



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 14.2.2012
COM(2012) 68 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

sur le mécanisme d'alerte

**préparé conformément aux articles 3 et 4 du règlement sur la prévention et la correction
des déséquilibres macroéconomiques**

1. INTRODUCTION

Un nouveau départ qui élargit et renforce la gouvernance économique dans l'UEM

Des déséquilibres macroéconomiques profonds et persistants – qui se manifestent par des déficits et des excédents extérieurs importants et persistants, des pertes significatives de compétitivité, un accroissement de la dette et des bulles immobilières – se sont accumulés au cours de la dernière décennie et expliquent en partie la crise économique actuelle. Ces déséquilibres sont non seulement source de difficultés macroéconomiques pour les États membres concernés, mais sont aussi responsables en partie, de par leurs graves répercussions, des menaces qui pèsent sur la zone euro.

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) marque la première étape de la mise en œuvre de la nouvelle procédure de surveillance pour la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques (ci-après la «procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques», ou PDM). Il contient également le modèle définitif du tableau de bord d'indicateurs (présenté dans le tableau 1 et la partie 2). L'exercice d'une surveillance afin de prévenir et de corriger les déséquilibres macroéconomiques au titre de la PDM est un nouvel instrument du cadre renforcé pour une gouvernance économique dans l'Union. Cette mesure figure dans le paquet sur la gouvernance économique («six-pack»), qui prévoit aussi notamment un renforcement significatif de la surveillance des politiques budgétaires. La surveillance des déséquilibres macroéconomiques au titre de la PDM s'inscrit dans le cadre du «semestre européen», qui permet une analyse intégrée et prospective des défis que l'Union doit relever en matière de politique économique pour garantir la viabilité des finances publiques, la compétitivité, la stabilité des marchés financiers et la croissance économique.

Objet et champ d'application du rapport sur le mécanisme d'alerte

Le RMA fonctionne comme un instrument de contrôle dans lequel la Commission dresse la liste des États membres qui doivent faire l'objet d'un examen complémentaire pour déterminer s'ils sont touchés par des déséquilibres préjudiciables¹ ou risquent de l'être. Il convient de souligner que c'est dans ces analyses approfondies que les facteurs influant sur les évolutions constatées sont analysés en détail en vue de déterminer la nature de ces déséquilibres. Ce n'est que sur cette base que la Commission proposera, le cas échéant, des recommandations quant aux politiques à suivre, au titre du volet préventif ou correctif de la procédure. Les analyses approfondies et les propositions de recommandations s'inscriront dans le cadre du semestre européen.

La décision de procéder à une analyse complémentaire est fondée sur l'évaluation d'un tableau de bord d'indicateurs établi par la Commission après consultation du Conseil, du Parlement européen et du Comité européen du risque systémique (voir la partie 2 et les tableaux 1 et 2 ci-dessous)². Il importe de signaler que les indicateurs du tableau de bord ne sont pas interprétés de manière mécanique. Les pays sont évalués en examinant l'évolution des indicateurs dans le temps et en tenant compte des évolutions et perspectives les plus récentes. L'évaluation tient compte également d'un ensemble d'informations pertinentes

¹ On entend ici «déséquilibres» au sens de l'article 2 du règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

² Le Conseil a approuvé le tableau de bord dans les conclusions du Conseil Ecofin du 7 novembre 2011. Le Parlement européen a adopté une résolution le 15 décembre 2011. Le CERS, quant à lui, a répondu dans une lettre datée du 9 décembre 2011.

supplémentaires. Ainsi, la Commission accorde une attention particulière à une série d'indicateurs élargie (voir la partie 2, tableau 3), qui, de l'avis du Conseil et du Parlement européen, revêt une importance particulière pour une lecture économique du tableau de bord.

La partie 2 présente les caractéristiques du tableau de bord du mécanisme d'alerte; la partie 3 fait une lecture horizontale et thématique de la situation, sur la base d'une lecture du tableau de bord; la partie 4 comprend une analyse du tableau de bord par pays; enfin, la partie 5 contient les principales constatations et conclusions.

Tableau 1. Indicateurs du tableau de bord et seuils indicatifs (*)

	Déséquilibres et compétitivité extérieurs					Déséquilibres intérieurs				
Indicateur	Balance des opérations courantes (moyenne sur 3 ans) en % du PIB	Position extérieure globale nette en % du PIB	Variation en % (3 ans) du taux de change effectif réel, hors IPCH, par rapport à 35 pays industriels (a)	Variation en % (5 ans) des parts de marché à l'exportation	Variation en % (trois ans) du coût unitaire nominal du travail (b)	Variation en % (en g.a.) des prix immobiliers hors inflation (c)	Flux de crédit au secteur privé en % du PIB (d), (e)	Dette du secteur privé en % du PIB (d), (e)	Dette des administrations publiques en % du PIB (f)	Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)
Source de données	Statistiques de la balance des paiements, EUROSTAT.	Statistiques de la balance des paiements, EUROSTAT.	Base de données sur la compétitivité-prix et coût, indicateur DG ECFIN.	Statistiques de la balance des paiements, EUROSTAT.	EUROSTAT	Indice harmonisé des prix de l'immobilier d'EUROSTAT, complété par des données BCE, OCDE et BRI	EUROSTAT pour données annuelles et CST, BCE pour données trim.	EUROSTAT pour données annuelles et CST, BCE pour données trim.	EUROSTAT (PDE – définition du traité)	EUROSTAT
Seuils indicatifs	+6/-4 %	-35 % Quartile inférieur	+/- 5 % pour ZE +/- 11 % pour hors ZE Quartiles inférieur et supérieur de ZE -/+ écart type de ZE	-6 % Quartile inférieur	+ 9% ZE + 12 % hors ZE Quartile supérieur ZE 3 pp	+6 % Quartile supérieur	+15 % Quartile supérieur	160 % Quartile supérieur	+60 %	+10 %
Période pour le calcul des seuils	1970-2007	Première année disponible (mi-années 1990)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007		1995-2007	1994-2007		1994-2007
Autres indicateurs pour une lecture économique	<i>Emprunts-prêts nets vis-à-vis du reste du monde (compte de capital + compte des transactions courantes, en % du PIB)</i>	<i>Dette extérieure nette en % du PIB</i>	<i>TCER vis-à-vis du reste de la ZE</i>	<i>Parts de marché à l'exportation sur la base des volumes de marchandises; productivité du travail; tendance de la croissance PTF</i>	<i>CUT nominal (évolutions sur 1, 5 et 10 ans); CUT effectif par rapport au reste de la ZE; autres mesures de la productivité</i>	<i>Prix réels de l'immobilier (évolution sur 3 ans); prix nominaux de l'immobilier (évolution sur 1 et 3 ans); construction résidentielle</i>	<i>Indicateur de l'évolution des passifs financiers du secteur financier non consolidé et du ratio dette/fonds propres</i>	<i>Dette du secteur privé sur la base de données consolidées</i>		

Remarques: (a) l'IPCH est utilisé pour les partenaires commerciaux de l'UE; pour les partenaires non commerciaux, un IPC calculé au moyen d'une méthode proche de celle de l'IPCH est utilisé; (b) indice fournissant le ratio rémunération nominale par salarié/PIB réel par personne employée; (c) évolution des prix de l'immobilier par rapport au déflateur de la consommation d'Eurostat; (d) par secteur privé, on entend les sociétés non financières, les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages; (e) addition des prêts, et valeurs mobilières autres que les actions; éléments de passif, non consolidé; (f) la viabilité des finances publiques étant couverte par le pacte de stabilité et de croissance, elle ne sera pas évaluée dans le cadre de la PDM; cet indicateur fait toutefois partie du tableau de bord, car la dette publique participe à l'endettement total, et donc à la vulnérabilité globale, d'un pays. (*) il est envisagé de mettre au point, d'ici à la fin de 2012, un indicateur plus large du secteur bancaire/financier.

Tableau 2. Tableau de bord de la PDM pour 2010

Année 2010	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres intérieurs				
	Moyenne sur 3 ans de la balance des opérations courantes en % du PIB	Position extérieure globale nette en % du PIB	Variation en % du taux de change effectif réel hors IPCH (3 ans)	Évolution en % (sur 5 ans) des parts de marché à l'exportation	Variation en % des CUT nominaux (3 ans)	Évolution en % et en g.a. des prix immobiliers hors inflation	Flux de crédit au secteur privé , en % du PIB	Dette du secteur privé , en % du PIB	Dette du secteur public , en % du PIB	Chômage (moyenne sur 3 ans)
Seuils	-4/+6 %	-35 %	±5 % & ±11 %	-6 %	+9 % & +12 %	+6 %	15 %	160 %	60 %	10 %
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Remarques: (1) Date butoir: 30 janvier 2012; * Pays sous programme (IE, EL, PT, RO); le programme de soutien à la balance des paiements de la Lettonie s'est achevé le 19 janvier 2012, mais le pays reste sous une surveillance post-programme.

Tableau 3. Autres indicateurs utilisés dans la lecture économique du tableau de bord de la PDM, 2010

Année 2010	Croissance du PIB réel (% en g.a.)	Formation brute de capital fixe en % du PIB	Dépenses intérieures brutes de R&D en % du PIB	Solde des opérations courantes en % du PIB, données BdP	Emprunts-prêts nets vis-à-vis du reste du monde, en % du PIB, données BdP	Dette extérieure nette en % du PIB	Entrées d'IDE en % du PIB	Solde net des échanges de produits énerg. en % du PIB	Variation en % (3 ans) du TCER vs. ZE (17)	Évolution en % et en g.a. des parts de marché à l'exp., volumes	Croissance de la productivité du travail (% en g.a.)	Croissance de l'emploi (% en g.a.)	Variation en % (sur 10 ans) des CUT nominaux	Variation en % (sur 10 ans) des CUT effectifs vs. ZE (17)	Variation en % (sur 3 ans) des prix nominaux de l'immo.	Construction résidentielle, en % du PIB	Dette du secteur privé, en % du PIB, données consolidées	Passifs financiers du secteur fin., croissance non consolidée (g.a.)
BE	2,3	20,2	2,0	1,5	1,3	-121,8	5,7	n.d.	1,9	-5,6	1,4	0,8	22,5	4,0	6,3	n.d.	130,6	-2,1
BG	0,2	23,5	0,6	-1,3	-0,5	43,6	4,9	-5,9	:	3,9	6,4	-5,9	72,9	:	-11,8	4,3	151,2	-2,2
CZ	2,7	24,4	1,6	-3,1	-2,2	0,5	3,4	-3,5	:	3,0	4,5	-0,9	27,1	:	4,0	4,4	71,6	2,5
DK	1,3	17,2	3,1	5,5	5,6	25,4	-2,4	1,1	:	-10,4	3,6	-2,0	34,5	:	-14,1	4,2	244,1	7,8
DE	3,7	17,5	2,8	5,7	5,7	-5,8	1,4	-2,9	-1,4	-0,7	3,2	0,5	4,3	-16,7	3,6	5,3	111,8	0,0
EE	2,3	18,8	1,6	3,6	7,2	24,1	8,1	-1,5	8,0	7,7	7,4	-4,1	73,8	42,4	-44,5	3,3	n.d.	-10,1
IE	-0,4	11,5	1,8	0,5	0,1	-295,9	12,7	n.d.	-5,2	-12,4	4,0	-4,2	28,7	9,4	-33,8	3,0	292,8	5,9
EL	-3,5	16,6	n.d.	-10,1	-9,2	97,4	0,1	-4,2	5,1	-11,7	-1,7	-1,9	36,6	13,7	2,8	4,8	124,1	8,5
ES	-0,1	22,9	1,4	-4,6	-4,0	91,7	1,8	-3,0	1,0	-6,8	2,6	-2,3	29,2	8,5	-9,9	7,5	213,9	-1,8
FR	1,5	19,3	2,3	-1,7	-1,7	23,5	1,3	-2,4	-0,1	-6,0	1,4	0,2	22,6	3,7	0,0	6,1	137,4	2,9
IT	1,5	19,7	1,3	-3,5	-3,5	51,3	0,4	-3,4	0,8	-4,7	2,3	-0,7	30,5	11,5	2,3	5,3	125,4	1,4
CY	1,1	18,6	0,5	-9,9	-9,7	18,4	3,3	n.d.	0,6	-5,8	1,1	0,0	32,8	9,2	-6,5	6,0	289,0	-7,6
LV	-0,3	19,5	0,6	3,0	4,9	53,5	1,6	-4,8	:	2,9	4,7	-3,7	86,0	:	-46,8	2,0	135,8	-0,1
LT	1,4	16,3	0,8	1,5	4,2	39,4	2,1	-7,2	:	2,5	6,9	-5,2	28,6	:	-32,9	1,9	76,7	0,0
LU	2,7	18,4	1,6	7,7	7,1	-3312,0	386,0	n.d.	1,8	-18,8	0,8	1,7	37,5	16,6	5,0	3,4	201,6	10,0
HU	1,3	18,0	1,2	1,1	2,9	60,3	1,4	-5,0	:	-2,9	0,9	0,0	53,7	:	1,4	2,5	134,8	3,2
MT	2,9	17,7	0,6	-3,9	-2,2	-176,2	12,8	n.d.	3,6	-2,0	0,6	2,2	32,9	11,2	7,4	2,8	164,7	18,5
NL	1,7	18,2	1,8	6,6	5,8	30,7	-1,7	-2,9	-0,9	-4,6	2,2	-0,3	24,2	6,8	-3,8	5,0	222,0	7,0
AT	2,3	20,5	2,8	3,0	3,1	30,2	1,0	-3,0	0,2	-1,2	1,7	0,9	13,2	-2,8	5,6	4,2	149,7	-1,5
PL	3,9	19,9	0,7	-4,6	-2,8	33,5	1,9	n.d.	:	-3,8	3,5	0,6	12,8	:	n.d.	2,6	71,1	13,5
PT	1,4	19,8	1,6	-10,0	-8,9	84,4	0,6	n.d.	-2,1	-8,8	3,0	-1,5	24,9	4,8	6,3	3,8	224,4	10,2
RO	-1,6	24,0	0,5	-4,0	-3,7	38,3	1,8	-2,2	:	2,4	0,2	-1,8	225,5	:	n.d.	n.d.	76,7	4,5
SI	1,4	21,6	2,1	-0,8	-0,8	31,7	0,8	-5,1	3,3	-2,3	4,0	-1,7	52,2	30,4	-2,6	3,2	118,4	-3,4
SK	4,2	22,2	0,6	-3,5	-1,9	23,9	0,6	n.d.	12,8	2,4	5,7	-2,0	33,9	15,7	-1,2	2,7	69,0	1,6
FI	3,6	18,8	3,9	1,8	1,9	28,5	2,9	-2,9	2,1	-8,0	5,1	-1,5	21,8	3,2	8,9	6,5	155,0	19,0
SE	5,6	17,8	3,4	6,7	6,5	62,3	-0,3	-1,7	:	-0,7	4,4	1,1	15,6	:	13,3	3,2	221,0	2,1
UK	2,1	14,9	1,8	-3,3	-3,1	46,3	2,2	n.d.	:	-5,7	1,9	0,3	30,0	:	-2,1	3,1	n.d.	8,0

Remarques: (1) «n.d.» fait référence aux données non disponibles pour le moment. (2) la date butoir est le 30 janvier 2012; * Pays sous programme (IE, EL, PT, RO); le programme de soutien à la balance des paiements de la Lettonie s'est achevé le 19 janvier 2012.

2. LES CARACTERISTIQUES DU TABLEAU DE BORD

Le tableau de bord a été établi par la Commission conformément à l'article 4 du règlement³ et après prise en compte des remarques⁴ formulées par le Parlement européen⁵, le Conseil⁶, ainsi que par le Comité européen du risque systémique en ce qui concerne les questions liées à la stabilité des marchés financiers⁷. Les indicateurs du tableau de bord (voir le tableau 1) sont publics⁸.

Pour sélectionner les indicateurs et les seuils de cette première édition du tableau de bord, la Commission a suivi les principes directeurs prévus par la législation. Le tableau de bord est composé d'un petit nombre d'indicateurs pertinents, pratiques, simples, mesurables et disponibles. Les sources Eurostat ont été utilisées lorsqu'elles étaient disponibles; dans le cas contraire, une autre source de données de la plus haute qualité a été utilisée (par exemple, la BCE). La sélection d'indicateurs vise à permettre une détection rapide des déséquilibres qui se font jour à court terme et des déséquilibres liés à des tendances structurelles et à long terme. À cette fin, le choix des indicateurs est axé sur les dimensions les plus pertinentes des déséquilibres macroéconomiques et des pertes de compétitivité, un accent particulier étant mis sur le bon fonctionnement de la zone euro. En ce qui concerne la dette publique, il convient de souligner que la surveillance dont elle fait l'objet se limite à son rôle dans la formation de déséquilibres macroéconomiques, étant donné que la viabilité des finances publiques est déjà couverte par le pacte de stabilité et de croissance⁹.

En vue d'éviter un trop grand nombre de «fausses alertes», les seuils indicatifs ont été fixés à des niveaux prudents, mais pas à un point tel qu'ils ne permettent de détecter les problèmes qu'une fois qu'ils sont fermement enracinés. Le tableau 2 contient les valeurs des indicateurs du tableau de bord, qui se fondent sur des données allant jusqu'à 2010 (dernière année pour laquelle on dispose de données complètes). Les parties grisées signifient que la valeur de l'indicateur dépasse les seuils indicatifs. Ces seuils sont les mêmes pour tous les pays (à l'exception des indicateurs relatifs aux taux de change effectifs réels et aux coûts unitaires nominaux du travail, pour lesquels une distinction a été faite entre pays de la zone euro et pays hors zone euro). De plus, l'évaluation tient compte des données les plus récentes et des perspectives économiques figurant dans les prévisions d'automne de la Commission publiées le 10 novembre 2011. Les valeurs des indicateurs pour les années précédentes et pour la période la plus récente figurent dans l'annexe statistique qui accompagne le présent rapport¹⁰.

L'évaluation des déséquilibres ne découle pas d'une application mécanique des indicateurs du tableau de bord et des seuils qui y sont associés, mais d'une lecture économique, étayée par

³ Règlement (UE) n° 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

⁴ Le document de travail des services de la Commission, y compris la proposition de tableau de bord sur laquelle a porté la consultation, est disponible à l'adresse suivante: HYPERLIEN. De plus, la Commission publiera un document de travail qui fournit d'autres éléments justifiant et expliquant le choix des indicateurs.

⁵ Résolution du Parlement européen adoptée le 15 décembre 2011:
http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁶ Conclusions du Conseil Ecofin du 8 novembre 2011 (en anglais):
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/125976.pdf

⁷ L'avis du CERS sur les indicateurs du tableau de bord envisagés pour la stabilité des marchés financiers est disponible à l'adresse suivante: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁸ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁹ En outre, l'indicateur sur l'évolution du chômage est lu en liaison avec d'autres indicateurs, plus prospectifs, du tableau de bord et est utilisé pour mieux comprendre la gravité potentielle des déséquilibres macroéconomiques (persistance probable et capacité d'ajustement de l'économie).

¹⁰ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

d'autres informations et indicateurs tenant dûment compte des circonstances particulières des pays et de leurs institutions nationales. Dans sa résolution¹¹, le Parlement européen a souligné la nécessité d'adopter une approche globale reflétant les facteurs de productivité et l'évolution du chômage. Il a également recommandé que les retombées des politiques soient pleinement prises en considération dans l'analyse du tableau de bord. À cette fin, et conformément au règlement, des indicateurs supplémentaires ont été pris en compte (tableau 3). Ils portent notamment sur d'autres aspects liés à la situation macroéconomique générale (notamment les conditions de la croissance et les investissements) et à la convergence nominale et réelle à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, y compris des aspects relatifs aux résultats commerciaux et aux particularités des économies en voie de rattrapage (indicateurs relatifs aux IDE et dette extérieure nette, par exemple). Ils donnent également une idée du risque que des déséquilibres apparaissent, ainsi que de la capacité d'ajustement d'une économie (la productivité, par exemple). Faisant suite aux recommandations formulées par le Conseil, le Parlement européen et le CERS dans leurs observations sur sa proposition de tableau de bord, la Commission a par ailleurs incorporé des indicateurs relatifs à l'état des marchés financiers, qui ont joué un rôle important dans la crise actuelle¹². Cette série d'indicateurs supplémentaires a été dûment prise en compte dans la lecture économique du tableau de bord et pour choisir les États membres qui feront l'objet d'un bilan approfondi.

3. LECTURE THEMATIQUE DU TABLEAU DE BORD

Les disparités des balances courantes ont été réduites, mais n'ont pas disparu avec les crises successives...

La forte contraction de l'activité économique pendant la crise a entraîné une réduction notable des déséquilibres extérieurs. Plus particulièrement, les États membres qui sont entrés en récession alors qu'ils affichaient un important déficit courant ont connu une correction marquée en raison d'une chute plus brutale de la demande du secteur privé et d'une contraction symétrique des importations. Dans le même temps, ces dernières années, dans plusieurs des États membres qui enregistraient un fort excédent courant, la demande du secteur privé a été relativement plus résistante (bien que peu dynamique) et/ou les exportations ont été freinées par l'effondrement de la demande mondiale; autant d'éléments qui ont contribué à réduire quelque peu les excédents courants.

Les déficits et excédents élevés de balances courantes n'ont pas complètement disparu pour autant. L'indicateur du tableau de bord relatif à la balance des opérations courantes (moyenne sur trois ans en % du PIB) montre que le déficit dépasse encore le seuil indicatif de 4 % du PIB en Bulgarie, en Espagne, à Chypre, à Malte, en Pologne et en Slovaquie, même si, pour certains de ces pays, le déficit courant a continué à se réduire sur la période la plus récente.

Il est possible de réduire la vulnérabilité potentielle liée aux déficits extérieurs en finançant ces déficits par des moyens relativement sûrs (IDE ou transferts en capital, par exemple). Les entrées d'IDE étaient importantes avant la crise dans de nombreux États membres en voie de rattrapage: ces cinq dernières années, par exemple, elles ont financé plus de la moitié des déficits courants en Bulgarie, en République tchèque, en Estonie, à Malte et en Slovaquie. De la même façon, le solde positif du compte de capital, dans lequel sont généralement

¹¹ Voir la note de bas de page n° 7.

¹² Il convient de noter que cet aspect se reflète aussi dans certains indicateurs, notamment ceux sur l'évolution du crédit et les prix de l'immobilier. Il est envisagé de mettre au point, d'ici à la fin de 2012, un indicateur sur le secteur bancaire/financier, qui serait incorporé au tableau de bord à temps pour le prochain semestre européen.

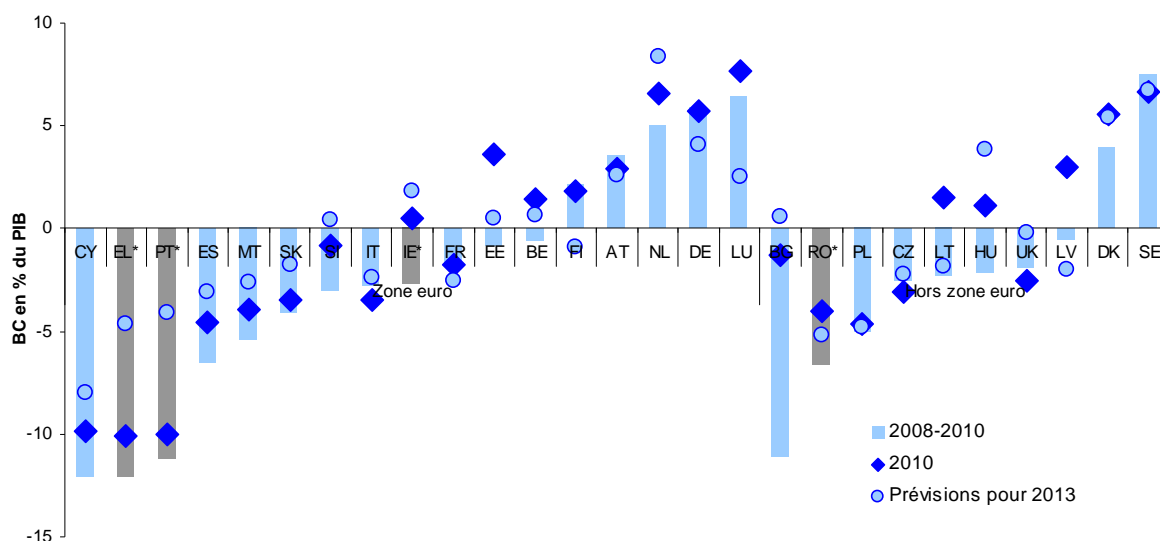
comptabilisés les transferts en capital de l'étranger, a été non négligeable dans une majorité d'États membres en voie de rattrapage¹³.

Néanmoins, certains États membres continuent d'enregistrer des excédents courants durables: le Luxembourg et la Suède dépassent le seuil indicatif de 6 %, tandis que l'Allemagne et les Pays-Bas se situent juste en dessous de ce seuil.

D'après les prévisions de l'automne 2011 de la Commission, la correction des soldes des opérations courantes devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années, même si la réduction des déficits devrait être modérée dans la plupart des cas, alors qu'aux Pays-Bas, par exemple, les excédents sont appelés à augmenter (voir graphique 1).

En ce qui concerne l'avenir, l'une des grandes questions est de savoir si les déséquilibres des balances courantes resteront modérés ou s'ils s'aggraveront une fois que les conditions des marchés se seront améliorées. Quelques-uns des déséquilibres enregistrés par le passé étaient dus à une demande excessive, elle-même alimentée par l'excès d'optimisme des prévisions sur la croissance future des revenus dans certains États membres. Les corrections qui se sont produites récemment pourraient présenter un caractère durable pour peu qu'elles soient dues à une réévaluation de ces attentes et non à une simple baisse conjoncturelle de la production. Par ailleurs, les ajustements des prix relatifs ont été limités dans la plupart des cas, ce qui laisse ouverte la question sur la nature structurelle de ces réalignements et, partant, sur leur viabilité.

Graphique 1: Évolution des balances des opérations courantes (en % du PIB)



Remarque: les prévisions tiennent compte des différences entre les données relatives à la balance des paiements et celles relatives aux comptes nationaux (reste du monde); les pays sous programme sont en gris et marqués d'un (*).

Source: Commission européenne.

... et l'encours de la dette extérieure nette reste substantiel dans de nombreux pays.

¹³ Ces transferts comprennent aussi des entrées de capitaux provenant des Fonds structurels de l'Union européenne. Dans les cas de la Slovaquie et de la Pologne, la prise en compte du solde du compte de capital ramènerait la valeur de l'indicateur dans les limites des seuils indicatifs. Les entrées de capitaux provenant des Fonds structurels de l'UE ont été importantes également en Grèce, en Espagne et au Portugal.

Les positions extérieures globales nettes (PEGN)¹⁴ en proportion du PIB sont restées fortement débitrices dans de nombreux pays en déficit courant, ce qui s'explique par la persistance des déficits courants, qui ont toutefois diminué, et la dynamique de faible croissance. Actuellement, les PEGN dépassent le seuil indicatif de -35 % dans un certain nombre d'États membres: Bulgarie, République tchèque, Estonie, Espagne, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie, Pologne et, dans une faible mesure, Slovénie. Le degré de vulnérabilité est plus faible lorsque la part des passifs qui requièrent un remboursement du principal ou des intérêts, tel que les prêts ou les titres de dette en portefeuille, est elle-même faible. Un indicateur de la dette extérieure nette¹⁵ (DEN, voir le tableau 3) montre que ces types d'engagements sont relativement faibles dans de nombreux États membres en voie de rattrapage, en raison principalement du niveau élevé des stocks d'IDE, mais qu'ils sont relativement élevés en Espagne, en Hongrie, en Lituanie et en Lettonie.

L'évolution des positions extérieures avant la crise a coïncidé avec des déséquilibres de la compétitivité-prix...

La compétitivité des coûts et des prix des États membres présentant un déficit élevé et durable de leur balance courante a diminué au cours des années qui ont précédé la crise. Les salaires ont eu tendance à croître davantage que la productivité dans de nombreux pays de l'UE, ce qui a entraîné une hausse des coûts unitaires du travail (CUT). De même, l'évolution des taux de change effectifs réels (TCER), qui reflète la compétitivité-prix d'un pays par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, traduit un accroissement des déséquilibres. De telles évolutions peuvent signaler qu'il existe une surchauffe ou des rigidités structurelles des marchés de produits et du travail et/ou que les ajustements des salaires n'étaient pas adaptés aux chocs qu'ont connus certains pays, mais aussi refléter un processus de rattrapage dans certains États membres. Dans un certain nombre d'États membres affichant un déficit extérieur élevé, la hausse des coûts du travail concernait essentiellement, mais pas exclusivement, les secteurs non marchands, ce qui a provoqué, à son tour, une réaffectation des ressources vers ces secteurs et accru la pression sur les positions extérieures.

La crise a interrompu cette évolution et déclenché un ajustement¹⁶. L'indicateur du tableau de bord (évolution sur trois ans des coûts unitaires du travail) montre néanmoins qu'un certain nombre d'États membres ont encore dépassé les seuils indicatifs au cours de la période 2008-2010 (9 % pour les pays de la zone euro et 12 % pour les pays hors zone euro)¹⁷: il s'agit en l'occurrence de la Bulgarie, du Luxembourg, de la Pologne, de la Slovénie, de la Slovaquie et

¹⁴ Les statistiques relatives à la position extérieure globale nette reflètent la position financière nette (différence entre le total des engagements et celui des avoirs) d'un pays par rapport au reste du monde. Les données couvrent les stocks d'investissements directs et de portefeuille, les produits dérivés financiers et les autres investissements et réserves.

¹⁵ La dette extérieure nette indique la position nette d'un pays par rapport au reste du monde en ce qui concerne les engagements qui requièrent le paiement du principal et/ou d'intérêts par le débiteur à un moment donné. Elle peut être calculée à partir de la PEGN, en déduisant les engagements extérieurs autres que les titres de dette (les participations, par exemple).

¹⁶ En 2009, si les coûts unitaires du travail ont progressé plus rapidement, c'est parce que les fortes baisses de la productivité, dues aux pertes de production et à la rétention de main-d'œuvre, ont dépassé les corrections salariales, souvent de grande ampleur. Toutefois, la croissance moyenne des CUT a fortement ralenti en 2010 et a été modérée en 2011.

¹⁷ Dans le tableau de bord, il est peut être justifié, d'un point de vue économique, d'établir une distinction entre pays de la zone euro et pays hors zone euro pour les seuils indicatifs. En ce qui concerne les CUT, une telle distinction s'explique par le fait que, dans la majorité des États membres hors zone euro, c'est-à-dire ceux qui ont adhéré à l'Union en 2004 ou ultérieurement, le commerce s'est libéralisé à partir des années 1990, ce qui a entraîné un processus naturel de convergence des prix des facteurs et, en corollaire, une croissance relativement plus forte du coût du travail.

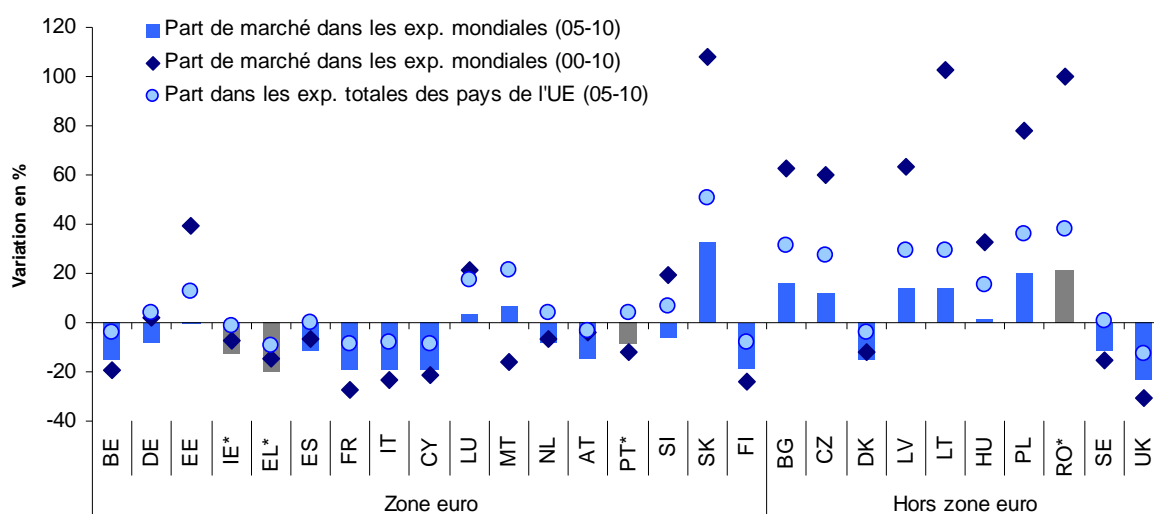
de la Finlande. L'indicateur relatif au TCER (évolution sur trois ans, corrigé de l'IPCH) montre également une interruption ou un renversement des tendances observées avant la crise. Dans les États membres qui dépassent les seuils indicatifs, cette évolution s'explique principalement par la variation des taux de change nominaux. C'est le cas de la Slovaquie (avant son entrée dans la zone euro) et de la République tchèque, dont les monnaies se sont fortement appréciées. Le Royaume-Uni a connu une forte dépréciation. En revanche, l'appréciation du TCER en Estonie s'explique en grande partie par une inflation plus élevée que chez les partenaires commerciaux, en raison principalement d'une plus grande sensibilité à la hausse des prix des matières premières sur les marchés mondiaux ainsi qu'à la hausse plus importante des prix administrés. Malgré ces renversements de tendance, souvent de grande ampleur, la plupart des États membres n'ont pas totalement récupéré la compétitivité-prix perdue. Une poursuite du réalignement des prix relatifs et une amélioration de la compétitivité faciliteraient la réaffectation sectorielle nécessaire et contribueraient à la viabilité de l'ajustement extérieur.

... tandis que l'UE dans son ensemble a perdu des parts de marché à l'exportation au niveau mondial, certains États membres en ayant perdu plus que d'autres.

La variation des parts de marché à l'exportation de biens et services au niveau mondial (variation en % sur cinq ans) reflète, pour un certain nombre d'États membres, des pertes structurelles potentiellement importantes de compétitivité globale dans l'économie mondiale: les pertes de parts de marché de la Belgique, du Danemark, de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, de Chypre, des Pays-Bas, de l'Autriche, de la Finlande, de la Suède et du Royaume-Uni ont dépassé le seuil indicatif de 6 %. Dans un certain nombre de ces pays, les pertes sont encore plus importantes si l'on se base sur une période plus longue (voir le graphique 2). Outre des pertes de compétitivité-prix et coût, cette situation peut aussi refléter la faible amélioration de la compétitivité hors prix, une faible capacité à exploiter de nouveaux débouchés commerciaux ou un détournement des ressources au profit du secteur non marchand durant les périodes d'expansion de la demande intérieure. Dans de nombreux cas, les pertes de parts de marché à l'exportation au niveau mondial sont dues en grande partie au fait que les exportations de ces États membres ont crû à un rythme plus lent que celui du commerce mondial – la part de l'UE dans les exportations s'est réduite. Toutefois, les performances à l'exportation de la Belgique, du Danemark, de la France, de l'Italie, de Chypre, de l'Autriche, de la Finlande et du Royaume-Uni ont en outre été moins dynamiques que celles d'autres pays de l'UE, ainsi qu'en témoigne la diminution de leur part dans les exportations totales des États membres de l'UE (voir le graphique 2)¹⁸.

¹⁸ Ces conclusions semblent valoir également lorsqu'on examine la variation des parts de marché à l'exportation sur la base du commerce de marchandises en volume.

Graphique 2: Évolution des parts de marché à l'exportation (en %)



Remarque: les pays sous programme sont en gris et marqués d'un (*).

Source: Commission européenne.

L'endettement pèse sur les ménages et les entreprises

Pendant la longue période d'expansion du crédit antérieure à la crise, les agents économiques se sont lourdement endettés dans de nombreux États membres (voir le graphique 3). Ce processus traduisait en partie une intégration et un approfondissement accrus des marchés financiers, ainsi qu'une convergence des taux d'intérêt nominaux. De plus, la croissance rapide du crédit a également été alimentée par d'autres facteurs, tels que des prix d'actifs mal alignés, favorisés par des mesures fiscales et les pratiques en matière d'octroi de crédits, comme en témoigne la hausse généralisée de la part des crédits au logement dans le total des prêts octroyés au cours de la période qui a précédé la crise. L'endettement du secteur privé dans son ensemble dépasse le seuil indicatif de 160 % dans treize États membres: Belgique, Bulgarie, Danemark, Estonie, Espagne, Chypre, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Autriche, Finlande, Suède et Royaume-Uni. En raison du niveau élevé de son endettement, le secteur privé est encore plus exposé aux variations du cycle économique, de l'inflation et des taux d'intérêt. En outre, les désendettlements soudains de grande ampleur compromettent la croissance et la stabilité financière. Un examen plus détaillé montre que l'accumulation de la dette en Belgique, en Espagne, à Chypre, en Slovaquie et en Suède est le fait principalement des sociétés non financières. Si la capacité des entreprises à rembourser leur dette (dette sur PIB ou sur valeur ajoutée) peut servir de point de départ à l'analyse de l'endettement des entreprises, il faut examiner plus en détail la part des actifs financés par l'emprunt et la structure des échéances pour déterminer les besoins réels de désendettement ainsi que son rythme. De surcroît, le secteur des ménages a contribué, dans une large mesure, à l'augmentation du niveau d'endettement au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, pays où la dette des ménages est supérieure au PIB. Ces évolutions sont allées de pair avec une hausse globale des prix de l'immobilier supérieure à 150 % sur le dernier cycle (seules l'Espagne et l'Irlande ont connu une hausse comparable des prix du logement).

La hausse des prix de l'immobilier a atteint des niveaux sans précédent...

L'endettement des ménages est étroitement lié à l'évolution de la situation du marché du logement: la décennie qui a précédé la crise a été caractérisée par un accroissement simultané des crédits aux ménages et des prix de l'immobilier. Le cycle des prix de l'immobilier dans

l'UE a été particulièrement prononcé, avec une croissance moyenne globale des prix supérieure à 40 %. Par exemple, le prix des logements a plus que doublé pendant la période de reprise économique dans la moitié des États membres. Par ailleurs, dans environ deux tiers des États membres, le rythme moyen des hausses des prix réels de l'immobilier a dépassé 6 % par an et, dans certains cas, les taux de croissance annuels moyens étaient compris entre 20 % et 35 %. Si la durée et la rapidité de cette expansion ont varié considérablement d'un pays à l'autre, il n'en reste pas moins que les prix des logements ont atteint un niveau record dans une grande majorité d'États membres en 2007 et 2008. Les prévisions selon lesquelles les prix continueraient d'augmenter ont aussi favorisé l'essor du secteur de la construction. En effet, l'investissement massif dans l'immobilier résidentiel est allé de pair avec l'augmentation des prix des logements dans de nombreux États membres (Danemark, Espagne, Lituanie, Malte, Suède et Royaume-Uni, par exemple).

... mais l'ajustement est en cours, même si son ampleur et sa durée sont incertaines.

Une correction est actuellement en cours: en 2010, la hausse des prix réels de l'immobilier était inférieure au seuil indicatif de 6 % dans tous les États membres, à l'exception de la Finlande et de la Suède. L'ampleur des ajustements récents a été relativement importante, notamment – mais à quelques exceptions près – dans les pays où l'augmentation des prix a été la plus grande et la plus rapide avant la crise, signe que les prix étaient surévalués. Par exemple, la Bulgarie, le Danemark, l'Estonie, l'Espagne, la Lituanie, la Lettonie et la Slovaquie ont connu un ajustement de grande ampleur à la suite d'une forte augmentation globale des prix réels des logements. Outre ces corrections, d'autres ajustements pourraient encore avoir lieu dans plusieurs pays qui ont aussi connu une hausse importante et rapide des prix de l'immobilier (Belgique, France, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Suède et Royaume-Uni), étant donné qu'il existe généralement un lien direct entre l'ampleur de la phase de correction et l'ampleur de la phase haute du cycle des prix immobiliers. En outre, la dégradation des conditions de crédit et la faible croissance du PIB risquent de peser sur l'évolution des prix de l'immobilier dans un proche avenir. Les conditions de l'offre constitueront aussi un facteur important.

Le désendettement a commencé...

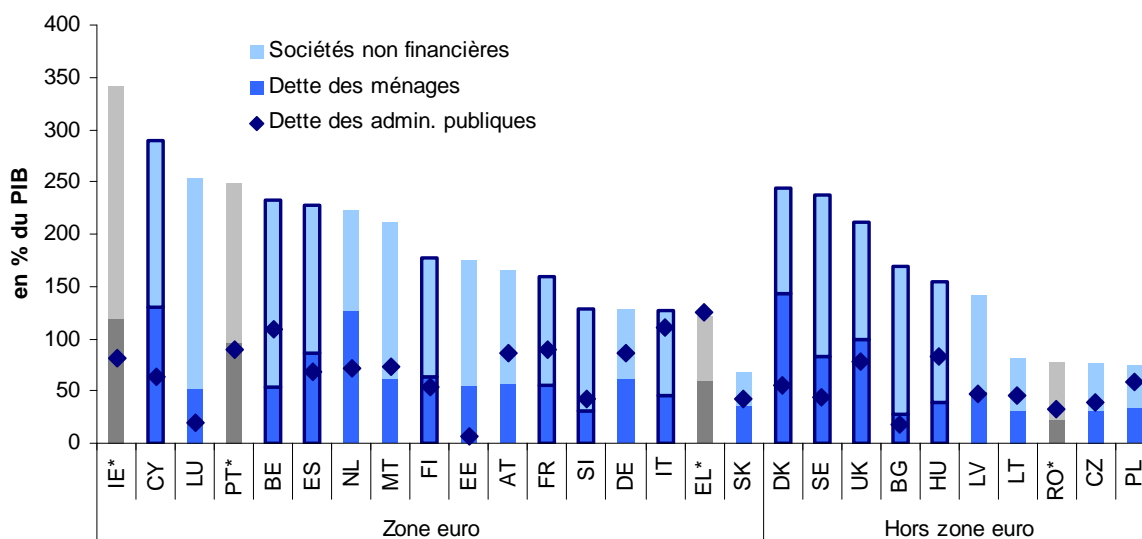
Plus généralement, les crédits au secteur privé ont ralenti fortement dans certains États membres et le processus de désendettement a commencé. Les données sur les flux de crédit au secteur privé indiquent que l'ajustement a commencé en 2009, à la suite d'une expansion du crédit toujours forte en 2008. En 2010, seul Chypre a dépassé le seuil indicatif de 15 % relatif à la croissance du crédit. Une croissance lente du crédit combinée à une hausse de l'épargne nette peut, en limitant la demande intérieure, avoir un effet négatif sur la croissance du PIB. L'expérience montre que le processus d'ajustement des bilans provoqué par la crise dans le secteur privé dure en moyenne plus de cinq ans, voire plus longtemps en ce qui concerne les entreprises non financières. Dans ce contexte, les exportations nettes et la productivité constituent les principaux moteurs de la croissance économique; leur évolution joue donc un rôle central.

...ce qui accroît la vulnérabilité des économies de l'UE.

Pendant la crise financière, il est clairement apparu que l'endettement global d'un État membre constitue une variable importante et que la dette du secteur privé et la dette des

administrations publiques sont étroitement liées¹⁹. Il convient donc d'examiner la dette du secteur privé conjointement avec la dette des administrations publiques, car les effets du désendettement dans le secteur privé pourraient être démultipliés par la crise actuelle des dettes souveraines, qui met les secteurs publics surendettés sous pression. Cela vaut tout particulièrement pour les États membres dont les secteurs public et privé sont très endettés, tels que la Belgique²⁰ ou le Royaume-Uni (voir le graphique 3). En Italie, l'endettement du secteur privé n'est certes pas excessif, mais le niveau élevé de la dette publique et la nécessité d'assainir les finances publiques pourraient exercer des pressions sur les comptes du secteur privé. Alors que règne une forte incertitude sur les marchés financiers internationaux, les montants élevés de dette détenus par des non-résidents pourraient être une source de préoccupation supplémentaire, étant donné qu'ils accroissent la vulnérabilité du pays aux pénuries de capitaux ou aux interruptions brutales des entrées de capitaux. En ce qui concerne la dette extérieure, l'Espagne et la Hongrie plus particulièrement combinent un endettement élevé du secteur privé et une dette extérieure nette élevée. De plus, une dette libellée en devises peut créer d'autres problèmes de vulnérabilité liés aux fluctuations des taux de change.

Graphique 3: Niveau de la dette accumulée par secteur en % du PIB (2010)



Remarque: les pays sous programme sont en gris et marqués d'un (*).

Remarques: la dette du secteur privé se fonde sur des données non consolidées.

Source: Commission européenne.

L'ajustement de l'économie réelle est en cours

L'ajustement des déséquilibres extérieurs et l'assainissement de la situation financière des ménages et des entreprises ont été assez douloureux, notamment dans les États membres qui connaissaient d'importants déséquilibres avant la crise. Cet ajustement a été favorisé en grande partie par l'évolution de la demande intérieure, et est souvent allé de pair avec une

¹⁹ Les États ont repris d'importants passifs éventuels du secteur privé qui, même s'ils n'ont pas d'incidence immédiate sur le niveau de leur dette, peuvent influencer sur leur signature. En retour, le secteur privé exerce lui aussi une influence sur le secteur public, dans la mesure où ses acteurs (les établissements financiers mais pas seulement) peuvent devenir d'importants créanciers des États, ce qui les rendrait vulnérables à leurs difficultés budgétaires.

²⁰ Bien que la dette du secteur privé soit, sur la base de chiffres consolidés, inférieure en Belgique en raison de la forte proportion de prêts entre sociétés.

forte hausse du chômage. Cette situation pourrait être la conséquence d'un ajustement prix/salaires trop limité, mais aussi du processus de redéploiement sectoriel actuellement en cours. Le rééquilibrage macroéconomique nécessite souvent des transferts en capital et de main-d'œuvre entre différents secteurs de l'économie, en particulier les secteurs artificiellement gonflés comme le secteur de l'immobilier ou les secteurs marchands. Ce processus est généralement progressif (étant donné la diversité des besoins des secteurs concernés en matière de compétences) et il reste encore du chemin à parcourir.

Le chômage a atteint des niveaux élevés au cours des dernières années, et l'indicateur du tableau de bord (moyenne du taux de chômage sur trois ans) est supérieur au seuil indicatif de 10 % en Estonie, en Espagne, en Lettonie, en Lituanie et en Slovaquie. De même, dans de nombreux autres États membres, cet indicateur laisse présager des niveaux de chômage plutôt élevés, qui, de plus, ont généralement suivi une tendance à la hausse. La récession récente a eu une incidence considérable sur le taux de chômage structurel. Le redéploiement de la main-d'œuvre entre les différents secteurs de l'économie a été lent dans la plupart des États membres et les taux de chômage élevés qui en résultent pourraient donner lieu à de lourdes pertes en capital humain et en efficacité globale. De plus, les prévisions de chômage sont susceptibles d'être influencées par l'incertitude actuelle et le ralentissement de la croissance, les possibilités de redéploiement sectoriel dans l'économie et le processus de désendettement en cours dans de nombreux États membres.

L'ajustement sera inévitablement plus difficile dans le contexte de faible croissance de la productivité. La tendance à la baisse de la productivité a contribué à l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques et aux pertes de compétitivité au cours de la période qui a précédé la crise dans un certain nombre d'États membres. Dans le même temps, la réalisation de l'ajustement nécessaire des coûts du travail et des prix relatifs est plus facile lorsque la productivité augmente à un rythme soutenu, étant donné que la pression sur l'évolution des salaires et des prix nominaux s'en trouve réduite.

4. COMMENTAIRES PAR PAYS SUR LA LECTURE DU TABLEAU DE BORD

La présente partie ne traite pas des États membres qui font l'objet d'une surveillance dans le cadre de programmes. Il s'agit en l'occurrence de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal pour les pays de la zone euro, et de la Roumanie pour les pays hors zone euro.

Belgique: les valeurs des indicateurs du tableau de bord concernant l'évolution des parts de marché à l'exportation, de la dette brute du secteur privé et de la dette du secteur public sont au-dessus des seuils indicatifs. En ce qui concerne la compétitivité extérieure, on constate une perte de parts de marché à l'exportation, parallèlement à une dégradation de la balance courante, bien que le niveau reste au-dessous du seuil indicatif et que la dégradation de la balance des biens est compensée en partie par les bons résultats de la balance des services. Ces tendances peuvent s'expliquer par la perte de compétitivité des coûts, provoquée notamment par la hausse des coûts unitaires du travail (plus élevés que dans la zone euro), mais aussi de compétitivité hors coûts. Sur le plan intérieur, l'indicateur de la dette du secteur privé est largement au-dessus du seuil indicatif. Des éléments permettent néanmoins de nuancer cette analyse, notamment l'incidence des prêts entre sociétés sur la dette des sociétés non financières et le fait que la dette des ménages est liée à des prêts hypothécaires tandis que le taux d'épargne des ménages reste élevé. Néanmoins, le niveau de la dette brute du secteur privé doit être examiné en conjonction avec le niveau élevé de la dette publique.

Bulgarie: avant la crise, la Bulgarie a enregistré d'importants déficits courants, qui sont à l'origine d'une PEGN débitrice, financée par les entrées de capitaux (sous forme principalement d'IDE) et la croissance du crédit au secteur privé. La crise a provoqué une correction brutale du déficit courant, qui, selon les projections actuelles, devrait se muer en un léger excédent en 2011 et les années suivantes. L'amélioration ne résulte pas seulement de la réduction des importations, mais aussi de la bonne tenue des exportations dans un contexte de rattrapage. La Bulgarie enregistre l'une des hausses les plus importantes de l'Union européenne en ce qui concerne les coûts unitaires du travail; la progression des salaires, à partir d'un niveau de base très faible, fait partie du processus de convergence en cours, mais elle pourrait néanmoins ralentir le processus de rattrapage sur le moyen et plus long terme. L'endettement du secteur privé a augmenté rapidement et atteint des niveaux supérieurs au seuil indicatif, du fait principalement de l'accroissement de la dette des entreprises; la dette des ménages reste limitée, comme celle du secteur public.

République tchèque: des déficits courants ont été enregistrés tout au long de la dernière décennie, mais sont restés inférieurs au seuil; ces dernières années ont néanmoins été marquées par une diminution relative du déficit courant, sous l'effet principalement d'une amélioration de la balance commerciale. La PEGN a dépassé le seuil indicatif de ce fait, mais aussi à cause d'effets de valorisation défavorables des stocks d'actifs et de passifs. En raison d'un financement dominé par les IDE et de l'endettement relativement limité des secteurs privé et public, la dette extérieure nette est restée quasiment nulle. Malgré les pertes de compétitivité-prix provoquées par la forte appréciation du TCER et la croissance des coûts unitaires du travail, le pays a gagné des parts de marché à l'exportation.

Danemark: la balance des opérations courantes est actuellement excédentaire, en raison principalement de la bonne tenue des exportations de services, des recettes des exportations de pétrole et de gaz et des revenus des investissements étrangers. Les performances à l'exportation ont toutefois diminué au cours des dernières années, comme en témoigne l'indicateur des parts de marché à l'exportation, qui se situe au-dessus du seuil. En outre, la compétitivité-prix du Danemark s'est quelque peu dégradée du fait d'accords salariaux garantissant des salaires nominaux élevés en période de surchauffe et de faible croissance de la productivité. La bulle immobilière danoise, dont la correction a commencé en 2007, était liée à la croissance rapide du crédit et à l'envolée de la dette du secteur privé, en particulier dans le secteur des ménages. En dépit d'un ajustement partiel du crédit et des prix immobiliers ces dernières années, l'encours de la dette du secteur privé reste très élevé et supérieur au seuil indicatif; toutefois, pour les ménages, cette évolution reflète en partie des contributions élevées à des fonds d'épargne-retraite privés et un filet de sécurité généreux.

Allemagne: au cours de la dernière décennie, l'Allemagne a enregistré des excédents courants persistants, du fait en partie de ses résultats à l'exportation, qui correspondent à un regain de compétitivité-prix, et aussi de la faiblesse de l'investissement intérieur et d'un taux d'épargne des ménages relativement élevé. Toutefois, ces dernières années ont été marquées par un lent renforcement de la demande intérieure, qui a soutenu une réduction progressive de l'excédent courant et peut être considéré comme faisant partie du rééquilibrage. En outre, si une perte des parts de marché à l'exportation de marchandises a été constatée, ce phénomène est moins marqué que pour la moyenne de la zone euro. Sur le plan intérieur, l'endettement du secteur privé est relativement limité, tandis que l'indicateur de la dette des administrations publiques dépasse le seuil indicatif; il devrait toutefois diminuer en 2011; la mise en œuvre progressive du frein à l'endettement inscrit dans la Constitution devrait favoriser une baisse tendancielle.

Estonie: au cours de la dernière décennie, l'Estonie a constamment enregistré des déficits courants, jusqu'à la forte correction qui s'est produite durant la crise; au cours de la même période, elle a gagné d'importantes parts de marché à l'exportation, malgré une perte de compétitivité-prix (à partir d'un faible niveau initial des prix). Un ajustement des salaires et des coûts s'est produit ces dernières années. Dans l'ensemble, la PEGN est devenue progressivement débitrice et reste supérieure au seuil indicatif: toutefois, cette situation est due dans une large mesure aux IDE, ce qui signifie que la dette extérieure nette est nettement plus faible. L'endettement du secteur privé se situe au-dessus du seuil indicatif, en dépit d'un processus de désendettement vigoureux. Compte tenu de la forte croissance du PIB nominal, le ratio d'endettement du secteur privé devrait diminuer. Le taux de chômage est élevé, mais il diminue rapidement en raison de la grande flexibilité du marché du travail.

Espagne: l'économie espagnole traverse actuellement une période d'ajustement, après avoir accumulé, pendant la longue phase d'expansion qu'ont connue les secteurs du crédit et de l'immobilier avant la crise, d'importants déséquilibres extérieurs et intérieurs. La balance des opérations courantes a affiché d'importants déficits, qui ont commencé à se résorber ces dernières années dans le contexte du fort ralentissement économique et à la faveur d'une embellie sur le front des exportations, mais ils restent supérieurs au seuil indicatif. Depuis 2008, les pertes de compétitivité des prix et des coûts ont été en partie regagnées. Alors que le processus de rééquilibrage se poursuit, l'absorption des encours importants de la dette intérieure et extérieure et la réaffectation des ressources provenant du secteur de la construction seront longues; il faudra donc du temps pour revenir à une situation plus équilibrée. La contraction de l'emploi liée à la restructuration du secteur de la construction et à la récession économique a été aggravée par le faible ajustement des salaires, qui a alimenté une hausse du chômage.

France: la lecture économique du tableau de bord fait apparaître plusieurs aspects à considérer, tant sur le plan extérieur qu'intérieur. Le recul des parts de marché de la France dans les exportations mondiales se situe au-dessus du seuil indicatif et figure parmi les plus importants de l'UE. La balance commerciale s'est progressivement détériorée, ce qui se traduit par une dégradation de la balance courante, qui reste néanmoins en dessous du seuil indicatif. Les inquiétudes concernant la position extérieure de l'économie française sont également alimentées par quelques pertes de compétitivité-prix et hors prix. Dans ce contexte, la baisse de la rentabilité des entreprises françaises et les conséquences pour les investissements sont des facteurs pertinents qui méritent une analyse approfondie. Le niveau de l'endettement du secteur privé a progressivement augmenté pour atteindre le seuil indicatif, et ce, alors que la dette du secteur public augmentait elle aussi.

Italie: les valeurs du tableau de bord dépassent les seuils indicatifs dans les domaines de la compétitivité et de la dette publique. La compétitivité de l'Italie s'est fortement détériorée depuis le milieu des années 1990, ce qui transparaît également dans les pertes durables de parts de marché à l'exportation. Ces pertes ne se reflètent que partiellement dans la détérioration régulière de la position extérieure de l'Italie, étant donné la croissance relativement faible de la demande intérieure. La faiblesse de la productivité en est la cause principale. L'endettement du secteur privé est relativement limité en Italie, du fait en grande partie de la situation financière des ménages; en revanche, le niveau de la dette publique est préoccupant, étant donné notamment l'atonie de la croissance et les faiblesses structurelles. Cette situation pourrait à son tour exercer des pressions sur les comptes du secteur privé.

Chypre: la lecture économique du tableau de bord montre qu'il existe des défis de grande envergure sur les plans extérieur et intérieur, comme en témoignent les valeurs de nombreux

indicateurs au-dessus des seuils indicatifs. L'économie chypriote a été caractérisée, au cours de la dernière décennie, par des déficits courants persistants, favorisés principalement par la vigueur de la demande intérieure. L'évolution de la balance courante chypriote révèle de fortes disparités dans les échanges de biens et de services, ce qui traduit un glissement de l'économie du pays vers le secteur tertiaire. Le déficit de la balance commerciale des biens n'est compensé qu'en partie par l'excédent de la balance des services. Chypre a enregistré des pertes de compétitivité-prix dans les années qui ont précédé la crise, mais cette tendance s'est atténuée ces dernières années. Le secteur privé, qui est très endetté, a continué à réduire le niveau élevé de l'encours de sa dette, qui coexiste toutefois avec un volume d'actifs considérable. La dégradation des perspectives économiques et de la situation budgétaire ainsi que les conséquences de l'exposition du secteur bancaire à la Grèce rendent encore plus préoccupants les défis que pose le rééquilibrage dans d'autres secteurs de l'économie.

Lettonie: jusqu'en 2008, la Lettonie a enregistré des déficits courants importants et durables, conjugués à la croissance rapide d'une PEGN négative, bien que la dette extérieure nette soit plus faible si l'on tient compte des IDE. La crise a provoqué un «atterrissage» particulièrement difficile, avec une correction immédiate et brutale du déficit courant, qui a rendu nécessaire un programme d'ajustement solide financé par le mécanisme de soutien de la balance des paiements (expirant en janvier 2012). Les pertes continues de compétitivité-prix ont été compensées par un ajustement interne, marqué notamment par des suppressions d'emplois et des réductions salariales. Les années d'expansion économique ont également été caractérisées par une forte croissance du crédit, une flambée des prix de l'immobilier et l'essor du secteur de la construction. Il en a résulté un endettement rapide du secteur privé, ce qui a entraîné un processus de désendettement et un ajustement substantiel des prix de l'immobilier dans la période de récession. Le chômage demeure élevé, mais a néanmoins diminué rapidement après avoir atteint un record historique à la fin de 2009.

Lituanie: jusqu'en 2008, la Lituanie a enregistré d'importants déficits courants ainsi que des pertes de compétitivité-prix, en conséquence d'un «boom» intérieur. Après un processus d'ajustement marqué et de grande ampleur pendant la crise, la balance courante est maintenant proche de l'équilibre. Le TCER s'est déprécié, en raison principalement d'une baisse des salaires nominaux. Même avant 2008, la Lituanie a été en mesure de gagner des parts de marché à l'exportation, à partir d'un niveau assez bas. La PEGN demeure négative et se maintient à des niveaux supérieurs au seuil indicatif, mais la dette extérieure nette est beaucoup moins élevée si l'on tient compte des financements par IDE. La crise financière a mis fin à l'expansion du secteur bancaire et à la forte dynamique des salaires, le secteur privé a engagé un processus de désendettement, les flux de crédit en pourcentage du PIB sont devenus négatifs et les prix de l'immobilier ont subi une forte correction. Le chômage demeure élevé, mais a néanmoins diminué après avoir atteint un record historique en 2010.

Luxembourg: la valeur de l'indicateur du tableau de bord concernant la balance courante est au-dessus du seuil, en raison d'excédents commerciaux liés à la forte spécialisation du pays dans les services financiers. Cette situation n'est toutefois pas liée à une faiblesse de la demande intérieure, mais à la concentration des activités économiques et des emplois dans le pays. La compétitivité-prix du Luxembourg a diminué en raison des fortes hausses salariales et de la faible croissance de la productivité, mais il convient de noter que, malgré cela, le Luxembourg gagne actuellement des parts de marché à l'exportation dans le secteur des services. L'endettement du secteur privé se situe au-dessus du seuil indicatif, alors que les flux sont importants et volatils. Cela s'explique principalement par des opérations d'emprunts et de prêts à l'intérieur de sociétés internationales non financières, plutôt que par un endettement excessif du secteur privé. Le niveau d'endettement des ménages est relativement limité. Les

prix réels de l'immobilier ont enregistré une forte croissance cumulée au cours de la dernière décennie, et la correction reste limitée pour le moment.

Hongrie: les valeurs des indicateurs du tableau de bord concernant le ratio de la dette publique et la PEGN sont bien au-dessus des seuils indicatifs. L'évolution de la PEGN est la conséquence des déficits courants enregistrés de manière continue dans les années qui ont précédé la crise. La chute de la demande intérieure pendant la crise a entraîné un ajustement brutal, mais le déficit de la PEGN reste important, même s'il est financé en grande partie par l'IDE. La période antérieure à la crise a aussi été marquée par une très forte croissance du crédit, qui a été, en particulier pour les ménages, largement financée en devises. La dette extérieure du secteur privé s'est accumulée dans un contexte marqué par des niveaux élevés et croissants de la dette publique, elle aussi financée dans une large mesure en devises. En novembre 2011, le gouvernement a officiellement demandé, à l'Union européenne et au FMI, une assistance financière à titre de précaution²¹.

Malte: au cours des dix dernières années, l'économie a enregistré des déficits courants durables, qui ont toutefois diminué ces dernières années; la PEGN de Malte est positive. Il reste à voir si la réduction du déficit extérieur est de nature structurelle ou non. Les pertes de parts de marché à l'exportation enregistrées par le passé sont dues au déclin des activités manufacturières traditionnelles, mais cette tendance est en train de s'inverser grâce au secteur des services. Sur le plan intérieur, les prix de l'immobilier ont considérablement augmenté, mais semblent désormais sur une trajectoire descendante.

Pays-Bas: au cours des années qui ont précédé la crise, les Pays-Bas ont enregistré d'importants excédents courants persistants, alimentés principalement par la balance commerciale, et notamment par les exportations nettes de gaz. Toutefois, les niveaux se situent actuellement au-dessous du seuil, même si la Commission prévoit qu'ils augmenteront dans les années à venir. Malgré une certaine augmentation des coûts unitaires nominaux du travail, les Pays-Bas ont perdu peu de parts de marché à l'exportation. Les excédents sont liés également au niveau élevé de l'épargne des entreprises, conjugué à de faibles investissements. Les risques internes qui pèsent sur l'économie néerlandaise concernent principalement l'endettement relativement élevé du secteur privé et le marché immobilier. Dans les années qui ont précédé la crise, le ratio dette-revenu disponible des ménages et les prix du logement ont augmenté, du fait en partie d'incitations fiscales encourageant les ménages à souscrire un emprunt hypothécaire important. Le patrimoine financier net des ménages est néanmoins positif.

Autriche: en ce qui concerne la position extérieure de l'Autriche, la balance des opérations courantes a enregistré d'importants excédents; dans le même temps, l'indicateur relatif aux parts de marché à l'exportation montre que la croissance des coûts unitaires du travail a été limitée; les niveaux d'endettement du secteur privé ont augmenté progressivement et se situent actuellement, comme la dette du secteur public, légèrement au-dessus du seuil indicatif. Cependant, l'Autriche n'a pas connu, en termes relatifs, de bulles intérieures de l'immobilier, des actifs ou du crédit à la fin des années 2000, et l'accroissement de l'endettement est le fait principalement des entreprises. Pour 2011, l'évolution récente laisse penser que l'augmentation de la dette du secteur privé s'est interrompue et que ce secteur, sociétés non financières incluses, sera en position de créancier net.

²¹ Les négociations formelles n'ont pas encore commencé.

Pologne: les valeurs des indicateurs du tableau de bord pour la balance courante et la PEGN sont au-dessus des seuils indicatifs, mais elles doivent être replacées dans le contexte du processus de rattrapage; de plus, ces déficits ont été financés en grande partie par des entrées relativement stables d'IDE et de fonds européens. La Pologne a enregistré des pertes limitées de compétitivité-prix au cours de la période 2006-2008, en raison de l'appréciation du taux de change nominal, mais la tendance s'est inversée à partir de 2009. Malgré ces pertes, de nombreuses parts de marché à l'exportation ont été gagnées et les coûts unitaires du travail ont peu augmenté en Pologne. La croissance du crédit a été relativement forte et la dette du secteur privé a augmenté, à partir d'un niveau certes faible, mais financée partiellement en devises.

Slovénie: deux indicateurs dans le tableau de bord dépassent les seuils respectifs en 2010. Dans les années qui ont précédé la crise, la Slovénie a connu une croissance et une demande intérieure soutenues, combinées toutefois à des pertes de compétitivité-prix et à une aggravation progressive du déficit de la balance courante. Certains signes indiquent qu'il y a eu surchauffe, notamment la croissance du crédit au secteur privé, la valeur ajoutée de la construction et les prix de l'immobilier. L'économie slovène a été durement frappée par la crise mondiale. Cette situation a permis l'amorce d'un certain rééquilibrage extérieur, de nature peut-être temporaire. Le fort endettement des entreprises non financières, notamment dans le secteur de la construction, se reflète dans les nombreuses faillites, les ratios prêts-fonds propres et les arriérés de prêts.

Slovaquie: la Slovaquie a enregistré, au cours de la dernière décennie, des déficits courants profonds et durables, financés en partie par des transferts en capital de l'étranger. Néanmoins, l'indicateur de la balance courante reste supérieur au seuil indicatif, quoique légèrement. L'investissement direct étranger, qui était en grande partie dirigé vers les secteurs productifs tournés vers l'exportation, est la principale cause de la dégradation progressive de la position extérieure globale nette. La perte de compétitivité-prix, qui se manifeste par une valeur de l'indicateur du taux de change effectif réel supérieure au seuil indicatif, est due principalement à une forte appréciation nominale, et est allée de pair avec une croissance élevée de la productivité, des exportations et des parts dans le commerce mondial. D'une manière générale, le niveau d'endettement du secteur privé et du secteur public reste faible.

Finlande: plusieurs indicateurs du tableau de bord relatifs à la position extérieure (par exemple, celui relatif aux pertes de parts de marché à l'exportation) dépassent les seuils indicatifs. La balance courante est excédentaire, quoiqu'en baisse, au cours de la dernière décennie du fait non seulement du ralentissement économique mondial, mais aussi des évolutions structurelles dans les secteurs d'exportation. De plus, alors que les pertes de compétitivité-prix ont été relativement limitées pendant la plus grande partie de la décennie écoulée, des pertes plus lourdes, dues au lent ajustement des salaires dans un contexte marqué par la chute de la productivité, ont été enregistrées ces dernières années. Le tableau de bord indique également que le niveau d'endettement du secteur privé n'a cessé d'augmenter au cours de la dernière décennie et se situe maintenant au-dessus du seuil indicatif, en raison principalement de l'accroissement de l'endettement hypothécaire. Les prix des logements ont augmenté au cours de la dernière décennie malgré une légère correction en 2008 et 2009. Les prix ont recommencé à augmenter en 2010, à un rythme supérieur à celui prévu par le seuil indicatif, bien que leur progression ait ralenti à partir du second semestre 2011.

Suède: la balance courante a constamment affiché un large excédent, supérieur au seuil indicatif. Cette évolution est due non seulement au taux d'épargne positif des secteurs privé et public, mais aussi, dans une certaine mesure, à l'atonie des investissements intérieurs, en

particulier dans le secteur de la construction. Les indicateurs de l'évolution des coûts, tels que les coûts unitaires du travail et les taux de change effectifs réels, ne révèlent pas de perte de compétitivité-prix. Sur le plan intérieur, il apparaît que l'endettement du secteur privé est très élevé et dépasse largement le seuil indicatif. L'endettement des ménages s'est accru et se situe désormais à un niveau élevé malgré le ralentissement récent de la croissance du crédit. Cette évolution s'explique par la très forte augmentation, au cours des 15 dernières années, des prix de l'immobilier, qui n'ont commencé à se stabiliser que récemment.

Royaume-Uni: le pays a perdu des parts de marché à l'exportation au cours de la dernière décennie (l'indicateur est supérieur au seuil), même si la situation s'est quelque peu stabilisée ces dernières années. Ces pertes de part de marché se sont produites malgré la forte dépréciation du TCER ces dernières années. Dans le même temps, le pays a enregistré des déficits courants, qui se situent néanmoins au-dessous du seuil indicatif. Le niveau élevé de la dette du secteur privé est préoccupant, notamment dans un contexte de finances publiques dégradées et d'une dette publique élevée et croissante. L'endettement des ménages est lié, dans une grande mesure, à la souscription de crédits hypothécaires sur fond de forte hausse cumulée des prix de l'immobilier. Si le niveau de la dette des ménages et les prix de l'immobilier ont été réduits, ils n'en demeurent pas moins élevés, ce qui laisse supposer que ces déséquilibres ne sont pas encore corrigés et que le rythme de l'ajustement constitue un élément important.

5. PRINCIPALES CONSTATATIONS ET CONCLUSIONS

Cette première mise en œuvre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques se déroule dans un climat économique problématique dominé par les inquiétudes liées aux dettes publiques. Tous les États membres procèdent actuellement à un ajustement économique, dont l'ampleur et la sévérité varient toutefois d'un pays à l'autre. Ainsi que l'explique la Commission dans son tout dernier examen annuel de la croissance²², en plus de corriger les profonds déséquilibres qui se sont accumulés ces dernières années, l'Union et ses États membres doivent relever des défis étroitement liés: remédier à la faible croissance et au taux de chômage élevé, assurer la viabilité des finances publiques et rétablir la stabilité du système financier. Le G20 a lui aussi fait de la réduction des déséquilibres un objectif, en mettant en place un processus de surveillance visant à favoriser un rééquilibrage ordonné des conditions de la croissance mondiale.

Un rééquilibrage macroéconomique est en cours dans de nombreux États membres, notamment ceux qui affichent ou affichaient des déficits extérieurs importants et de profonds déséquilibres en ce qui concerne la situation financière des ménages et/ou des entreprises ainsi que le secteur public. Ce processus n'est pas encore achevé, et a provoqué une hausse considérable du chômage et une réduction du niveau de l'activité économique sur le court terme dans un certain nombre de pays. Ainsi que le souligne la Commission dans son examen annuel de la croissance, les réformes favorisant la croissance de la productivité, en raison de leur incidence positive sur la production potentielle et la capacité d'ajustement, intéresseront tout particulièrement les États membres qui souffrent de déséquilibres macroéconomiques²³. Dans l'environnement actuel, les risques de nouveaux déséquilibres causés par la demande sont généralement faibles, même si des pressions pourraient s'exercer de nouveau sur les marchés d'actifs une fois la croissance revenue.

²² http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/ags_fr.pdf

²³ Voir également l'annexe macroéconomique de l'examen annuel de la croissance: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/annex_2_fr.pdf

Étant donné que les pays soumis à un programme font déjà l'objet d'une surveillance renforcée en ce qui concerne leur situation économique et leurs politiques, ils ne sont pas examinés au titre de la PDM²⁴. Il s'agit en l'occurrence de la **Grèce**, de l'**Irlande**, du **Portugal** et de la **Roumanie**. La Lettonie est, quant à elle, soumise à une surveillance post-programme, son programme de soutien de la balance des paiements ayant expiré le 19 janvier 2012; elle fait donc l'objet d'un examen dans le présent rapport.

Sur la base de la lecture économique du tableau de bord, la Commission considère qu'une analyse complémentaire est justifiée pour examiner plus attentivement certaines questions relatives à plusieurs États membres. Cette approche globale s'explique par le fait qu'il s'agit de la première mise en œuvre de la surveillance au titre de cette procédure; elle doit donc tenir compte également de l'ajustement aux déséquilibres accumulés précédemment. Les États membres concernés sont les suivants: **la Belgique, la Bulgarie, le Danemark, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, la Hongrie, la Slovaquie, la Finlande, la Suède et le Royaume-Uni**.

Ces États membres sont confrontés à des défis et à des risques potentiels (effets de contagion, par exemple) différents. Certains d'entre eux doivent corriger leurs déséquilibres intérieurs et extérieurs. Ils devront ainsi réduire leur haut niveau d'endettement global et renforcer leur compétitivité afin d'améliorer leurs perspectives de croissance et leurs résultats à l'exportation. Une analyse approfondie aidera à évaluer les facteurs influant sur l'évolution de la productivité, de la compétitivité et des échanges commerciaux, ainsi que les conséquences du niveau d'endettement accumulé et la relation plus ou moins grande entre les déséquilibres dans plusieurs États membres. Certains pays connaissent un ajustement rapide, en raison en partie d'effets de rattrapage, qu'il pourrait être nécessaire d'examiner de manière plus approfondie. Malgré des résultats macroéconomiques globalement satisfaisants, certains pays méritent eux aussi une analyse complémentaire en raison de l'évolution de leurs marchés d'actifs, notamment le marché de l'immobilier, et de l'accroissement continu de la dette de leur secteur privé.

Enfin, la lecture économique des indicateurs du tableau de bord fait apparaître la nécessité de procéder à une analyse horizontale plus poussée des facteurs et des conséquences politiques d'importants excédents durables de la balance courante, surtout dans certains États membres de la zone euro. Dans les prochains mois, la Commission analysera plus avant les écarts de performance économique entre les différents États membres, en étudiant notamment les liens commerciaux et financiers entre pays déficitaires et pays excédentaires ainsi que la nécessité de poursuivre le rééquilibrage au niveau de la zone euro et dans un contexte global. Elle évaluera également le rôle des facteurs structurels (notamment le fonctionnement des marchés de services) dans la formation d'excédents durables, de par leur influence sur la consommation et l'investissement intérieurs, et formulera les orientations nécessaires. Dans ce contexte, la Commission examinera aussi plus attentivement le rôle des effets de rattrapage.

Dans le cadre de la surveillance multilatérale et conformément à l'article 3, paragraphe 4, du règlement, la Commission invite le Conseil et l'Eurogroupe à examiner le présent rapport. Elle attend avec intérêt les remarques du Parlement européen et des autres parties intéressées. Sur

²⁴ Ce principe est conforme à l'approche prônée par la Commission dans sa proposition de règlement relatif au renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés du point de vue de leur stabilité financière au sein de la zone euro, présentée le 23 novembre 2011 – COM(2011)819 final.

la base de ces discussions, la Commission commencera à préparer les analyses approfondies pour chaque État membre concerné.