,1	1,3	37.3□	-5.9□	25.4□	2.5□	22.7□	-8.4□	7.9□	0.0□
SI	1.1□	71.8□	4,7	16,3	9,5	0,2	19.2□	-0.4□	14.3□	0.8□	5.8□	-0.8□	7.4□	-0.1□
SK	2.0□	70.9□	7,6	26,5	13,7	-0,1	18.4□	-2.1□	12.3□	-0.9□	9.0□	-1.5□	7.1□	-0.1□
FI	-0.4□	75.8□	2,3	22,4	10,6	2,0	16.8□	-0.4□	12.4□	-0.8□	2.2p□	-0.7p□	10.8□	1.5□
SE	1.5□	81.7□	1,5	20,4	6,7	-1,1	16.0□	0.4□	14.5□	0.4□	0.7□	-0.6□	5.8□	0.1□
UK	1.8□	76.9□	1,6	14,6	11,1	-2,8	23.5□	-0.6□	16.7□	0.7□	6.1□	-1.7□	11.9□	-1.1□

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

Note: 1) IE: Le délai officiel de transmission pour les données de 2015 sur les personnes exposées au risque de pauvreté et d'exclusion sociale est le 30 novembre 2016, alors que les données ont été extraites le 24 octobre 2016.□

Source: Commission européenne, Eurostat