COMMISSION
EUROPÉENNE

Strasbourg, le 22.11.2022
COM(2022) 781 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL ET AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN

Rapport sur le mécanisme d'alerte 2023

établi conformément aux articles 3 et 4 du règlement (UE) nº 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques

{SWD(2022) 381 final}

Commission européenne

Rapport 2023 sur le mécanisme d'alerte

TABLE DES MATIERES

SYNTHÈSE 1

1. Contexte macroéconomique 7

2. Déséquilibres, risques et ajustement: principales évolutions 15

2.1. Secteur extérieur 15

2.2. Compétitivité 22

2.3. Entreprises non financières 29

2.4. Marchés du logement et dette des ménages 37

2.5. Secteur des administrations publiques 45

2.6. Secteur financier 50

3 Section relative aux pays 55

Annexe 1: Remarques concernant les tableaux de la section pays 129

Annexe 2: Prévisions et prévisions immédiates des indicateurs du tableau de bord 130

Annexe 3: Tableau de bord de la PDM 132

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) lance le douzième cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). Cette procédure vise à détecter, prévenir et corriger les déséquilibres qui ont un effet préjudiciable ou qui sont susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble, ainsi qu'à encourager l'adoption de mesures appropriées. La mise en œuvre de la PDM est ancrée dans le Semestre européen pour la coordination des politiques économiques, afin de garantir la cohérence avec les analyses effectuées et les recommandations formulées dans le cadre des autres instruments de surveillance économique [articles 1er et 2 du règlement (UE) nº 1176/2011].

Le RMA détermine quels États membres il conviendrait de soumettre à un bilan approfondi pour déterminer s'ils sont touchés par des déséquilibres nécessitant l'adoption de mesures [article 5 du règlement (UE) nº 1176/2011]. À la lumière des discussions sur le RMA qui seront menées avec le Parlement européen et au sein du Conseil et de l'Eurogroupe, la Commission procédera ensuite à un bilan approfondi pour chaque État membre concerné. Les bilans approfondis seront publiés au printemps 2023 et serviront de base à la Commission pour évaluer l'existence de déséquilibres macroéconomiques et leur gravité, ainsi que pour déceler les failles dans les politiques appliquées. Le RMA comprend également une analyse des implications, à l'échelle de la zone euro, des déséquilibres macroéconomiques des États membres.

L'analyse contenue dans le RMA s'appuie sur une lecture économique d'un tableau de bord d'indicateurs choisis, qui constitue un filtre permettant de détecter les premiers signes d'éventuels risques et vulnérabilités. Conformément au règlement (UE) nº 1176/2011], le rôle de la Commission est de faire des valeurs du tableau de bord une lecture économique permettant de mieux comprendre le contexte économique général et de tenir compte de considérations propres à chaque pays. ([1]) Le RMA s'appuie également sur des outils analytiques et des cadres d'évaluation, ainsi que sur des données publiées supplémentaires, notamment des données de l'année en cours. ([2])

Le premier examen analytique des déséquilibres, qui s'appuie sur l'approche suivie les années précédentes, est de nature prospective, afin de détecter tôt les risques de déséquilibres émergents. Le lancement de bilans approfondis pourrait s'ensuivre en cas de tendances défavorables indiquant des risques élevés d'accumulation de déséquilibres. À cet effet, le présent rapport utilise des prévisions, des prévisions immédiates et des projections pour mieux évaluer l'évolution possible des risques pesant sur la stabilité macroéconomique. Les valeurs des variables du tableau de bord pour 2022 et les années suivantes ont été estimées à partir des données tirées des prévisions de la Commission, et les prévisions immédiates sont fondées sur des données de l'année en cours (voir l'annexe 2 pour plus de détails). Une forte incertitude sous-tend ces prévisions, et il y a lieu d'en tenir compte pour respecter le principe de transparence en ce qui concerne l'analyse et les données utilisées, et le principe de prudence quant aux conclusions à tirer.

([1]) Sur le raisonnement qui sous-tend l'élaboration du tableau de bord du rapport sur le mécanisme d'alerte et sa lecture, voir Commission européenne (2016), «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium» (La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Motivation, processus, application: compendium), European Economy, Institutional Paper 39, novembre 2016.

([2]) La date d'arrêté des données du tableau de bord, c'est-à-dire la date à laquelle les données ont été extraites de la base de données d'Eurostat pour l'élaboration du présent rapport, était le 21 octobre 2022. Pour toute autre donnée, la date d'arrêté était le 3 novembre 2022.

L'approche actuelle du RMA est conforme à la proposition de la Commission sur l'avenir de la surveillance des déséquilibres macroéconomiques présentée dans le cadre du réexamen de la gouvernance économique. ([3]) Elle vise en particulier à renforcer le rôle préventif de la PDM dans un environnement caractérisé par de nouveaux risques. L'évaluation des déséquilibres serait davantage fondée sur l'évolution des risques et les mesures prises. La PDM réformée se concentrerait sur les problèmes macroéconomiques affectant les États membres et, dans le même temps, donnerait plus de visibilité aux dimensions «UE» et «zone euro» des déséquilibres.

([3]) Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comités des régions – Orientations pour une réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, COM(2022) 583 final

SYNTHÈSE

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) examine l'évolution des déséquilibres à un moment où l'économie de l'UE passe de la reprise consécutive à la pandémie de COVID-19 à un fort ralentissement de la croissance dans un contexte de tensions inflationnistes. Au début de l'année 2022, presque toutes les économies de l'UE avaient compensé la baisse du PIB enregistrée en 2020 sous l'effet de la pandémie et enregistraient une forte croissance, malgré certains goulets d'étranglement subsistant du côté de l'offre et des pénuries de main-d'œuvre en hausse. Depuis le déclenchement de la guerre d'agression livrée par la Russie à l'Ukraine en février 2022, les fortes hausses des coûts de l'énergie se traduisent par une détérioration marquée des perspectives économiques de l'UE. Les perspectives actuelles se caractérisent par une inflation élevée et un recul de la confiance des consommateurs et des producteurs. L'incertitude, liée à l'ampleur et à la durée possibles de la crise énergétique, est élevée. L'activité économique est en recul, et la croissance devrait devenir négative au dernier trimestre de 2022. Les conditions de financement se sont visiblement durcies, encore plus fortement en dehors de la zone euro, sous l'effet des mesures prises par les autorités monétaires face aux tensions inflationnistes. En dehors de l'UE, la situation mondiale est marquée par un ralentissement en Chine et par des soubresauts sur les marchés émergents.

Avant la détérioration de la situation économique, la correction de certains déséquilibres de longue date qui s'étaient aggravés pendant la pandémie avait repris, tandis que les prix de l'immobilier avaient accéléré. Avec la reprise, la résorption des dettes privées et publiques élevées qui était en cours dans un certain nombre de pays durant la dernière décennie a repris dans de nombreux cas, mais depuis de plus hauts niveaux de départ. Le rééquilibrage extérieur s'est lentement réamorcé. Il s'était arrêté durant la pandémie, avec la détérioration des comptes courants d'un certain nombre de pays grands débiteurs nets à fort secteur touristique, alors que d'importants excédents courants s'étaient maintenus par ailleurs. La dette publique, qui s'était considérablement creusée avec la crise de la COVID-19 du fait de la forte récession et de la nécessité de soutenir l'économie, a commencé à se modérer à partir de 2021. La croissance des prix des logements avait accéléré pendant la pandémie, et cette forte croissance s'est poursuivie pendant la reprise. Dans certains pays, la croissance marquée des salaires a avivé les préoccupations relatives à la compétitivité-coûts qui, dans certains cas, s'étaient développées au cours de la période antérieure à la pandémie.

La lecture économique du tableau de bord, qui reflète les résultats pour 2021, repose sur le scénario central des prévisions de l'automne 2022 de la Commission et sur les évolutions économiques de l'année en cours. Au-delà du scénario central, l'évolution de la situation économique est aujourd'hui entourée d'une plus grande incertitude, source de risques et de vulnérabilités accrus qui sont examinés ci-dessous. La lecture économique conduit aux conclusions thématiques suivantes:

- En 2021, les **comptes courants** de la plupart des États membres sont revenus à un niveau proche de ce qu'il était en 2019, avant la crise de la COVID-19, malgré une incidence résiduelle dans certains pays à grand secteur touristique. Les comptes courants de la plupart des pays débiteurs nets sont restés inférieurs à un niveau propice à leur correction rapide, tandis que certains excédents courants importants se sont inscrits à la hausse. Les encours extérieurs importants se sont essentiellement resserrés, grâce à une croissance plus soutenue du PIB, mais restent substantiels. Tout au long de l'année 2022, **les balances courantes, tant déficitaires**

qu'excédentaires, se sont fortement dégradées sous l'effet de la hausse considérable des prix de l'énergie. Dans certains cas, cette évolution s'est accompagnée d'une détérioration de la balance commerciale hors énergie, les effets de taux de change jouant un rôle. Les mesures budgétaires visant à atténuer l'impact de la crise énergétique modifient la contribution relative de la capacité nette et du besoin net de financement des secteurs public et privé, et contribuent à creuser les déficits courants et à réduire les excédents courants.

- Même si leur évolution a été difficile à interpréter ces dernières années en raison de graves perturbations de la mesure de la productivité, les **coûts salariaux unitaires** ont globalement augmenté. Les salaires ont fortement augmenté dans certains pays en 2021, ce qui signale un risque de perte de **compétitivité-coûts** au sein de la zone euro, en particulier dans les pays où les tensions étaient déjà soutenues avant les années de pandémie. Dans certains pays, le marché du travail est particulièrement tendu, ce qui peut s'expliquer en partie par les effets spécifiques de la pandémie. En 2022, les hausses de salaires se sont accélérées, sans progression correspondante de la productivité, ce qui a accru les pressions sur la compétitivité; toutefois, en raison de l'inflation élevée, le revenu réel disponible des ménages est en baisse. Jusqu'à présent, **les taux de change effectifs réels** basés sur l'inflation **ne se sont globalement pas appréciés** dans la zone euro, en raison de la dépréciation de la monnaie unique, mais il existe des variations considérables d'un pays à l'autre. L'incidence différenciée du choc des prix de l'énergie sur la dynamique des prix joue un rôle et s'explique par les différences de bouquet énergétique, de structure du marché de l'énergie et de soutien des pouvoirs publics. On observe également des variations marquées des taux de change effectifs basés sur l'inflation sous-jacente, les pays qui connaissent de plus fortes tensions sur les prix affichant une appréciation par rapport à la zone euro pour l'année en cours. Dans les pays hors zone euro, tant des dépréciations que des appréciations importantes sont en cours, en partie sous l'effet de différentes dynamiques des taux de change nominaux qui, dans certains cas, mais pas tous, sont influencées par l'orientation de la politique monétaire.

- En 2021, l'**excédent courant de la zone euro** a retrouvé son niveau d'avant la pandémie. Les données de l'année en cours montrent un **net recul en 2022**, principalement sous l'effet d'une hausse des importations, les importations d'énergie étant le facteur le plus important en raison des forts effets de prix. En conséquence, la balance courante de la zone euro devrait se dégrader considérablement en 2022 pour rester largement inchangée en 2023, malgré le maintien de la demande réelle. L'évolution des coûts salariaux unitaires durant la pandémie a entraîné un blocage temporaire de l'**ajustement symétrique des positions extérieures au sein de la zone euro** cumulativement sur 2020 et 2021. Dans l'ensemble, les augmentations ont été globalement similaires pour les pays affichant des positions extérieures globales nettes positives ou négatives élevées. À partir de 2022, l'ajustement symétrique devrait reprendre et se poursuivre durant toute la période de prévision, les coûts salariaux unitaires augmentant le plus fortement dans certains pays excédentaires.

- Les ratios d'**endettement des entreprises** ont diminué en 2021 avec la reprise de la croissance économique. Les entreprises connaissent une augmentation de leur liquidité, qui atténue en partie les risques immédiats liés à l'encours de leur dette. Néanmoins, les encours de dette restent importants dans de nombreux États membres et, dans certains cas, supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie. La réduction de la dette des entreprises en pourcentage du PIB se poursuit en 2022, puisque la croissance économique reste positive et que les flux financiers se maintiennent, mais cette progression risque d'être entravée par le contexte macroéconomique difficile. Dans certains pays, l'année 2022 a été marquée par une augmentation des prêts non performants et de premières faillites d'entreprises.

- Les **prix des logements** ont accéléré dans la plupart des États membres en 2021, après des années de croissance soutenue. Ils ont continué d'augmenter au premier semestre de 2022,

mais devraient à présent se modérer. Les ratios d'endettement des ménages sont repartis à la baisse en 2021, mais restent élevés et supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie dans certains pays. Même si elle devrait continuer à diminuer en pourcentage du PIB en 2022, la charge d'intérêts pesant sur les ménages devrait augmenter. En dehors de la zone euro, les taux hypothécaires ont sensiblement augmenté au cours de l'année 2022, tandis que, dans la zone euro, la hausse des taux d'intérêt est plus limitée, mais devrait se poursuivre.

- Les ratios de la **dette publique** au PIB ont diminué dans presque tous les États membres en 2021, mais restent nettement supérieurs à leur niveau de 2019 dans presque tous les cas. Les déficits sont restés élevés, mais la forte croissance économique a eu un effet baissier sur les ratios d'endettement. Les ratios d'endettement public ont globalement diminué en 2022 grâce à la poursuite de la croissance économique et à une nouvelle réduction des déficits, en dépit des importantes mesures de soutien prises en faveur des ménages et des entreprises en réponse au niveau élevé des prix de l'énergie. Les perspectives pour 2023 varient d'un pays à l'autre, quoiqu'avec de nouvelles baisses des ratios d'endettement public parmi les pays les plus endettés. L'adoption de nouvelles mesures pour atténuer les effets de la crise énergétique pourrait toutefois creuser la dette. Les coûts du service de la dette ont commencé à augmenter en 2021 dans un contexte de durcissement des conditions de financement après des années de conditions très favorables. Cette tendance a été la plus marquée dans les pays hors zone euro, qui ont enregistré de plus fortes hausses des écarts de rendement de leurs obligations souveraines.

- Le **secteur bancaire** est bien capitalisé et s'est révélé résilient durant toute la pandémie. La réduction de l'encours des prêts non performants hérités du passé s'est poursuivie en 2021 et en 2022, mais la possibilité que se développent des boucles de rétroaction ne peut être exclue. Si elle s'est redressée, la rentabilité des banques reste structurellement faible et devrait de nouveau diminuer malgré l'augmentation des marges sur les taux d'intérêt, la détérioration des perspectives économiques ayant une incidence sur les actifs et les risques de crédit. En 2021, l'offre de crédits s'est maintenue même après l'expiration des garanties publiques et un certain durcissement macroprudentiel. Une certaine augmentation des prêts non performants est attendue en raison de l'incidence à retardement du retrait des mesures de soutien prises durant la pandémie et de la détérioration actuelle des perspectives économiques.

Dans l'environnement économique actuel, certains risques spécifiques pourraient accentuer les déséquilibres. Des scénarios plus défavorables que celui décrit ci-dessus pourraient se dessiner, entraînant des évolutions plus aiguës ou plus durables qui pourraient menacer la stabilité macroéconomique et le fonctionnement des économies de manière plus générale:

- une crise énergétique prolongée, caractérisée par la **persistance de coûts de l'énergie élevés**, pourrait entraîner un ralentissement plus important et plus long, qui ferait augmenter l'encours de la dette, tant directement qu'indirectement, et aurait une série de répercussions sur les consommateurs, les travailleurs, les entreprises et le secteur bancaire. La persistance de coûts de l'énergie élevés pourrait aggraver durablement le déficit courant de certains pays et mettre ainsi sous pression la soutenabilité de leur position extérieure;

- la perspective d'une **transformation structurelle** plus radicale pour s'affranchir de la forte dépendance aux énergies fossiles, en particulier en provenance de Russie, est positive, mais comporte des risques et implique des coûts d'ajustement. Un déplacement des chaînes de valeur au détriment des entreprises européennes plus touchées par la hausse du prix des intrants à l'échelle mondiale pourrait affecter la rentabilité et entraîner une augmentation des faillites d'entreprises dans les régions et secteurs touchés, ainsi qu'une baisse des parts de marché à l'exportation et de la croissance potentielle des pays plus exposés;

- la **réévaluation du risque** à travers le monde pourrait se répercuter sur les marchés financiers, entraînant une instabilité et une augmentation des coûts d'emprunt pour les emprunteurs souverains et privés, éventuellement de manière idiosyncratique.

La dégradation des conditions économiques a accru les vulnérabilités et les risques associés aux déséquilibres préexistants. Malgré le fort ralentissement en cours de l'activité, la croissance du PIB nominal devrait contribuer à réduire les ratios d'endettement tant en 2022 qu'en 2023, principalement sous l'effet de l'inflation. Toutefois, le ralentissement de l'activité économique et le durcissement des conditions de financement aggravent les risques liés à des niveaux d'endettement élevés. Une augmentation des prêts non performants et des faillites constitue un risque à la fois pour les entreprises et pour les ménages. Les entreprises sont confrontées à une augmentation de leurs coûts de production et peuvent se trouver limitées dans leur capacité à les répercuter, les entreprises plus vulnérables étant cloisonnées sur le plan sectoriel et géographique. Dans la plupart des pays, les ménages voient leur revenu réel disponible diminuer, les hausses salariales, quoique supérieures à la croissance de la productivité, étant inférieures à l'inflation. La croissance des prix des logements est en cours de correction dans de nombreux États membres, dans un contexte d'augmentation des taux hypothécaires et de pressions sur le revenu disponible. La poursuite d'une forte croissance des prix des logements dans certains pays présenterait un risque d'inversion désordonnée, en particulier dans un contexte de prêts hypothécaires à taux variable. Les difficultés des entreprises et des ménages pourraient se conjuguer et se propager à l'ensemble de l'économie, avec des conséquences pour le secteur financier également. L'adoption de mesures supplémentaires pour soutenir les ménages vulnérables et les entreprises plus exposées pourrait transférer une partie du coût de la crise énergétique au secteur public et aggraver l'endettement public, ce qui, pour les pays affichant au départ des niveaux de dette et de déficit élevés, pourrait représenter un défi particulièrement important, rendant nécessaire que les mesures adoptées soient ciblées et temporaires et que des solutions communes soient définies au niveau européen. Concrètement, la Commission réévaluera les besoins pour REPowerEU. En outre, des taux d'intérêt plus élevés et une croissance du PIB plus faible, voire négative, freinent le désendettement des administrations publiques, en particulier des pays fortement endettés. Cela peut avoir des répercussions sur d'autres secteurs, avec une incidence négative sur la croissance.

La forte croissance de l'après-pandémie subissant désormais un coup d'arrêt, de nouveaux déséquilibres pourraient apparaître, avec un risque que le choc commun de l'offre se traduise par des effets divergents sur les prix. Bien que l'augmentation du prix des matières premières et les risques liés à l'approvisionnement en gaz constituent un choc commun à l'ensemble de l'UE, l'impact de ce choc est très variable. Même si l'inflation devrait commencer à diminuer progressivement, les niveaux relatifs de prix et de coûts de différents pays pourraient connaître un changement brutal lorsqu'elle reculera. Il pourrait en résulter des pertes de compétitivité-coûts qui pourraient se révéler coûteuses à résorber. C'est particulièrement vrai pour les pays de la zone euro et là où des déficits extérieurs sont apparus, même si une inflation plus élevée dans les pays affichant un large excédent courant pourrait faciliter le rééquilibrage de la zone euro. Dans certains pays hors zone euro, des dépréciations monétaires pourraient préserver la compétitivité-coûts en compensant la forte hausse des coûts de la main-d'œuvre, mais aussi alimenter l'inflation. L'augmentation de l'inflation pourrait à son tour entraîner un durcissement des conditions de financement, alors même que les dépréciations ont aussi pour effet de renchérir les emprunts extérieurs et le service de la dette.

La zone euro montre quelques signes de rééquilibrage à court terme, mais sa performance globale à plus long terme réclame une coordination étroite continue des mesures prises. Un certain rééquilibrage au sein de la zone euro est favorisé par la plus forte progression des coûts salariaux unitaires dans certains pays créanciers nets. La dynamique récente des balances courantes, résultant du choc extérieur négatif, est aussi globalement favorable à un

rééquilibrage, les pays créditeurs nets affichant une réduction plus marquée de leurs importants excédents. Les différences constatées dans l'ampleur des interventions publiques visant à atténuer l'impact des prix élevés de l'énergie, qui transfèrent, des ménages et des entreprises au secteur public, la charge de la crise énergétique, ainsi que la prévalence de mesures sur les prix non ciblées, sont une source de préoccupation. Le type et la composition de ces mesures, du point de vue de leur incidence sur la demande et les prix de l'énergie ainsi que de leurs effets sur les entreprises et les ménages, peuvent avoir des répercussions sur le reste de la zone euro et compromettre l'équité des conditions de concurrence. Il est donc nécessaire que ces mesures soient ciblées et temporaires. Des mesures non coordonnées pourraient creuser les divergences, entravant la transmission de la politique monétaire et amplifiant l'incidence hétérogène de la crise énergétique.

L'analyse exposée dans le présent RMA souligne la nécessité de suivre de près les évolutions et les risques liés aux tendances communes qui touchent à la fois les États membres qui connaissaient déjà des déséquilibres et ceux qui présentent de nouvelles vulnérabilités. Les répercussions de la guerre menée par la Russie en Ukraine, ainsi que les contraintes de l'offre et les tensions inflationnistes au niveau mondial, constituent des chocs communs qui peuvent comporter des risques pour la stabilité macroéconomique et le fonctionnement de l'économie de l'UE dans son ensemble et de la zone euro en particulier. Étant donné leur caractère commun, ces chocs doivent être examinés dans un cadre commun, afin de pouvoir replacer dans son contexte toute analyse différenciée par pays.

Dans le cadre de l'analyse devant sous-tendre les prochains bilans approfondis par pays, les services de la Commission procéderont à des évaluations thématiques approfondies sur trois questions d'importance capitale à l'heure actuelle. Ces évaluations porteront sur des problématiques communes à un certain nombre d'États membres. Elles identifieront les facteurs communs pertinents pour l'analyse par pays et se concentreront plus précisément sur les pays évalués dans le présent RMA comme étant les plus touchés par ces problématiques. Les évaluations seront également présentées au comité de politique économique au début de l'année 2023, et les États membres concernés seront invités à apporter une contribution propre à nourrir la discussion. Cela servira de base aux bilans approfondis par pays qui seront réalisés dans le cadre du paquet de printemps du Semestre européen. Les notes thématiques suivantes seront élaborées:

- une note thématique approfondie sur l'**évolution des marchés des logements** examinera les risques et les facteurs associés à l'évolution des prix des logements, aux marchés hypothécaires et à l'endettement des ménages. La note se concentrera sur la Tchéquie, l'Estonie, l'Allemagne, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Suède;

- une note thématique approfondie sur la **dynamique de la compétitivité** évaluera l'ampleur et l'incidence de la répercussion des coûts de l'énergie sur l'inflation, ainsi que l'évolution des salaires. Cette note se concentrera sur la Tchéquie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et la Slovaquie;

- une note thématique approfondie sur **la viabilité et le solde extérieurs** examinera la réduction des balances commerciales dans le cadre d'une approche horizontale. Cette note se concentrera sur Chypre, la Grèce, l'Allemagne, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie et la Slovaquie.

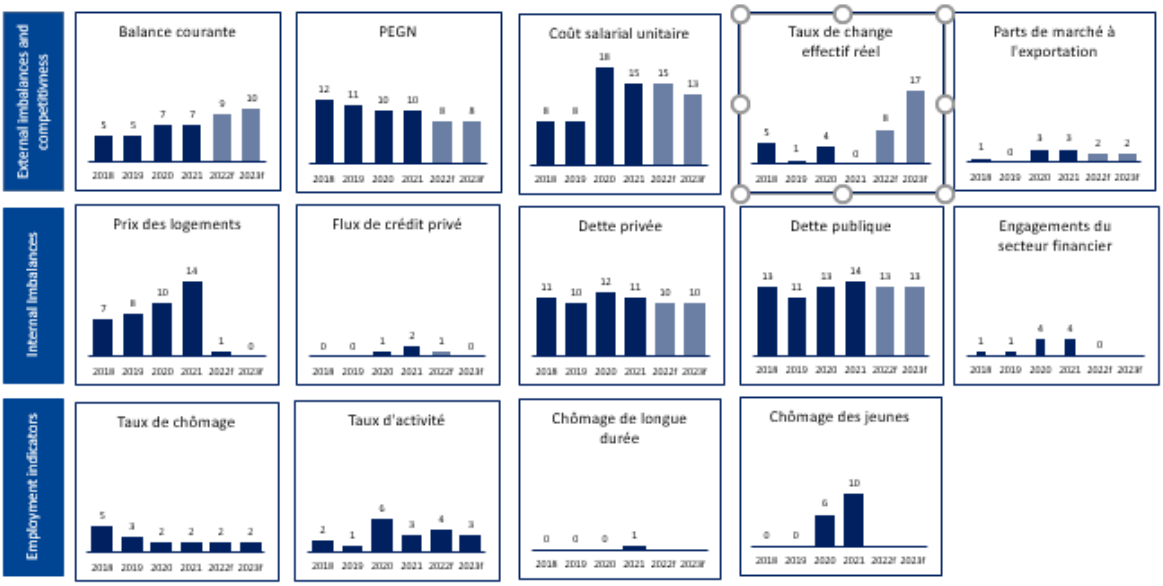
Les bilans approfondis, qui s'appuieront sur l'évaluation effectuée dans le cadre du RMA, traiteront également d'autres préoccupations et des problèmes propres à chaque pays, et notamment de l'incidence des développements actuels sur les déséquilibres constatés dans les

bilans approfondis réalisés en 2022 (**Chypre, France, Allemagne, Grèce, Italie, Pays-Bas, Portugal, Roumanie, Espagne** et **Suède**).

Le présent RMA conclut que des bilans approfondis s'imposent pour les États membres qui présentent des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs. Pour les États membres qui avaient été identifiés comme présentant des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs, les bilans approfondis de 2023 évalueront si ces déséquilibres s'aggravent, sont en voie de correction ou ont été corrigés, en vue de mettre à jour les évaluations existantes et d'évaluer si de nouvelles mesures restent nécessaires. Cela concernera **Chypre, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie, l'Espagne** et **la Suède.**

En outre, des bilans approfondis seront réalisés pour les États membres présentant des risques particuliers de nouveaux déséquilibres. Les bilans approfondis seront étayés par les notes d'évaluation thématique approfondie, qui serviront de base à l'analyse. Le RMA conclut que des bilans approfondis sont également justifiés pour **la Tchéquie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg et la Slovaquie**, qui n'avaient pas fait l'objet de bilans approfondis lors du cycle précédent, mais qui pourraient être exposés à des risques particuliers de déséquilibres macroéconomiques.

Graphique 1: **Nombre d'États membres enregistrant des résultats dépassant le seuil**

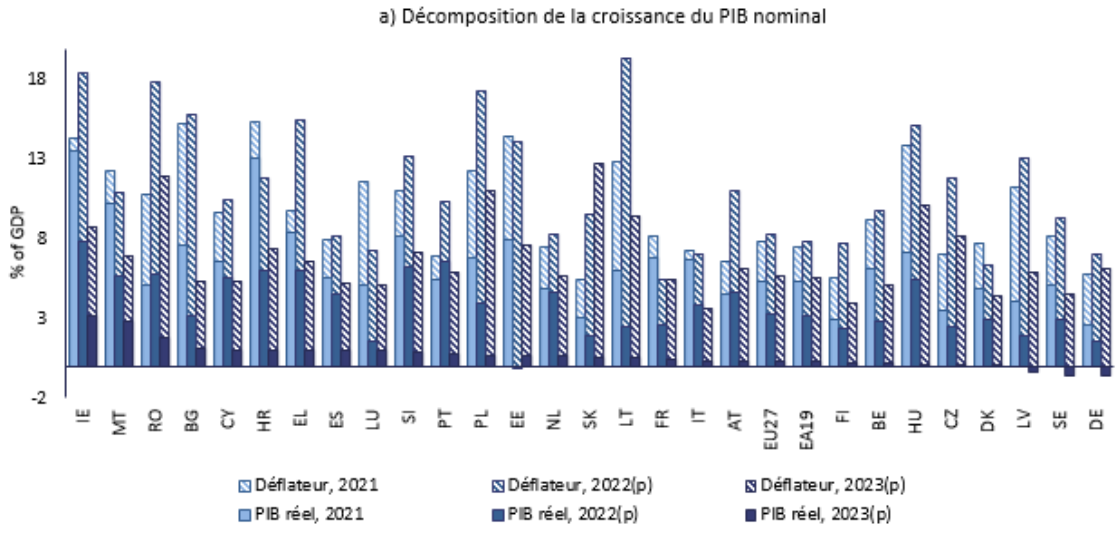


Le nombre d'États membres enregistrant des résultats dépassant les seuils pertinents durant une année donnée est basé sur l'édition du tableau de bord publiée avec le RMA annuel correspondant. D'éventuelles révisions ex post des données peuvent entraîner une différence entre le nombre de valeurs dépassant les seuils calculées à l'aide des chiffres les plus récents disponibles pour les variables du tableau de bord et le nombre indiqué dans le graphique ci-dessus; par exemple, l'augmentation du nombre d'États membres affichant des valeurs des comptes courants dépassant les seuils entre 2019 et 2020 observée dans le graphique ci-dessus est due essentiellement à des révisions de données. Les prévisions relatives aux passifs du secteur financier ne sont effectuées que pour 2022; aucune prévision n'est réalisée en ce qui concerne le chômage de longue durée et le chômage des jeunes.
Sources: Eurostat et calculs des services de la Commission (voir l'annexe 2).

1. CONTEXTE MACROECONOMIQUE

À la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'économie de l'UE se trouve à un tournant, passant d'une reprise consécutive à la pandémie de COVID-19 à un ralentissement de la croissance dans un contexte de tensions inflationnistes. Au début de l'année 2022, presque toutes les économies de l'UE avaient rattrapé le déclin de leur PIB accusé en 2020 du fait de la pandémie et enregistraient une forte croissance. Avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, les perspectives pour l'économie de l'UE ont radicalement changé. Selon les prévisions de l'automne 2022 de la Commission, la croissance réelle dans l'UE devrait reculer, pour passer de 5,4 % en 2021 à 3,3 % en 2022, puis à 0,3 % en 2023, la solide croissance de la production enregistrée au premier semestre de 2022 masquant la détérioration en cours pour cette année (graphique 1.1). ([4]) En septembre 2022, l'inflation avait atteint un nouveau record de 10,9 % en glissement annuel dans l'UE, contre moins de 2 % avant la pandémie. Rien que dans la zone euro, l'inflation a atteint un record historique de 10,7 % en octobre. Les pays de l'UE les plus dépendants du gaz comme source d'énergie devraient être les plus touchés par le choc récent (graphique 1.2 b). Dans ce contexte de grande incertitude, la confiance des consommateurs et des producteurs est en baisse. Les conditions de financement se sont visiblement durcies, les autorités monétaires ayant entrepris de resserrer leur politique pour contrer les fortes tensions inflationnistes, qui devraient rester relativement élevées en 2023.

Graphique 1.1: **Ralentissement du PIB**



Sources: Eurostat et AMECO. Pays classés selon les prévisions de croissance du PIB réel pour 2023.

La flambée des prix de l'énergie a été le principal moteur de l'inflation, mais un certain nombre d'autres facteurs ont accru les tensions globales sur les prix. La reprise mondiale

([4]) Commission européenne (2022), European Economic Forecast, Autumn 2022, Institutional Paper 187, novembre 2022. À partir de 2022, les chiffres annuels correspondent aux prévisions de la Commission européenne.

rapide qui a suivi la première vague de la pandémie a tiré à la hausse la demande et les prix de l'énergie et d'autres matières premières. Cela a constitué la première étape de la poussée inflationniste liée à l'énergie. ([5]) Dans l'UE, cette situation s'est accompagnée d'une pression de la demande, résultant du déblocage de la consommation refoulée et de l'importante épargne accumulée par les ménages durant la phase aiguë de la pandémie, qui s'est traduit par une croissance rapide de la demande intérieure lorsque les restrictions se sont assouplies. ([6]) Les mesures de relance budgétaire ont également continué à soutenir la demande dans l'UE au-delà de la phase aiguë du début de la pandémie. Cette pression de la demande s'est accompagnée de réels goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui ont exercé une pression haussière sur les prix des produits manufacturés. Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, la rupture de l'approvisionnement de l'Europe en gaz russe a fait flamber les prix de l'énergie, faisant de ceux-ci les principaux moteurs de la hausse de l'IPCH (graphique 1.2 a).

L'évolution des revenus des ménages durant la pandémie a ouvert la voie à un fort rebond une fois les restrictions levées, et la situation sur le marché du travail a commencé à se tendre dans certains pays et secteurs. Une série de mesures, notamment de soutien à l'emploi, ont protégé les revenus des ménages en 2020 et 2021. En conséquence, le revenu disponible réel des ménages a progressé dans la plupart des pays de l'UE entre 2019 et 2021, quoiqu'avec des variations importantes. Parallèlement, dans de nombreux pays, les ménages ont accumulé des économies nettes durant la pandémie, les restrictions des possibilités de consommer ayant joué un rôle à cet égard. Grâce aux plus fortes augmentations du revenu disponible enregistrées en 2021, les ménages ont pu résister à des hausses de prix plus généralisées sans réduction de la demande, ce qui a aussi permis à certaines sociétés non financières de préserver ou même de doper leurs bénéfices au cours de cette période. ([7]) Cet effet devrait s'estomper dès lors que le revenu disponible brut réel devrait diminuer dans la plupart des pays de l'UE en 2022 (voir section 2.4). Si le chômage a été stabilisé par les mesures adoptées, la sous-utilisation globale de la main-d'œuvre a augmenté en 2020. Depuis lors, elle a diminué avec la reprise de la demande et la forte augmentation du nombre de postes vacants en 2021. ([8]) La diminution tendancielle à plus long terme de la population en âge de travailler en raison du vieillissement démographique et de l'évolution des tendances migratoires peut également avoir contribué à l'accroissement des tensions sur le marché du travail de différents pays de l'UE. Au second semestre de 2022, la sous-utilisation de la main-d'œuvre a été faible dans un certain nombre de pays de l'UE faisant état d'une inflation sous-jacente élevée (graphique 1.2 d).

En dépit des importantes mesures prises pour les contenir, les prix de l'énergie sont à l'origine de tensions et d'une incertitude économiques majeures. La hausse des prix de l'énergie représente un choc sur les termes de l'échange qui fait peser des coûts sur l'économie de l'UE. Dans toute l'UE, les gouvernements ont cherché à limiter, en la redistribuant, la charge que représente la hausse des prix de l'énergie pour les entreprises et les ménages, mais ils ne peuvent pas en éliminer l'impact économique global. Les mesures varient fortement d'un pays à l'autre,

([5]) Voir C. Buelens et V. Zdarek (2022), «Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic», Rapport trimestriel sur la zone euro (QREA), direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN), Commission européenne, vol. 21(1), pages 7 à 20, pour une analyse de l'inflation dans la zone euro avant l'agression militaire de l'Ukraine par la Russie.

([6]) Voir également R. Reis (2022), «The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?», CEPR discussion paper SP17514, pour une discussion du rôle joué par la reprise rapide dans la hausse de l'inflation.

([7]) Voir également Banque nationale tchèque (2022), Monetary Policy Report Summer 2022, encadré 1.

([8]) Selon Eurostat, la sous-utilisation de la main-d'œuvre correspond à la somme de toutes les demandes d'emploi non satisfaites et comprend quatre groupes: (1) les chômeurs tels que définis par l'Organisation internationale du travail (OIT), (2) les travailleurs à temps partiel sous-employés (c'est-à-dire les travailleurs à temps partiel qui souhaitent travailler davantage), (3) les personnes qui sont disponibles pour travailler mais ne recherchent pas d'emploi, et (4) les personnes à la recherche d'un emploi mais qui ne sont pas disponibles pour travailler.

allant d'un gel des prix et de baisses d'impôts à des dispositifs d'aide au revenu, et un soutien supplémentaire est envisagé. Ces mesures ne peuvent pas compenser pleinement l'incidence de la hausse des prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises, qui sont confrontés à une forte hausse de leurs coûts, bien qu'avec d'importantes variations en fonction de leur consommation d'énergie et de leur exposition à des prix de détail plus élevés. L'inflation des prix de l'électricité elle-même varie d'un pays à l'autre de l'UE, non seulement en fonction des politiques gouvernementales, mais aussi en conséquence du bouquet énergétique et des dispositions contractuelles de chaque pays, ainsi que de la répercussion des prix de gros sur les prix de détail. Cette inflation représente une modification majeure des coûts et des prix relatifs qui, selon sa durée et son intensité, pourrait entraîner des glissements structurels importants et durables entre les secteurs et entre les pays.

Les fortes tensions inflationnistes se sont étendues au-delà de l'énergie, ce qui entraîne un risque d'enracinement des écarts d'inflation. L'inflation sous-jacente a considérablement augmenté dans tous les pays de l'UE et de la zone euro en 2022, sa propagation étant en partie une conséquence indirecte de la hausse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente enregistrée en 2022 varie fortement d'un pays à l'autre, de 2,8 % à 11,5 % entre les pays de l'UE et de 2,8 % à 9,8 % au sein de la zone euro. L'hétérogénéité de la réponse politique au choc des prix de l'énergie se reflète dans les diverses mesures de l'inflation, y compris au niveau des déflateurs commerciaux et du déflateur du PIB. Si les répercussions du renchérissement de l'énergie jouent un rôle, d'autres facteurs tels que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le reste de demande contenue devraient avoir un effet important. Les effets de second tour découlant d'une augmentation des coûts salariaux ne sont pas encore visibles, mais pourraient être en train de se développer dans certains pays de l'UE. Les prix des logements, dont la hausse est alimentée par des contraintes de longue date du côté de l'offre, ont atteint des niveaux très élevés, et leur hausse continue, malgré l'augmentation des coûts de financement, pourrait aussi alimenter l'inflation au fil du temps.

Les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement sont peut-être en train de s'atténuer, mais continuent de contraindre l'offre dans un certain nombre de secteurs. Les tensions résultant des perturbations des chaînes d'approvisionnement persistent en 2022, même si elles sont peut-être en train de s'atténuer dans certains secteurs. ([9]) Les données de janvier/février 2022 issues des indices des directeurs d'achat (IDA) concernant les délais de livraison des fournisseurs et l'analyse dynamique des facteurs incluant d'autres indicateurs (arriérés de travail, ratio commandes/stocks, prix des consommations intermédiaires et coûts d'expédition) suggèrent que les tensions qui s'exercent sur les chaînes d'approvisionnement, bien qu'elles restent historiquement élevées, ont atteint leur point culminant et commencent désormais à s'atténuer dans l'UE. L'IDA d'octobre 2022 signale encore une diminution des délais de livraison et une baisse de la demande, qui desserre les goulets d'étranglement au niveau de l'offre. ([10]) Cependant, de possibles perturbations liées à la guerre en Ukraine pourraient entraîner un retour en arrière. La hausse des prix de l'énergie, conjuguée aux tensions géopolitiques plus larges, provoque des perturbations majeures dans des secteurs clés, tels que les industries à forte intensité énergétique, et limite leur accès aux matières premières critiques. Selon la participation aux chaînes d'approvisionnement, ces développements peuvent également conduire à une évolution différente de l'inflation sous-jacente dans les différents pays de l'UE.

Malgré l'augmentation des coûts salariaux unitaires dans un certain nombre de pays, les salaires nominaux ne suivent globalement pas l'inflation, ce qui entraîne une réduction

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html

du pouvoir d'achat. En 2022, la rémunération par salarié devrait augmenter de 4,2 % dans la zone euro ([11]), et la productivité de la main-d'œuvre de 1,2 %, d'où une hausse des coûts salariaux unitaires de 3 %. L'évolution des coûts salariaux unitaires est toutefois variable d'un pays à l'autre (graphique 1.2 e). Les salaires nominaux ne devraient pas suivre l'inflation. Si cela contribue à protéger les entreprises d'une nouvelle augmentation de leurs coûts de production et à préserver l'emploi, il en résulte une perte de pouvoir d'achat pour les ménages. La perte de pouvoir d'achat a une incidence sur la demande et augmente le risque de difficultés budgétaires pour les ménages vulnérables.

La politique monétaire commence à se normaliser, entraînant une hausse des coûts de financement et des corrections du prix des actifs. En juillet, la BCE a poursuivi sa réduction des volumes d'achat d'actifs et franchi une nouvelle étape sur la voie de la normalisation de sa politique en relevant ses trois taux directeurs de 50 points de base, ce qui signale une poursuite de la normalisation, et en approuvant l'instrument de protection de la transmission (IPT). Les taux directeurs ont de nouveau été relevés en septembre et octobre. Les banques ont partiellement répercuté l'augmentation de leurs coûts de financement sur leurs taux débiteurs, en particulier pour les ménages, tandis que, dans certains cas, les prix des actifs se sont ajustés à la baisse. Dans la zone euro, les conditions du crédit se sont durcies pour toutes les catégories de prêts au deuxième trimestre de 2022 et se sont encore durcies au troisième trimestre, en raison de préoccupations quant aux risques auxquels sont exposés les emprunteurs dans un environnement macroéconomique incertain. Les rendements des obligations souveraines des pays de la zone euro ont été volatils et ont sensiblement augmenté en 2022, même si le risque d'écarts importants au niveau des taux d'intérêt nominaux entre les pays de la zone euro devrait être atténué par l'introduction de l'IPT. Les conditions monétaires se sont également durcies dans les États membres hors zone euro, les banques centrales de ces pays ayant resserré leur politique dans le contexte d'inflation élevée, ce qui entraîne une augmentation des coûts de financement pour les gouvernements et le secteur privé.

Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est affaibli, et les fluctuations des monnaies de l'UE hors zone euro ont été contrastées. Si l'euro a connu une forte volatilité par rapport au dollar en 2022, la pression s'est exercée dans le sens d'une dépréciation de la monnaie unique, la banque centrale américaine ayant resserré sa politique monétaire plus rapidement que la BCE. L'euro est également exposé à des risques géopolitiques et économiques liés à la guerre en Ukraine qui sont spécifiques à l'UE, tandis que le dollar bénéficie de flux de refuge, comme c'est généralement le cas en période d'incertitude. Compte tenu des expositions différentes des États membres de la zone euro aux flux commerciaux et financiers extra-UE, les mouvements de l'euro représentent en soi des chocs asymétriques susceptibles d'entraîner des variations différentes des taux de change effectifs nominaux (TCEN), un fait qui a été documenté dans la littérature. ([12]) Parmi les monnaies de l'UE hors zone euro, la couronne tchèque a connu une appréciation significative dans un contexte de durcissement marqué de la politique monétaire, associé à une intervention sur les taux de change (graphique 1.2 c). Le złoty polonais et, en particulier, le forint hongrois ont continué de se déprécier malgré le resserrement de la politique monétaire nationale. En mars 2022, les monnaies des deux pays se sont fortement dépréciées dans un contexte d'incertitude accrue à la suite de l'agression de l'Ukraine par la Russie et du durcissement des conditions financières au niveau mondial. La Croatie a pris des mesures pour continuer à stabiliser sa monnaie par rapport à l'euro, tandis que le Danemark a maintenu la parité de longue date de sa monnaie avec l'euro et que la Bulgarie dispose d'une caisse d'émission ancrée dans l'euro. Après

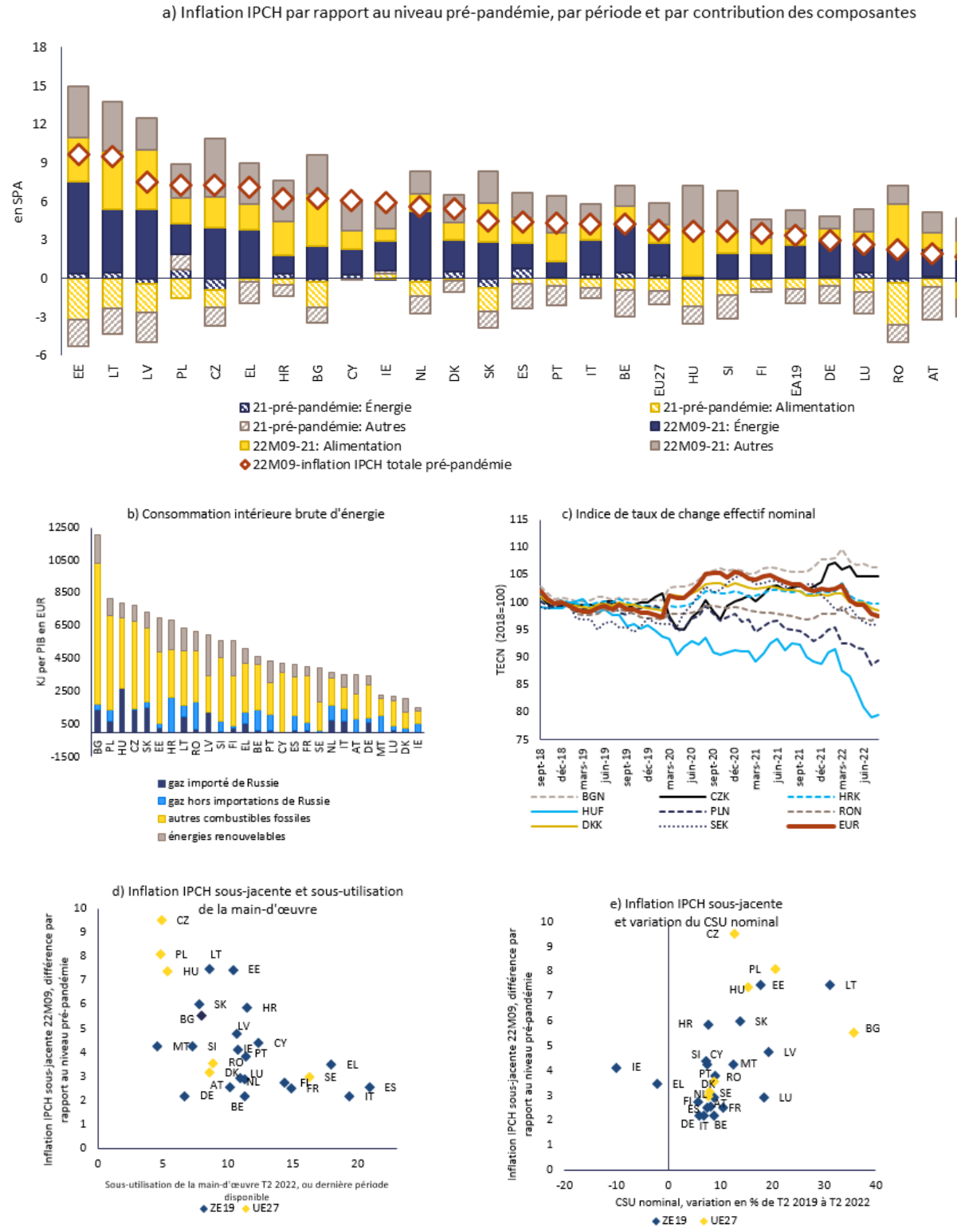
([11]) Les travailleurs reprenant le travail à l'issue de programmes de maintien de l'emploi, qui recevaient des transferts directs au lieu d'un salaire, font augmenter les coûts salariaux unitaires estimés en raison du transfert de leur rémunération.

([12]) Voir P. Honohan et P. R. Lane (2003), «Divergent inflation rates in EMU», Economic Policy, 18(37), pp. 357 à 394; et, I. Angeloni et M. Ehrmann (2007), «Euro area inflation differentials», The BE Journal of Macroeconomic, 7(1).

plus de deux ans de participation de la kuna au MCE II sans frictions, la Croatie devrait rejoindre la zone euro en janvier 2023. ([13]) La couronne suédoise s'est dépréciée au cours de l'année dernière, malgré le resserrement de la politique monétaire en cours.

([13]) Le taux de conversion fixé par le Conseil est de 7,53450 HKR/EUR. Règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion de l'euro pour la Croatie, juillet 2022.

Graphique 1.2: **Contexte macroéconomique**



(1) L'inflation pré-pandémie correspond au taux de variation annuel moyen de l'IPCH observé sur la période 2017-2019. L'inflation sous-jacente sur les neuf premiers mois (M09) de 2022 correspond à la moyenne de l'IPCH hors énergie, alimentation, alcool et tabac sur cette période, par rapport à la moyenne de la même période en 2021.
Source: Eurostat et AMECO.

Encadré 1.1: Évolution de l'emploi et de la situation sociale

Avant l'agression militaire de l'Ukraine par la Russie, l'UE connaissait une solide reprise de son marché du travail. La forte reprise économique qui a suivi la récession liée à la COVID-19 s'est accompagnée d'une forte création d'emplois et d'un recul du chômage (graphique 1.3 a). Le taux de chômage dans l'UE (15-74 ans) est tombé à 6,4 % en décembre 2021 et a continué de baisser en 2022 pour s'établir à 6 % en août et septembre, soit les taux les plus bas en plus de deux décennies. La situation globale sur le marché du travail a continué de s'améliorer en 2022, sous l'effet de l'ouverture totale des économies, de l'amélioration de la situation épidémiologique, de la libération de la demande qui avait été contenue et de la bonne saison touristique qui a suivi l'assouplissement des conditions de mobilité. Toutefois, l'emploi manufacturier a continué de stagner. Sous l'effet d'une augmentation rapide de la demande, les pénuries de main-d'œuvre ont atteint de nouveaux pics et, même si différents secteurs sont touchés, les pénuries ont augmenté davantage dans les services que dans l'industrie manufacturière. La croissance de l'emploi a avoisiné 1½%, et le taux d'emploi dans l'UE (20-64 ans) a atteint 74,1 % au quatrième trimestre de 2021, même s'il est resté de 2 points de pourcentage (pp) en dessous de ses niveaux d'avant la pandémie dans le secteur manufacturier. En revanche, la création d'emplois a été assez robuste dans les services à moindre intensité de contacts (tels que la santé, l'administration publique et les TIC) et dans la construction (graphique 1.3 b).

Le marché du travail devrait ralentir avec la détérioration des perspectives économiques. En 2022, le marché du travail est resté résilient en raison de la persistance de l'effet positif de la reprise qui a suivi la réouverture de l'économie après les confinements. Toutefois, la hausse des prix de l'énergie représente aussi un risque majeur pour le marché du travail. S'il est fortement ressenti par les secteurs les plus dépendants de l'énergie, le coût plus élevé de l'énergie a des répercussions sur presque tous les secteurs. L'incidence sur l'emploi d'un choc sur les prix du gaz pourrait varier d'un pays à l'autre en fonction de leur compétitivité. Selon des estimations économétriques, une hausse de 10 % des prix du gaz naturel pourrait entraîner une réduction de la production de 0,6 % au bout de deux ans, tandis que l'emploi reculerait de 0,3 % et les salaires réels de 0,2 %. ([14]) L'incidence sur l'emploi pourrait être atténuée par une réduction du nombre d'heures travaillées par salarié. Les services pourraient davantage contribuer à l'augmentation du chômage que l'industrie manufacturière, dès lors que la rétention de main-d'œuvre est plus fréquente dans l'industrie manufacturière, tandis que l'emploi est plus réactif tout au long du cycle économique dans les services, qui emploient une proportion relativement plus élevée de travailleurs temporaires. ([15])

- Par rapport au chiffre annuel pour 2021, au deuxième trimestre de 2022, le taux de chômage a diminué dans tous les pays, notamment en Grèce (-2,5 pp), en Espagne (-2,3 pp), en Irlande (-1,9 pp), en Autriche (-1,8 pp) et en Lituanie (-1,6 pp). L'écart entre le taux de chômage le plus élevé, en Espagne (12,5 %), et le plus faible, en Tchéquie (2,4 %), est tombé à 10,1 points de pourcentage, soit l'écart le plus faible depuis octobre 2008.

- En 2021, dans presque tous les États membres, les taux d'emploi (20-64 ans) ont rapidement rebondi et dépassé leurs niveaux d'avant la pandémie. Entre 2020 et 2021, les plus fortes augmentations ont été observées en Grèce (4,3 pp), en Irlande (2,8 pp), en Pologne (2,7), en Espagne (2 pp) et au Luxembourg (2 pp). Le taux d'emploi n'a reculé qu'en Lettonie (-1.6 pp). Au premier semestre de 2022, le taux d'emploi a continué d'augmenter dans tous les pays,

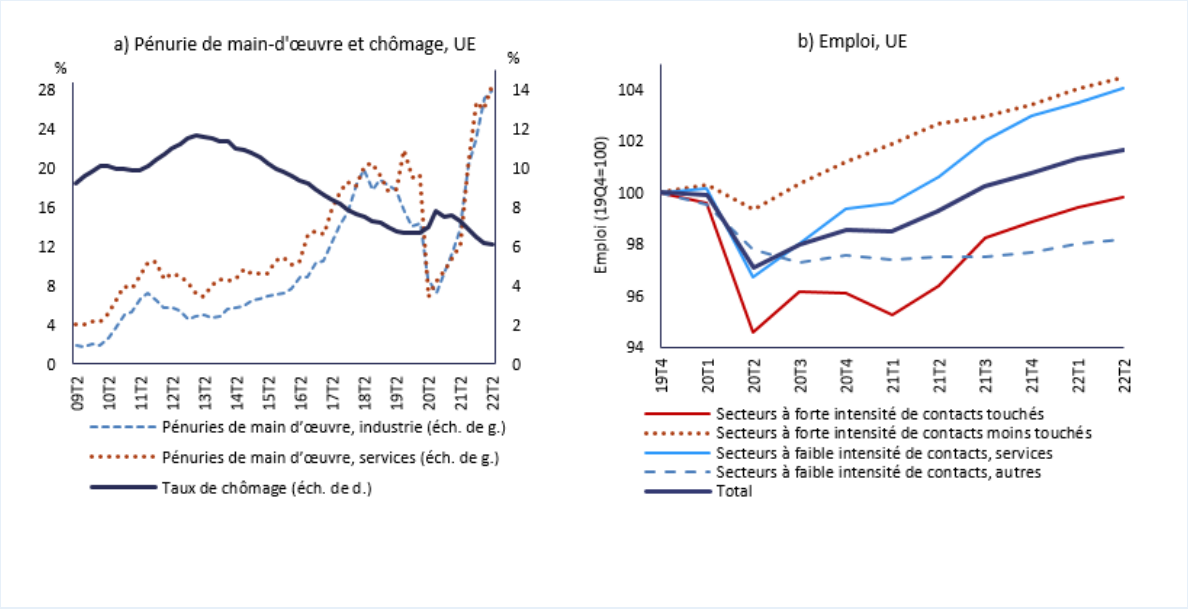
([14]) Pour un examen plus approfondi, voir le rapport 2022 «Labour Market and Wage Developments in Europe» (évolution du marché du travail et des rémunérations en Europe) de la Commission européenne (à paraître).

([15]) Durant la récession liée à la COVID-19, la baisse du nombre total d'heures travaillées par les travailleurs temporaires s'est opérée principalement par des pertes d'emplois, tandis que, pour les travailleurs à durée indéterminée, elle a résulté d'une réduction du nombre d'heures par travailleur.

notamment en Irlande (+ 3,6 pp en moyenne au premier semestre de 2022 par rapport au chiffre annuel pour 2021) et en Grèce (+ 3.8 pp en moyenne au premier semestre de 2022 par rapport au chiffre annuel pour 2021).

- Au deuxième trimestre de 2022, l'emploi manufacturier est resté largement inférieur à ses niveaux d'avant la pandémie dans quelques États membres, dont la Bulgarie, la Roumanie, l'Espagne, la Pologne, la Slovaquie et l'Allemagne.

Graphique 1.3: **Emploi, chômage et pénuries de main-d'œuvre**



Remarques: (1) Secteurs à forte intensité de contacts touchés: commerce de gros et de détail; transports, hébergement, arts, activités des ménages. Secteurs à forte intensité de contacts moins touchés: construction, administration publique, santé, éducation. Services à faible intensité de contacts: information et communication, activités financières, professionnelles et immobilières. Autres secteurs à faible intensité de contacts: industrie manufacturière, exploitation minière, eau et agriculture.
Source: services de la Commission européenne

2. DESEQUILIBRES, RISQUES ET AJUSTEMENT: PRINCIPALES EVOLUTIONS

2.1. SECTEUR EXTERIEUR

En 2021, les comptes courants de la plupart des États membres ont connu des changements faibles ou modérés, n'annulant souvent qu'en partie les changements intervenus un an auparavant. En particulier, le redressement de la balance des voyages a contribué à une amélioration partielle des comptes courants de certains pays grands débiteurs nets. Malgré cette amélioration, en 2021, les comptes courants de certains de ces pays de l'UE sont restés largement déficitaires, avec une position extérieure globale nette (PEGN) toujours très négative. Dans le même temps, certains excédents courants importants ont augmenté pour se rapprocher de leur niveau de 2019, après un léger recul en 2020. Globalement, les excédents courants élevés de certains pays ont continué de dépasser largement ce qui peut s'expliquer par les fondamentaux. ([16]) Certains autres pays ont enregistré de faibles réductions et, dans quelques cas, les soldes sont nettement inférieurs à ceux enregistrés en 2019 (graphique 2.1.1 a).

Les balances courantes se dégradent fortement en 2022, principalement sous l'effet des prix élevés de l'énergie (graphique 2.1.1 a). Les deux principaux moteurs de l'évolution des comptes courants en 2021 et depuis le début de 2022 ont été la détérioration de la balance commerciale de l'énergie ([17]) et, dans le sens inverse, la reprise des voyages internationaux. La reprise dans le secteur du tourisme profite principalement aux pays débiteurs nets, mais reste partielle; la plupart des pays qui dépendent fortement des exportations touristiques affichent toujours une balance des voyages inférieure à son niveau d'avant la pandémie, même si l'on ne dispose pas encore des données relatives à la principale saison touristique pour le troisième trimestre de 2022. En outre, l'amélioration des balances des voyages est souvent surpassée par l'incidence des prix élevés de l'énergie, qui touche presque tous les pays (graphiques 2.1.3 d et e). Pour un certain nombre de pays, on observe aussi une détérioration notable de la balance commerciale hors énergie en 2022. Dans certains cas, cela s'explique par la résilience de la demande intérieure. L'effet global est une forte détérioration des comptes courants en 2022, avec un certain nombre de pays qui entrent en déficit alors qu'ils affichaient des excédents les années précédentes. Les prévisions pour 2023 annoncent de légers redressements des comptes courants, quoique souvent nettement moins importants que les détériorations enregistrées en 2022, dans de nombreux pays de l'UE, mais pas tous.

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

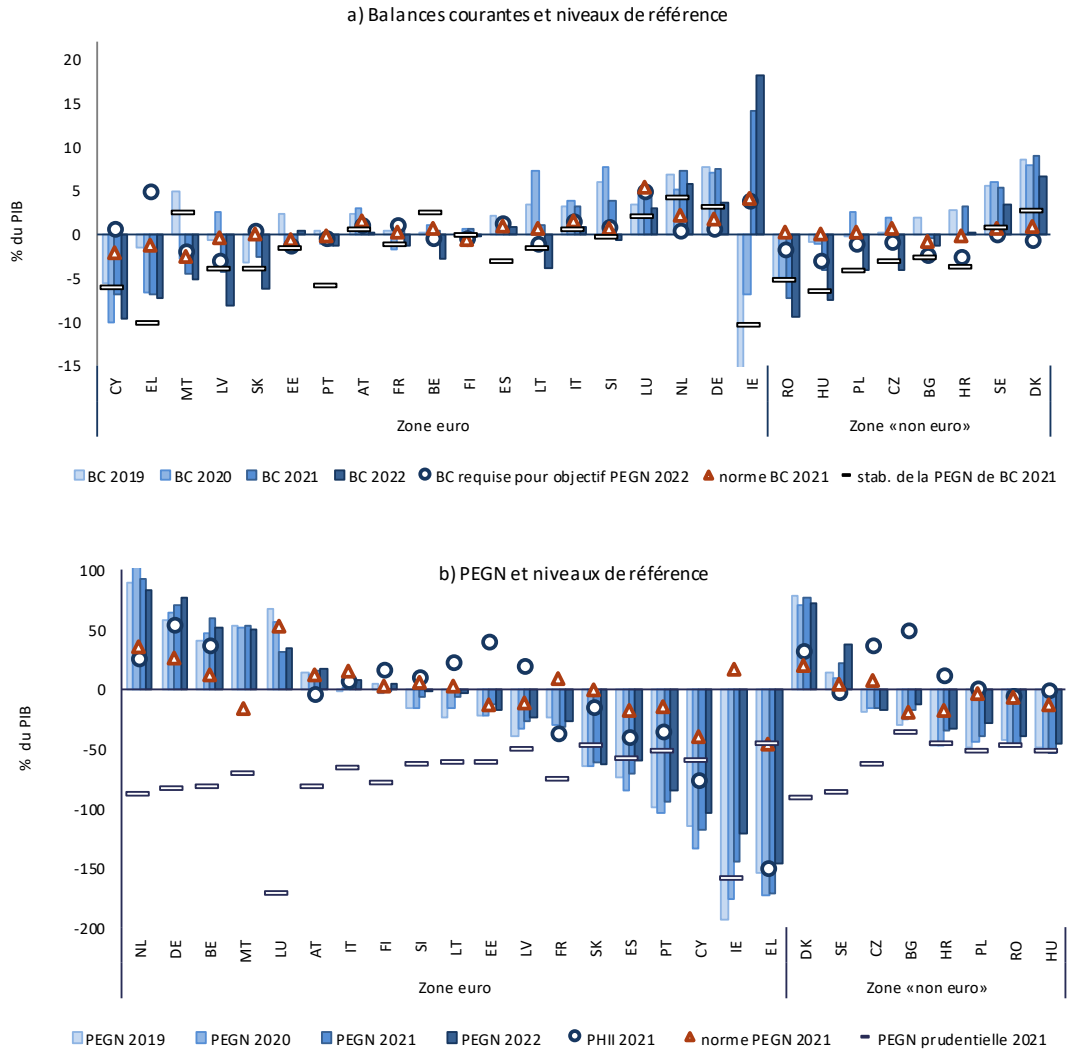
([17]) La balance de l'énergie correspond à la balance commerciale des biens relevant du poste 3 «combustibles minéraux, lubrifiants et matières connexes» de la Classification type pour le commerce international (CTCI).

La forte croissance du PIB nominal en 2021 a contribué à rétrécir les positions extérieures globales nettes, tant négatives que positives. En 2021, le fort effet de dénominateur lié à la reprise soutenue de la croissance économique a réduit, mais n'a pas toujours totalement annulé, la dispersion des PEGN qui s'était produite en 2020 (graphiques 2.1.1 b et 2.1.3 a). Cette tendance s'est poursuivie en 2022, puisque les ratios de la PEGN au PIB des pays grands débiteurs nets ont souvent enregistré d'importantes nouvelles améliorations, même si la plupart d'entre eux restent inférieurs aux niveaux prudentiels de la PEGN. ([18]) Pour la plupart de ces pays débiteurs nets, les résultats récents de la balance courante sont inférieurs aux niveaux propices à la correction rapide de leurs stocks négatifs, tels que déterminés par la balance courante nécessaire pour atteindre un objectif spécifique de PEGN, même si ce n'est que légèrement dans le cas de l'Espagne et du Portugal (graphiques 2.1.1 a et b). Inversement, les PEGN de plusieurs pays créditeurs nets sont restées nettement supérieures à ce que suggèrent les fondamentaux économiques.

D'un point de vue sectoriel, la capacité nette de financement des ménages est en recul en 2022, en raison de la réduction du pouvoir d'achat. En 2021, la capacité nette/le besoin net de financement dans la plupart des États membres se sont caractérisés par un besoin net de financement des administrations publiques et une capacité nette positive du secteur privé, tant des ménages que des entreprises (graphique 2.1.3 b). Un léger renversement du soutien budgétaire exceptionnel apporté en 2020 pour atténuer la crise causée par la pandémie a été opéré, qui a globalement compensé un léger recul de la capacité nette de financement du secteur privé. En 2022, le soutien budgétaire devrait rester en place, même si la plupart des États membres devraient continuer à enregistrer de nouvelles améliorations de la position nette des administrations publiques (graphique 2.1.3 c). Dans le même temps, le recul de la capacité nette de financement des ménages devrait dominer, ce qui contribuera, dans la plupart des cas, à une diminution de la capacité nette de financement globale.

([18]) La référence de stabilisation de la PEGN au niveau de la balance courante est définie comme la balance courante nécessaire pour stabiliser la PEGN au niveau actuel sur les 10 prochaines années. La balance courante nécessaire pour atteindre un objectif spécifique de PEGN est la balance courante nécessaire pour atteindre le seuil prudentiel de la PEGN sur les 10 prochaines années ou pour réduire de moitié l'écart par rapport à la PEGN correspondant aux fondamentaux, la valeur la plus élevée étant retenue. Les seuils prudentiels de PEGN sont calculés de manière à maximiser la capacité de ce signal à prédire une crise de la balance des paiements, en tenant compte des informations propres au pays synthétisées en fonction du revenu par habitant. Les PEGN correspondant aux fondamentaux (normes relatives à la PEGN) résultent du cumul dans le temps des valeurs des normes de balance courante. Sur la méthode de calcul des seuils prudentiels de PEGN et des seuils de PEGN correspondant aux fondamentaux, voir A. Turrini et S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

Graphique 2.1.1: **Balances courantes et positions extérieures globales nettes (PEGN)**



Les pays sont classés par ordre croissant de la balance courante en 2021 et par ordre décroissant des ratios de la PEGN au PIB en 2021. BC signifie balance courante. La PHII est la PEGN hors instruments infaillibles. Normes de balance courante: voir note de bas de page 16. Pour les concepts de norme de PEGN, de seuil prudentiel de PEGN, de référence pour la stabilisation de la PEGN et de BC requise pour atteindre l'objectif spécifique de PEGN: voir note de bas de page 18.
Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.

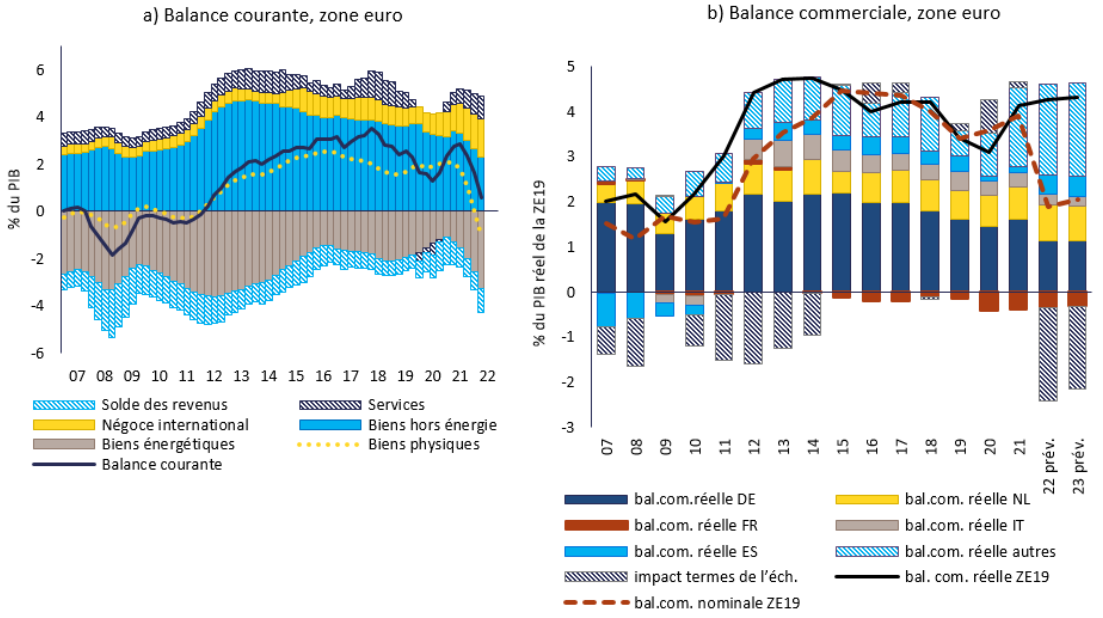
Le resserrement monétaire au niveau mondial, dans un contexte d'inflation et de risques géopolitiques élevés, pourrait dégrader les conditions de financement extérieur de certains États membres hors zone euro. Comme exposé à la section 1, la pandémie et, plus récemment, l'incertitude accrue engendrée par l'agression de l'Ukraine par la Russie ont entraîné des variations de certains taux de change hors zone euro, et notamment une dépréciation du złoty polonais et du forint hongrois. Si des risques de (re)financement extérieur venaient à émerger, les pays disposant d'importantes de réserves de change, ainsi que les pays enregistrant d'importants excédents dans les flux extérieurs, seraient moins exposés. Les besoins de financement extérieur, notamment ceux du secteur des administrations publiques, jouent un rôle dans ce contexte (voir la section 2.5 relative au secteur des administrations publiques).

L'excédent courant de la zone euro est en fort recul en 2022. Les coûts de l'énergie sont le principal facteur de la forte dégradation de la balance courante de la zone euro enregistrée jusqu'à présent cette année (graphique 2.1.2 a). Depuis 2021, les problèmes d'approvisionnement au niveau mondial ont entraîné une forte hausse des prix des biens à l'importation au-delà des matières premières. Cela se reflète dans la balance commerciale de la zone euro vis-à-vis de la Chine, qui a diminué de plus d'un point de pourcentage du PIB par rapport à 2019. Le niveau élevé des importations de stocks et du prix des importations en provenance de Chine explique en partie la forte baisse de l'excédent commercial de l'Allemagne, en particulier. En outre, la demande mondiale d'exportations européennes décélère, le ralentissement en Chine et le resserrement monétaire aux États-Unis ayant des répercussions sur la demande non seulement de ces deux partenaires commerciaux, mais aussi de la plupart des marchés émergents. Comme exposé à la section 1, l'euro s'est fortement déprécié, en particulier vis-à-vis du dollar des États-Unis. Cela pèse sur la balance commerciale de la zone euro, dès lors que la part des importations libellées en dollars, en particulier de biens énergétiques, dépasse largement la part des exportations libellées en dollars. Toutefois, les revenus tirés d'actifs étrangers libellés en dollars ainsi que du négoce international, notamment de matières premières, ont quelque peu atténué l'incidence globale du choc des termes de l'échange sur la balance extérieure.

La détérioration de la balance commerciale de la zone euro en 2022 s'explique par le choc des termes de l'échange, alors que la demande réelle demeure forte. Le choc des termes de l'échange à l'œuvre en 2022 en raison de la forte hausse des prix de l'énergie à l'importation et de l'affaiblissement de l'euro a entraîné la détérioration de la balance commerciale nominale de la zone euro et, par extension, de la balance courante (graphique 2.1.2 b). Mesurée en termes réels, c'est-à-dire à prix constants, la balance commerciale devrait se renforcer quelque peu en 2022, puisque la croissance de la demande agrégée réelle devrait être légèrement inférieure à celle du PIB. La croissance de la demande réelle, qui devrait dépasser la croissance de la production en 2022 dans les pays grands créditeurs nets, a réduit leur contribution à l'excédent de la balance courante de la zone euro (graphique 2.1.2 b). Cette tendance devrait perdurer en 2023. Plusieurs pays débiteurs nets ont amélioré leur balance commerciale réelle du fait que la demande n'a pas suivi la reprise de la croissance du PIB. C'est le total des plus petits pays qui stabilise la balance commerciale réelle en 2022 et contrebalance le recul de la balance réelle de l'Allemagne, principal contributeur de la zone euro.

Les prévisions pour 2023 annoncent une stabilité globale de la balance commerciale de la zone euro, y compris dans sa composition, mais sont entourées d'une grande incertitude. En 2023, les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement et les prix à l'importation devraient s'alléger quelque peu, mais continuer à peser sur la balance commerciale de la zone euro. Le ralentissement de la demande mondiale freinera les perspectives d'exportation, mais pourrait alléger le prix des matières premières. En conséquence, l'impact des termes de l'échange devrait se réduire quelque peu, ce qui se traduirait par une amélioration marginale de la balance commerciale globale de la zone euro. Par contre, la croissance de la demande intérieure restera un vecteur clé de la dynamique de la balance extérieure de la zone euro en 2023. En ce qui concerne sa composition, le réajustement voyant diminuer la contribution des pays grands créditeurs nets devrait persister.

Graphique 2.1.2: **Balance courante et balance commerciale de la zone euro**



Les «biens physiques» correspondent à la balance commerciale pour le total de la CTCI; les «biens énergétiques» correspondent à la balance commerciale pour la catégorie 3 de la CTCI, tandis que les «biens hors énergie» correspondent à la différence entre les deux. Le «négoce international» est la différence entre le solde des échanges de biens de la balance des paiements et celui des «biens physiques».
Source: services de la Commission européenne

Pays affichant en 2021 une balance courante (moyenne sur 3 ans) en % du PIB supérieure à 6 % ou inférieure à -4 %, en bleu																								
BE	BG	CZ	**DK**	**DE**	EE	**IE**	**EL**	ES	FR	HR	IT	**CY**	LV	LT	LU	HU	MT	**NL**	AT	PL	PT	**RO**	SI	SK	FI	SE

Pays affichant en 2021 une PEGN (en % du PIB) inférieure à -35 %, en bleu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	**IE**	**EL**	**ES**	FR	**HR**	IT	**CY**	LV	LT	LU	**HU**	MT	NL	AT	**PL**	**PT**	**RO**	SI	**SK**	FI	SE

Au niveau national, les évolutions suivantes méritent d'être soulignées:

- En 2021, les balances courantes, en moyenne sur 3 ans, de quatre États membres se situaient en dessous du seuil inférieur du tableau de bord, fixé -4 % du PIB: celles de Chypre, de la Grèce, de l'Irlande et de la Roumanie. Dans le même temps, trois États membres affichaient des moyennes dépassant le seuil supérieur de 6 % du PIB: le Danemark, l'Allemagne et les Pays-Bas. En ce qui concerne les PEGN, elles étaient inférieures au seuil du tableau de bord, de -35 % du PIB, pour dix États membres: la Croatie, Chypre, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, la Pologne, le Portugal, la Roumanie, la Slovaquie et l'Espagne.

- Les comptes courants de certains pays grands débiteurs nets, tels que Chypre et en particulier la Grèce, sont restés fortement déficitaires, même si Chypre a enregistré des améliorations modérées. Tandis le léger excédent de l'Espagne a légèrement augmenté, le déficit modéré du Portugal est resté globalement inchangé en 2021. Dans ces pays, hormis l'Espagne, les comptes courants restent inférieurs aux niveaux suggérés par les fondamentaux économiques, quoique selon des marges différentes. Pour les deux premiers trimestres de 2022, une nouvelle reprise solide des voyages internationaux, conjuguée à la hausse des prix dans ce secteur, contribue fortement à l'excédent de leur balance des voyages, en particulier dans le cas du Portugal et, dans une moindre mesure, également de Chypre, de la Grèce et de l'Espagne, la principale

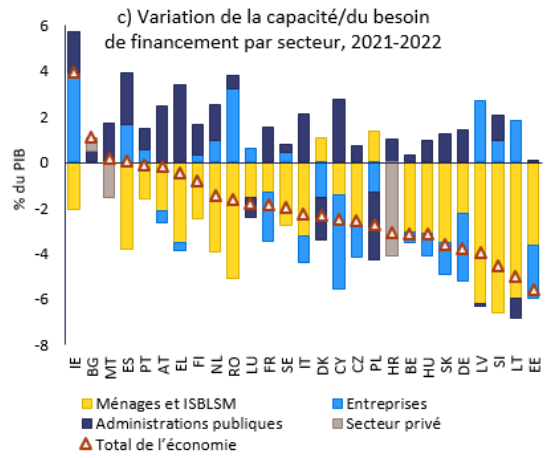
saison touristique étant encore à venir au troisième trimestre de l'année. Ces pays, hormis l'Espagne, devraient toutefois enregistrer une détérioration de leurs comptes courants sur l'ensemble de l'année, essentiellement sous l'effet de la dégradation de la balance de l'énergie. Leurs PEGN clairement négatives se sont améliorées, principalement grâce à la croissance économique nominale soutenue, mais, dans le cas de la Grèce, cette amélioration a été quelque peu affaiblie par les effets de valorisation négatifs.

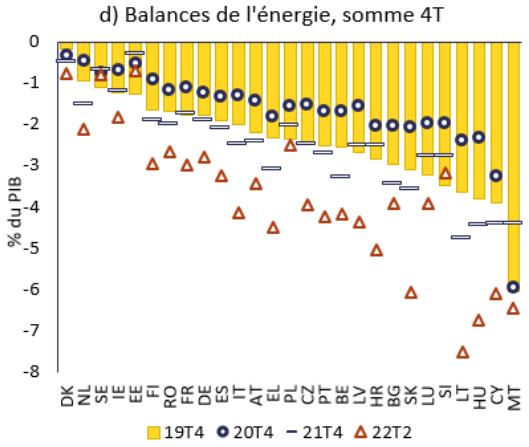
- Les déficits courants sont très importants et, dans le cas de la Hongrie et de la Roumanie, atteignent le plus haut niveau enregistré en plusieurs années. Alors qu'elle était déjà fortement déficitaire, la balance courante de la Roumanie s'est détériorée et continue de se dégrader en 2022, sans perspective d'amélioration significative l'année prochaine. La Hongrie accuse également une détérioration notable, avec l'une des plus fortes dégradations de la balance de l'énergie, seule une légère amélioration étant attendue en 2023. La dépréciation du forint hongrois renforce les inquiétudes quant à l'évolution de son secteur extérieur. Pour les deux pays, la PEGN est clairement négative, mais les investissements directs étrangers entrants y entrent pour une part considérable. Cela rend leur PEGN hors instruments infaillibles (PHII) plus favorable.

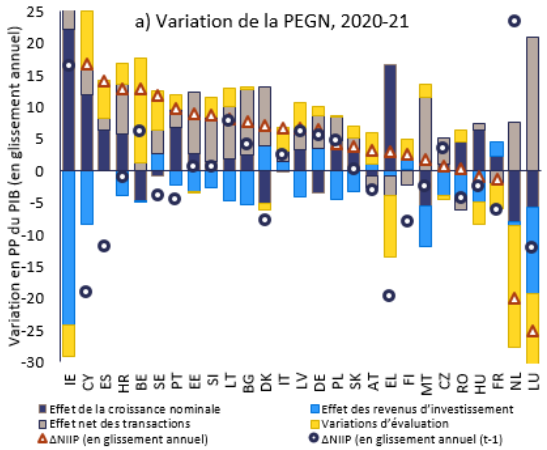
- La Lettonie, Malte et la Slovaquie ont enregistré un déficit non négligeable de leurs comptes courants en 2021. Dans de nombreux cas, des détériorations substantielles sont prévues pour 2022 et 2023. En Tchéquie, en Bulgarie et en Pologne, les déficits courants modérés de 2021 devraient se creuser. La dépréciation du złoty renforce les inquiétudes quant à l'évolution du secteur extérieur de la Pologne. La Belgique et la Lituanie devraient accuser un déficit notable en 2022. La Slovaquie et la Lituanie ont enregistré certaines des plus fortes détériorations de la balance commerciale en raison de la dégradation de la balance de l'énergie. Le déficit de la Slovaquie devrait encore se creuser au-delà de son niveau d'avant la pandémie. Pour la Pologne et la Slovaquie, dont la PEGN est fortement négative, ainsi que pour d'autres États membres d'Europe centrale et orientale, les investissements directs étrangers entrants représentent une part considérable des passifs extérieurs. En conséquence, leur PHII est plus favorable.

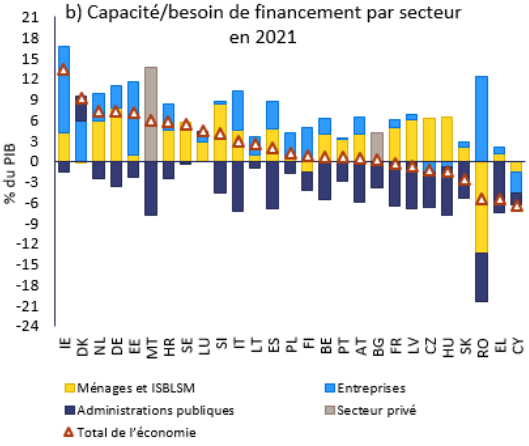
- Les excédents importants du Danemark, de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Suède restent supérieurs à leurs normes de balance courante. Mais si les excédents courants de ces pays, à l'exception de la Suède, ont augmenté en 2021, ils devraient enregistrer un net recul en 2022. En particulier, les comptes courants de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Suède se sont sensiblement dégradés, au-delà de la détérioration de la balance de l'énergie. L'excédent du Danemark a augmenté au premier semestre de cette année, mais une baisse est prévue sur l'ensemble de 2022. Les PEGN des Pays-Bas, du Danemark, de l'Allemagne et de la Belgique sont largement supérieures aux niveaux suggérés par les fondamentaux économiques.

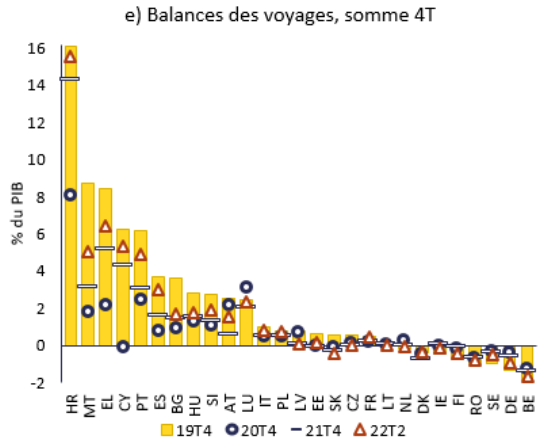
Graphique 2.1.3: **Secteur extérieur: graphiques choisis**

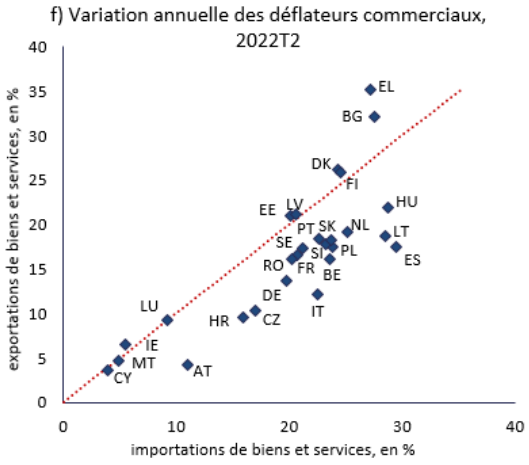












Source: services de la Commission européenne

2.2. COMPÉTITIVITÉ

Les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement sur la période 2020-2021 qu'avant la pandémie, et leur taux de croissance s'accélère en 2022. Une forte augmentation des coûts salariaux unitaires a été observée dans la plupart des États membres en 2020, sous l'effet de baisses mécaniques de la productivité mesurée, les programmes de maintien de l'emploi ayant atténué le recul de l'emploi alors que la production était nettement ralentie. En 2021, cette tendance s'est partiellement inversée, la reprise de la productivité ayant entraîné soit une baisse des coûts salariaux unitaires, soit un ralentissement visible de leur croissance, dans presque toute l'UE (graphique 2.2.1 a). Les coûts salariaux unitaires devraient augmenter cette année et l'année prochaine année, de manière substantielle dans certains cas (graphique 2.2.1 b). L'augmentation des coûts salariaux unitaires devrait être tirée par la forte hausse de la rémunération nominale par salarié, laquelle devrait largement dépasser la croissance réelle de la productivité de la main-d'œuvre dans presque tous les pays de l'UE (graphiques 2.2.3 a et b), souvent dans un contexte de chômage faible et en baisse. Dans certains cas, ces effets pourraient être la continuation de tendances qui avaient suscité des inquiétudes quant à des risques de surchauffe avant la crise de la COVID-19. Au fur et à mesure du ralentissement économique, les gains de productivité seront plus faibles et freineront les coûts salariaux unitaires dans une mesure moindre que récemment.

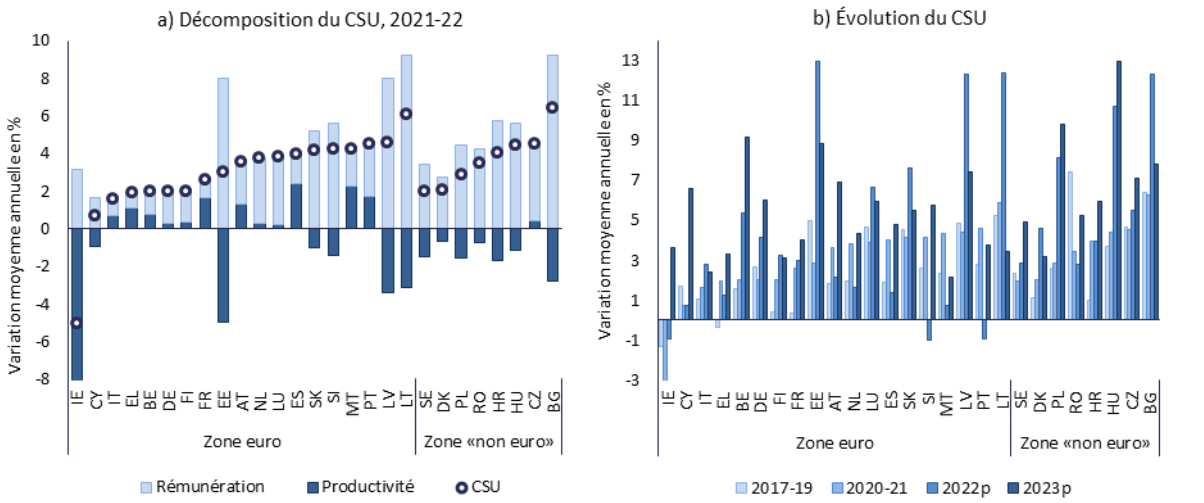
Dans l'ensemble, les taux de change réels n'ont pas encore connu d'évolution importante, bien qu'il y ait eu des divergences, notamment en dehors de la zone euro. Les variations des taux de change effectifs réels (TCER) basés sur l'IPCH sont restées contenues en 2021, bien que de faibles dépréciations aient été observées dans un plus grand nombre de pays qu'en 2020. Les variations des TCER basés sur l'IPCH et sur le déflateur du PIB mesurées sur trois ans jusqu'en 2021 ont également été limitées (graphique 2.2.3 c). En 2022, jusqu'à présent, le taux de change effectif nominal (TCEN) s'est déprécié dans presque tous les États membres de la zone euro sous l'effet de la dépréciation de l'euro, tandis que les variations du TCER basé sur l'IPCH sont restées modérées, sauf dans les rares cas où soit l'inflation a été beaucoup plus élevée qu'ailleurs, soit le TCEN s'est plus fortement déprécié (graphique 2.2.3 e). Dans certains pays hors zone euro, les variations du TCER durant l'année en cours ont été plus marquées. Le TCER basé sur le déflateur du PIB ne montre pas de signes forts de détérioration de la compétitivité-prix pour la plupart des États membres, quoiqu'avec quelques variations notables d'un pays à l'autre (graphique 2.2.3 d). Pour l'avenir, des difficultés pourraient apparaître au niveau des TCER à l'intérieur de la zone euro, en raison des différences de taux d'inflation et des différences d'exposition des différents pays de la zone euro aux variations du taux de change nominal de l'euro. Une plus grande hétérogénéité est attendue entre les pays hors zone euro, en partie du fait d'une dynamique différente du taux de change nominal.

Les taux d'inflation élevés et divergents constituent un risque pour la compétitivité, en particulier au sein de la zone euro, dans la mesure où ils s'enracinent. Comme souligné à la section I, les taux d'inflation sont non seulement élevés, mais aussi très divergents, y compris au sein de la zone euro. Dans l'ensemble, cette divergence trouve son origine dans l'intensité énergétique variable des économies et est influencée par l'ampleur et la composition des mesures prises par les pouvoirs publics. Même si l'inflation résulte largement de la hausse des coûts de l'énergie et devrait diminuer, la divergence des taux d'inflation fait peser un risque sur la compétitivité, sous deux angles. Premièrement, il se pourrait que les prix de l'énergie ne reviennent pas à leurs niveaux antérieurs, mais se stabilisent à des niveaux plus élevés. Cela entraînerait des

coûts importants pour certains secteurs, tels que les industries à forte intensité énergétique. Dans la mesure où ces coûts deviendraient permanents, les pays où l'inflation est plus forte en raison de l'incidence directe des coûts de l'énergie connaîtraient des niveaux de prix constamment plus élevés. Cette hausse relative pourrait avoir une incidence négative sur la compétitivité, entraîner un risque de délocalisation et se traduire en fin de compte par une baisse des parts de marché à l'exportation et de la croissance potentielle des pays les plus exposés. À terme, cela pourrait rendre nécessaire un changement de leur modèle économique et susciter des changements structurels coûteux. Deuxièmement, les écarts d'inflation peuvent entraîner des hausses de prix au-delà de l'énergie. Les différences entre les pays ne concernent pas seulement les taux d'inflation globaux, mais sont également de plus en plus marquées au niveau de l'inflation sous-jacente. L'encadré 2.2.1 examine le risque que ces tendances s'enracinent et entraînent de nouvelles hausses, y compris des salaires. Un tel creusement des écarts peut se traduire par des appréciations réelles, réduisant la compétitivité. Les variations relatives de la compétitivité en résultant pourraient conduire à un rééquilibrage dans la zone euro, si les pays qui présentaient au départ des faiblesses en matière de compétitivité se retrouvent gagnants par rapport aux autres pays. À ce jour, toutefois, les différences d'inflation les plus marquées ne concernent globalement pas les grands créanciers ou débiteurs nets. En outre, l'hétérogénéité de l'inflation attendue pourrait, dans certains cas, conduire à une aggravation des vulnérabilités au sein de la zone euro, si une trop faible anticipation des taux d'intérêt réels dans certains pays se traduit par une accumulation excessive de dette. En dehors de la zone euro, les dépréciations monétaires comportent d'autres risques, par exemple en termes de coûts des emprunts extérieurs et du service de la dette.

Le contexte actuel d'accroissement des écarts d'inflation est différent de celui qui a précédé la crise financière mondiale, mais il pourrait néanmoins comporter des risques de déséquilibres macroéconomiques. Au cours de la période qui a précédé la crise financière, la forte inflation enregistrée dans certains pays de la zone euro a déclenché un cycle dans lequel la faiblesse des taux d'intérêt réels entraînait une demande excessive et un phénomène d'endettement, alimentant ainsi l'appréciation des taux de change réels. Or, cette fois-ci, pour l'essentiel, le choc subi n'est pas tant un choc expansionniste qu'un choc énergétique sur les prix avec un effet de contraction. Alors que cette fois, l'inflation élevée dans les pays les plus touchés peut contribuer à maintenir de faibles taux d'intérêt réels et à amortir quelque peu, dans l'immédiat, l'impact plus fort sur la demande de l'augmentation des factures d'énergie, des hausses irréversibles des prix ou des salaires pourraient compliquer les efforts de réduction de l'inflation et entraîner des baisses de compétitivité susceptibles de peser à terme sur la croissance économique.

Graphique 2.2.1: **Coûts salriaux unitaires**



1) Les pays sont présentés par ordre croissant d'augmentation des CSU en 2020-2021.
Sources: AMECO; les données 2022 et 2023 proviennent des prévisions économiques de l'automne 2022 de la Commission européenne. Les données concernent le nombre de salariés et de personnes occupées.

L'évolution des parts de marché à l'exportation en 2021 reflète la dissipation partielle des effets de la crise de la COVID-19, mais elles devraient reculer dans un très proche avenir, sur fond de hausse des coûts de l'énergie et de ralentissement des échanges commerciaux. La pandémie a eu pour effet de réduire les parts de marché à l'exportation des économies dans lesquelles le tourisme international est un secteur d'activité important, et dont plusieurs ont une balance extérieure négative, et d'accroître les parts de marché à l'exportation de plusieurs pays créanciers nets par rapport aux niveaux d'avant la crise. La plupart des pays de l'UE devraient voir leurs parts de marché à l'exportation se réduire en 2023, sous l'effet négatif de la hausse particulièrement forte des coûts de l'énergie en Europe, auquel s'ajoutent des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Cet effet devrait être plus marqué pour certains pays créanciers nets dotés d'un important secteur manufacturier.

Les évolutions en matière de compétitivité sont redevenues globalement propices à un rééquilibrage plus symétrique des positions extérieures au sein de la zone euro. (Graphique 2.2.3 f). La hausse des coûts salariaux unitaires est un peu plus modérée dans les pays débiteurs nets que dans les pays créanciers nets. Toutefois, l'évolution de l'inflation, et en particulier de l'inflation sous-jacente, a été soit globalement similaire, soit parfois moins marquée dans les pays créanciers nets, ce qui pourrait à terme freiner ce rééquilibrage, à moins que les salaires continuent d'évoluer de manière divergente, compte tenu des différences en termes de sous-emploi. Alors qu'une dépréciation de l'euro est généralement plus profitable aux pays créanciers nets, en raison du poids plus grand de leurs échanges commerciaux hors zone euro, en l'occurrence, la dynamique des parts de marché à l'exportation devrait dans le cas présent se traduire par un rééquilibrage extérieur, les pays débiteurs nets regagnant une partie des débouchés perdus à l'export, tandis que les créanciers nets devraient voir leurs parts de marché se réduire.

Pays affichant en 2021 une croissance des coûts salariaux unitaires nominaux (variation en % sur 3 ans) supérieure à 9 % (ZE) ou 12 % (hors zone euro), en bleu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Pays affichant en 2021 un taux de change effectif réel basé sur le déflateur IPCH (variation en % sur 3 ans) supérieur à +/- 5 % (ZE) et à +/-11 % (hors zone euro), en bleu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Pays affichant en 2021 une part de marché à l'exportation, en % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans) inférieure à -6 %, en bleu																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Au niveau national, il convient de souligner les évolutions suivantes en matière de compétitivité:

- La hausse cumulée des coûts salariaux unitaires sur trois ans, jusqu'en 2021, a été supérieure au seuil du tableau de bord dans 15 États membres, à savoir: l'Autriche, la Bulgarie, la Tchéquie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et l'Espagne. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH affiche quant à lui une progression plus limitée sur trois ans, et aucun État membre n'a dépassé les seuils du tableau de bord. En 2021, les parts de marché à l'exportation ont enregistré une variation sur cinq ans inférieure au seuil du tableau de bord en France, en Italie et en Espagne. Si le tassement observé en France s'explique principalement par une baisse de la part des exportations de biens, en Espagne et en Italie, ce recul est dû à une diminution relative des exportations de services. Dans ces trois pays, c'est durant la pandémie de 2020 que la baisse a été la plus forte.

- Les tensions au niveau des coûts sont depuis plusieurs années un motif d'inquiétude important dans certains pays et sont de plus en plus vives, ou ne s'atténuent pas suffisamment, notamment en Bulgarie, en Tchéquie, en Estonie, en Hongrie, en Lettonie, en Lituanie, au Luxembourg, en Roumanie et en Slovaquie. Elles étaient déjà fortes, de manière générale, avant la crise de la COVID-19 et dans la plupart des cas, elles se sont maintenues en 2021 et au premier semestre 2022, dans un contexte caractérisé par des marchés du travail en relative tension. Dans la plupart de ces pays, la hausse des coûts salariaux unitaires devrait rester soutenue l'an prochain, ou s'accélérer fortement. Plusieurs d'entre eux sont confrontés aux risques supplémentaires que fait peser sur leur compétitivité une poussée inflationniste beaucoup plus forte que dans le reste de l'UE et notamment dans les autres pays de la zone euro. La plupart devraient voir leur taux de change effectif réel se déprécier en 2023, hormis la Slovaquie, qui peut s'attendre à une légère appréciation.

- Malte et la Slovénie ont subi des effets similaires à ceux des pays précités durant la pandémie de COVID-19, mais leurs éventuels problèmes de baisse de compétitivité ont été moins préoccupants en 2021 et devraient rester limités cette année. En Belgique et en Pologne, les coûts salariaux unitaires devraient fortement augmenter cette année et l'an prochain. En Italie, à l'inverse, leur hausse a été plus modérée et devrait le rester, ce qui laisse entrevoir un léger gain relatif de compétitivité.

- Les problèmes de compétitivité-coûts se sont atténués dans certains grands pays débiteurs nets, dont Chypre, la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Ces pays ont notamment connu une croissance de leurs coûts salariaux unitaires légèrement inférieure à celle de leurs partenaires commerciaux et du reste de la zone euro.

Encadré 2.2.1: L'inflation pourrait s'installer et entraîner des pertes de compétitivité

L'inflation forte et inégale observée dans l'UE depuis la fin 2021 peut peser sur la compétitivité, surtout si elle persiste. Si les hausses de salaires globales compensent totalement ou partiellement la perte de pouvoir d'achat des travailleurs, elles se traduiront par des coûts salariaux unitaires plus élevés, à moins d'être elles-mêmes compensées par des gains de productivité. Ces hausses de coûts salariaux unitaires pourraient alors entraîner un effet de second tour et des risques d'exacerbation de l'inflation. ([19]) Des écarts de compétitivité peuvent apparaître entre les États membres de la zone euro, si le choc d'inflation est très différent d'un pays à l'autre ou a des effets de second tour très variables. Toutefois, si les revendications salariales tiennent compte du probable ralentissement de l'inflation, le risque d'une spirale prix-salaires restera limité. Dans son rapport sur la zone euro pour 2023, la Commission examine le rôle des anticipations d'inflation dans les hausses de salaires. ([20]) L'envolée des prix de l'énergie représente une part importante de la hausse du niveau des prix dans la plupart des États membres. Cependant, lorsque l'inflation des prix de l'énergie s'est largement propagée à d'autres biens et services, le niveau de vie ne peut être maintenu que si les revenus augmentent en conséquence, même lorsque les prix de l'énergie baissent. Les prix de l'énergie et des denrées alimentaires qui entrent dans la composition des indices de prix globaux peuvent être très volatils et, comme ils dépendent principalement des marchés internationaux, ils demeurent relativement insensibles aux décisions de politique monétaire, du moins au-delà du court terme, c'est-à-dire en l'absence d'intervention réglementaire ou de mesures budgétaires,. C'est pourquoi les banques centrales utilisent des mesures d'inflation sous-jacente pour mieux cerner l'évolution tendancielle de l'inflation. ([21])

Plusieurs pays de l'UE, dont l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie et le Luxembourg et deux États membres hors zone euro, la Bulgarie et la Pologne, ont enregistré sur un an, jusqu'au deuxième trimestre 2022, une forte hausse de leurs coûts salariaux unitaires (graphique 2.2.2 a). Cette envolée a été provoquée par une très forte augmentation de la rémunération par salarié, qui a dépassé ou frôlé la barre des 10 %. Néanmoins, ce n'est que dans quatre États membres que cette rémunération a progressé plus vite que les prix, la Bulgarie enregistrant un écart particulièrement important. L'évolution de la productivité n'a pas suffi à modérer la hausse des coûts salariaux unitaires et, dans certains cas, elle l'a même renforcée. En Bulgarie et au Luxembourg, ces coûts ont augmenté davantage que les prix, pendant qu'en Estonie, en Lettonie, en Lituanie et en Pologne, leur croissance a dépassé celle de l'inflation sous-jacente. Ce dernier constat vaut aussi pour la Belgique, la France, l'Italie et la Roumanie, dont les coûts salariaux unitaires ont toutefois connu une hausse plus modérée. Le fait que les coûts salariaux unitaires augmentent plus vite que les prix crée un risque de nouvelles hausses des prix, les entreprises cherchant à préserver leurs marges.

([19]) Une analyse récente du FMI indique que les risques de spirale prix-salaires pourraient être relativement limités. Cette conclusion repose sur des comparaisons de l'évolution actuelle de l'inflation, des salaires et du chômage avec des épisodes historiques similaires dans les économies avancées, sachant toutefois que ces épisodes peuvent ne pas être complètement représentatifs des événements actuels, compte tenu en particulier de la spécificité du choc lié à la COVID-19. En outre, cette analyse ne tient pas compte de l'évolution de la situation en 2022, qui a vu la plupart des pays de l'UE subir de plein fouet la hausse des prix de l'énergie. Voir FMI (2022), «Dynamique des salaires post-COVID-19 et risques d'une spirale prix-salaires», dans: «Perspectives de l'économie mondiale; Riposter à la crise du coût de la vie», chapitre 2, octobre 2022.

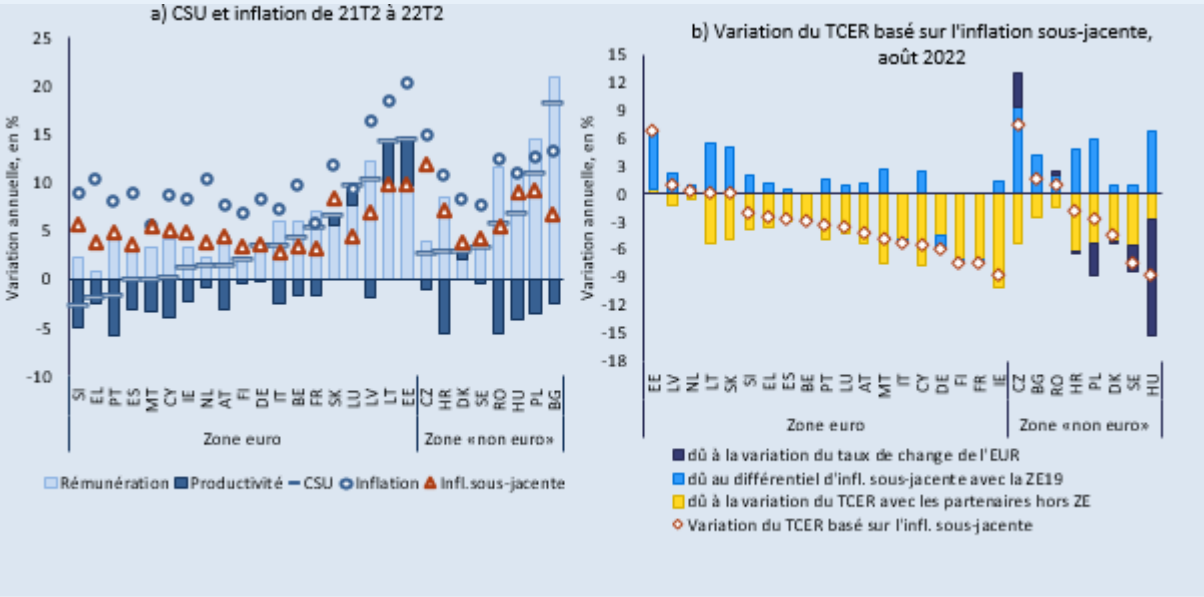
([20]) SWD(2022) 382. Document de travail des services de la Commission: Rapport 2023 sur la zone euro accompagnant la recommandation de recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro

([21]) Voir M. Ehrmann et al. (2018), «Measures of underlying inflation for the euro area» (Mesure de l'inflation sous-jacente dans la zone euro), Bulletin économique de la BCE, numéro 4/2018.

L'évolution divergente de l'inflation sous-jacente et des coûts salariaux unitaires pourrait avoir des conséquences considérables, et plus persistantes, sur la compétitivité de certains pays, un phénomène qui concerne tout particulièrement les pays de la zone euro. L'évolution du taux de change effectif réel basé sur l'inflation sous-jacente (graphique 2.2.2 b) laisse entrevoir une baisse de compétitivité non négligeable pour l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie, car leur inflation sous-jacente est beaucoup plus forte que dans le reste de la zone euro. Dans les deux derniers pays, cette baisse est compensée par l'évolution du taux de change effectif réel par rapport aux pays hors zone euro. À l'inverse, la compétitivité de l'Allemagne et, dans une moindre mesure, de la Finlande, de la France et de l'Italie, bénéficie d'une inflation sous-jacente plus faible que dans le reste de la zone euro. De manière générale, la dépréciation de leur taux de change effectif réel par rapport aux pays extérieurs à la zone euro vient encore accroître ces gains de compétitivité.

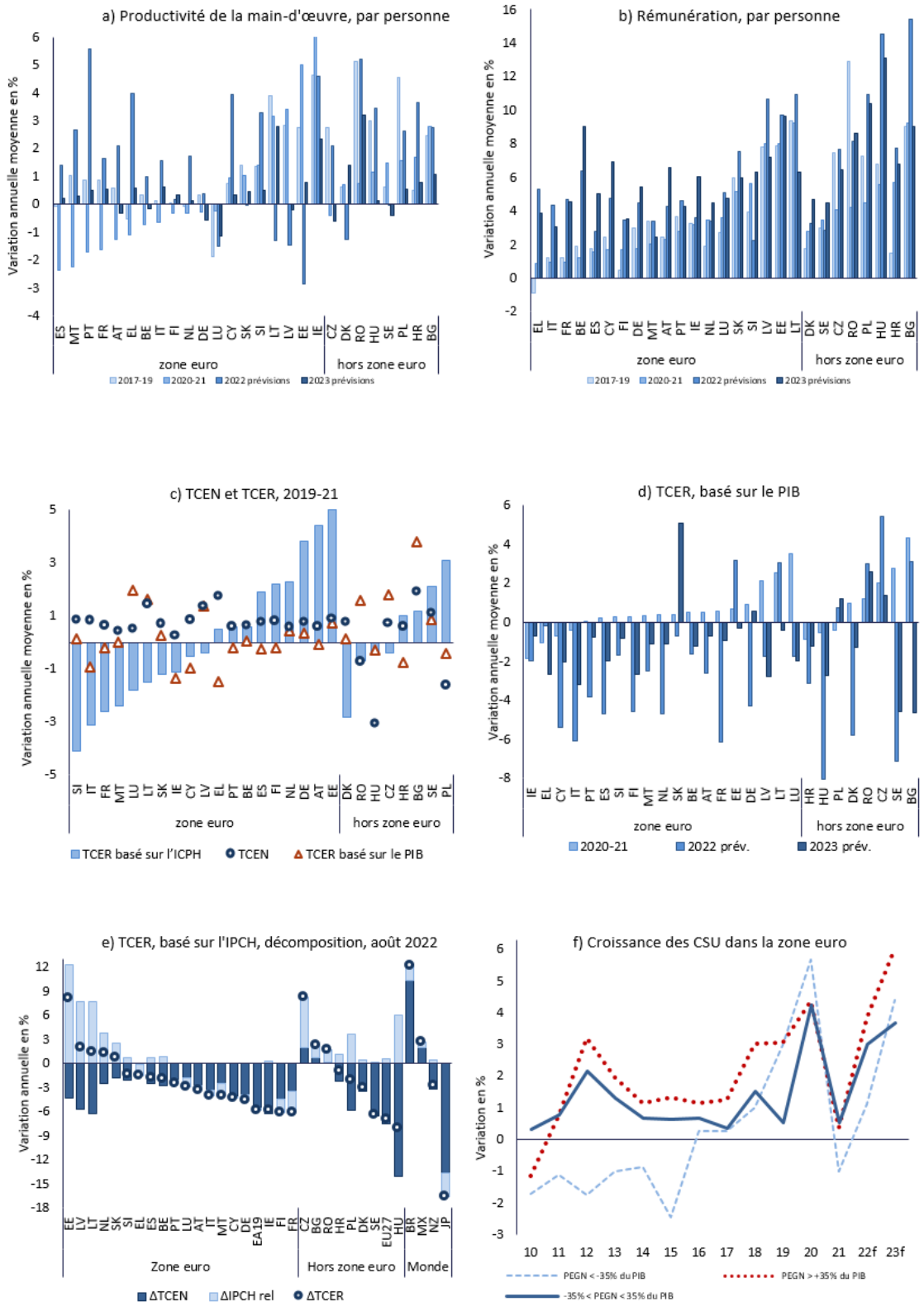
Dans certains pays hors zone euro, les variations du taux de change nominal ont fortement affecté le taux de change effectif réel. Le cas le plus frappant est celui de la Hongrie, où une forte dépréciation nominale a permis des gains de compétitivité, malgré une inflation sous-jacente relativement élevée. Des effets similaires peuvent être observés en Pologne et en Suède. À l'inverse, la Tchéquie a vu son taux de change nominal (effectif) s'apprécier ce qui, conjugué à une inflation sous-jacente relativement élevée, a entraîné une forte appréciation réelle. Il convient de rappeler que si les dévaluations monétaires peuvent atténuer les tensions sur les coûts, elles peuvent comporter d'autres risques, comme l'augmentation du service de la dette, tant intérieure qu'extérieure, libellée en monnaies étrangères. Cela peut limiter le recours aux dévaluations nominales en tant qu'instrument pour atténuer l'impact de la hausse des coûts sur la compétitivité.

Graphique 2.2.2: **Coûts salariaux unitaires, inflation (sous-jacente) et compétitivité**



Les pays sont présentés dans l'ordre croissant de variation des CSU, c'est-à-dire dans l'ordre décroissant de variation du TCER basé sur l'inflation sous-jacente. L'inflation sous-jacente n'inclut pas l'énergie, les denrées alimentaires, l'alcool ni le tabac. Le TCER basé sur l'inflation sous-jacente a été calculé pour les besoins de la présente analyse; le taux d'inflation sous-jacente des partenaires commerciaux que sont la Chine et le Japon n'étant pas disponible, il a été estimé à partir de la hausse de leur IPC global.
Sources: Eurostat et calculs des services de la Commission.

Graphique 2.2.3: **Compétitivité: sélection de graphiques**



Sources: services de la Commission européenne

2.3. ENTREPRISES NON FINANCIERES

En 2021, la dette des sociétés non financières en proportion du PIB est restée importante dans de nombreux pays, même si elle a poursuivi sa décrue. À la suite du désendettement substantiel qui a eu lieu ces dix dernières années dans de nombreux États membres, la plupart d'entre eux ont enregistré en 2021 une dette des sociétés non financières en proportion du PIB inférieure au pic atteint avant la pandémie. Il n'en demeure pas moins qu'en 2021, les ratios d'endettement ont été supérieurs aux niveaux correspondant tant aux fondamentaux économiques qu'aux seuils prudentiels dans près de la moitié des pays de l'UE et, dans nombre de pays, supérieurs aux niveaux enregistrés en 2019, avant le début de la pandémie de COVID-19 (graphique 2.3.1 a et b). ([22]) En 2021, le ratio d'endettement des entreprises en proportion du PIB a diminué dans la plupart des États membres, en grande partie grâce au net redémarrage de la croissance (graphique 2.3.3 a). Le crédit net aux sociétés non financières a été positif dans l'ensemble de l'UE et a recommencé à augmenter dans la plupart des États membres en 2021, y compris dans un certain nombre de pays où la dette des sociétés non financières était élevée, sur fond de reprise de l'investissement (graphique 2.3.3 c).

Le processus de désendettement qui a repris en 2021 s'est poursuivi en 2022, mais il devrait à l'avenir être entravé par le contexte macroéconomique difficile. Le ratio de la dette des entreprises au PIB a continué de diminuer dans presque tous les États membres au premier semestre 2022, malgré l'augmentation du crédit, ce qui pourrait aussi être un signe d'accroissement des besoins de liquidité. L'effet de cette augmentation nette des nouveaux crédits sur le ratio d'endettement des entreprises a été plus que compensé par la croissance du PIB réel et par la forte hausse de l'inflation (graphique 2.3.3 b). Ce désendettement passif devrait globalement se poursuivre, sous l'effet de la hausse de l'inflation plutôt que de la croissance du PIB réel, mais il existe un risque considérable de voir la baisse des ratios d'endettement se ralentir ou s'interrompre. L'accélération de l'inflation pourrait comprimer les marges bénéficiaires, si la hausse des coûts ne peut pas être répercutée sur les clients et réduit la demande globale. Bien qu'ils aient commencé à se réduire au premier semestre 2022, les bénéfices des sociétés restent supérieurs à ce qu'ils étaient avant la pandémie. Dans presque tous les pays de la zone euro, la proportion importante de prêts à court terme parmi les nouveaux prêts accordés aux sociétés signifie qu'elles peuvent être assez vite affectées par le durcissement des conditions de prêt et la hausse des taux d'intérêt. ([23]) Dans plusieurs États membres hors zone euro, l'on a constaté une hausse notable des taux de prêt aux entreprises, et la forte proportion de ces prêts libellée en devises est un facteur de vulnérabilité supplémentaire.

([22]) Des critères de référence de dette spécifiques à chaque pays ont été élaborés par la Commission européenne, en coopération avec le groupe de travail LIME du comité de politique économique [Commission européenne, «Benchmarks for the assessment of private debt», note à l'intention du comité de politique économique, ARES (2017) 4970814, et J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini et S. Zeugner, «Is private Debt Excessive?», Open Economies Review, 3, 471-512, 2020]. Les niveaux de référence basés sur les fondamentaux évaluent la dette privée à partir de régressions reflétant les principaux déterminants de la croissance du crédit et tenant compte d'un stock de dette initial donné. Les seuils prudentiels représentent le niveau de dette au-delà duquel la probabilité d'une crise bancaire est relativement élevée, ce qui réduit la probabilité de «crise manquée» et de fausses alertes.

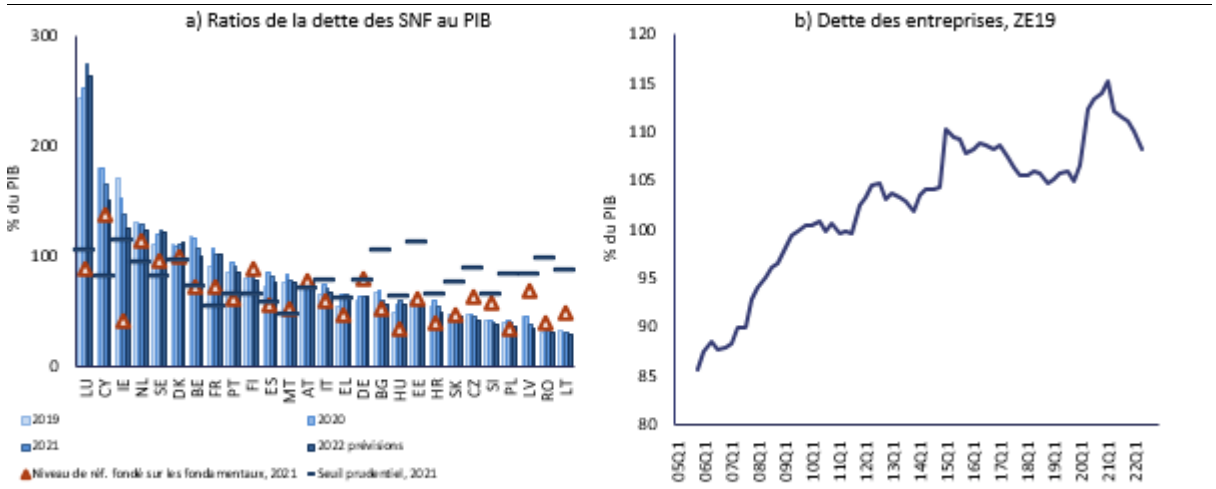
([23]) Banque centrale européenne – BCE (2022), Financial Stability Review, mai 2022. Données pour 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf

Les problèmes croissants posés par les prêts non performants et les faillites d'entreprises augmentent la vulnérabilité globale des entreprises et du secteur financier après le choc de la COVID-19. Certains secteurs, comme l'hôtellerie et les transports, ont été fortement touchés par la crise sanitaire. ([24]) Les ratios de prêts non performants et les faillites d'entreprises ont diminué dans la plupart des États membres depuis 2020, même après la levée des moratoires sur le remboursement des dettes. Toutefois, la proportion d'entreprises vulnérables à la suite de la COVID-19 est particulièrement importante dans certains pays enregistrant une part élevée de prêts non performants (graphique 2.3.3 f). Si le ratio de prêts improductifs des entreprises a continué de refluer dans la plupart des États membres au premier semestre 2022, il a commencé à augmenter dans d'autres (graphique 2.3.3 e). Le nombre de faillites d'entreprises a lui aussi commencé à croître dans certains États membres sur la même période. En outre, si le crédit est en forte progression, les critères d'octroi se durcissent nettement et ont maintenant atteint leur plus haut niveau depuis 2013 (graphiques 2.3.3 c et d). Malgré l'accroissement des réserves de liquidité et de l'épargne nette ces dernières années, le contexte macroéconomique difficile, conjugué à des transformations structurelles et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, pourrait entraîner une détérioration des bilans et une compression des marges bénéficiaires, et peser sur le remboursement des dettes, ainsi que sur l'épargne et les investissements des entreprises (cf. encadré 2.3.1).

La crise énergétique affectera plus particulièrement certaines industries, du fait de la hausse des prix et des ruptures d'approvisionnement qu'elle provoque, et elle pourrait avoir un effet durable et déboucher sur des transformations structurelles. Les industries à forte intensité énergétique sont particulièrement exposées et pourraient voir leur bilan affecté. Les transformations structurelles s'accélèrent sous l'effet de la crise énergétique. Bien que l'on s'attende à une normalisation des prix et de la fourniture d'énergie, un changement structurel permanent pourrait se produire et potentiellement avoir des effets généralisés sur la capacité de production et la croissance potentielle des pays les plus touchés, en fonction de l'intensité énergétique de leur production et de leurs domaines de spécialisation. La phase aiguë de la crise énergétique pourrait provoquer des fermetures d'entreprises et/ou un report de la demande vers la production d'autres sites, moins touchés, entraînant ainsi une délocalisation permanente. La normalisation des prix, comme des salaires, pourrait se produire à un niveau plus élevé, ce qui pourrait alourdir encore le coût de la transition énergétique et, de manière générale, conduire à une perte de compétitivité, en particulier dans certaines industries à forte intensité énergétique, avec un impact différent selon les pays.

([24]) Voir L. Archanskaia, P. Nikolov et W. Simons (2022), «Estimates of corporate cleansing during COVID-19 — using corporate level data to measure its productivity impact», Rapport trimestriel sur la zone euro (QREA), vol. 21, nº 2 (2022).

Graphique 2.3.1: **Dette des sociétés non financières**



Les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB en 2021.
Sources: Eurostat, comptes de patrimoine financier sectoriels - prêts (F4) plus titres de créance (F3), AMECO et estimations des services de la Commission.

Les interventions publiques jouent un rôle important dans la protection des économies nationales contre les difficultés des entreprises, mais un manque de coordination pourrait être une source d'inquiétude du point de vue de la zone euro et du marché intérieur. Les interventions publiques nationales consistent à répartir plus équitablement le fardeau de la crise énergétique entre les entreprises, les ménages et le secteur public. Ces mesures seront particulièrement importantes pour protéger les secteurs exposés et éviter des baisses d'activité, des fermetures, des délocalisations et des défauts de remboursement. En l'absence de telles mesures, les difficultés des entreprises pourraient se propager à l'ensemble des économies nationales. Bien que cela n'ait pas encore été observé, les conditions financières et la marge de manœuvre budgétaire disponible pourraient, à terme, jouer un rôle dans l'ampleur et la portée éventuelles des interventions nationales, et des différences d'approche entre pays pourraient creuser les écarts en termes de risques liés à la liquidité ou à la solvabilité des entreprises, surtout si la crise devait s'aggraver ou se prolonger. Cette évolution aurait à son tour un impact sur les prix, les différences de comportement des entreprises en ce qui concerne l'investissement et la fixation des prix pouvant créer des différences en termes d'accroissement de la demande et de transmission de la politique monétaire, vu les écarts qui existent ou se font jour dans la zone euro en matière d'inflation et de compétitivité. La poursuite des efforts d'intégration peut aider à surmonter cet ensemble de défis et à réduire la vulnérabilité des entreprises et les écarts de croissance et de productivité. Sur le plan national, des régimes d'insolvabilité appropriés sont importants pour que l'insolvabilité d'une entreprise ait le moins d'incidences économiques à long terme.

Au niveau national, les évolutions suivantes méritent d'être soulignées:

- La dette des sociétés non financières est très élevée, à plus de 100 % du PIB, et dépasse les valeurs de référence liées aux fondamentaux et aux seuils prudentiels en Suède et au Danemark, qui présentent des signes de vulnérabilité supplémentaires. En Suède, le ratio d'endettement des entreprises au PIB reste supérieur au pic atteint avant la crise de la COVID-19, et il continue d'augmenter. Au Danemark, les dépôts des entreprises, déjà faibles, se sont encore contractés.

- La Belgique, Chypre, l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas affichent aussi des ratios très élevés d'endettement des sociétés non financières, supérieurs à 100 % du PIB et aux valeurs de référence liés aux fondamentaux et aux seuils prudentiels. Toutefois, cette situation s'explique aussi par une proportion importante de prêts au titre de l'investissement direct étranger et d'emprunts transfrontières intragroupe, ce qui peut en partie limiter les vulnérabilités.

- Les ratios élevés d'endettement des sociétés non financières, supérieurs aux valeurs de référence liées aux fondamentaux et aux seuils prudentiels, constatés en France, en Grèce, à Malte et au Portugal, ont amorcé une décrue. En France et à Malte, cet endettement élevé est partiellement amorti par d'importantes réserves de liquidités. L'Autriche enregistre un ratio de la dette des entreprises au PIB supérieur au seuil prudentiel et une forte croissance du crédit. La crise de la COVID-19 a frappé plusieurs industries de manière disproportionnée et rendu certains secteurs vulnérables dans des pays comme la Grèce et l'Italie.

- Le ratio de la dette des entreprises au PIB en Espagne est supérieur aux valeurs de référence correspondant aux fondamentaux et aux seuils prudentiels. En Bulgarie, il est modéré, quoique supérieur à ce qu'impliqueraient les fondamentaux, et au ratio de pays comparables dans la région.

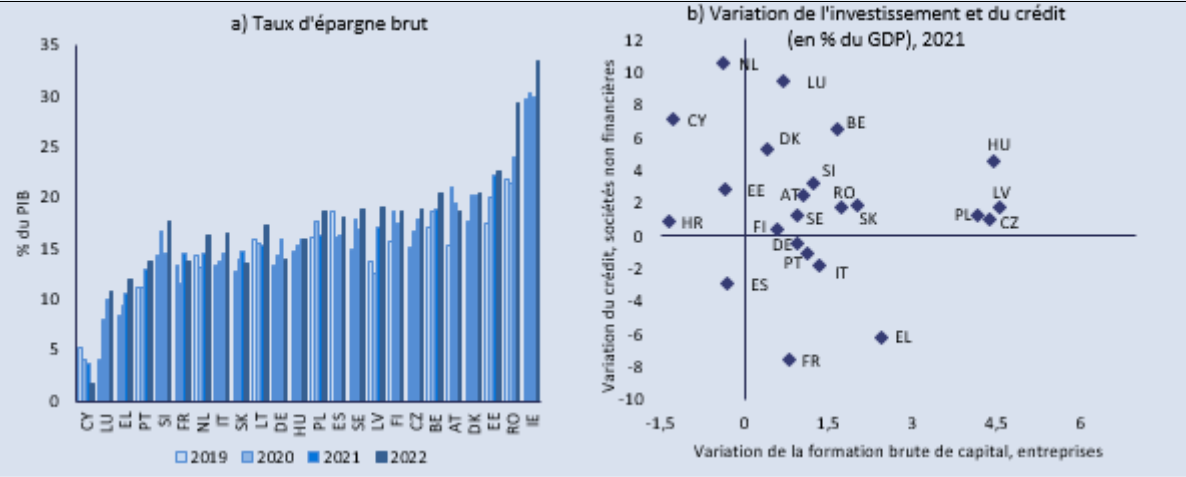
Encadré 2.3.1: Épargne des entreprises et évolution de l'investissement

L'épargne des entreprises et l'évolution de l'investissement peuvent être une source d'information utile sur la solidité des entreprises ou les facteurs de vulnérabilité liés à l'encours de leur dette. Un surcroît d'endettement des entreprises destiné à financer l'investissement est différent, économiquement parlant, d'une augmentation de leur dette destinée à couvrir des coûts imprévus, car les nouveaux emprunts souscrits par les entreprises pour financer des investissements tendent à accroître leur productivité et leur capacité de production, et ainsi à les rendre plus solides. En même temps, la vulnérabilité des entreprises liée à un niveau élevé d'endettement peut être partiellement amortie par une augmentation de leur épargne ou de leurs dépôts. Le présent encadré examine plus en détail le rôle de l'épargne des entreprises et de l'évolution de l'investissement dans l'atténuation des facteurs de vulnérabilité des entreprises, dans le contexte de la reprise post-pandémie de COVID-19 et du récent ralentissement économique.

L'épargne des entreprises a augmenté dans de nombreux États membres depuis la pandémie de COVID-19 (graphique 2.3.2 a). De nombreuses entreprises ont constitué une épargne de précaution au début de la pandémie de COVID-19 afin d'améliorer leur position de liquidité, en partie grâce à des mesures de soutien. Le taux d'épargne brute des entreprises a commencé à baisser au quatrième trimestre 2021 et s'est encore fortement réduit au premier semestre 2022, par rapport à l'année précédente, mais il reste supérieur à son niveau d'avant la pandémie dans la plupart des pays. Sur l'ensemble de l'année 2022, toutefois, l'épargne des entreprises en pourcentage du PIB devrait progresser dans la plupart des États membres (graphique 2.3.2 a). Les dépôts ont quant à eux commencé à se réduire au premier semestre 2022 dans la majorité des États membres, de nombreuses entreprises ayant besoin de liquidités importantes pour faire face à l'envolée du coût des intrants, mais ils sont restés supérieurs à leur niveau de 2019. Bien qu'ils aient commencé à se réduire au premier semestre 2022, les bénéfices des sociétés non financières de l'UE restent supérieurs à ce qu'ils étaient avant la pandémie.

Les investissements des entreprises ont brusquement chuté avec la crise de la COVID-19, mais ils ont repris dans la plupart des pays en 2021. Cette reprise a été forte, puisque la formation brute de capital des entreprises en proportion du PIB a dépassé en 2021 les niveaux enregistrés en 2019 dans 16 des 24 États membres pour lesquels des données sont disponibles, à l'exception de l'Autriche, de Chypre, de l'Allemagne, de l'Irlande, du Luxembourg, des Pays-Bas, de la Slovaquie et de l'Espagne. En 2021, tant les investissements que les flux de crédit net ont augmenté en pourcentage du PIB dans de nombreux États membres (graphique 2.3.2 b). Cela semble indiquer que dans certains pays, les entreprises ont emprunté pour financer des investissements. Au cours de l'année 2022, selon l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires, la nécessité de financer des investissements en capital fixe est devenue un motif d'emprunt beaucoup moins important. En termes réels, l'investissement, pour l'ensemble de l'UE, a continué d'augmenter légèrement au premier semestre 2022, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'auparavant, et il n'est pas encore revenu à son niveau de 2019.

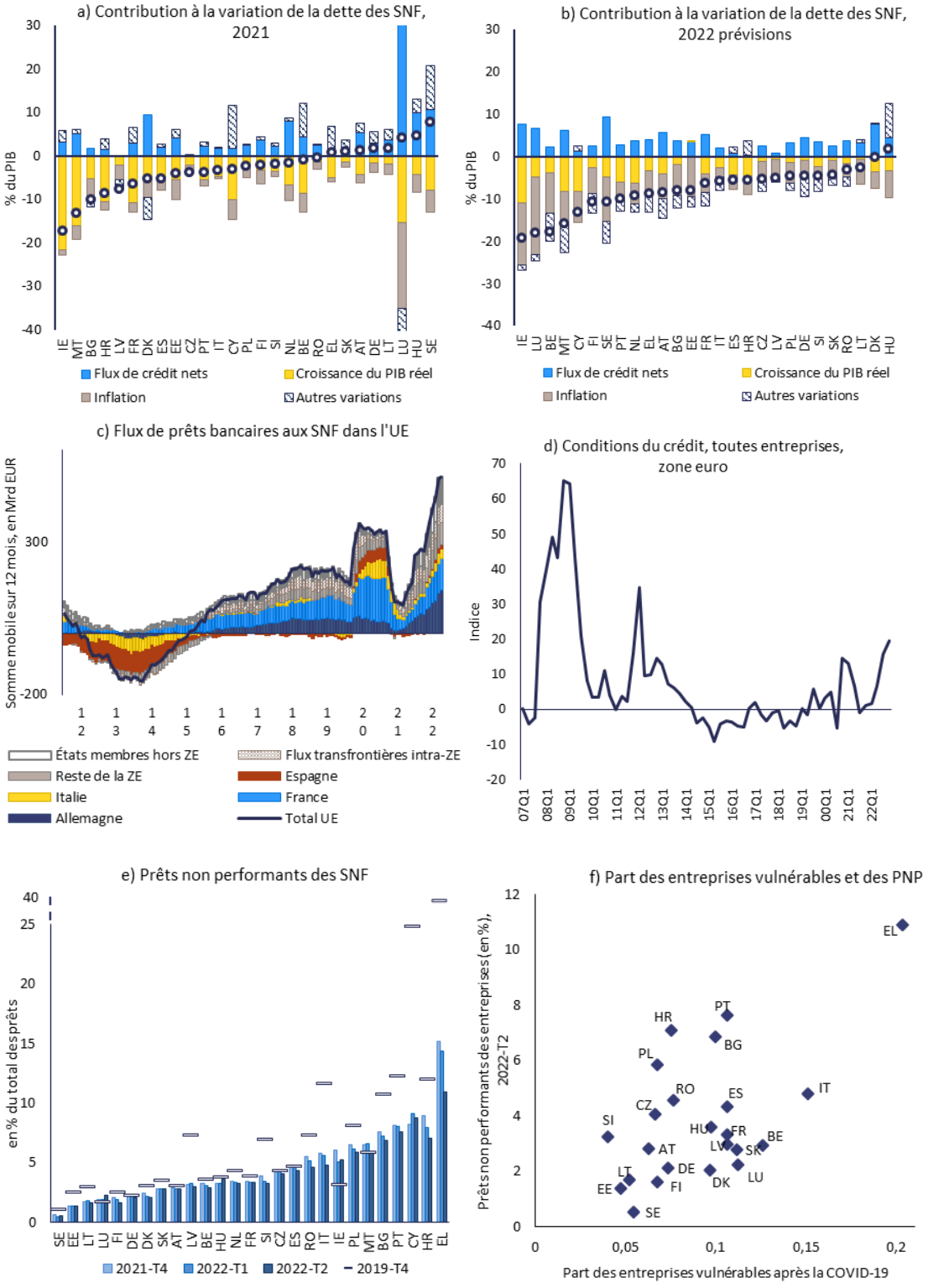
Graphique 2.3.2: **Investissements, crédit et épargne des sociétés non financières**



L'Irlande ne figure pas dans le graphique de droite en raison de la très grande volatilité des investissements de ses entreprises en 2021.

Sources: Eurostat et AMECO.

Graphique 2.3.3: **Sociétés non financières: sélection de graphiques**



Les flux nets de crédit (opérations de dette) correspondent aux opérations de prêt (F4) et aux titres de créance (F3) provenant des comptes sectoriels d'opérations financières d'Eurostat.
Conditions moyennes d'octroi de crédit aux entreprises - Offre de crédit - Pourcentage net pondéré (resserrement moins assouplissement, ou l'inverse) en fonction du poids de chaque pays dans l'encours total des prêts de la zone. Pour la définition des entreprises vulnérables, voir la note de bas de page 24.
Sources: AMECO, Eurostat, BCE.

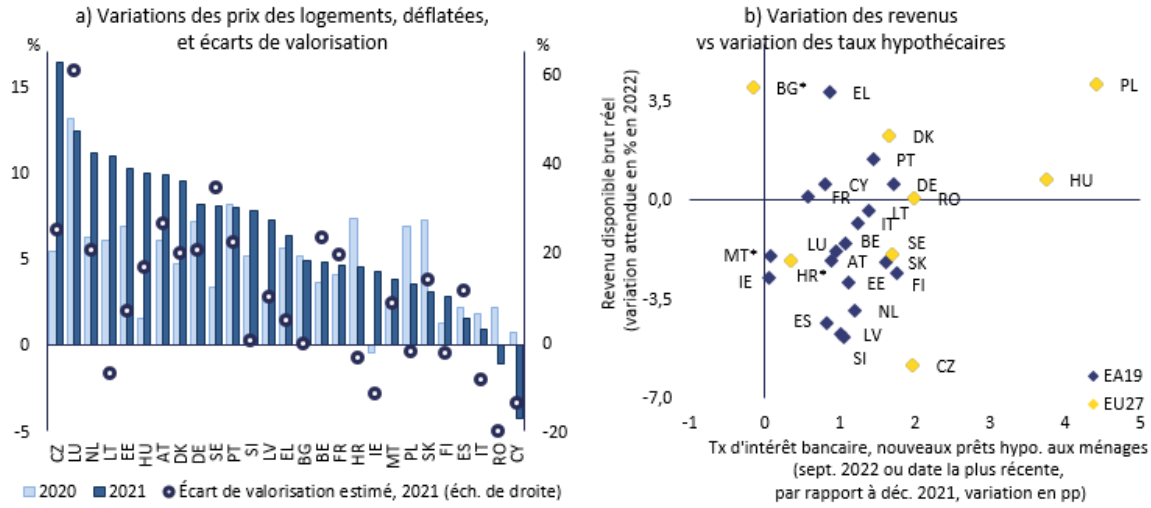
2.4. MARCHES DU LOGEMENT ET DETTE DES MENAGES

Les prix des logements ont continué d'augmenter en 2021 et seraient, selon les estimations, surévalués de plus de 10 % dans la moitié des pays de l'UE. La hausse des prix des logements s'est accélérée depuis le début de la pandémie de COVID-19; fin 2021, selon les estimations, ces prix étaient surévalués de plus de 10 % dans plusieurs États membres, voire de plus de 20 % dans bon nombre d'entre eux (graphique 2.4.1 a). ([25]) Cette accélération est plus évidente en termes nominaux, mais même déflatés, en cette période de forte inflation, les prix des logements ont progressé plus rapidement dans la plupart des pays. Les contraintes persistent au niveau de l'offre sur le marché immobilier et, conjuguées à des coûts de construction élevés et à une forte demande, contribuent à pousser les prix à la hausse.

Au premier semestre 2022, les prix des logements ont affiché des taux de croissance record, mais l'on peut s'attendre à une certaine modération sur le court et le moyen termes. La faiblesse des taux hypothécaires et la hausse des revenus étaient associées à l'augmentation du crédit et des prix des logements au cours de la dernière décennie, mais l'accélération observée depuis le début de la pandémie est trop importante pour s'expliquer par ces facteurs. La hausse des taux d'intérêt devrait favoriser une certaine modération des prix des logements; des données récentes pour 2022 confirment que ce processus s'est amorcé dans de nombreux pays de l'UE, mais pas dans tous. Les taux hypothécaires restent nettement inférieurs à l'inflation, ce qui se traduit par des taux d'intérêt réels négatifs sans précédent et incite à de nouveaux achats immobiliers, mais l'augmentation attendue du coût des nouveaux crédits hypothécaires devrait à l'avenir avoir un effet modérateur sur la demande et les prix des logements. De même, la baisse de pouvoir d'achat causée par l'accélération de l'inflation, et l'incertitude liée à la solidité de l'économie et aux revenus des ménages, devraient aussi tempérer la demande et contribuer ainsi à freiner la hausse des prix. Dans certains pays, les taux de crédit hypothécaire ont déjà augmenté de manière significative, alors que les revenus réels sont en baisse ou stagnent dans la plupart des pays de l'UE (graphique 2.4.1 b).

([25]) Les écarts de valorisation des prix des logements sont calculés par rapport à des niveaux de référence, afin de tenir compte d'effets spécifiques propres aux pays. Les écarts de valorisation synthétique reposent sur l'écart obtenu à partir de différents niveaux de référence: i) l'écart du ratio prix/revenu par rapport à sa moyenne à long terme; ii) l'écart du ratio prix/loyer par rapport à sa moyenne à long terme; iii) l'écart par rapport à des niveaux de référence fondés sur une régression et tenant compte des fondamentaux économiques de l'offre et de la demande [voir N. Philiponnet et A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», document de réflexion de la Commission européenne nº 048, mai 2017].

Graphique 2.4.1: **Évolution et fondamentaux des prix des logements**



1) Dans le graphique a, les pays sont présentés par ordre décroissant de hausse des prix déflatés des logements en 2021. Pour plus de détails sur la méthodologie, voir la note de bas de page 25.
2) Dans le graphique b, les taux d'intérêt bancaires sur les nouveaux prêts hypothécaires aux ménages sont soit des taux moyens calculés pour le total des prêts en pondérant les volumes par une moyenne mobile (définie aux fins du calcul des coûts d'emprunt) pour les pays de la zone euro (losanges bleus), soit des taux moyens mensuels calculés sans pondération de volumes, pour les pays hors zone euro (losanges jaunes). (*) Le revenu disponible brut réel est représenté par la rémunération réelle des salariés. Le dernier taux d'intérêt disponible pour la Hongrie est celui d'août 2022.
Sources: Eurostat, Ameco, BCE, prévisions économiques de la Commission européenne de l'automne 2022 et estimations des services de la Commission concernant les écarts de valorisation des prix des logements en 2021.

Après avoir augmenté en 2020, les ratios de la dette des ménages au PIB se sont infléchis en 2021 dans la plupart des pays de l'UE, bien que les flux nets de crédit soient repartis à la hausse. Les ratios d'endettement des ménages au PIB ont diminué en 2021 par rapport à 2020 grâce à l'augmentation du PIB, mais ils sont restés plus élevés qu'en 2019 dans plusieurs pays et ne devraient pas fondamentalement se modifier en 2022 (graphiques 2.4.3 a et b). Cependant, les flux nets de crédit aux ménages ont été positifs dans presque tous les pays de l'UE, progressant même là où l'endettement des ménages est déjà élevé. La dette des ménages est élevée dans près de la moitié des pays de l'UE par rapport aux valeurs de référence correspondant aux fondamentaux économiques de chaque pays et aux seuils définis à des fins prudentielles. ([26])

En 2022, le crédit bancaire n'a pas évolué de façon uniforme dans l'UE, et il s'est notamment ralenti en dehors de la zone euro. En dehors de la zone euro, les taux d'intérêt hypothécaires ont sensiblement augmenté, parallèlement aux taux du marché monétaire. Cela a notamment été le cas dans les pays confrontés à une dépréciation de leur taux de change nominal. Dans la zone euro, l'évolution a été plus inégale, mais le coût du crédit y a aussi augmenté récemment (graphique 2.4.1 b). Les flux nets de crédit bancaire n'ont ralenti que dans un nombre très limité de pays de la zone euro, tandis qu'en dehors de celle-ci, le ralentissement est plus visible (graphique 2.4.2 b).

La capacité des ménages à rembourser leurs prêts hypothécaires est un facteur de risque pour l'avenir. Dans la plupart des États membres, la proportion de prêts assortis d'un taux fixe sur cinq ans maximum est élevée, puisqu'elle est supérieure à 80 % dans huit pays et comprise entre 40 % et 80 % dans neuf autres, ce qui rend les ménages de ces pays plus vulnérables à une

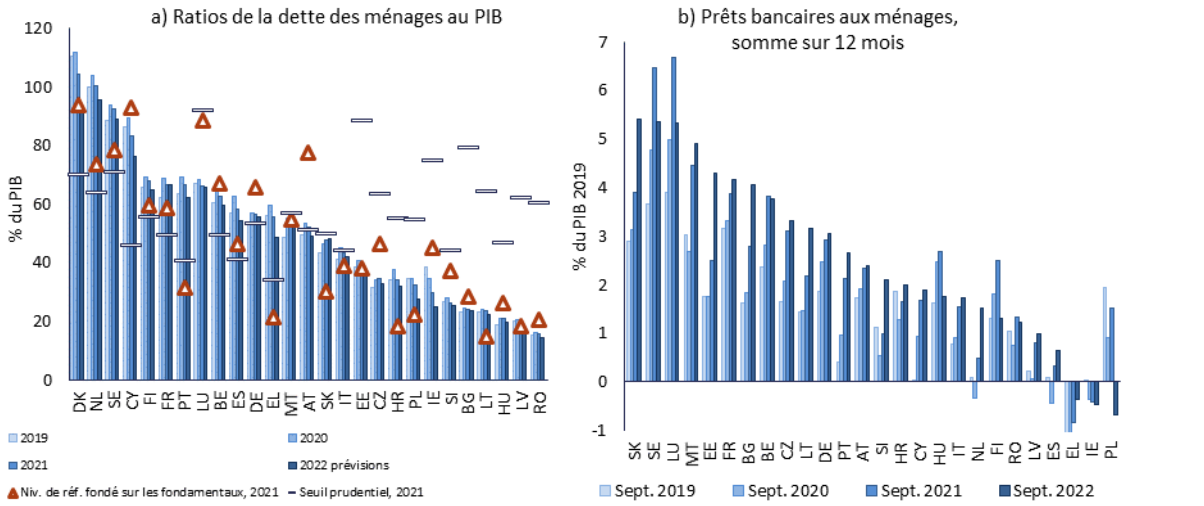
([26]) Voir note de bas de page 22.

hausse des taux d'intérêt. Les revenus des ménages seront sous tension, l'augmentation des factures énergétiques pesant sur le revenu disponible pour d'autres dépenses. Ces deux phénomènes créent un risque de difficultés budgétaires, malgré des taux d'intérêt réels très bas, voire négatifs. Un ralentissement économique plus profond ou plus durable, avec des répercussions sur l'emploi, pourrait se traduire par de nouvelles difficultés de remboursement des prêts et par de nouveaux moratoires.

Les risques pour l'économie liés à un ajustement substantiel à la baisse des prix de l'immobilier sont quelque peu atténués par le poids moins important du secteur dans l'économie et par l'adoption de mesures macroprudentielles, mais ils ne peuvent être écartés. En 2021, l'activité de construction a été plus importante dans les pays où les prix de l'immobilier étaient surévalués, mais elle reste en deçà des maxima atteints par le passé. Cela pourrait réduire l'impact d'une éventuelle correction des prix, car la valeur ajoutée et l'emploi seraient moins touchés qu'avant la crise financière mondiale, même s'il est possible que la consommation des ménages soit affectée par des effets de richesse. En outre, une éventuelle baisse des prix des logements serait probablement plus modérée, puisque les facteurs structurels ayant entraîné une limitation de l'offre de logements seraient toujours en place. Les mesures macroprudentielles mises en œuvre ont également réduit les risques pour la stabilité financière globale liés au marché immobilier (cf. encadré 2.4.1). Malgré ces facteurs d'atténuation, il subsiste des risques qui pourraient se propager à d'autres secteurs et créer des boucles de rétroaction négatives révélatrices de faiblesses systémiques.

Selon les pays, le marché immobilier obéit à des dynamiques différentes qui, dans un contexte de politique monétaire commune, pourraient se traduire par des tendances divergentes au sein de la zone euro. Même si le risque de corrections majeures des prix de l'immobilier paraît limité, les niveaux élevés d'endettement hypothécaire peuvent poser problème, en particulier lorsque les taux d'intérêt ne sont fixes que sur une période limitée, que les prêts hypothécaires sont à longue échéance et que les biens sont surévalués par rapport aux fondamentaux. La situation est extrêmement variable selon les pays membres de la zone euro, ce qui peut présenter des difficultés dans le contexte d'une politique monétaire commune. Le durcissement actuel des conditions monétaires et de financement dans la zone euro ne suffira peut-être pas à modérer les prix de l'immobilier dans les pays où l'offre de logements est très limitée. À l'inverse, dans les pays où l'offre est moins contrainte, le resserrement des conditions financières peut faire baisser les prix de l'immobilier, avec des répercussions négatives sur le secteur de la construction. Cela pourrait augmenter les enjeux pour les politiques propres à chaque pays, en particulier celles portant sur la fiscalité des logements et sur la dette et le remboursement de la dette des ménages, ainsi que pour les mesures macroprudentielles et les politiques de l'offre.

Graphique 2.4.2: **Dette des ménages et prêts bancaires aux ménages**



1) Dans le graphique a, les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio de la dette des ménages au PIB en 2021. La dette comprend les prêts (F4) et les titres de créance (F3). Pour plus de détails sur la méthodologie, voir la note de bas de page 25.
2) Dans le graphique a, les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio prêts bancaires aux ménages/PIB. Les prêts sont des prêts ajustés (flux nets) tels que déclarés par la BCE. Aucune donnée disponible pour le Danemark.
Sources: Eurostat, Ameco, BCE, prévisions économiques de la Commission européenne de l'automne 2022 et calculs des services de la Commission.

Pays affichant en 2021 une croissance de l'indice des prix des logements déflaté (variation en % sur 1 an) supérieure à 6 %, en bleu																							
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Au niveau national, il convient de souligner les évolutions suivantes du marché du logement et de la dette des ménages:

- En 2021, les prix des logements déflatés ont dépassé le seuil de 6 % retenu dans le tableau de bord dans 14 États membres: Autriche, Tchéquie, Danemark, Estonie, Allemagne, Grèce, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Slovénie et Suède. Au deuxième trimestre 2022, cette hausse s'est encore accélérée, dépassant 20 % en termes nominaux par rapport à l'année précédente, en Tchéquie, en Estonie, en Lituanie et en Hongrie; dans 12 autres États membres, à savoir l'Autriche, la Bulgarie, la Croatie, l'Allemagne, l'Irlande, la Lettonie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie, la hausse des prix a été comprise entre 10 % et 20 %.

- Parmi les États membres où les prix des logements seraient, selon les estimations, surévalués de plus de 20 % figurent l'Autriche, la Belgique, la Tchéquie, le Danemark, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et la Suède. En France et en Suède, l'endettement des ménages est supérieur aux niveaux prudentiels, le crédit aux ménages est élevé et les estimations donnent une dette des ménages plus importante à la fin de 2022 qu'en 2019. Alors que, dans le cas de la France, la plupart des prêts hypothécaires sont à taux fixes, en Suède, plus des deux tiers sont assortis de taux d'intérêt qui ne restent fixes que sur un an, ce qui expose davantage les ménages au risque de voir leurs remboursements augmenter par suite d'une hausse des taux. Le Luxembourg enregistre la surévaluation des prix la plus forte de l'UE, et la dette des ménages y est très élevée par rapport à leur revenu, ce à quoi vient s'ajouter un développement rapide du crédit. En Autriche, en Tchéquie et en Allemagne, la dette des ménages est inférieure ou conforme aux niveaux prudentiels, mais les flux de crédit aux

ménages sont importants. L'Autriche et l'Allemagne ont récemment reçu des recommandations du CERS sur leur marché de l'immobilier résidentiel. L'endettement des ménages est supérieur aux niveaux prudentiels en Belgique, et il est supérieur à la fois aux niveaux prudentiels et aux niveaux dictés par les fondamentaux au Portugal. Dans ce dernier pays, les taux d'intérêt ne restent fixes que pendant un an maximum pour les deux tiers des prêts hypothécaires, et entre un et cinq ans pour la plupart des prêts restants.

- En Estonie, en France, en Grèce, en Hongrie, en Lettonie, à Malte, en Slovaquie et en Espagne, les prix des logements étaient également surévalués en 2021, et ils ont augmenté rapidement au premier semestre 2022. Dans ces pays, à l'exception de l'Estonie et de la Lettonie, la dette des ménages dépasse aussi le seuil prudentiel, ou est en hausse et s'approche des valeurs de référence. En Slovaquie, la dette des ménages augmente depuis un certain temps et dépasse la valeur de référence liée aux fondamentaux; elle devrait franchir le seuil prudentiel cette année.

- En Bulgarie, en Croatie, en Irlande, en Lituanie, en Pologne et en Slovénie, les prix nominaux des logements ont aussi connu une croissance rapide au premier semestre 2022, progressant de plus de 10 % par rapport à l'année précédente.

- À Chypre et en Finlande, les prix des logements ne semblent pas surévalués, mais il existe des problèmes liés à la dette des ménages. À Chypre, cette dette est en baisse et se situe en deçà de la valeur de référence dictée par les fondamentaux, mais selon les estimations, elle est très supérieure au seuil prudentiel. La Finlande enregistre elle aussi une dette des ménages supérieure aux valeurs correspondants aux fondamentaux et aux seuils prudentiels. Dans ces deux pays, plus de 90 % des prêts hypothécaires sont à taux variable ou à un taux qui ne reste fixe qu'un an au maximum.

Encadré 2.4.1: Évaluation des vulnérabilités du secteur immobilier résidentiel par le CERS

Depuis 2016, le Comité européen du risque systémique (CERS) évalue systématiquement les vulnérabilités à moyen terme de l'immobilier résidentiel dans les pays de l'Espace économique européen (EEE)([27]). Le CERS a activement évalué les vulnérabilités de l'immobilier résidentiel dans l'ensemble de l'EEE et, après avoir émis une première série d'alertes en 2016, il a publié une série de recommandations par pays en 2019, ainsi que de nouvelles alertes sur les vulnérabilités à moyen terme de l'immobilier résidentiel. Le CERS peut émettre des alertes s'il estime nécessaire de signaler des vulnérabilités et des tendances susceptibles de perturber la stabilité financière, tandis que ses recommandations sont émises non seulement pour signaler les risques pour la stabilité financière, mais aussi pour indiquer les mesures correctives nécessaires. La dernière évaluation a été publiée en février 2022.

L'évaluation du CERS de février 2022 conclut que les risques liés à l'immobilier résidentiel en raison de la hausse rapide des prix des logements et de l'accroissement de l'endettement des ménages ont continué d'augmenter dans plusieurs pays. Les principales vulnérabilités mises en évidence par l'évaluation du CERS concernent le moyen terme et, selon le pays, sont liées à une croissance rapide des prix de l'immobilier résidentiel et à une possible surévaluation de ces biens (l'écart entre la croissance des prix des logements et le revenu disponible des ménages se creusant), au niveau et à la dynamique de l'endettement des ménages, à la croissance du crédit immobilier et aux signes d'un assouplissement des normes de prêt. Les vulnérabilités spécifiques varient d'un pays à l'autre et les détails concernant les cas plus préoccupants figurent dans les alertes et recommandations individuelles. Au-delà des considérations de politique macroprudentielle, dans un certain nombre de pays, certaines vulnérabilités sous-jacentes seraient atténuées plus efficacement à l'aide de réformes des politiques fiscales et du logement.

Tableau 2.4.1:

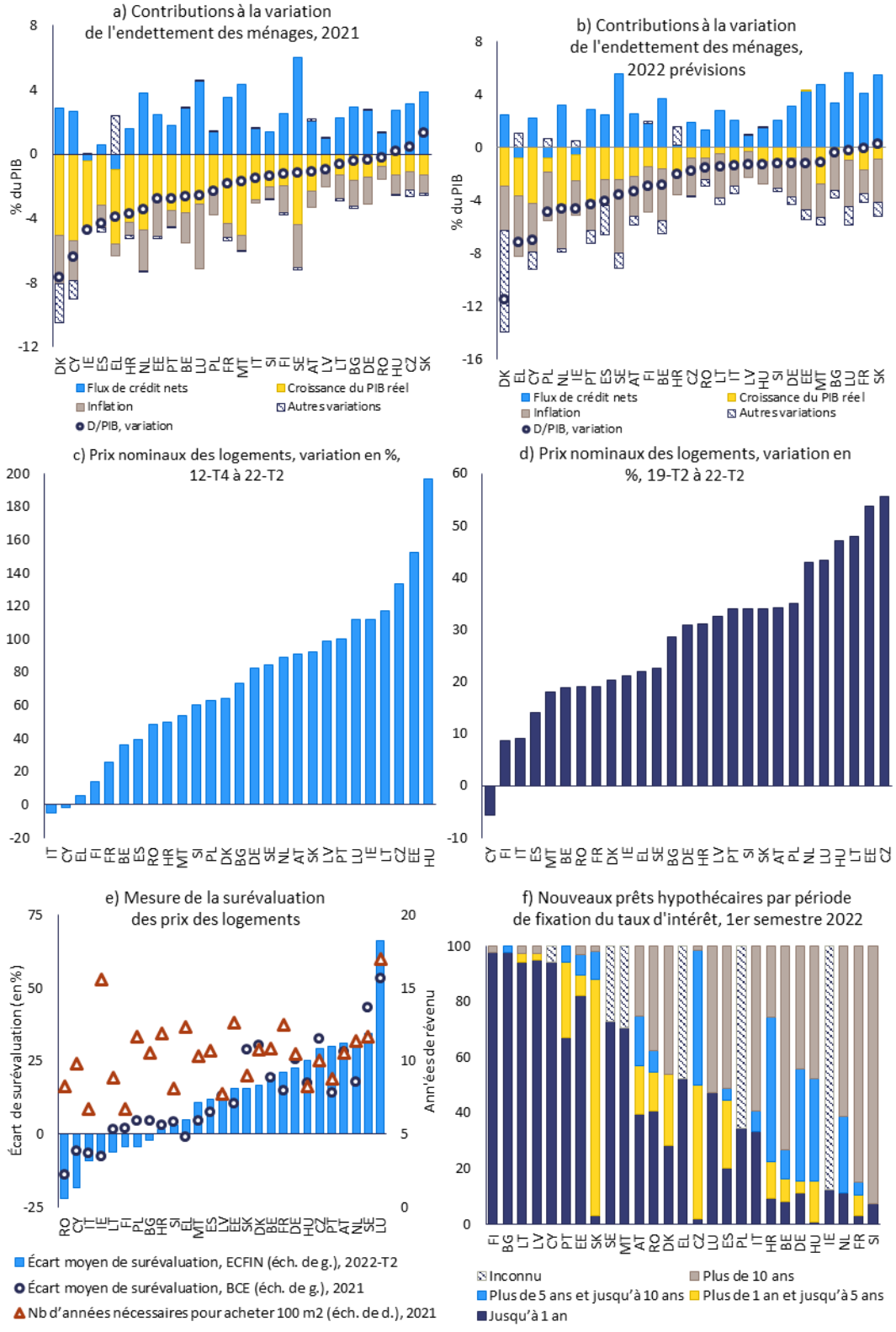
		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Évaluation des risques par le CESR, 2022	Risques de stocks	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	F	F	F	F	F	M	M	M	M						
	Risques de flux	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	M	M	M	M						
	Risque global	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Politique appropriée et suffisante, 2022		**Non**	**Non**	**Non**	**Non**	**Non**	Oui	**Non**	Oui	Oui	**Non**	Oui	Oui	**Non**	Oui	**Non**	**Non**	Oui	Oui	Oui	**Non**	Oui						
Avertissement (A) ou recommandation (R) en	2016	A	A	A	A	A				A											A							
	2019	**R**	**R**	**R**	**R**		A	A		**R**									A		**R**							
	2022					**R**		**R**			A			A		A	A											

(1) NE - Non évalué
Source: CERS

([27]) CERS (2016), «*Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors*», novembre 2016, CERS (2019), «*Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*», septembre 2019 et CERS (2022), «*Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*» février 2022.

À la suite de son évaluation, le CERS a émis quatre alertes par pays et deux recommandations sur les vulnérabilités à moyen terme de l'immobilier résidentiel à l'égard de pays de l'UE. Les alertes ont été émises à destination de quatre pays de l'UE présentant de nouvelles vulnérabilités: Bulgarie, Croatie, Hongrie et Slovaquie. Les recommandations ont été adressées à l'Autriche et à l'Allemagne, qui avaient déjà reçu des alertes du CERS respectivement en 2016 et 2019 et dont les vulnérabilités n'ont pas été suffisamment traitées. Les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier résidentiel sont restées importantes dans les pays qui ont reçu des recommandations du CERS en 2019. Au Danemark, en Finlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas et en Suède, les vulnérabilités persistent malgré les mesures prises récemment pour y remédier. Dans la plupart de ces cas, les prix des logements ont continué à augmenter ou ont augmenté encore plus vite qu'auparavant, ce qui a entraîné une surévaluation inchangée ou accrue des prix des logements. Les risques liés à l'endettement des ménages sont également restés inchangés ou ont augmenté dans plusieurs pays. Pour les autres pays de l'EEE, soit le CERS n'a pas constaté d'accumulation de vulnérabilités significatives dans le secteur de l'immobilier résidentiel, soit ces vulnérabilités ont été identifiées mais l'orientation actuelle des politiques est jugée suffisante pour y remédier.

Graphique 2.4.3: **Dette des ménages et prix de l'immobilier: graphiques choisis**



Source: Ameco, Eurostat, BCE et services de la Commission.

2.5. SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Les ratios d'endettement public ont diminué dans la plupart des États membres en 2021, mais restent nettement supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie. En 2021, le ratio de la dette au PIB a diminué dans presque tous les pays de l'UE, et le chiffre agrégé pour l'UE a diminué de quelque deux points de pourcentage. Cette diminution est le résultat de la reprise du PIB nominal après 2020, tandis que les conditions de financement favorables se sont maintenues. À l'inverse, les déficits budgétaires, bien qu'inférieurs à ceux de 2020, sont souvent restés importants, atteignant en moyenne 5,1 % du PIB pour la zone euro et 4,6 % du PIB pour l'UE, les politiques budgétaires étant restées expansionnistes. En particulier, les déficits budgétaires ont continué de refléter l'incidence des importantes mesures temporaires d'urgence visant à soutenir les ménages et les entreprises touchés par la pandémie de COVID-19, qui correspondaient à environ 3¼ % du PIB pour l'ensemble de l'UE.

Le ratio de la dette publique au PIB devrait encore diminuer dans la plupart des pays de l'UE en 2022. Dans la plupart des États membres, la dette publique devrait diminuer en 2022, de 3½ points de pourcentage au total, mais rester supérieure à ses niveaux de 2019, de près de 15 points de pourcentage dans certains cas. Cette amélioration résulte de la poursuite de la croissance économique nominale, qui est supérieure au coût implicite de la dette, ainsi que d'une nouvelle réduction des déficits malgré des mesures de soutien importantes en faveur des ménages et des entreprises dans le contexte des prix de l'énergie élevés, après deux années de soutien budgétaire substantiel apporté dans le contexte de la pandémie de COVID-19. Les baisses du taux d'endettement ont été plus importantes dans les pays les plus endettés, étant donné que la croissance économique a un effet de désendettement plus marqué lorsque les ratios de la dette au PIB sont plus importants. Dans certains pays dont les ratios de dette publique sont faibles ou modérés, ceux-ci devraient continuer à augmenter.

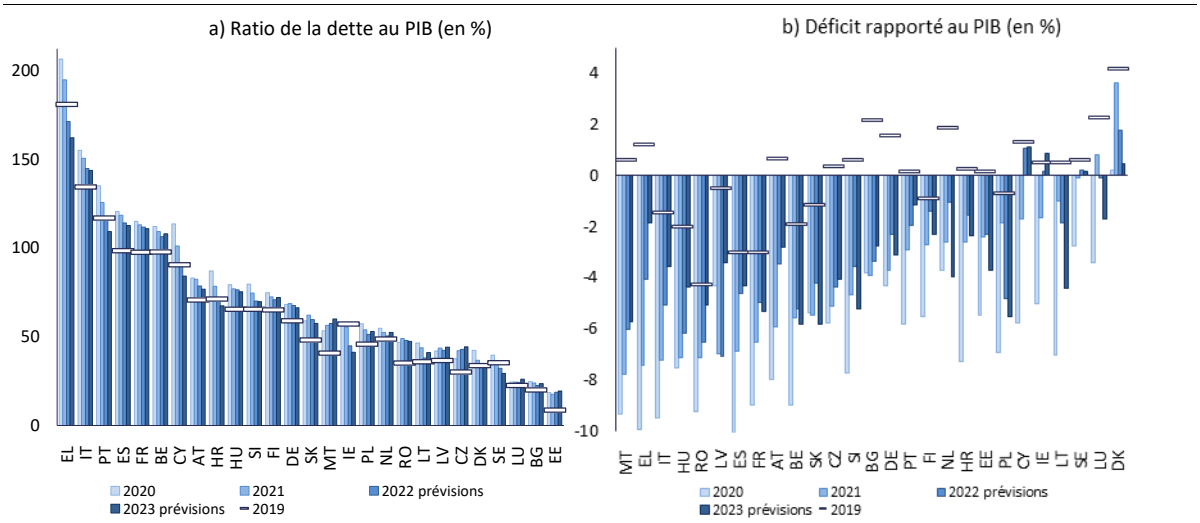
Les perspectives pour 2023 font état de baisses plus modérées ou d'une stabilisation des ratios de la dette publique dans la plupart des pays de l'UE. En 2023, l'affaiblissement de l'activité économique devrait entraîner des réductions moins importantes du taux d'endettement, tandis que les déficits publics devraient s'accentuer globalement, avec une certaine différenciation entre les pays. Les taux d'endettement ne devraient retrouver leurs chiffres antérieurs à la pandémie de COVID-19 d'ici à 2023 que dans une minorité d'États membres (graphique 2.5.1). Au cours des prochains mois, des mesures ciblées supplémentaires pourraient être prises pour soutenir les ménages et les entreprises vulnérables, ce qui déplacerait une partie du coût de la crise énergétique vers le secteur public et ajouterait à la dette publique. En outre, un nouveau durcissement des conditions de financement ou des fluctuations des taux de change pourraient avoir une incidence négative sur les performances budgétaires, en particulier dans les pays hors zone euro, où la part de la dette libellée en devises est souvent importante. Une inflation plus élevée pourrait contribuer à réduire la charge de la dette dans la mesure où elle augmente le PIB nominal, mais des primes de risque plus élevées et une activité économique plus faible pourraient contribuer à augmenter les ratios de dette publique et, à leur tour, poser des problèmes non seulement pour la viabilité budgétaire, mais aussi pour d'autres secteurs de l'économie (cf. encadré 2.5.1).

La charge de la dette pourrait augmenter en raison de taux d'intérêt nominaux plus élevés. Selon les prévisions actuelles, les taux d'intérêt réels devraient rester négatifs dans la zone euro. Les rendements des obligations souveraines ont augmenté dans l'ensemble de la zone euro

en 2022, les écarts de rendement ayant légèrement augmenté à mesure que les marchés intégraient le risque. Malgré le durcissement de la politique monétaire, les taux d'intérêt réels devraient rester négatifs et les rendements des obligations d'État de la zone euro, rester parmi les plus bas au monde. Toutefois, les rendements obligataires des États membres dont la dette est importante ont enregistré des hausses légèrement plus fortes au troisième trimestre, mais les échéances plus longues de la dette contribuent à amortir cette incidence. La possibilité d'une hausse des taux d'intérêt et d'un PIB nominal négatif, qui serait une situation plus défavorable que les prévisions actuelles, ne peut être écartée. Dans ce cas, les taux d'intérêt pourraient dépasser la croissance du PIB nominal, ce qui accentuerait les pressions en faveur de l'amélioration de la situation budgétaire dans certains pays fortement endettés. L'introduction de l'instrument de protection de la transmission par la BCE en juillet 2022 afin d'assurer une transmission monétaire ordonnée dans tous les États membres de la zone euro offre une certaine assurance contre une forte détérioration des conditions de financement, pour autant que ses conditions relatives à la politique économique soient remplies.

Les États membres n'appartenant pas à la zone euro sont confrontés à une charge de la dette plus élevée en raison de l'augmentation des écarts de rendement des obligations souveraines et de l'exposition à la dette libellée en devises. Le durcissement mondial des conditions de financement a eu une incidence plus marquée en dehors de la zone euro. Les rendements des obligations souveraines sont particulièrement élevés en Hongrie, en Pologne et en Roumanie. En outre, les pays n'appartenant pas à la zone euro détiennent une part importante de dette publique libellée en devises, en particulier la Bulgarie[28](74 %) et la Roumanie (52 %), mais aussi la Hongrie (22 %), la Pologne (22 %) et la Suède (17 %).

Graphique 2.5.1: **Dette publique et déficit public par rapport au PIB**



() Les pays sont présentés par ordre décroissant de ratio de la dette au PIB et de ratio du déficit au PIB en 2021.
Source: Ameco et services de la Commission européenne.

Pays affichant en 2021 une dette publique (en % du PIB) supérieure à 60 %, en bleu

BE	BG	CZ	DK	**DE**	EE	IE	**EL**	**ES**	**FR**	**HR**	**IT**	**CY**	LV	LT	LU	**HU**	MT	NL	**AT**	PL	**PT**	RO	**SI**	**SK**	**FI**	SE

(28) La Bulgarie maintient un taux de change fixe vis-à-vis de l'euro par l'intermédiaire d'un système de caisse d'émission et a adhéré au MCE II en juillet 2020.

Au niveau national, les évolutions suivantes du secteur des administrations publiques méritent d'être soulignées:

- Fin 2021, les ratios de la dette publique au PIB étaient supérieurs à 60 % en Allemagne, en Autriche, en Croatie, en Finlande, en Hongrie, en Slovénie et en Slovaquie, et supérieurs à 100 % en Grèce, en Italie, au Portugal, en Espagne, en France, en Belgique et à Chypre. Les ratios de la dette au PIB ont diminué dans tous ces États membres en 2021, à l'exception de l'Allemagne et de la Slovaquie, et devraient continuer à diminuer dans la plupart d'entre eux en 2022 et 2023.

- Il a été constaté que la Grèce présentait des risques élevés pesant sur sa viabilité budgétaire à court terme (voir encadré 2.5.1). Son ratio de la dette publique au PIB est le plus élevé de l'UE et nettement supérieur à 100 %, et le déficit budgétaire reste important, mais devrait se réduire sensiblement. Les besoins de financement bruts devraient diminuer dans les prochaines années.

- À moyen terme, neuf États membres sont considérés comme étant confrontés à des risques élevés en matière de viabilité budgétaire, à savoir la Belgique, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Roumanie, la Slovaquie, la Slovénie et l'Espagne. Les pays présentant les taux d'endettement les plus élevés sont particulièrement vulnérables à l'évolution des conditions de financement. Dans un scénario d'augmentation de 1 point de pourcentage de l'écart entre taux d'intérêt (r, *interest rate*) et taux de croissance (g, *growth*), la dette augmenterait de plus de 10 points de pourcentage du PIB d'ici à 2023 en Italie, en Grèce, en Espagne et au Portugal (voir encadré 2.5.1).

- La Roumanie et la Hongrie se caractérisent par la persistance de déficits budgétaires élevés et l'augmentation des rendements obligataires, et la dette libellée en devises est significative pour les deux pays, en particulier le premier. En Hongrie, la dette publique dépasse également 60 % du PIB et les besoins de financement bruts des administrations publiques sont élevés. En Roumanie, le ratio de la dette publique au PIB devrait légèrement diminuer compte tenu des meilleurs résultats budgétaires attendus.

Encadré 2.5.1: Évolution des conditions de financement — scénario défavorable de «*r-g*»

La Commission évalue les risques des États membres pour la viabilité à court, moyen et long termes. Elle constate que des vulnérabilités à court terme sont présentes pour la Grèce en raison de variables tant budgétaires que macrofinancières. ([29]) À moyen terme, neuf États membres sont considérés comme étant confrontés à des risques élevés en matière de viabilité budgétaire, à savoir la Belgique, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Roumanie, la Slovaquie, la Slovénie et l'Espagne. Ces risques résultent:

- de ratios d'endettement élevés ou en augmentation, liés notamment à la faiblesse de la position budgétaire;
- d'une incertitude accrue autour des projections de référence;
- de la vulnérabilité aux scénarios macrofinanciers défavorables;
- de l'ampleur de l'ajustement budgétaire requis pour ramener le ratio de la dette au PIB à 60 % à moyen terme, c'est-à-dire l'indicateur S1.

Outre l'analyse de la dette et la classification des risques, d'autres facteurs peuvent avoir une incidence sur la viabilité budgétaire. ([30]) Sur le plan négatif, les passifs éventuels qui sont élevés pour l'UE dans son ensemble, mais présentent d'importantes différences entre les pays, peuvent avoir une incidence importante sur la dette et le déficit publics. Cela vaut également pour le risque lié aux passifs éventuels provenant du secteur bancaire. Sur le plan positif, les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont atténués par l'allongement de l'échéance de la dette observée ces dernières années ou par l'incidence des réformes et investissements de la FRR sur la croissance du PIB qui est attendue plutôt à moyen ou long terme.

Impact d'un scénarion négatif "r-c" sur le niveau de la dette prévu en

Pays	Impact
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Source: service de la Commission européenne

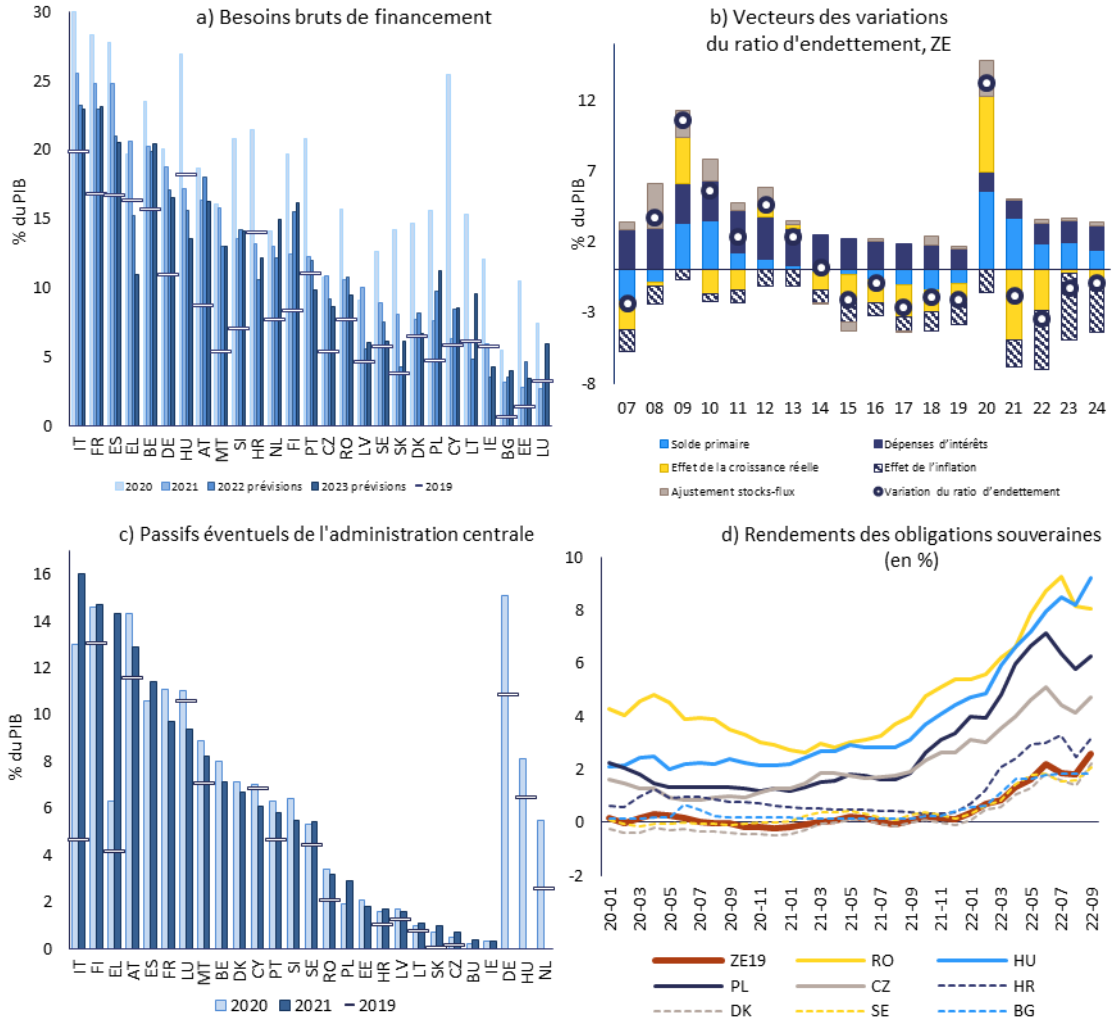
L'incertitude et l'évolution de l'environnement économique peuvent jouer un rôle crucial dans la viabilité budgétaire. Les conditions de financement ont été favorables pendant la dernière décennie, l'environnement de taux d'intérêt bas étant dû au vieillissement de la société, au ralentissement de la croissance de la productivité et à la politique monétaire menée par les banques centrales. Un différentiel «*r-g*» négatif, où la croissance économique dépasse le taux d'intérêt, atténue dans une certaine mesure les défis budgétaires, mais ne les élimine pas, car l'écart peut s'inverser si les conditions changent. C'est précisément la raison pour laquelle l'évaluation des risques en matière de viabilité revêt actuellement une importance particulière alors que *r* augmente tandis que *g* baisse, en raison de l'évolution des conditions de financement et de l'affaiblissement de la situation économique dans son ensemble.

([29]) La classification des risques en matière de viabilité budgétaire se fonde sur les prévisions du printemps 2022 de la Commission (présentées également dans la section «Pays» du présent rapport sur le mécanisme d'alerte).

([30]) Commission européenne (2022): Rapport sur la viabilité des finances publiques, document institutionnel 171.

Des résultats plus faibles en matière de croissance ou des taux d'intérêt plus élevés au cours de la prochaine décennie pourraient entraîner une augmentation des ratios d'endettement en l'absence de mesures. L'analyse de référence de la viabilité budgétaire a été réalisée dans l'hypothèse de conditions de financement favorables. En outre, un scénario défavorable a été conçu pour rendre compte d'une augmentation, voire d'une inversion, de «r-g». Dans ce scénario, dans la plupart des pays de l'UE, «*r-g*» devrait rester négatif en 2032, mais serait plus élevé que prévu dans le scénario de référence. Par conséquent, la dette prévue dans le scénario défavorable serait plus élevée d'ici à 2032 par rapport au scénario de référence.

Graphique 2.5.2: **Secteur des administrations publiques: graphiques choisis**



Source: services de la Commission européenne

2.6. SECTEUR FINANCIER

Le secteur bancaire de l'UE a fait preuve de résilience face aux conséquences de la pandémie en 2021, mais il est resté confronté à une rentabilité structurellement faible. Le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) est resté élevé et stable au cours de l'année écoulée (T3 2021-T2 2022) (graphique 2.6.1 a). Le rendement des fonds propres s'est redressé jusqu'à atteindre des niveaux supérieurs à ceux d'avant la pandémie dans un contexte de revenus d'exploitation plus élevés et de provisions plus faibles enregistrés au cours de cette période, mais la rentabilité demeure un défi structurel dans l'ensemble de l'UE en raison de la surcapacité et du faible rapport coût-efficacité. ([31]) La cession des prêts non performants (PNP) hérités du passé s'est poursuivie en 2021 et au premier semestre de 2022, tandis qu'il n'y a pas eu d'augmentation notable des nouveaux prêts non performants malgré le retrait progressif des moratoires sur les remboursements de prêts mis en place après le début de la pandémie de COVID-19 (graphique 2.6.1 b). L'octroi de crédits aux sociétés non financières s'est poursuivi malgré l'expiration progressive des garanties publiques accordées pendant la pandémie de COVID-19 et, dans certains pays, le durcissement macroprudentiel. Le crédit aux ménages a augmenté régulièrement en 2021, dans un contexte d'envolée des prix du logement dans l'ensemble de l'UE (graphique 2.6.2 a). Les conditions de crédit ont commencé à se resserrer au second semestre 2021 et les taux débiteurs ont augmenté parallèlement au durcissement monétaire, en particulier dans les pays hors zone euro (graphiques 2.6.2 b et c).

À l'avenir, la détérioration des perspectives économiques devrait avoir une incidence négative sur la qualité des actifs et la rentabilité du secteur bancaire. Si l'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur le secteur financier de l'UE a été limité jusqu'à présent en raison de faibles expositions financières directes, il existe des risques d'effets de second tour. La détérioration des perspectives économiques et l'incidence à retardement du retrait des mesures de soutien pourraient entraîner une hausse des ratios de PNP, qui, pour les grandes banques de l'UE, s'établissaient en valeur médiane à 1,8 % à la fin du deuxième trimestre 2022. ([32]) Cette hypothèse est étayée par la part élevée des prêts renégociés et des prêts classés comme peu performants (prêts de stade 2) (graphique 2.6.2 d), qui s'établissait à 9,5 % dans la zone euro au deuxième trimestre 2022. ([33]) ([34]) Ce chiffre est nettement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie, et l'afflux se poursuit pour les secteurs qui ne se sont pas entièrement remis de la pandémie. ([35]) Les ratios de fonds propres ont légèrement diminué début 2022, dans un contexte d'augmentation des actifs pondérés en fonction des risques, mais sont restés stables au deuxième trimestre 2022, le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 agrégé pour les grandes banques demeurant à 15 %. ([36]) Le rendement des fonds propres s'est établi à 7,9 % au deuxième trimestre 2022,

([31]) BCE, *Financial Stability Review*, mai 2022.

([32]) Indicateurs clés de risques de l'ABE.

([33]) Conformément à la norme IFRS 9, les entités applicables doivent désormais classer les instruments financiers en trois stades distincts: «performants» (stade 1), «peu performants» (stade 2) et «non performants» (stade 3). Le stade 2 désigne les prêts présentant une augmentation significative du risque de crédit par rapport au moment de leur comptabilisation initiale.

([34]) Données bancaires prudentielles de la BCE.

([35]) L'Autorité bancaire européenne (ABE) a lancé son exercice annuel 2022 de transparence à l'échelle de l'UE en septembre 2022 et prévoit de publier les informations sur les expositions et la qualité des actifs des banques au début du mois de décembre, en même temps que son rapport d'évaluation des risques.

([36]) Indicateurs clés de risques de l'ABE. L'ABE a publié en juillet 2022 son projet de méthodologie des tests de résistance à l'échelle de l'UE pour 2023, qui fait actuellement l'objet de discussions avec le secteur. La méthodologie couvre tous les

soutenu par les produits d'intérêts nets. ([37]) La hausse des prix de l'énergie et la détérioration des perspectives économiques limitent de nombreux emprunteurs et l'augmentation attendue des risques de crédit se reflète déjà dans la baisse des valorisations du secteur financier en 2022, bien que ces chiffres soient globalement conformes à la tendance générale du marché. Les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indiquent que les banques ont continué de durcir leurs critères d'octroi des prêts tant pour les ménages que pour les entreprises en 2022, et notamment au troisième trimestre. ([38]). En septembre 2022, le conseil général du comité européen du risque systémique (CERS) a émis une alerte sur les vulnérabilités du système financier de l'Union, soulignant que les risques pesant sur la stabilité financière de l'UE et la probabilité que les scénarios de risque extrême se concrétisent avaient augmenté. Les risques identifiés concernent: (i) la détérioration des perspectives macroéconomiques, (ii) les risques pour la stabilité financière découlant d'une possible forte correction des prix des actifs et (iii) les implications de ces évolutions sur la qualité des actifs. ([39])

L'augmentation des taux d'intérêt représente à la fois une opportunité et un défi pour le secteur financier européen, avec une augmentation des risques. La faiblesse persistante des taux d'intérêt a mis à rude épreuve le secteur financier de l'UE au cours des dix dernières années et était l'une des raisons de sa faible rentabilité. Si la hausse des taux d'intérêt fait augmenter les produits d'intérêts des banques, elle peut également augmenter leurs coûts de financement à l'avenir. En outre, des taux d'intérêt plus élevés peuvent avoir une incidence négative sur la valorisation des actifs et des sûretés bancaires, y compris les biens immobiliers et les valeurs mobilières. Les banques et les investisseurs institutionnels, notamment les compagnies d'assurances, pourraient également être confrontés à des courbes de rendement plates ou inversées, dans un contexte de menaces de récession. On peut s'attendre à ce que l'augmentation des coûts de financement, conjuguée à une inflation élevée et à une faible croissance économique, exerce une pression sur les emprunteurs vulnérables. ([40]) La fragmentation persistante ou accrue du coût du financement souverain dans la zone euro peut avoir une incidence négative sur les secteurs bancaires caractérisés par une forte dominante nationale. Alors que des taux d'intérêt plus élevés constituent une évolution positive pour les compagnies d'assurances dont les portefeuilles d'actifs sont principalement investis dans les actifs à faible risque, les fonds d'investissement et les fonds de pension peuvent subir des pertes de valorisation sur leur portefeuille à rendement fixe. La hausse des taux d'intérêt accompagnée de réévaluation des prix des actifs touche également les biens immobiliers commerciaux auxquels les banques sont de plus en plus exposées. [41]Toutefois, la complexité du marché de l'immobilier commercial, avec la présence de non-banques et de sujets internationaux ainsi que d'importantes lacunes dans les données, complique l'évaluation des risques. ([42])

---

domaines de risque et se base sur celle élaborée pour le test de résistance de 2021 à l'échelle de l'UE, avec quelques améliorations méthodologiques et un échantillon plus large de banques.

([37]) Tableau de bord du risque de l'ABE, T2 2022, et statistiques bancaires prudentielles de la BCE, T2 2022.

([38]) Enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, troisième trimestre 2022.

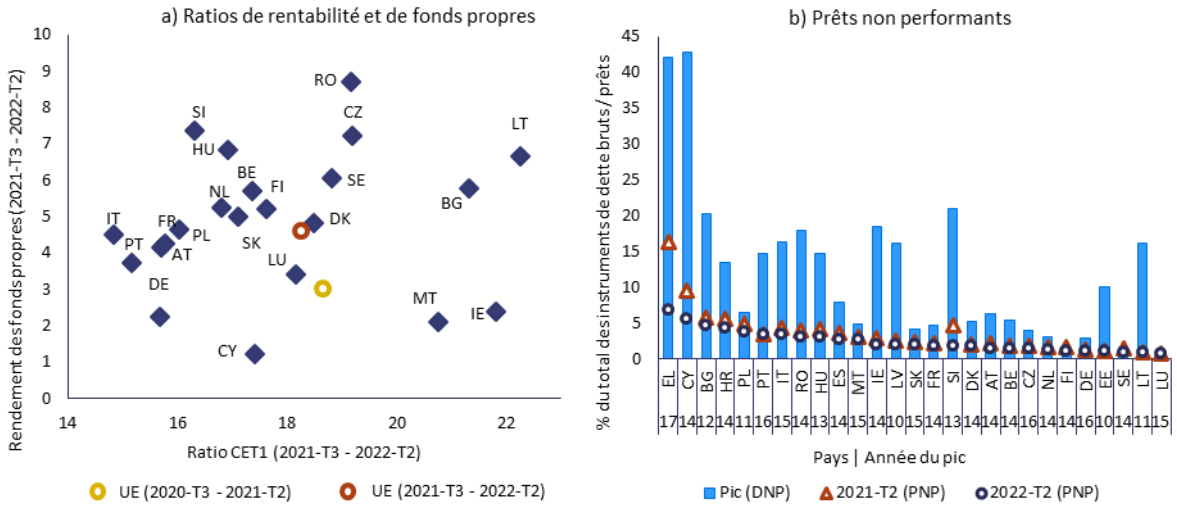
([39]) CERS/2022/7.

([40]) BCE, *Financial Stability Review*, mai 2022.

([41]) L'immobilier commercial représente plus de 9 % de l'exposition au risque des banques dans la zone euro. Dans la zone euro, sur la croissance de 12,6 % des prêts aux sociétés non financières entre le T4 2019 et le T2 2022, près de la moitié (5,6 points de pourcentage) a été consacrée à l'immobilier et aux services professionnels.

([42]) «*Commercial real estate and financial stability — new insights from the euro area credit register*» (L'immobilier commercial et la stabilité financière — nouvelles informations tirées du registre du crédit de la zone euro), Bulletin macroprudentiel de la BCE, numéro 19, octobre 2022.

Graphique 2.6.1: **Banques: rentabilité, ratios de fonds propres et prêts non performants**



Le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) englobe les actions ordinaires et les résultats non distribués. Le ratio de fonds propres de catégorie 1 et le rendement des fonds propres sont la moyenne des données trimestrielles pour l'année écoulée (T3 2021- T2 2022). La valeur moyenne pour l'UE n'est pas pondérée en fonction de la taille de l'économie. EL présentant un rendement des fonds propres fortement négatif (-6 %), ce pays ne figure pas dans le panneau de gauche. Les données relatives au «pic» correspondent au ratio des instruments de dette non performants bruts (DNP) sur le total des instruments de dette bruts; les ratios de prêts non performants (PNP) sont communiqués pour le T2 2021 et le T2 2022; les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où les DNP ont atteint leur pic.
Source: Données bancaires consolidées de la BCE, services de la Commission européenne.

Les risques pesant sur la stabilité financière mondiale ont considérablement augmenté au cours de l'année écoulée. En 2022, les risques pesant sur la stabilité financière se sont accrus dans le monde entier, dans un contexte de forte inflation, de durcissement des conditions financières et de volatilité élevée des marchés. ([43]) La réévaluation du risque à travers le monde peut se répercuter sur les marchés financiers et entraîner une instabilité, ainsi qu'une augmentation des coûts d'emprunt pour les emprunteurs souverains et privés, parfois même de manière idiosyncratique. Cela représente des défis propres aux différentes parties du secteur financier, et l'interconnexion du système financier mondial rend difficile de prédire où les vulnérabilités pourraient se manifester.

Le système financier est exposé à de nouveaux risques systémiques, qui peuvent avoir une incidence différenciée à la fois au sein de l'UE et au sein de la zone euro. La probabilité de certains risques systémiques défavorables, en particulier les risques de dysfonctionnement du marché et d'assèchement de la liquidité, a augmenté pour l'ensemble de l'UE et peut avoir une incidence sur les établissements financiers à la fois bancaires et non bancaires. ([44]) Une matérialisation de ces risques systémiques pourrait avoir une incidence différenciée selon les pays de l'UE. Alors que, dans la zone euro, les évolutions divergentes peuvent être précipitées par des interventions hétérogènes des États membres, les États membres n'appartenant pas à la zone euro sont exposés à des risques supplémentaires liés à l'assèchement de la liquidité et au fonctionnement du marché des changes. Les risques opérationnels devraient rester élevés, ce qui est lié à un risque accru de cyberattaques dans un contexte de numérisation croissante. ([45]) Les risques climatiques et l'exposition croissante aux crypto-actifs représentent un défi particulier pour certains établissements financiers non bancaires.

([43]) FMI (2022): Rapport sur la stabilité financière dans le monde: Évoluer dans un contexte de forte inflation, octobre 2022.

([44]) Alerte du CERS sur les vulnérabilités du système financier de l'Union (CERS/2022/7), octobre 2022.

([45]) Tableau de bord du risque de l'ABE, T2 2022.

Pays affichant en 2021 un flux de crédit au secteur privé, consolidé (en % du PIB) supérieur à 14 %, en bleu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	**LU**	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	**SE**

Pays affichant en 2021 un total des engagements du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an) supérieur à 16,5 %, en bleu																									
BE	BG	CZ	DK	DE	**EE**	**IE**	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	**LT**	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	**SK**	FI	SE

Au niveau national, les évolutions suivantes du secteur financier méritent d'être soulignées:

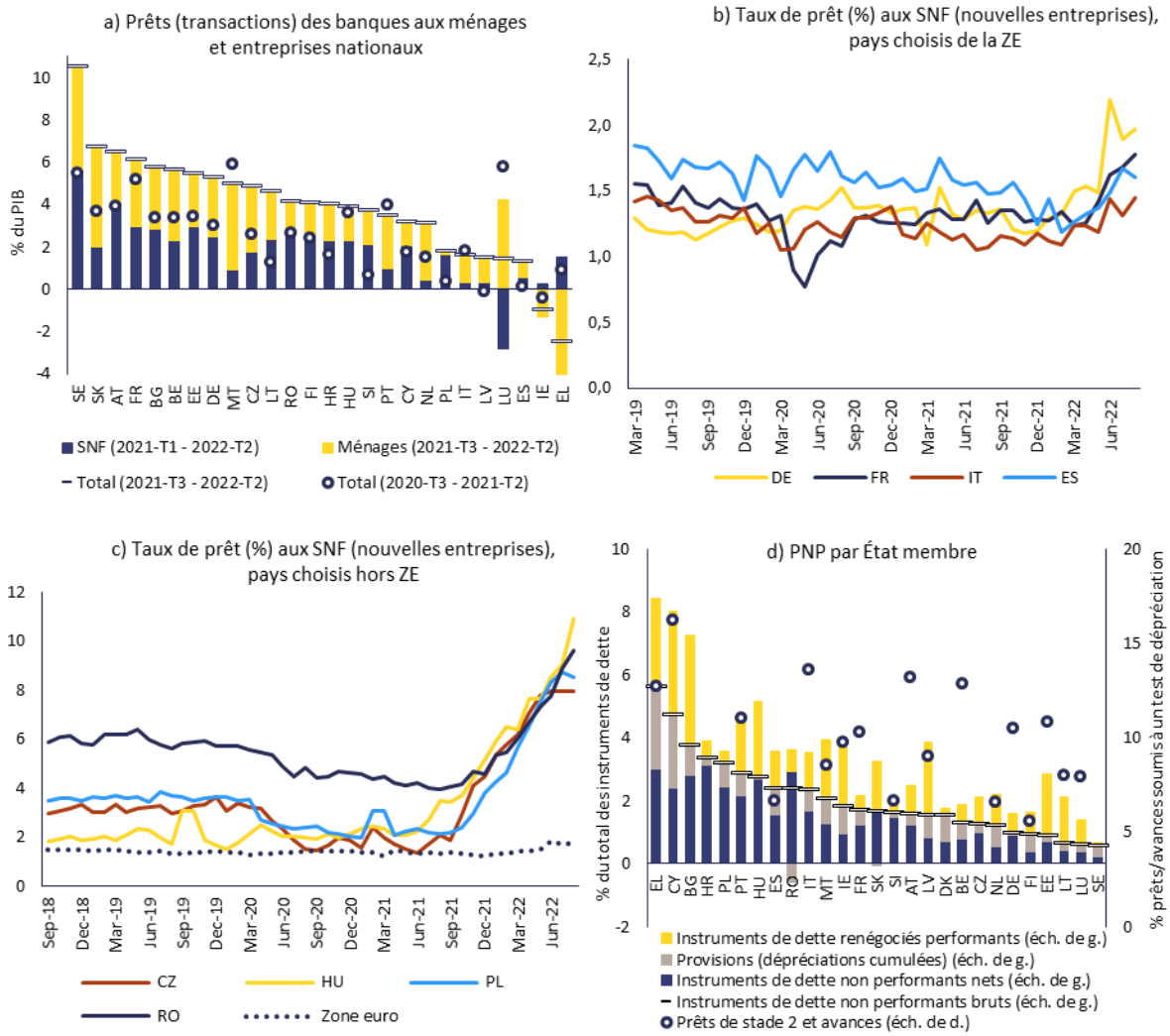
- Quelques pays, dont Chypre, la Grèce et l'Italie, souffrent à la fois d'une faible rentabilité du secteur financier, d'un secteur des entreprises vulnérable et d'une dette publique élevée, ce qui accroît le risque de boucles de rétroaction négatives. Ces trois pays ont enregistré de fortes améliorations de leurs ratios de PNP, qui restent néanmoins supérieurs à la moyenne de l'UE (seulement légèrement pour l'Italie), tandis que les prêts de stade 2 et les prêts renégociés sont à un niveau élevé. En Grèce, le ratio de PNP des banques a considérablement diminué en raison des ventes de ce type de prêts, ce qui a éliminé du risque pour les banques, mais l'a partiellement déplacé vers certains établissements financiers en dehors du secteur bancaire. La rentabilité négative des banques et les flux de crédit négatifs en 2021 suscitent d'autres inquiétudes, tandis que le ratio de fonds propres est resté parmi les plus faibles de l'UE. Les banques chypriotes ont également enregistré une rentabilité très faible en 2021, tandis que leur ratio de fonds propres était proche de la moyenne de l'UE. Les banques italiennes affichent un ratio de fonds propres inférieur à la moyenne et une forte exposition à la dette publique.

- La qualité des actifs des banques est un problème en Bulgarie, où les PNP restent élevés même s'ils diminuent, dans le contexte d'une dette renégociée élevée. Dans la zone euro, les prêts de stade 2 sont particulièrement élevés en Autriche. Le ratio de la dette renégociée a nettement augmenté en Hongrie en 2021.

- En Allemagne, à Malte et en Irlande, le secteur bancaire continue d'être caractérisé par une très faible rentabilité, et la détérioration des perspectives économiques risque de la limiter davantage.

- Les engagements du secteur financier ont augmenté en 2021 au-dessus du seuil de 16,5 % fixé dans le tableau de bord de la PDM en Estonie, en Irlande, en Lituanie et en Slovaquie. Les flux de crédit du secteur privé ont franchi le seuil de 14 % du tableau de bord de la PDM au Luxembourg et en Suède.

Graphique 2.6.2: **Secteur financier: graphiques choisis**



3 SECTION RELATIVE AUX PAYS

3.1. BELGIQUE

En Belgique, les ratios de la dette privée et de la dette publique au PIB sont élevés, bien que les risques associés semblent limités. Des risques relatifs à la compétitivité-coûts apparaissent, une forte augmentation des coûts salariaux unitaires nominaux étant attendue. La dette publique de la Belgique reste importante malgré les récentes réductions opérées.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Belgique. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse en ce qui concerne la Belgique.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,8 % en 2022 et à 0,2 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a atteint 13,1 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 4,8 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Belgique montre qu'en 2021, trois indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la dette du secteur privé, la dette publique et la variation du taux de chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

Des préoccupations liées à la **compétitivité-coûts** apparaissent. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement diminué en 2021, après une forte hausse liée à la pandémie en 2020, mais ils devraient augmenter sensiblement en 2022 et 2023 en raison de hausses relativement fortes des salaires nominaux. Cette augmentation représente une accélération par rapport à la période immédiatement antérieure à la pandémie et est plus marquée pour la Belgique que pour les autres pays de la zone euro. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est légèrement apprécié en 2021. En glissement annuel, il s'est toutefois déprécié en août 2022.

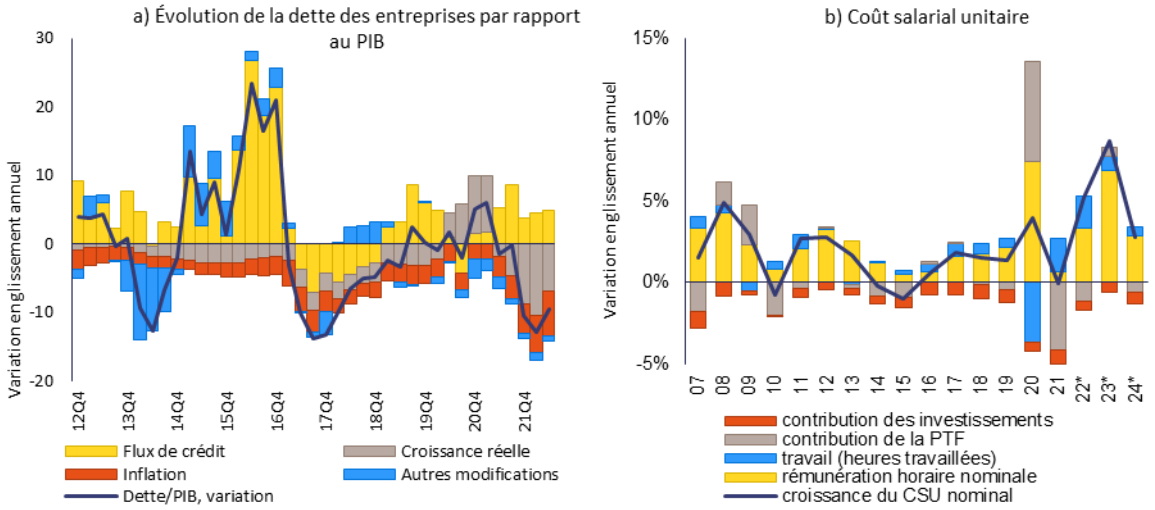
Le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB reste l'un des plus élevés de l'UE, mais il présente une tendance à la baisse. Il a légèrement diminué, pour s'établir à 106,9 % en 2021, la forte croissance ayant compensé la reprise des flux de crédit. Il a continué de diminuer au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. La dette est aujourd'hui inférieure de 11 points de pourcentage à celle de 2019, mais elle reste supérieure aux niveaux de référence tant prudentiels que basés sur les fondamentaux. La forte proportion de prêts intragroupe transfrontières dans la dette des entreprises réduit les risques.

Le ratio de la **dette des ménages** au PIB recule mais reste élevé. Après une forte hausse en 2020, il a diminué en 2021, les flux nets de crédit devant rester modérés. Le ratio d'endettement des ménages a également légèrement diminué au premier semestre 2022, pour se rapprocher de son niveau d'avant la pandémie. La croissance nominale de la production devrait encore favoriser le désendettement en 2022, compte tenu du taux d'inflation. La dette des ménages est supérieure au niveau de référence basé sur les fondamentaux, mais inférieure au niveau de référence prudentiel. La dette non performante des ménages reste faible; la part élevée des prêts hypothécaires assortis de taux fixes à long terme et l'augmentation réelle prévue de la rémunération réduisent les risques liés à l'endettement des ménages à court terme.

Les préoccupations liées à l'évolution des **prix des logements** grandissent. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée pour atteindre 7,1 % en 2021. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est établie à 5,9 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 23,4 % en 2021.

Il existe des risques associés au niveau élevé de la **dette publique** belge. La dette publique a diminué en 2021, pour s'établir à 109,2 % du PIB, la forte croissance ayant produit un effet de dénominateur important. Elle dépasse toujours d'environ 12 points de pourcentage son niveau de 2019. La dette publique devrait à nouveau diminuer en 2022, mais elle devrait s'accentuer en 2023 et 2024. Le déficit public reste élevé, même s'il est tombé à 5,6 % en 2021, et il devrait diminuer légèrement en 2022 avant de repartir à la hausse. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont élevés, tant à moyen qu'à long terme, en raison des projections à long terme de l'évolution de la dette et de l'augmentation des coûts liés au vieillissement de la population.

Graphique 3.1.1: **Sélection de graphiques: Belgique**



Source: Ameco, Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.1.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Belgique**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**0,0**	**0,1**	**0,5**	**-0,4**	**-1,7**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,8 (1)	2,2 (2)	0,1	1,1	0,4	-2,7	-2,9
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-81,5 (3)**	**11,1 (4)**	**40,9**	**47,0**	**59,9**	**51,7**	**45,7**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				36.1	34.6	37.3		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**4,8**	**7,1 p**	**5,4 p**	**9,6**	**15,0**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,4	4,1 p	-0,1 p	5,4	9,2
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,7**	**2,5**	**0,6**	**-1,9**	**-5,0**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,2	1,3	0,5	-3,6	-2,0
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-2,3**	**10,1**	**2,4**	**2,2**	**2,4**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-0,5	4,7	-0,5	0,1	-1,3
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**178,3**	**180,9 p**	**169,0 p**	**159,9**	**154,1**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**4,7**	**-3,3 p**	**3,8 p**	**5,9**	**7,6**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		48,8 (6)	66,8 (7)	60.4	65.6	62.1	60,7	60,3
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		72,3 (6)	71,9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**2,5**	**3,3**	**4,5**	**-2,1**	**-1,4**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		23,4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**97,6**	**112,0**	**109,2**	**106,2**	**107,9**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**5,8**	**8,8**	**7,5**	**6,1**	
Rendement des fonds propres (en %)				8,6	5,9	9,9		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				2.1e	2.1e	1.6p	1,4	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**6,2 b**	**5,8**	**5,9**	**6,0**	**6,2**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,4 (10)		5,5	5,8	6,3	5,8	6,4
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,4**	**0,4 b**	**1,1**	**1,9**	**2,3**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3 an	**0,5 pp**			**-1,6**	**-1,0**	**0,0**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3 an	**2 pp**			**-5,8**	**-3,5**	**2,2**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.2. BULGARIE

En Bulgarie, il existe des préoccupations liées à la compétitivité-coûts et à la dette des entreprises, bien que les risques associés semblent limités. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont fortement augmenté ces dernières années et cette tendance devrait se poursuivre, dans un contexte d'inflation sous-jacente très élevée et de fortes hausses des salaires nominaux. La dette des sociétés non financières diminue, mais reste relativement élevée.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Bulgarie. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse en ce qui concerne la Bulgarie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 3,1 % en 2022 et à 1,1 % en 2023. L'inflation est élevée, y compris par rapport à de nombreux partenaires commerciaux de la Bulgarie membres de la zone euro. En glissement annuel, elle a atteint 15,6 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 9,4 %. Les salaires devraient augmenter rapidement, parallèlement aux prix.

La lecture du tableau de bord pour la Bulgarie montre qu'en 2021, un indicateur dépassait son seuil indicatif, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

Les préoccupations relatives à la **soutenabilité de la position extérieure** ne sont pas très marquées. La balance courante a enregistré un léger déficit de 0,5 % du PIB en 2021, qui devrait s'aggraver à l'avenir. La position extérieure globale nette (PEGN) négative, essentiellement constituée d'investissements directs étrangers, s'est améliorée en 2021 et devrait se rapprocher de l'équilibre d'ici à 2024. La PEGN hors instruments infaillibles est positive et élevée.

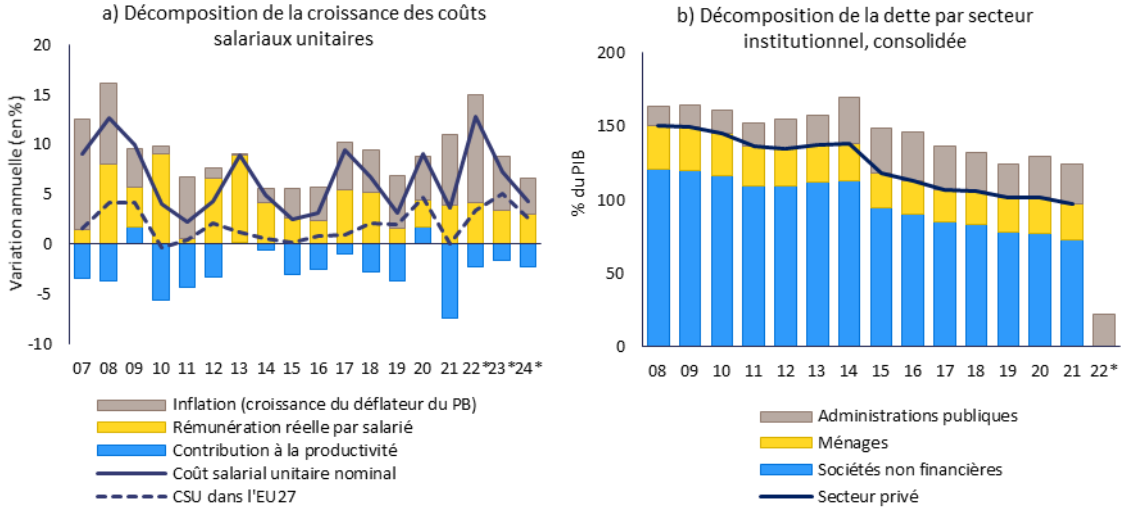
Les pressions sur la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, persistent. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont fortement augmenté ces dernières années et cette tendance devrait se poursuivre, dans un contexte d'inflation sous-jacente très élevée, de pénuries de main-d'œuvre et de fortes hausses des salaires nominaux. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est légèrement apprécié en 2021, et a continué de s'apprécier en août 2022.

La dette des entreprises non financières reste élevée par rapport à celle des autres pays de la région et dépasse les niveaux de référence basés sur les fondamentaux, mais elle présente une tendance à la baisse. Après avoir légèrement augmenté en 2020 dans le contexte de la crise de la COVID-19, le ratio de la dette des sociétés non financières au PIB a de nouveau diminué en 2021, pour s'établir à 59,5 %. Il a encore diminué au cours du premier semestre de 2022, mais il existe des risques associés à l'environnement macroéconomique. Comme dans de nombreux autres États membres n'appartenant pas à la zone euro, la part des prêts aux entreprises libellés en devises étrangères est élevée. L'endettement des entreprises s'accompagne de réserves de liquidités confortables, ce qui atténue les risques, mais il existe des prêts non performants. Le ratio de la dette des ménages au PIB est inférieur aux niveaux de référence prudentiels et basés sur les fondamentaux, mais la prédominance des taux variables pour les prêts au logement expose les ménages endettés au risque de taux d'intérêt plus élevés.

Il existe des préoccupations liées à l'évolution des **prix des logements**. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 4,6 % à 8,7 % en 2021. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel a progressé pour s'établir à 14,6 % au deuxième trimestre de 2022. Toutefois, les indicateurs de l'écart de valorisation ne présentent pas de signes de surévaluation potentielle.

Dans le **secteur bancaire**, les préoccupations principalement liées à la qualité de ses actifs demeurent. Le ratio de prêts non performants a encore diminué pour s'établir à 4,8 % en 2021, mais il reste nettement supérieur à la moyenne de l'UE. Le ratio des prêts peu performants (stade 2) et des prêts renégociés, qui a augmenté après la pandémie, reste également élevé. Le moratoire sur les prêts privés n'a expiré qu'en décembre 2021. Alors que le ratio de fonds propres de catégorie 1 est nettement supérieur à la moyenne de l'UE, le rendement des fonds propres est faible.

Graphique 3.2.1: **Sélection de graphiques: Bulgarie**



Source: Ameco, Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.2.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Bulgarie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**2,0**	**0,9**	**0,5**	**-0,6**	**-1,6**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-0,8 (1)	-4,0 (2)	1,9	0,0	-0,5	-1,2	-3,0
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-37,2 (3)**	**-20,9 (4)**	**-30,2**	**-26,1**	**-18,4**	**-13,7**	**-13,3**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				40.2	47.9	49.8		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**20,4**	**19,9**	**16,4**	**26,9**	**25,5**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,1	9,0	3,6	12,3	7,8
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**4,6**	**7,1**	**3,8**	**4,6**	**-1,6**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,0	2,9	0,8	1,0	-3,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**15,1**	**15,7**	**12,2**	**10,6**	**9,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				2,7	-0,7	5,0	3,1	-1,1
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**90,7**	**92,5**	**84,4**	**80,0**	**75,2**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**5,6**	**3,6**	**4,4**	**7,1**	**6,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		78,6 (6)	28,5 (7)	23.0	24.4	24.9	24,1	25,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		105,3 (6)	52,0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**3,9**	**5,2**	**2,5 p**	**0,9**	**0,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-0,5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**20,0**	**24,5**	**23,9**	**22,5**	**23,6**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**5,2**	**10,6**	**9,5**	**2,6**	
Rendement des fonds propres (en %)				11,2	4,9	8,8		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				6.5e	5.9e	4.8p	4,3	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**6,2**	**5,8**	**5,5**	**5,5**	**5,2**
Taux de chômage (niveau annuel)		4,9 (10)		5,2	6,1	5,3	5,2	5,2
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**4,5**	**0,9**	**0,6**	**0,6**	**1,7**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-2,1**	**-1,2**	**-1,0**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-8,3**	**1,3**	**-0,1**		

Remarques: voir annexe 1.
Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.3. TCHÉQUIE

En Tchéquie, la compétitivité-coûts et l'évolution des prix des logements suscitaient déjà des préoccupations avant la pandémie de COVID-19, préoccupations qui persistent. Les coûts salariaux unitaires nominaux devraient continuer à augmenter, avec un taux de change effectif réel en cours d'appréciation et une inflation sous-jacente très élevée par rapport aux autres pays de la zone euro. La croissance des prix nominaux des logements a été l'une des plus élevées dans l'UE, tandis que, d'après les estimations, les prix des logements sont surévalués.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Tchéquie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Tchéquie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,5 % en 2022 et à 0,1 % en 2023. L'inflation est actuellement très élevée par rapport aux partenaires commerciaux de la Tchéquie au sein de la zone euro, dans un contexte de politique monétaire restrictive. En glissement annuel, elle a atteint 17,8 % en septembre, tandis que le principal taux directeur est passé à 7 %. L'inflation sous-jacente a été estimée à 13,7 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Tchéquie montre qu'en 2021, deux indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux et la croissance des prix réels des logements. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

Les préoccupations relatives à la **soutenabilité de la position extérieure** demeurent limitées. Après sept années d'excédents, le solde de la balance courante a affiché un déficit de 0,8 % du PIB en 2021, sous l'effet d'une baisse du solde excédentaire des biens dans un contexte d'augmentation des importations, et d'une hausse des coûts de l'énergie. Le déficit devrait se creuser, les données en cours d'exercice indiquant une nouvelle réduction de la balance des biens. Toutefois, la position extérieure globale nette (PEGN) légèrement négative a continué de s'améliorer, mais elle devrait se détériorer quelque peu à l'avenir. La PEGN hors instruments infaillibles est largement positive.

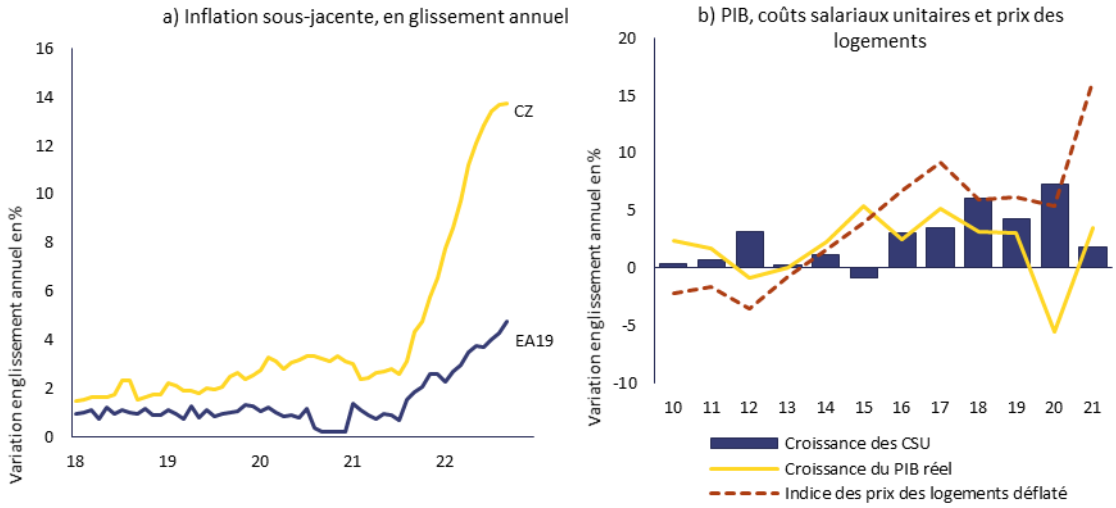
Les préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, persistent. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont fortement augmenté ces dernières années, dans un contexte de tensions sur le marché du travail. Après un ralentissement temporaire en 2021, la croissance des coûts salariaux unitaires devrait à nouveau être élevée en 2022 et 2023. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié en 2021 et une appréciation est également en cours en 2022. Tant l'écart d'inflation que le renforcement du taux de change effectif nominal par rapport à la zone euro ont contribué à cette augmentation.

La très forte croissance des **prix des logements** reste un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 8,5 % en 2020 à 19,7 % en 2021, ce qui constitue l'une des plus fortes hausses de l'UE. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel a progressé pour s'établir à 23,1 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 25 % en 2021. Une hausse importante de l'activité de crédit hypothécaire a également été observée en 2021, y compris de nouveaux prêts en prévision d'un resserrement monétaire. Cette tendance s'est inversée en 2022 après la mise en place de mesures macroprudentielles strictes et la hausse significative des taux hypothécaires. Le ratio de la dette des ménages au PIB est resté globalement inchangé, mais il demeure inférieur aux niveaux de référence.

Les risques liés à la **dette publique** restent relativement faibles. Le ratio de la dette publique au PIB reste relativement faible, même s'il est passé à 42 % en 2021 et devrait continuer à augmenter légèrement. Le déficit public s'est réduit à 5,1 % du PIB en 2021 et devrait continuer à diminuer à l'avenir. En outre, les risques pesant sur la viabilité budgétaire à long terme sont élevés en raison du vieillissement de la population.

Le **secteur bancaire** est stable et résilient. Les banques sont bien capitalisées et leur rentabilité est élevée. La proportion de prêts non performants reste faible. Une hausse importante des taux débiteurs pourrait faire baisser les volumes de prêts relativement élevés et contribuer à une certaine correction des prix de l'immobilier.

Graphique 3.3.1: **Sélection de graphiques: Tchéquie**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.3.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Tchéquie**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,9**	**0,5**	**-1,0**	**-3,5**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,8 (1)	-2,9 (2)	0,3	2,0	-0,8	-4,1	-5,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-64,0 (3)**	**6,5 (4)**	**-19,8**	**-16,3**	**-15,6**	**-17,1**	**-15,8**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				30.2	37.3	36.4		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**14,5**	**18,7**	**13,9**	**15,2**	**15,0**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				4,3	7,3	1,8	5,5	7,1
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**8,7**	**5,6**	**5,0**	**8,7**	**7,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,3	0,7	3,9	3,9	-0,3
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**4,8**	**8,1**	**-1,1**	**-1,6**	**-2,4**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,0	2,4	-4,5	0,7	0,1
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**78,6**	**81,7**	**78,8**	**74,9**	**69,4**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**1,4**	**0,6**	**2,9**	**5,9**	**5,6**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		62,8 (6)	46,3 (7)	31.5	33.9	34.4	34,1	33,7
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		88,5 (6)	63,1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**6,2**	**5,4**	**16,4**	**3,8**	**-4,4**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		25,3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**30,0**	**37,7**	**42,0**	**42,9**	**44,2**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**4,6**	**4,8**	**7,9**	**0,2**	
Rendement des fonds propres (en %)				13,9	6,7	10,6		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.7e	1.9e	1.7p	1,4	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**2,4**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,9**
Taux de chômage (niveau annuel)		2,7 (10)		2,0	2,6	2,8	2,7	3,3
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,7**	**0,5**	**0,0**	**-1,7**	**-0,9**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-1,1**	**-0,4**	**0,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-4,9**	**0,1**	**1,5**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.4. DANEMARK

Au Danemark, la croissance des prix des logements et la dette privée sont élevées, bien que les risques qui y sont associés semblent limités. L'excédent de la balance courante est considérable. La croissance des prix nominaux des logements a été parmi les plus élevées de l'UE, dans un contexte caractérisé, d'après les estimations, par une surévaluation modérée des prix des logements. Les ratios de la dette des ménages et des sociétés non financières au PIB sont élevés et supérieurs aux niveaux de référence prudentiels et fondés sur les fondamentaux, mais ils diminuent.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour le Danemark. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse pour le Danemark.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 3,0 % en 2022 et 0 % en 2023. L'inflation est élevée, dans un contexte de resserrement significatif de la politique monétaire. En glissement annuel, elle a atteint 11,1 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 5,2 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour le Danemark montre qu'en 2021, trois indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la balance courante, la croissance des prix réels des logements et la dette du secteur privé. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les problèmes concernant le **secteur extérieur** sont liés à l'excédent très élevé de la balance courante, qui est passé à 9 % du PIB en 2021. Cet excédent devrait diminuer en 2022, mais rester nettement au-dessus du seuil supérieur de la PDM, étant donné que la balance des services s'améliore. L'accumulation des excédents a entraîné une position extérieure globale nette (PEGN) élevée, qui représentait 77 % du PIB en 2021, même si elle devrait diminuer à l'avenir. Cette PEGN largement positive génère un revenu primaire net positif, ce qui renforce le large excédent courant.

- Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** continuent d'être limitées. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté en 2021 et devraient progresser plus fortement en 2022 et 2023. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il a continué à se déprécier en août 2022.

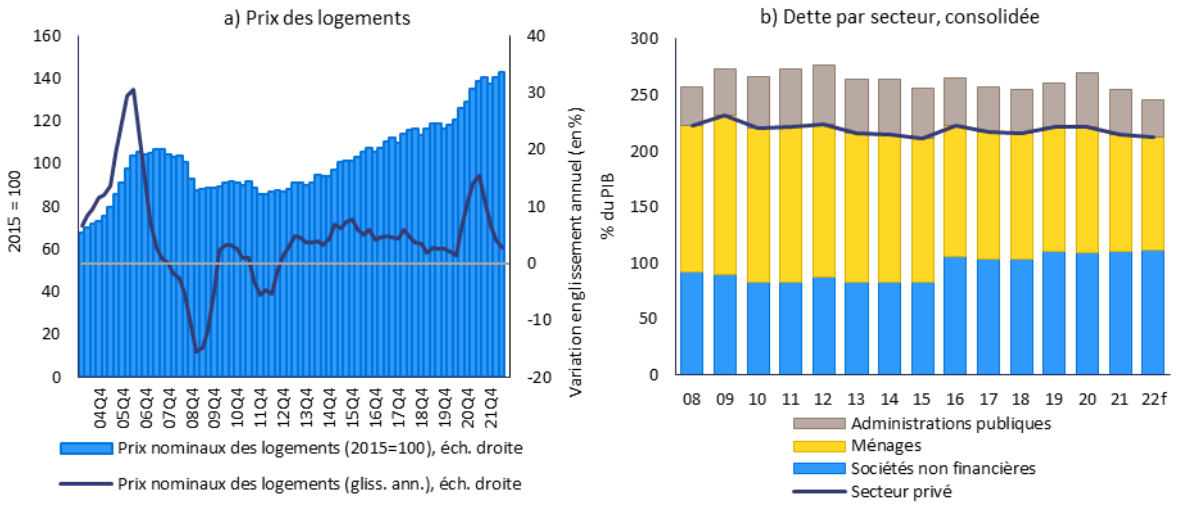
- **La dette des sociétés non financières** est élevée, et elle a légèrement augmenté pour atteindre 110,4 % du PIB en 2021. Elle reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux. Les flux de crédit des sociétés non financières en pourcentage du PIB sont élevés, mais ont diminué au deuxième trimestre 2022.

- Le ratio de la **dette des ménages** au PIB reste le plus élevé de l'UE, dépassant ainsi à la fois les niveaux de référence prudentiels et ceux basés sur les fondamentaux. Toutefois, il a diminué en 2021 et a continué de fléchir au premier semestre 2022, les flux nets de crédit demeurant modérés. Le PIB nominal devrait encore contribuer au désendettement en 2022. La dette non performante des ménages reste faible. Environ la moitié des prêts hypothécaires sont assortis de taux d'intérêt variables ou fixés pour une durée inférieure ou égale à cinq ans.

- La très forte croissance des **prix des logements** reste une source d'inquiétude. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 5,1 % à 11,7 % en 2021, ce qui est l'une des plus fortes hausses de l'UE. La croissance des prix nominaux des logements en

glissement annuel a ralenti, atteignant 2,8 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 20 % en 2021.

Graphique 3.4.1: **Sélection de graphiques: Danemark**



Source: Eurostat, BCE et services de la Commission européenne.

Tableau 3.4.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Danemark**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**7,9**	**7,9**	**8,5**	**7,9**	**7,7**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		1,1 (1)	2,7 (2)	8,5	7,9	9,0	6,7	7,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-91,7 (3)**	**19,9 (4)**	**77,7**	**70,0**	**77,0**	**71,7**	**80,6**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				29.0	32.6	32.1		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**3,4**	**6,7**	**6,1**	**8,9**	**8,6**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,9	3,5	0,6	4,6	3,2
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 an	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**-0,2**	**0,9**	**-1,1**	**-4,9**	**-8,7**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,8	1,5	-0,9	-5,5	-2,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**1,7**	**10,6**	**6,5**	**8,7**	**9,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				2,3	6,6	-2,3	1,5	1,0
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**221,2**	**221,3**	**214,7**	**212,2**	**206,9**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**10,5**	**5,0**	**12,3**	**10,4**	**13,6**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		69,7 (6)	93,7 (7)	110.6	111.9	104.3	100,5	97,8
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		96,2 (6)	99,6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**1,4**	**4,7**	**9,5**	**-6,3**	**-1,6**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		20,0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**33,7**	**42,2**	**36,6**	**33,7**	**32,8**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**13,4**	**5,6**	**11,7**	**0,3**	
Rendement des fonds propres (en %)				8,7	4,5	8,2		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.9e	1.9e	1.8p	1,5	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,3 b**	**5,2**	**5,2**	**5,1**	**5,0**
Taux de chômage (niveau annuel)		4,7 (10)		5,0	5,6	5,1	4,5	5,5
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,6 b**	**1,1 b**	**1,4**	**3,0**	**2,6**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-0,4**	**-0,3**	**0,0**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-2,1**	**-0,8**	**0,3**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.5. ALLEMAGNE

Le large excédent courant de l'Allemagne a récemment fortement diminué, en raison de la détérioration des termes de l'échange résultant du choc extérieur négatif. Jusqu'au début de 2022, la croissance des prix nominaux des logements a été l'une des plus élevées de l'UE, et on estime que les prix des logements sont surévalués. L'inflation sous-jacente et l'augmentation des salaires en Allemagne pourraient faciliter le rééquilibrage de la zone euro.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que l'Allemagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour l'Allemagne.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 1,6 % en 2022 et -0,6 % en 2023. À 11,6 % en glissement annuel, l'inflation a été élevée et a augmenté en octobre, bien qu'elle soit plus faible que dans la plupart des pays de la zone euro, l'inflation sous-jacente étant estimée à 5,1 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Allemagne montre qu'en 2021, trois indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la balance courante, la croissance des prix réels des logements et la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

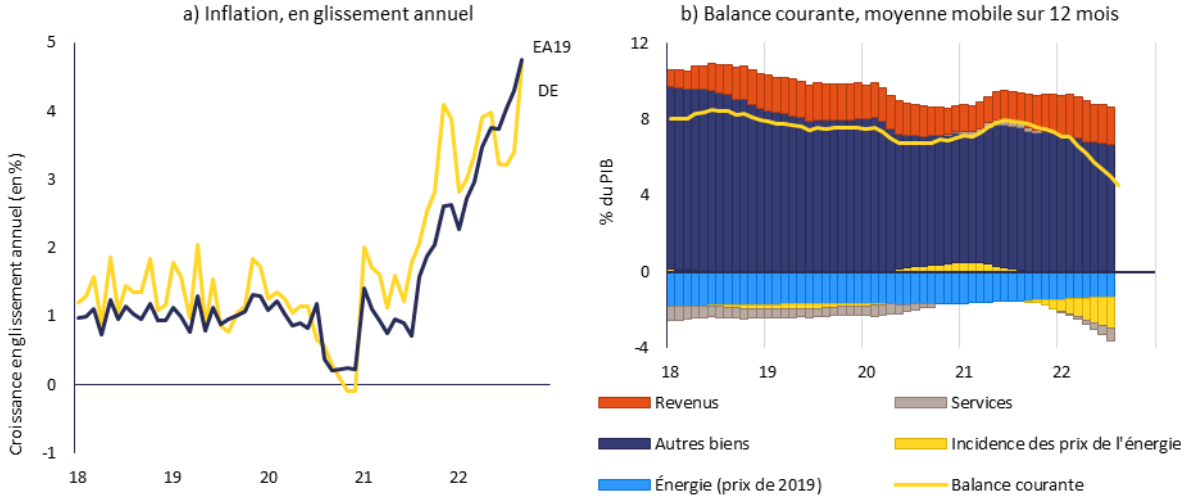
- L'**excédent courant** a légèrement augmenté, pour atteindre 7,4 % du PIB en 2021, en raison de la faiblesse des investissements privés et publics, malgré des conditions de financement favorables. En 2022, pour la première fois depuis 2010, l'excédent courant devrait tomber nettement en dessous de 6 % du PIB. Cette baisse reflète la flambée des prix de l'énergie et la détérioration des termes de l'échange qui y est associée, la résilience de la demande intérieure et la croissance des stocks. L'excédent devrait encore augmenter en 2023, tout en restant nettement inférieur à 6 % du PIB.

- L'évolution de la **compétitivité-coûts** est susceptible de faciliter le rééquilibrage de la zone euro. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux est restée modérée, malgré un marché du travail tendu, mais elle devrait repartir à la hausse en 2022 et 2023. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH a baissé en 2022.

- La croissance des **prix des logements** reste une source d'inquiétude. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 7,8 % à 11,5 % en 2021, ce qui est l'une des plus fortes hausses de l'UE. Les prix nominaux des logements ont encore augmenté pour atteindre 10,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2022, avec un ratio prix/revenus globalement inchangé. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 21 % en 2021.

- Les **risques liés à la dette publique** restent limités. Le ratio de la dette publique au PIB a dépassé le seuil indicatif du tableau de bord de 60 % du PIB, passant à 68,6 % en 2021. Il devrait diminuer à l'avenir, les risques pesant sur la viabilité budgétaire à long terme étant considérés comme moyens. Le déficit budgétaire s'est réduit à 3,7 % du PIB en 2021, soit un déficit inférieur à la moyenne de la zone euro. Il devrait continuer de diminuer en 2022, mais repartir à la hausse en 2023.

Graphique 3.5.1: **Sélection de graphiques: Allemagne**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.5.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Allemagne**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**7,8**	**7,5**	**7,3**	**6,0**	**5,2**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		1,9 (1)	2,9 (2)	7,6	7,0	7,4	3,7	4,6
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-83,3 (3)**	**25,1 (4)**	**58,5**	**64,1**	**70,7**	**76,8**	**76,4**
PIII - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				51.0	54.9	54.6		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**8,1 p**	**10,3 p**	**7,4 p**	**8,3**	**11,0**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,3 p	3,4 p	0,6 p	4,1	6,0
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,0**	**2,4**	**0,5**	**-2,3**	**-5,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,5	1,4	0,8	-4,3	-2,0
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-1,2**	**0,9**	**-5,9**	**-7,0**	**-7,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,9	2,1	-3,6	-2,4	-1,7
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**112,7 p**	**121,2 p**	**120,4 p**	**120,2**	**111,3**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**6,4 p**	**6,4 p**	**5,7 p**	**7,7**	**5,2**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		52,8 (6)	65,9 (7)	53.4	57.0	56.7	56,1	55,2
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		76,9 (6)	80,6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,4**	**7,1**	**8,2 p**	**4,6**	**-0,9**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		20,5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**58.9**	**68.0**	**68.6**	**67.4**	**66.3**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16.5%**			**7.3**	**11.4**	**7.2**	**9.7**	
Rendement des fonds propres (en %)				2,1	2,2	4,0		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10.6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.2e	1.2e	1.1p	1,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**3.3**	**3.3 b**	**3.4 b**	**3.5**	**3.4**
Taux de chômage (niveau annuel)		3.3 (10)		3.0	3.7 b	3.6	3.1	3.5
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0.2 pp**			**1.3**	**0.3 b**	**1.2**	**1.5**	**1.9**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0.5 pp**			**-0.5**	**-0.4 b**	**-0.2**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-1.3**	**0.8 b**	**0.3**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.6. ESTONIE

En Estonie, les préoccupations liées à la compétitivité-coûts sont de plus en plus grandes. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux devrait s'accélérer et l'inflation sous-jacente est élevée par rapport aux autres pays comparables de la zone euro. La croissance des prix nominaux des logements est parmi les plus élevées de l'UE, dans un contexte caractérisé, d'après les estimations, par une surévaluation modérée des prix des logements.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour l'Estonie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant l'Estonie.

La croissance du PIB réel devrait atteindre -0,1 % en 2022 et 0,7 % en 2023. L'inflation est élevée, même par rapport aux partenaires commerciaux de l'Estonie membres de la zone euro. En glissement annuel, elle est revenue à 22,4 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 12,5 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Estonie montre qu'en 2021, cinq indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, la croissance des engagements du secteur financier, l'évolution du taux d'activité et l'évolution du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les préoccupations relatives à la **soutenabilité de la position extérieure** demeurent limitées. Alors que le solde de la balance courante a enregistré un déficit de 1,8 % du PIB en 2021, il devrait atteindre un léger excédent en 2022 et continuer à s'améliorer à l'avenir. Le déficit public s'est réduit à 2,4 % du PIB en 2021 et devrait resté globalement inchangé en 2022, avant de commencer à se creuser en 2023. La position extérieure globale nette (PEGN) est négative, mais s'est améliorée en 2021. Après une détérioration temporaire en 2022, elle devrait continuer à s'améliorer en 2023. Étant donné que le stock cumulé d'IDE représente la majeure partie des passifs, la PEGN hors instruments infaillibles est positive et élevée.

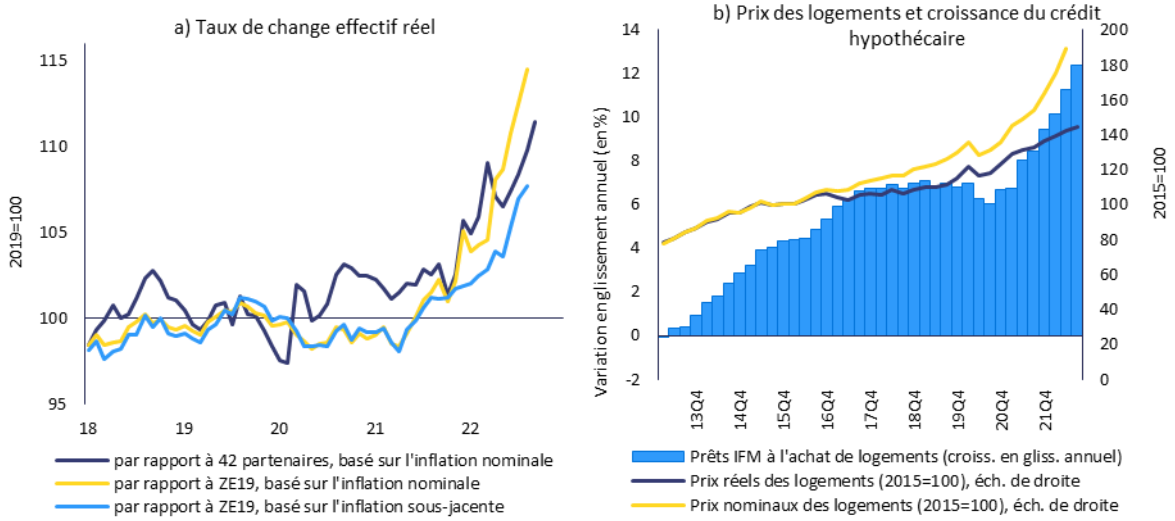
- Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** sont de plus en plus grandes. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté en 2021 et devraient fortement augmenter en 2022 et 2023, dans le contexte de fortes hausses des salaires nominaux de l'Estonie qui ne correspondent pas à la productivité. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié en 2021 et une appréciation plus forte est en cours en 2022.

- La forte **croissance des prix des logements** reste une source d'inquiétude. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 6 % en 2020 à 15,1 % en 2021 — ce qui constitue l'une des hausses les plus marquées de l'UE au cours des derniers trimestres —, et à 27,4 % au deuxième trimestre 2022. L'un des ratios prix/revenus les plus élevés de l'UE soulève des problèmes d'accessibilité financière. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 7 % en 2021.

- Le ratio de la **dette des ménages** au PIB est proche du niveau de référence basé sur les fondamentaux et inférieur au seuil prudentiel. Les flux nets des crédits aux ménages ont été modérés jusqu'en 2021, atteignant quelque 2 % du PIB. Alors que les flux nets des crédits ont augmenté en 2022 pour atteindre près de 4 % du PIB, le ratio de la dette au PIB a continué de diminuer au premier semestre 2022.

- Le taux de chômage a reculé pour atteindre 6,2 % en 2021 et devrait diminuer légèrement en 2022, mais augmenter en 2023. Le taux d'activité a diminué en 2021, reflétant toujours les restrictions liées à la pandémie; il devrait recommencer à augmenter à l'avenir. Le chômage des jeunes reste élevé, bien qu'il ait diminué.

Graphique 3.6.1: **Sélection de graphiques: Estonie**



Source: Eurostat, BCE (BSI) et services de la Commission européenne.

Tableau 3.6.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Estonie**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**1,8**	**0,8**	**-0,1**	**-0,8**	**-0,2**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-0,6 (1)	-2,6 (2)	2,4	-1,0	-1,8	0,4	0,7
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-61,6 (3)**	**-14,3 (4)**	**-22,6**	**-21,9**	**-13,0**	**-18,4**	**-14,2**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				31.0	41.5	39.9		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**15,8**	**15,7**	**10,7**	**19,5**	**25,2**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				4,7	3,9	1,8	12,9	8,8
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**6,1**	**5,3**	**1,9**	**0,0**	**-3,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,0	0,7	1,2	-2,1	-2,9
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**1,7**	**16,4**	**17,8**	**19,4**	**16,0**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				2,6	4,8	7,8	1,2	-1,1
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**98,9**	**101,4**	**95,3**	**91,3**	**81,5**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**3,4**	**3,0**	**6,5**	**7,8**	**3,9**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		87,8 (6)	38,2 (7)	38.6	40.7	37.8	37,3	37,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		111,8 (6)	61,0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,4**	**7,0**	**10,4**	**1,3**	**-0,6**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		6,9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**8,5**	**18,5**	**17,6**	**18,7**	**19,3**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**11,6**	**17,9**	**17,5**	**1,5**	
Rendement des fonds propres (en %)				8,3	7,4	9,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.6e	1.6e	1.1p	1,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,2**	**5,6**	**5,9**	**6,4**	**6,3**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,2 (10)		4,5	6,9	6,2	6,1	6,6
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,3**	**0,4**	**-0,2**	**4,8**	**2,0**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,3**	**-0,8**	**0,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-2,4**	**6,2**	**4,7**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.7. IRLANDE

En Irlande, les ratios de la dette extérieure, des ménages et des sociétés non financières, ainsi que de la dette publique au PIB sont élevés, mais continuent de diminuer sensiblement. En conséquence, les préoccupations à cet égard semblent rester limitées. Les ratios d'endettement en Irlande sont influencés par la présence d'entreprises multinationales. La croissance des prix nominaux des logements s'accélère et l'accessibilité financière des logements est une source d'inquiétude.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que l'Irlande ne connaissait plus de déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse pour l'Irlande.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 7,9 % en 2022 et 3,2 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a atteint 9,6 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 5,1 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Irlande montre qu'en 2021, quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la balance courante, la position extérieure globale nette, la dette du secteur privé et la croissance des engagements du secteur financier. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les inquiétudes en ce qui concerne la **viabilité de la position extérieure** se sont considérablement atténuées ces dernières années. Le secteur extérieur est fortement gonflé par les activités des entreprises multinationales. La balance courante a enregistré un important excédent de 14,2 % du PIB en 2021, qui devrait s'accroître en 2022. L'excédent courant corrigé de l'incidence des entreprises multinationales est également resté élevé en 2021. La position extérieure globale nette (PEGN) s'est améliorée, pour s'établir à -145,5 % du PIB en 2021. Une amélioration continue de la PEGN est prévue pour les deux prochaines années.

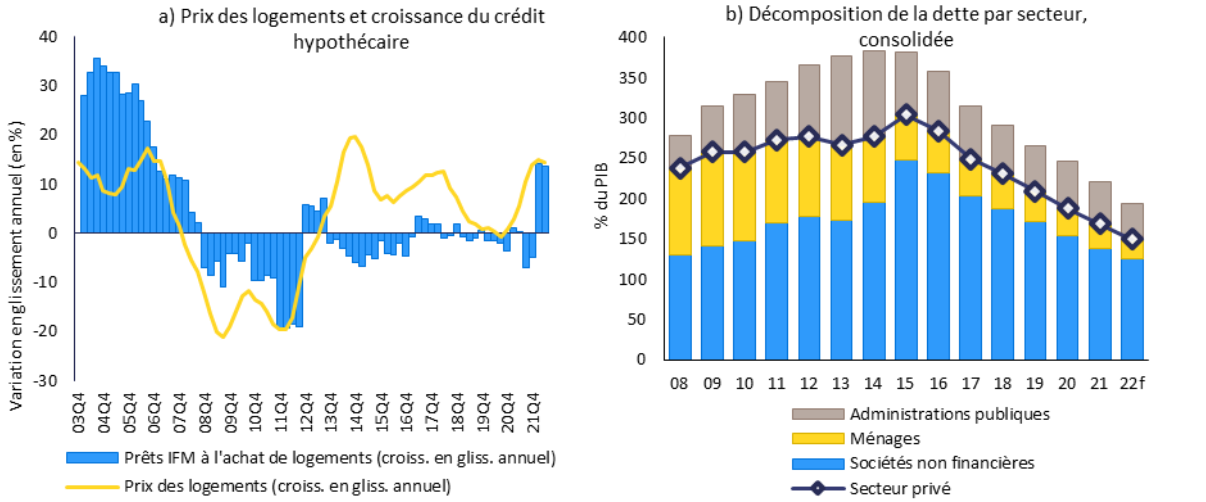
- **La dette des sociétés non financières** est élevée, mais sur une trajectoire descendante. Elle a légèrement diminué, pour s'établir à 138 % du PIB, soit 252 % du revenu national brut (RNB) ajusté en 2021. Le ratio d'endettement des sociétés non financières a diminué au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. Il reste supérieur aux seuils fondamentaux et prudentiels, même si la forte proportion de prêts intragroupe transfrontières dans la dette des entreprises réduit les risques. La part des prêts aux entreprises libellés en devises étrangères (12 %) est l'une des plus élevées des pays de la zone euro, mais elle est liée à la présence d'entreprises multinationales. Le ratio de la **dette des ménages** au PIB est relativement faible et se trouve sur une trajectoire descendante. Il est inférieur aux niveaux de référence, mais le PIB irlandais est gonflé par les activités des multinationales. En pourcentage du revenu intérieur brut des ménages, l'endettement des ménages a diminué de manière significative, mais reste proche de 100 %. La part des crédits hypothécaires à taux variable est relativement faible (20 % en 2021).

- L'évolution des **prix des logements** suscite de plus en plus d'inquiétude. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 0,3 % à 8,3 % en 2021. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est établie à 14,4 % au deuxième trimestre de 2022. L'un des ratios prix/revenus les plus élevés de l'UE soulève des problèmes d'accessibilité financière. Les indicateurs de l'écart de valorisation produits par les services de la Commission ne présentent pas de signes de surévaluation potentielle.

- Le **secteur bancaire** est globalement stable. Les banques sont bien capitalisées et leur rentabilité a augmenté en 2021, bien qu'elle soit restée faible par rapport aux autres banques européennes. Les prêts non performants ont continué de diminuer, même si les expositions aux prêts peu performants (stade 2), en particulier en ce qui concerne les sociétés non financières, restent relativement élevées. Le secteur financier non bancaire irlandais est très vaste, mais il n'est que peu lié à l'économie nationale.

- Les **risques liés au ratio de la dette publique** au PIB sont assez faibles. Celui-ci a connu en 2021 une baisse (55,4 %), qui devrait se poursuivre en 2022. En revanche, la dette publique rapportée au RNB reste élevée, à près de 100 %. Le solde des administrations publiques devrait devenir légèrement excédentaire en 2022 et continuer à s'améliorer. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire à long terme sont modérés.

Graphique 3.7.1: **Sélection de graphiques: Irlande**



Source: Eurostat, BCE (BSI) et services de la Commission européenne.

Tableau 3.7.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Irlande**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-4,7**	**-7,2**	**-4,2**	**8,5**	**16,9**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		4,3 (1)	-4,9 (2)	-19,8	-6,8	14,2	18,2	18,3
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-159,0 (3)**	**17,0 (4)**	**-193,4**	**-177,0**	**-145,5**	**-121,4**	**-93,7**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-282.6	-294.4	-335.1		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**-3,9**	**-6,3**	**-7,9**	**-10,0**	**-1,7**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,3	-5,1	-4,2	-1,0	3,6
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**-1,4**	**-1,2**	**-2,6**	**-6,1**	**-7,2**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-2,7	0,3	-0,1	-6,3	-0,9
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**73,1**	**51,5**	**39,9**	**47,3**	**41,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				9,7	23,2	-4,0	6,8	1,9
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**209,3 p**	**187,3 p**	**168,1 p**	**149,4**	**144,0**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**-9,6 p**	**-3,6 p**	**2,6 p**	**7,2**	**13,2**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		74,6 (6)	44,9 (7)	38.6p	34.4p	29.7p	24,6	22,9
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		112,8 (6)	42,0 (7)				124,8	121,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**0,5**	**-0,5**	**4,2**	**5,5**	**0,4**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-11,5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**57,0**	**58,4**	**55,4**	**44,7**	**41,2**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**15,4 p**	**7,4 p**	**18,8 p**	**2,1**	
Rendement des fonds propres (en %)				3,7	-2,2	4,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				3.4e	3.4e	2.4p	2,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,8**	**5,6**	**5,7**	**5,5**	**5,1**
Taux de chômage (niveau annuel)		5,1 (10)		5,0	5,9	6,2	4,4	4,8
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,6**	**-1,8**	**1,8**	**1,6**	**3,5**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-2,6**	**-1,6**	**-0,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-4,3**	**1,4**	**0,7**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.8. GRÈCE

En Grèce, les ratios de la dette publique et de la dette extérieure par rapport au PIB sont toujours une source d'inquiétude, bien qu'ils aient repris leur trajectoire descendante après la crise de la COVID-19. Le déficit courant a continué d'augmenter et devrait rester élevé. Des inquiétudes subsistent quant au secteur bancaire, qui est grevé par un stock élevé, quoique sensiblement réduit, de prêts non performants. Les faiblesses du marché du travail persistent, malgré des améliorations notables.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que la Grèce connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour la Grèce.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 6 % en 2022 et 1 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a diminué pour s'établir à 9,8 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,9 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Grèce montre qu'en 2021, six indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la balance courante, la position extérieure globale nette, la croissance des prix réels des logements, la dette publique, l'évolution du chômage et l'évolution du taux d'activité. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- La **viabilité de la position extérieure** demeure préoccupante. Le déficit des opérations courantes s'est accru pour atteindre 6,8 % du PIB en 2021. La bonne saison touristique devrait améliorer la balance des services et compenser partiellement la détérioration de la balance commerciale des biens, mais elle ne devrait pas totalement compenser la détérioration de la balance commerciale des biens, y compris des biens énergétiques. Le déficit courant devrait se creuser en 2022 et rester nettement supérieur à ses niveaux d'avant la pandémie. La PEGN reste importante et négative, à -171,9 % du PIB en 2021, soit légèrement en dessous de son niveau de 2020, et devrait continuer à s'améliorer. Les passifs constituant la PEGN correspondent en grande partie à de la dette publique contractée à des conditions préférentielles et avec des échéances longues.

- Des inquiétudes subsistent en ce qui concerne les ratios de la **dette des ménages et des sociétés non financières** au PIB. Tous deux sont supérieurs aux niveaux de référence prudentiels et fondamentaux, mais se trouvent sur une trajectoire descendante. Le ratio d'endettement des ménages et des sociétés non financières a reculé au premier semestre de 2022. Plus de la moitié des prêts hypothécaires sont assortis de taux d'intérêt variables.

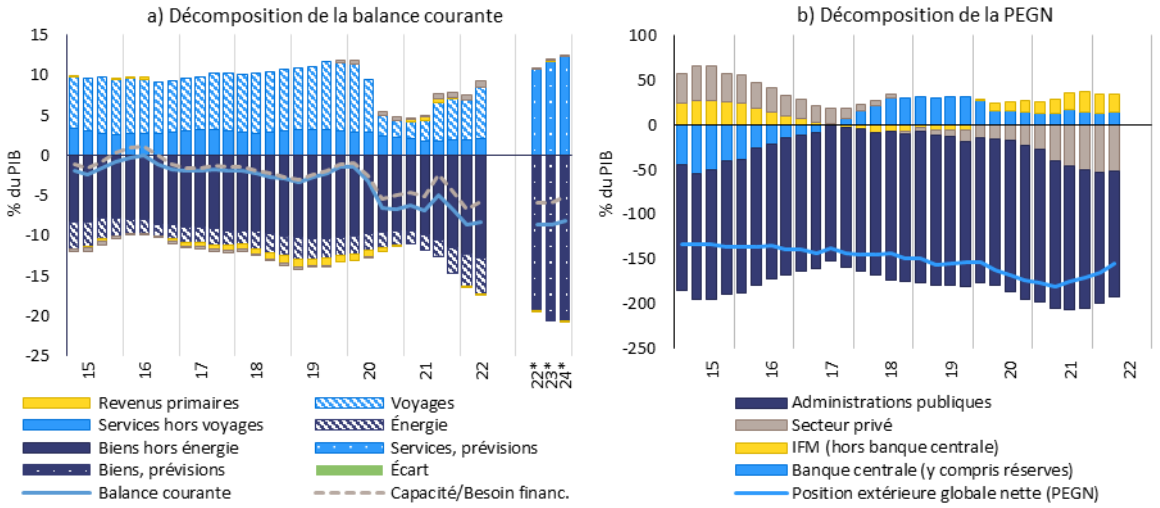
- La **dette publique** est très élevée. Le ratio de la dette publique au PIB est l'un des plus élevés de l'UE, bien qu'il ait diminué de 12 points de pourcentage en 2021, pour s'établir à 194,5 % du PIB, et devrait encore diminuer en 2022 — passant sous le niveau de 2019 — et en 2023. Le déficit public demeure élevé, même s'il s'est réduit à 7,5 % en 2021 et devrait poursuivre sur cette voie. Étant donné que la dette grecque est majoritairement détenue par des prêteurs officiels, les taux d'intérêt favorables de ces prêts garantissent une limitation des dépenses d'intérêts à court et moyen terme. En outre, la Grèce continue de disposer d'importantes réserves de liquidités, ce qui permet une gestion efficace de la liquidité et réduit les risques de refinancement. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont augmenté, mais se sont maintenant stabilisés à un taux supérieur à la moyenne de la zone euro. Les risques en matière de viabilité budgétaire sont élevés à court et à moyen terme, mais sont modérés à long terme.

- Des inquiétudes subsistent quant au **secteur bancaire**. Celui-ci continue d'être grevé par un stock élevé, quoique sensiblement réduit, de prêts non performants (PNP). Les risques qui y sont

associés présentent un risque pour l'économie, étant donné qu'une partie des créances privées non performantes héritées du passé figurent dans les bilans d'établissements financiers en dehors du secteur bancaire. Au cours de l'année écoulée, la création nette de nouveaux PNP est restée limitée, mais les prêts peu performants (stade 2) et la part des prêts renégociés sont supérieurs à la moyenne de la zone euro. La rentabilité est devenue fortement négative en 2021, et le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 reste l'un des plus faibles de l'UE. La croissance des prix des logements reste élevée, mais modérée au début de 2022.

- Les faiblesses du **marché du travail** restent préoccupantes, malgré des améliorations notables. Le taux de chômage a fortement diminué, mais il reste l'un des plus élevés de l'UE, s'établissant à 14,7 % en 2021. Il devrait continuer de diminuer en 2022, mais rester globalement inchangé en 2023. Le taux d'activité est relativement faible, bien qu'il ait augmenté en 2021. Les taux de chômage des jeunes et des chômeurs de longue durée ont diminué mais restent les plus élevés de l'UE.

Graphique 3.8.1: **Sélection de graphiques: Grèce**



Source: services de la Commission européenne

Tableau 3.8.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Grèce**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-2,1**	**-3,7**	**-5,0**	**-6,9**	**-7,1**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-1,1 (1)	-2,6 (2)	-1,5	-6,6	-6,8	-7,3	-7,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-45,7 (3)**	**-47,6 (4)**	**-154,1**	**-173,8**	**-171,9**	**-147,3**	**-143,8**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-133.5	-155.1	-150.2		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**-1,1**	**6,2 p**	**4,0 p**	**5,3**	**1,4**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				0,0	7,2 p	-3,1 p	1,3	3,3
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,5**	**0,4**	**-3,1**	**-5,0**	**-9,9**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-2,1	0,4	-1,4	-3,9	-5,0
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**3,2**	**-10,7**	**9,6**	**13,3**	**6,7**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				0,7	-19,7	20,1	8,5	1,2
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**110,3**	**124,9 p**	**120,7 p**	**107,6**	**102,0**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**-1,0**	**5,1 p**	**-0,1 p**	**3,1**	**4,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		33,8 (6)	21,6 (7)	55.9	59.5	55.2	47,3	43,9
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		62,7 (6)	47,0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**7,2 e**	**5,7 e**	**6,4 e**	**-0,9**	**-1,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		5,0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**180,6**	**206,3**	**194,5**	**171,1**	**161,9**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**11,6**	**27,5**	**14,3**	**1,9**	
Rendement des fonds propres (en %)				0,7	-7,9	-20,1		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				35.5e	26.5e	8.6p	6,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**19,8**	**18,4**	**16,7**	**15,0**	**13,3**
Taux de chômage (niveau annuel)		8,8 (10)		17,9	17,6	14,7	12,6	12,6
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,3**	**-2,9**	**-0,8**	**-0,7**	**1,3**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3 ans	**0,5 pp**			**-4,1**	**-3,8**	**-3,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3 ans	**2 pp**			**-10,7**	**-6,5**	**-5,7**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.9. ESPAGNE

En Espagne, des préoccupations subsistent en ce qui concerne les ratios d'endettement des ménages, des entreprises non financières et des administrations publiques, ainsi que le ratio de la dette extérieure au PIB, bien qu'ils aient repris leur trajectoire descendante après la crise de la COVID-19, la dette extérieure et privée diminuant fortement dans un contexte de forte croissance du PIB nominal. Le ratio de la dette publique au PIB est très élevé et le déficit budgétaire est important, malgré une légère amélioration. Le taux de chômage, bien que toujours élevé, est déjà inférieur aux niveaux d'avant la crise et devrait rester stable l'année prochaine.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que l'Espagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour l'Espagne.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 4,5 % en 2022 et 1 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle est revenue à 7,3 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 4,8 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Espagne montre qu'en 2021, six indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette, les parts de marché à l'exportation, la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la dette du secteur privé, la dette publique et la variation du taux de chômage. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Malgré quelques améliorations, des préoccupations subsistent en ce qui concerne la **viabilité de la position extérieure**. La position extérieure globale nette (PEGN) négative s'est sensiblement améliorée, pour s'établir à -71,5 % du PIB en 2021, en raison principalement d'importants effets de valorisation positifs et d'une forte croissance du PIB nominal. La PEGN devrait continuer à s'améliorer, bien qu'à un rythme plus lent. L'amélioration était principalement liée à la PEGN hors instruments infaillibles, qui est passée de -52,1 % à -39,7 % du PIB. La balance courante est restée légèrement excédentaire, à 1,2 % du PIB en 2021, mais devrait légèrement diminuer. La bonne saison touristique devrait améliorer la balance des services et compenser partiellement la détérioration de la balance commerciale des biens, y compris des biens énergétiques, en 2022.

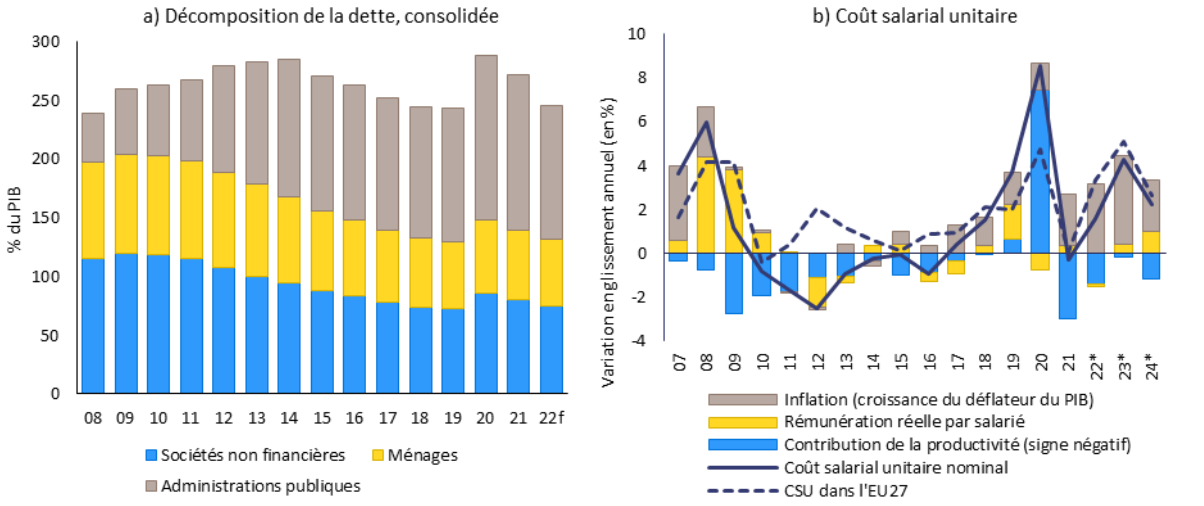
- La **compétitivité-coûts** reste peu problématique. Les coûts salariaux unitaires nominaux (CSU) ont légèrement augmenté en 2021 et devraient croître encore avec la hausse de l'inflation sous-jacente. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il s'est toutefois déprécié en août 2022.

- Le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB reste préoccupant, bien qu'il soit sur une trajectoire descendante. Il a légèrement diminué pour s'établir à 80 % en 2021 et a poursuivi son recul au premier semestre de 2022, mais il existe des facteurs de risque associés à l'environnement macroéconomique. Il reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que basés sur les fondamentaux, dépassant encore de 8 points de pourcentage le niveau enregistré en 2019. Le ratio de la **dette des ménages** au PIB est toujours supérieur aux niveaux de référence prudentiels et basés sur les fondamentaux, mais proche de ces niveaux, et est de nouveau sur une trajectoire descendante.

- Les préoccupations liées à la **dette publique** restent importantes. La dette publique a légèrement diminué en 2021 pour atteindre 118,3 % du PIB et devrait à nouveau baisser en 2022 et 2023. Le déficit public est resté élevé, bien qu'il se soit réduit à 6,9 % en 2021. Il devrait encore diminuer en 2022 et 2023. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont élevés à moyen terme et modérés à long terme, en partie en raison des coûts liés au vieillissement de la population.

- Les faiblesses du **marché du travail** restent préoccupantes, malgré des améliorations notables. Le taux de chômage a fortement diminué au cours de la dernière décennie, mais reste un des plus élevés de l'UE, à 14,8 % en 2021, en particulier parmi les jeunes et les chômeurs de longue durée. Il devrait diminuer en 2022, mais rester globalement inchangé par la suite. Les taux de chômage des jeunes et des chômeurs de longue durée restent parmi les plus élevés de l'UE, malgré les récentes baisses rapides. La résilience du marché du travail bénéficie des réformes entreprises dans le cadre du plan pour la reprise et la résilience, soutenant le marché du travail dans un contexte de détérioration des perspectives économiques.

Graphique 3.9.1: **Sélection de diagrammes Espagne**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.9.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Espagne**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**2,3**	**1,5**	**1,2**	**0,8**	**0,9**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,9 (1)	-1,6 (2)	2,1	0,6	1,0	0,9	0,8
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-58,0 (3)**	**-18,8 (4)**	**-73,7**	**-85,7**	**-71,5**	**-60,2**	**-54,9**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**5,7**	**14,3 p**	**12,3 p**	**9,8**	**6,0**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,7	8,6 p	-0,3 p	1,4	4,8
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**1,7**	**1,1**	**-0,5**	**-3,2**	**-6,4**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,7	0,7	0,5	-4,3	-2,7
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**2,3**	**-7,2**	**-10,5**	**0,9**	**2,1**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-0,9	-10,5	2,0	12,8	0,0
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**129,3**	**148,1 p**	**139,1 p**	**131,8**	**129,4**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**1,5**	**4,7 p**	**2,5 p**	**3,2**	**7,2**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		40,8 (6)	46,6 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		57,4 (6)	56,6 (7)	72,5	85,4	80,7	75,3	74,2
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,1**	**2,2**	**1,5**	**-2,3**	**-2,7**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		11,5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**98,2**	**120,4**	**118,3**	**114,0**	**112,5**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**1,6**	**9,8**	**6,6**	**2,5**	
Rendement des fonds propres (en %)				6,7	-3,5	10,2		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**15,5**	**15,0**	**14,8 d**	**14,3**	**13,4**
Taux de chômage (niveau annuel)		11,8 (10)		14,1	15,5	14,8 d	12,7	12,7
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**-0,4**	**-1,7**	**0,0 d**	**-0,5**	**1,8**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**n**			**-4,2**	**-2,7**	**-0,2 d**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-11,9**	**-0,3**	**0,5 d**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022)

3.10. FRANCE

En France, des préoccupations subsistent en ce qui concerne la compétitivité-coûts et le ratio élevé de la dette publique au PIB. En outre, le niveau élevé de la dette privée mérite un suivi attentif. L'inflation sous-jacente est plus faible que dans de nombreux autres pays de la zone euro. Néanmoins, les préoccupations en matière de viabilité de la position extérieure et de compétitivité continuent de justifier une surveillance étroite. Bien qu'en baisse, le ratio de la dette publique au PIB et le déficit public restent élevés. L'endettement des entreprises non financières est sur une trajectoire descendante après avoir fortement augmenté pendant la pandémie.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que la France connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour la France.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 2,6 % en 2022 et 0,4 % en 2023. L'inflation est élevée, bien que dans une mesure moindre que dans la plupart des pays de la zone euro. En glissement annuel, elle a atteint 7,1 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 4,1 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la France montre qu'en 2021, trois indicateurs dépassaient leurs seuils indicatifs, à savoir l'évolution des parts de marché à l'exportation, la dette du secteur privé et la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les questions de **viabilité de la position extérieure** méritent d'être suivies de près. La balance courante est devenue légèrement excédentaire de 0,4 % du PIB en 2021 et a retrouvé les niveaux d'avant la pandémie. Elle devrait être déficitaire en 2022 et 2023. La PEGN a continué de se détériorer en 2021, pour atteindre -32,1 % du PIB, sous l'effet d'une balance courante et d'effets de valorisation négatifs. Elle devrait s'améliorer à l'avenir.

- Les préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, restent d'actualité. Les coûts salariaux unitaires nominaux (CSU) ont progressé en 2021 et devraient croître plus fortement à l'avenir, dans le contexte d'une inflation sous-jacente moins élevée que dans la plupart des autres pays de la zone euro. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il a continué à se déprécier en août 2022.

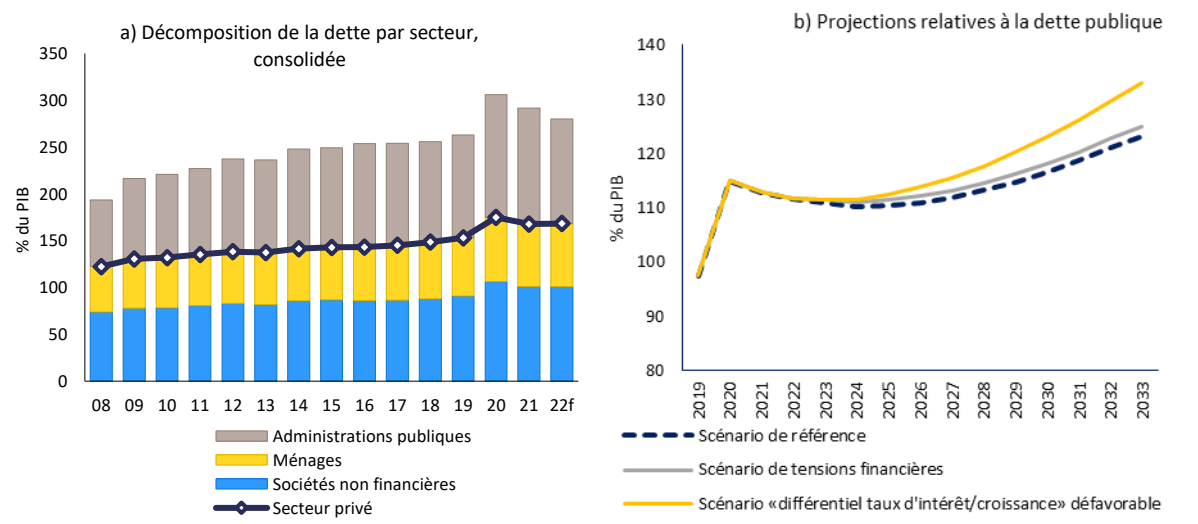
- Malgré une baisse à 101 % en 2021, le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB reste élevé. La dette des sociétés non financières a poursuivi son recul au premier semestre de 2022. Elle reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que basés sur les fondamentaux, dépassant encore de 10 points de pourcentage le niveau enregistré en 2019. L'endettement des entreprises s'accompagne de coussins de liquidités élevés et croissants, ce qui atténue les risques.

- L'évolution des **prix des logements** suscite de plus en plus de préoccupations. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 5,2 % à 6,3 % en 2021. La hausse des prix nominaux des logements en glissement annuel a atteint 7,1 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 20 % en 2021. Le ratio d'**endettement des ménages** par rapport au PIB est supérieur aux niveaux de référence prudentiels et basés sur les fondamentaux et les flux de crédit aux ménages sont élevés. Toutefois, les risques sont atténués par la part élevée des prêts à taux fixe, par des normes prudentes en matière de prêts et par des mesures macroprudentielles.

- Les préoccupations concernant la **dette publique** sont importantes. Le ratio déjà élevé de la dette publique au PIB, supérieur au seuil du tableau de bord, a légèrement diminué en 2021

pour s'établir à 112,8 % du PIB et devrait rester globalement stable au cours de la période de prévision, au-dessus du niveau de 2019. Le déficit public reste élevé, même s'il s'est réduit à 6,5 % en 2021 et devrait poursuivre sur cette voie en 2022. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire restent élevés à moyen terme et modérés à long terme.

Graphique 3.10.1: **Sélection de graphiques: France**



Le scénario du «taux de croissance défavorable» suppose un effet boule de neige moins favorable que dans le scénario de référence (c'est-à-dire que l'écart entre les taux d'intérêt du marché et la croissance du PIB nominal est constamment plus élevé de 1 point de pourcentage). Dans le scénario de «tensions financières», le pays est confronté temporairement (un an) à des taux d'intérêt du marché plus élevés en 2023 (c'est-à-dire que les taux d'intérêt du marché sont présumés augmenter temporairement de 1 point de pourcentage en 2023).
Source: Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.10.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, France**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-0,4**	**-0,7**	**-0,3**	**-0,9**	**-0,4**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,3 (1)	-1,7 (2)	0,5	-1,8	0,4	-1,4	-0,1
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-75,8 (3)**	**9,4 (4)**	**-24,6**	**-30,7**	**-32,1**	**-27,6**	**-27,5**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-35.2	-41.3	-37.2		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**0,9 p**	**5,0 p**	**4,6 p**	**8,5**	**7,6**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				-0,7 p	4,8 p	0,5 p	3,0	4,0
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**1,6**	**2,7**	**-0,4**	**-5,9**	**-9,2**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,4	1,5	-0,5	-6,8	-2,2
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-0,7**	**-8,5**	**-11,4**	**-5,2**	**-5,1**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,0	-6,9	-1,1	3,7	0,4
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**153,1 p**	**175,0 p**	**167,8 p**	**168,4**	**158,2**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**8,4 p**	**13,5 p**	**6,5 p**	**9,2**	**7,3**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		49,1 (6)	58,6 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		54,2 (6)	72,5 (7)	90,9	106,4		101,0	91,2
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**2,5**	**4,1**	**4,7**	**2,5**	**-0,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		19,6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**97,4**	**115,0**	**112,8**	**111,7**	**110,8**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**6,0 b**	**11,3**	**7,3 p**	**4,3**	
Rendement des fonds propres (en %)				6,0	4,1	7,1		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				2.5e	2.2e	1.9p	1,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**8,9**	**8,5**	**8,1 d**	**7,9**	**7,9**
Taux de chômage (niveau annuel)		8,1 (10)		8,4	8,0	7,9 d	7,7	8,1
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,3**	**-0,4**	**0,2 d**	**1,3**	**2,4**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-0,8**	**-1,0**	**-0,2 d**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-5,3**	**-2,0**	**-3,1 d**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.11. CROATIE

En Croatie, les ratios de la dette publique, de la dette privée et de la dette extérieure au PIB continuent de diminuer, et les risques qui y sont associés semblent limités. Le ratio de la dette publique au PIB demeure élevé, mais le déficit budgétaire se réduit. La croissance des prix nominaux des logements s'accélère, mais les indicateurs de l'écart de valorisation ne montrent pas de signes de surévaluation potentielle des prix des logements.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que la Croatie ne connaissait plus de déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse pour la Croatie.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 6 % en 2022 et 1 % en 2023. L'inflation est élevée et devrait rester supérieure à la moyenne de la zone euro en 2022 et 2023. En glissement annuel, elle est restée à 12,6 % en septembre, avec une inflation sous-jacente à 9,8 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Croatie montre qu'en 2021, deux indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette et la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les préoccupations concernant la **viabilité de la position extérieure** se sont sensiblement atténuées. La balance courante est passée à un excédent de 3,1 % du PIB en 2021. La position extérieure globale nette (PEGN) modérément négative, à -35,1 % du PIB en 2021, devrait continuer à s'améliorer en 2022. La PEGN hors instruments infaillibles est devenue positive et s'élevait à 12 % du PIB en 2021.

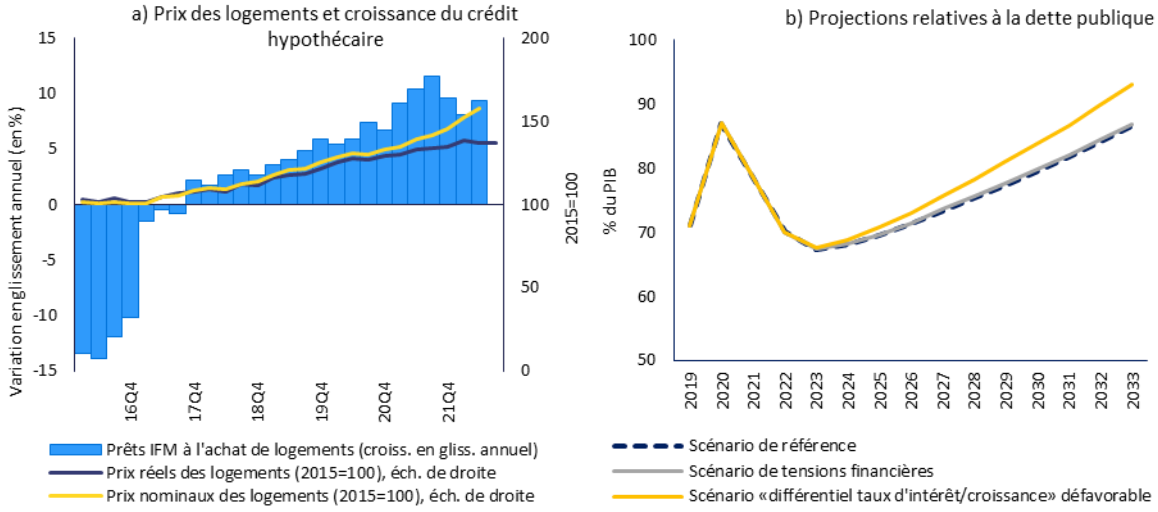
- Les problèmes de **compétitivité-coûts** semblent limités. L'inflation élevée constitue un risque, même si l'indexation des salaires n'est pas très répandue. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont diminué en 2021 mais devraient progresser fortement en 2022 et 2023. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, une légère dépréciation a été observée en août 2022.

- Le ratio de la **dette des ménages** au PIB est supérieur à son niveau de référence basé sur les fondamentaux, mais nettement inférieur au niveau prudentiel. Les flux nets des crédits aux ménages ont été modérés en 2021 et 2022. Le ratio de la dette des ménages au PIB a poursuivi son recul au premier semestre 2022. La part des prêts au logement à taux variable est relativement faible.

- L'**évolution des prix des logements** suscite de plus en plus d'inquiétude. La croissance des prix nominaux des logements s'est ralentie pour s'établir à 7,3 % en 2021, mais en glissement annuel, elle a augmenté pour atteindre 13,6 % au deuxième trimestre 2022. Les indicateurs de l'écart de valorisation ne présentent pas de signes de surévaluation potentielle. Alors que le **secteur bancaire** est bien capitalisé et que sa rentabilité est élevée, il se caractérise également par un ratio de prêts non performants relativement important, bien qu'en baisse. Les prêts peu performants (stade 2) ont considérablement augmenté depuis le début de la pandémie et n'ont pas considérablement diminué depuis lors.

- Les risques liés à la dette publique ne sont pas négligeables. Le ratio de la **dette publique** au PIB est tombé à 78,4 % en 2021, restant supérieur au seuil de 60 % fixé dans le tableau de bord. Il devrait encore diminuer, passant, en 2022, en dessous de son niveau de 2019. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont diminué, mais restent supérieurs à la moyenne de la zone euro. Le risque de change lié à la dette publique sera éliminé avec l'adoption de l'euro, le 1er janvier 2023. Le déficit public s'est réduit à 2,6 % du PIB en 2021 et devrait poursuivre sa baisse en 2022. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont moyens à court et à long terme.

Graphique 3.11.1: **Sélection de graphiques: Croatie**



Le scénario du «taux de croissance défavorable» suppose un effet boule de neige moins favorable que dans le scénario de référence (c'est-à-dire que l'écart entre les taux d'intérêt du marché et la croissance du PIB nominal est constamment plus élevé d'1 point de pourcentage). Dans le scénario de «tensions financières», le pays est confronté temporairement (un an) à des taux d'intérêt du marché plus élevés en 2023 (c'est-à-dire que les taux d'intérêt du marché sont présumés augmenter temporairement de 1 point de pourcentage en 2023).

Source: Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.11.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Croatie**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**2,6**	**1,3**	**1,8**	**0,9**	**0,9**
Current account balance, balance of payments (% of GDP)		-0,2 (1)	-4,0 (2)	2,8	-0,5	3,1	0,2	-0,6
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-46,7 (3)**	**-18,5 (4)**	**-47,0**	**-48,1**	**-35,1**	**-33,3**	**-26,0**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				1.2	3.0	12.0		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**2,8**	**13,7 p**	**6,4 p**	**12,4**	**8,8**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				0,0	9,8 p	-3,1 p	3,9	5,9
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**1,5**	**0,5**	**-1,5**	**-4,7**	**-7,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,5	-0,5	0,5	-4,6	-3,6
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**22,0**	**-1,3**	**7,9**	**27,8**	**25,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				4,2	-16,1	19,1	21,2	-0,9
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**88,3**	**98,0 p**	**88,5 p**	**80,5**	**79,4**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**1,1**	**1,3 p**	**3,0 p**	**2,8**	**4,4**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		54,6 (6)	18,3 (7)	34.1	38.0	34.7	32,0	33,1
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		65,2 (6)	39,3 (7)	54,2	60,0	53,8	48,5	46,3
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**7,8**	**7,3**	**4,5**	**0,8**	**-0,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-3,4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**71,0**	**87,0**	**78,4**	**70,0**	**67,2**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**6,8**	**7,3**	**11,7**	**0,7**	
Rendement des fonds propres (en %)				9,1	4,7	7,7		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				5.2e	5.3e	4.2p	3,7	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**8,8**	**7,5**	**7,2**	**7,1**	**6,7**
Taux de chômage (niveau annuel)		7,4 (10)		6,6	7,5	7,6	6,3	6,3
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,9**	**0,7**	**2,4**	**2,6**	**2,3**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-4,2**	**-2,5**	**-0,6**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-14,7**	**-6,3**	**-1,8**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.12. ITALIE

En Italie, les préoccupations concernant le ratio élevé de la dette publique au PIB restent inchangées. Les faiblesses du marché du travail pourraient de nouveau s'accentuer. Malgré des améliorations dans le secteur bancaire, le risque de boucles de rétroaction augmente en raison du contexte macroéconomique et justifie une surveillance étroite.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que l'Italie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour l'Italie.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 3,8 % en 2022 et 0,3 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a atteint 12,8 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 4,5 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Italie montre qu'en 2021, trois indicateurs dépassaient leurs seuils indicatifs, à savoir l'évolution des parts de marché à l'exportation, la dette publique et l'évolution du taux d'activité. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** semblent limitées. Les coûts salariaux unitaires nominaux sont restés inchangés en 2021, mais devraient augmenter à l'avenir. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il a continué à se déprécier en août 2022. En revanche, la croissance de la productivité est à la traîne par rapport aux pays de l'UE comparables depuis des décennies.

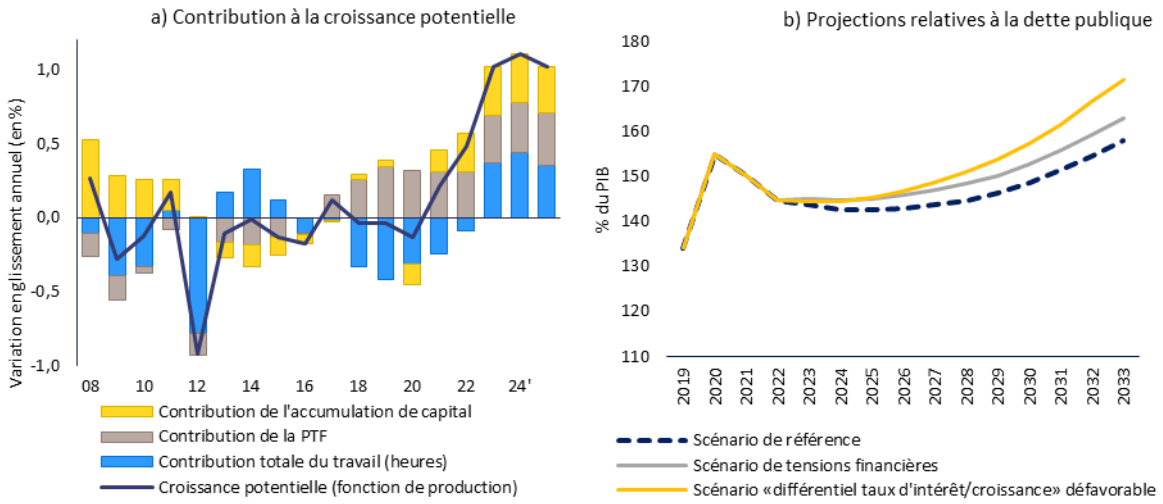
- Le ratio d'**endettement des ménages** au PIB reste proche des niveaux de référence et les flux nets des crédits aux ménages sont restés modérés en 2021 et 2022. Le ratio de la dette des ménages au PIB est resté globalement stable au premier semestre 2022. La part des prêts à taux variable est relativement faible.

- **La dette publique** reste élevée, bien que son ratio au PIB soit tombé à 150,3 % en 2021. Tandis que le ratio d'endettement devrait continuer à diminuer, il devrait rester nettement supérieur au niveau de 2019. Le déficit public demeure élevé, même s'il s'est réduit à 7,2 % en 2021 et devrait poursuivre sur cette voie. Les écarts de rendement des obligations souveraines diffèrent sensiblement de la moyenne de la zone euro, ce qui augmente les coûts de financement, bien que de manière assez progressive compte tenu de l'échéance moyenne accrue de l'encours de la dette. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont élevés à moyen terme, tandis que la baisse prévue des coûts liés au vieillissement réduit le risque à moyen terme et long terme.

- Le **secteur bancaire** a connu des améliorations substantielles ces dernières années. La réduction du ratio de prêts non performants (PNP) s'est poursuivie, atteignant environ 3,5 % en 2021. Bien que ce ratio ne reste que légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro, les prêts moins performants (stade 2) ont augmenté depuis 2020. L'interdépendance significative entre banques et dettes souveraines et le lien avec certaines vulnérabilités du secteur des entreprises peuvent accroître le risque de boucles de rétroaction.

- Les faiblesses **du marché du travail** restent préoccupantes. Le taux de chômage a augmenté pour atteindre 9,5 % en 2021 et reste relativement élevé, bien qu'inférieur au seuil de 10 %. Il devrait diminuer en 2022, mais repartir à la hausse en 2023. Le taux d'activité est très faible, en particulier parmi les femmes, bien qu'il ait augmenté en 2021. Les taux de chômage des jeunes et des chômeurs de longue durée restent parmi les plus élevés de l'UE.

Graphique 3.12.1: **Sélection de graphiques: Italie**



Le scénario du «taux de croissance défavorable» suppose un effet boule de neige moins favorable que dans le scénario de référence (c'est-à-dire que l'écart entre les taux d'intérêt du marché et la croissance du PIB nominal est constamment plus élevé d'1 point de pourcentage). Dans le scénario de «tensions financières», le pays est confronté temporairement (un an) à des taux d'intérêt du marché plus élevés en 2023 (c'est-à-dire que les taux d'intérêt du marché sont présumés augmenter temporairement d'1 point de pourcentage en 2023).
Source: Eurostat et services de la Commission européenne

Tableau 3.12.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Italie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**2,9**	**3,3**	**3,4**	**2,6**	**1,2**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		1,6 (1)	0,2 (2)	3,3	3,9	3,1	0,8	-0,2
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-65,8 (3)**	**14,7 (4)**	**-1,2**	**1,4**	**8,1**	**7,2**	**7,4**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-0.1	1.2	6.4		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**3,2**	**6,6**	**4,6**	**6,1**	**5,3**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,3	3,2	0,0	2,8	2,4
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,2**	**0,6**	**-1,8**	**-5,7**	**-9,4**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-2,2	0,9	-0,5	-6,1	-3,2
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-2,4**	**-2,9**	**-6,2**	**0,8**	**1,1**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,4	-2,8	-0,8	6,7	-0,4
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**106,0**	**118,5**	**113,5**	**109,7**	**106,4**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**0,3**	**4,0**	**3,3**	**4,0**	**4,5**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		43,8 (6)	39,0 (7)	41.1	44.9	43.4	42,6	42,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		77,7 (6)	58,4 (7)	64,9	73,6	70,1	67,1	63,9
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**-0,7**	**1,8**	**0,9**	**-2,2**	**-3,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-8,4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**134,1**	**154,9**	**150,3**	**144,6**	**143,6**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**4,7**	**7,3**	**6,2**	**0,9**	
Rendement des fonds propres (en %)				4,9	1,0	5,7		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				6.7e	4.5e	3.5p	3,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**10,6**	**9,9**	**9,6**	**9,0**	**8,8**
Taux de chômage (niveau annuel)		9,6 (10)		9,9	9,3	9,5	8,3	8,7
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,9**	**-1,8**	**-1,1**	**0,8**	**2,4**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,2**	**-1,8**	**-1,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-8,5**	**-4,8**	**-2,5**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.13. CHYPRE

À Chypre, les ratios de la dette des ménages et des sociétés non financières, de la dette publique et de la dette extérieure par rapport au PIB sont toujours sources de préoccupation, bien qu'ils aient repris leur trajectoire descendante après la crise de la COVID-19. Malgré des améliorations, les ratios d'endettement des entreprises non financières et des ménages au PIB restent parmi les plus élevés de l'UE. Le déficit important de la balance courante s'est réduit, mais devrait augmenter de nouveau, dans un contexte de détérioration de l'environnement extérieur. Le secteur bancaire s'est révélé résilient, même si des risques subsistent, notamment en lien avec les prêts non performants.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et conclu que Chypre connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi pour Chypre.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 5,6 % en 2022 et 1 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a diminué pour s'établir à 8,6 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 5,9 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour Chypre montre qu'en 2021, quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la balance courante, la position extérieure globale nette, la dette du secteur privé et la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- La **viabilité de la position extérieure** demeure préoccupante. Le déficit de la balance courante reste important, bien qu'il se soit réduit à 6,8 % du PIB en 2021. L'amélioration était due au redressement partiel de la balance des voyages, qui a plus que compensé la détérioration de la balance commerciale des biens énergétiques. La détérioration du solde des revenus primaires a eu un impact négatif. Le déficit de la balance courante devrait augmenter en 2022, avant de se contracter tout en restant important, et ne favorise pas le maintien de la position extérieure globale nette (PEGN) à des niveaux prudents. Si la PEGN est restée substantielle et négative à -117,8 % du PIB en 2021, elle reflète largement les activités des entités ad hoc dont les liens avec l'économie nationale seraient limités. La PEGN devrait continuer à diminuer.

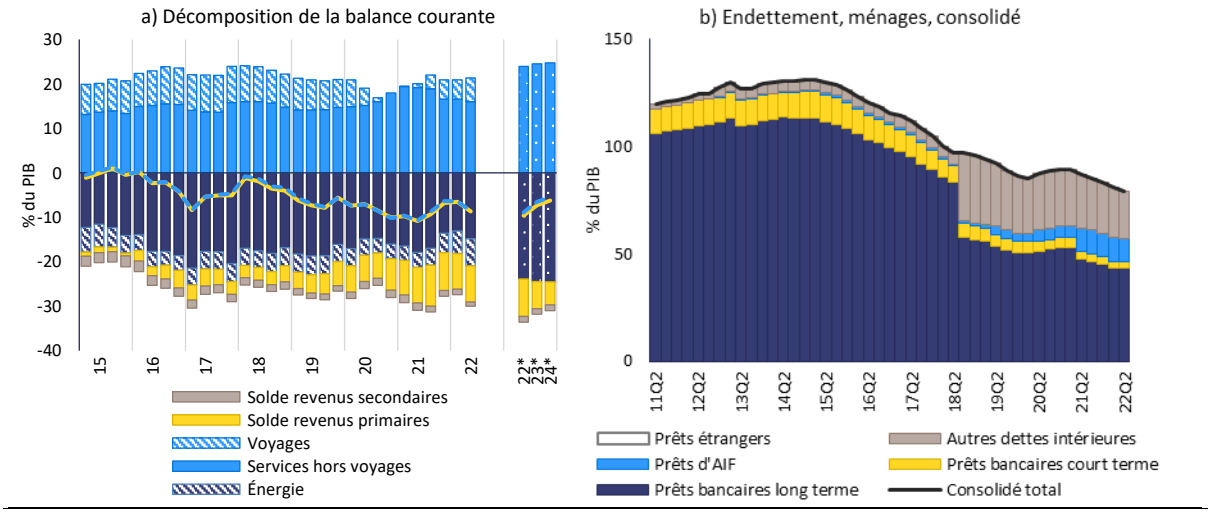
- Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** sont limitées. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement diminué en 2021, mais devraient quelque peu augmenter, compte tenu de l'inflation sous-jacente élevée. Il existe une indexation partielle des salaires sur l'inflation. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il a continué à se déprécier en août 2022.

- Le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB reste l'un des plus élevés de l'UE, mais il est sur une trajectoire descendante. Il a continué de diminuer au premier semestre de 2022, mais reste supérieur aux niveaux de référence tant prudentiels que basés sur les fondamentaux. La part élevée de la dette extérieure des entités ad hoc non financières d'armateurs et les coussins de liquidité élevés atténuent les risques. Les prêts non performants (PNP) des banques aux entreprises restent élevés et des PNP sont également détenus par des entreprises d'acquisition de crédits. Le ratio de la dette des ménages au PIB figure parmi les plus élevés de l'UE et il est supérieur à son niveau de référence prudentiel estimé. Il a toutefois diminué en 2021 et au premier semestre 2022. Une partie de la dette des ménages prend la forme de prêts non performants détenus par des banques ou des sociétés d'acquisition de crédits. La suspension répétée des saisies nuit à la discipline de paiement. Des taux d'intérêt plus élevés sont susceptibles d'exercer une pression sur la capacité de remboursement des sociétés non financières et des ménages, étant donné que la dette est le plus souvent à taux d'intérêt variable.

- Le ratio de la **dette publique** au PIB reste préoccupant. Il a diminué pour s'établir à 101 % du PIB en 2021 et devrait baisser encore pour passer, en 2022, sous son niveau de 2019. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont tendance à être plus élevés que dans les autres pays membres de la zone euro. Le solde budgétaire devrait devenir excédentaire en 2022 et les excédents primaires prévus devraient maintenir les besoins de financement bruts des administrations publiques à des niveaux relativement bas. En outre, Chypre dispose d'importantes réserves de liquidités. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont modérés à moyen et à long terme.

- Le **secteur bancaire** s'est révélé résilient, même s'il reste des défis à relever. En 2021, l'encours de PNP a encore diminué pour s'établir à environ 5,6 % sous l'effet de ventes d'actifs, et il est resté stable en 2022. L'incidence de la pandémie se fait sentir dans l'augmentation de la part des prêts classés comme présentant un risque accru. Le ratio de prêts de stade 2 et la part des prêts renégociés sont nettement supérieurs à la moyenne de la zone euro. Néanmoins, de nouveaux défauts de paiement à la suite de la levée des moratoires ont été limités jusqu'à présent. Alors que le ratio de fonds propres de catégorie 1 est proche de la moyenne de l'UE, le rendement des fonds propres est l'un des plus faibles de l'Union et n'est devenu que marginalement positif en 2021. Des taux d'intérêt plus élevés devraient accroître les produits d'intérêts nets des banques, compte tenu du volume important de liquidités de celles-ci et de la prédominance des prêts à taux variable. Toutefois, la qualité des actifs pourrait se détériorer avec la compression des bilans du secteur privé.

Graphique 3.13.1: **Sélection de graphiques: Chypre**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.13.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Chypre**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-4,9**	**-6,5**	**-7,5**	**-8,8**	**-7,9**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-2,0 (1)	-1,3 (2)	-5,6	-10,1	-6,8	-9,7	-7,3
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-59,4 (3)**	**-40,1 (4)**	**-115,4**	**-134,5**	**-117,8**	**-104,8**	**-108,0**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-155.3	-111.4	-76.4		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**5,2**	**6,9**	**4,1 p**	**2,2**	**5,9**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				2,7	2,9	-1,4 p	0,7	6,6
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 an	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,0**	**0,1**	**-2,4**	**-5,8**	**-8,8**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-2,2	0,5	-0,8	-5,8	-2,9
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**25,3**	**38,9**	**24,9**	**25,1**	**19,5**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				5,3	13,6	-2,7	3,9	-1,2
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**265,5**	**269,8**	**248,4 p**	**228,2**	**213,0**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**-0,5**	**-1,2**	**4,3 p**	**3,4**	**-0,4**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		45,6 (6)	93,1 (7)	86.2	89.4	83.0	77,4	74,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		81,2 (6)	137,2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**3,4**	**0,7**	**-4,3**	**-5,5**	**-4,0**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-13,7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**90,4**	**113,5**	**101,0**	**89,6**	**84,0**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**7,5**	**-7,1**	**-0,8**	**-0,2**	
Rendement des fonds propres (en %)				3,5	-3,3	0,6		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				18.1e	11.0e	5.6p	5,6	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**8,9**	**7,7**	**7,4**	**7,4**	**7,3**
Taux de chômage (niveau annuel)		8,9 (10)		7,1	7,6	7,5	7,2	7,2
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,6**	**1,9**	**1,7**	**-0,9**	**0,1**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-3,7**	**-2,4**	**-0,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-12,5**	**-6,5**	**-3,1**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.14. LETTONIE

En Lettonie, la compétitivité-coûts et l'évolution des prix des logements suscitaient déjà des préoccupations avant la pandémie de COVID-19, préoccupations qui s'accentuent actuellement. Les coûts salariaux unitaires nominaux devraient continuer à augmenter sous l'effet d'un ralentissement de la croissance de la productivité. La croissance des prix nominaux des logements reste rapide et s'est accélérée plus récemment, entraînant une légère surévaluation, bien que la dette des ménages demeure faible. La flambée des prix de l'énergie s'est répercutée sur l'inflation sous-jacente, qui est parmi les plus élevées de l'UE et a contribué à affaiblir la balance courante.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Lettonie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Lettonie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 1,9 % en 2022 et à -0,3 % en 2023. L'inflation est l'une des plus élevées de la zone euro. En glissement annuel, elle est revenue à 21,8 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 8,9 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Lettonie montre qu'en 2021, quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, la variation du taux d'activité et la variation du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les risques en matière de **soutenabilité de la position extérieure** sont limités malgré la détérioration des perspectives**.** La balance courante est devenue négative en 2021, atteignant -4,2 %, et devrait encore se détériorer en 2022, principalement en raison de la hausse des coûts des importations d'énergie. Le déficit public s'est considérablement creusé pendant la crise de la COVID-19, s'établissant à 7 % en 2021, et devrait rester proche de ce niveau en 2022 avant de se réduire en 2023. Toutefois, la position extérieure globale nette (PEGN) a continué de s'améliorer et a atteint -27,4 % du PIB en 2021. Étant donné que les engagements de la Lettonie se composent en grande partie d'obligations d'État et d'investissements directs étrangers, la PEGN hors instruments infaillibles est positive.

- Des préoccupations liées à la **compétitivité-coûts** existaient déjà avant la pandémie de COVID-19 et restent d'actualité. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux a ralenti pour s'établir à 4 % en 2021, mais devrait redémarrer fortement en 2022 et rester élevée en 2023. L'inflation élevée pourrait exercer une pression supplémentaire sur la croissance des salaires tandis que la détérioration des perspectives économiques devrait réduire la croissance de la productivité. Alors que l'inflation a été particulièrement forte, le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est légèrement apprécié en 2021 et s'était également apprécié en glissement annuel en août 2022.

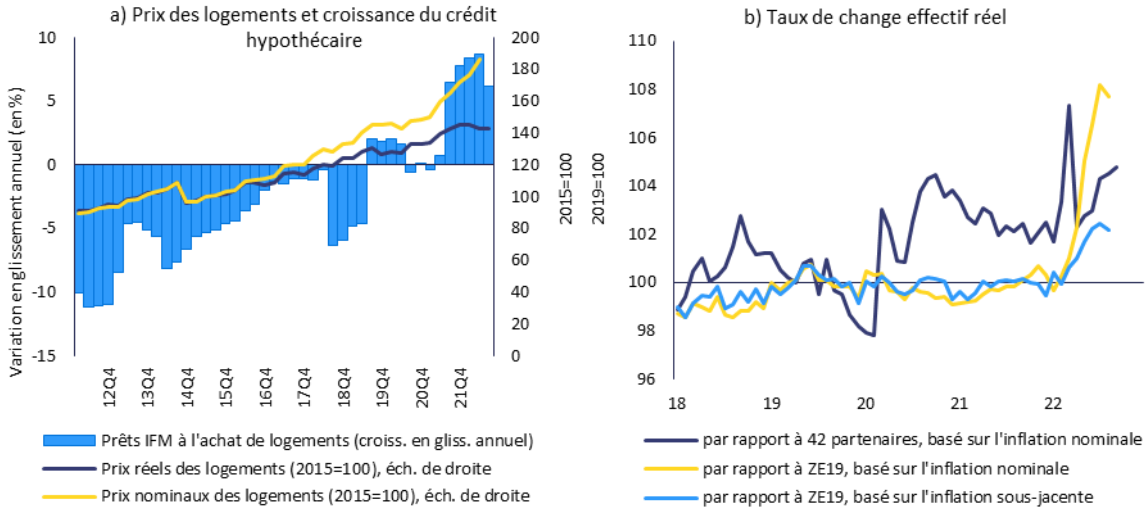
- La forte croissance des **prix des logements** reste un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements a été de 10,9 % en 2021 et s'est nettement accélérée au premier semestre de 2022. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est établie à 16,5 % au deuxième trimestre de 2022. Cette accélération fait suite à une décennie au cours de laquelle la croissance des prix de l'immobilier est restée globalement en phase avec

celle des salaires. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 10 % en 2021. Les prêts hypothécaires sont modérés et la dette des ménages est faible et en baisse.

- **Le secteur bancaire** est sain et bien capitalisé. La rentabilité s'est améliorée en 2021, dépassant la moyenne de l'UE, et la proportion de prêts non performants a diminué de plus de 2 points de pourcentage pour s'établir à 2,1 %. La dynamique du crédit a été atone et la dette du secteur privé a continué de diminuer.

- Le **marché du travail** s'est détérioré pendant la crise de la COVID-19 et ne s'est pas complètement rétabli. Le taux de chômage a reculé pour atteindre 7,6 % en 2021 et devrait diminuer en 2022, avant d'augmenter à nouveau en 2023. Le taux d'activité a fortement baissé en 2021, ce qui a inversé une tendance à la hausse de près de dix ans, mais il devrait reprendre sa progression en 2022. Après une hausse en 2020, le chômage des jeunes n'a pas affiché d'amélioration.

Graphique 3.14.1: **Graphiques sélectionnés: Lettonie**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.14.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Lettonie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**0,2**	**0,6**	**-0,7**	**-3,2**	**-6,9**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-0,4 (1)	-3,8 (2)	-0,6	2,6	-4,2	-8,1	-8,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-50,5 (3)**	**-13,3 (4)**	**-40,3**	**-34,1**	**-27,4**	**-24,4**	**-25,0**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				5.8	14.1	18.9		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**15,3**	**16,1**	**14,5**	**22,4**	**25,5**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				5,0	4,8	4,0	12,3	7,4
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**3,8**	**5,9**	**2,3**	**-2,9**	**-7,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,0	2,0	0,3	-5,2	-2,8
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**3,3**	**19,7**	**13,4**	**15,6**	**10,0**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,3	11,8	-1,8	3,7	-2,1
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**66,2**	**64,7**	**58,0**	**53,1**	**51,4**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**1,1**	**-1,9**	**0,9**	**1,8**	**3,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		61,9 (6)	18,2 (7)	20.2	20.3	19.4	18,1	18,1
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		83,5 (6)	68,9 (7)	46,0	44,4	38,6	35,0	33,3
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**5,8**	**2,7**	**7,3**	**-2,5**	**-2,2**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		10,3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**36,5**	**42,0**	**43,6**	**42,4**	**44,0**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**4,6**	**10,8**	**13,2**	**1,8**	
Rendement des fonds propres (en %)				9,6	5,2	4,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				3.9e	4.6e	2.1p	1,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**7,5**	**7,3**	**7,3**	**7,6**	**7,6**
Taux de chômage (niveau annuel)		7,4 (10)		6,3	8,1	7,6	7,1	8,1
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,1**	**1,1**	**-1,8**	**2,0**	**2,5**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,7**	**-1,2**	**-1,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-4,8**	**-2,1**	**2,6**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.15. LITUANIE

En Lituanie, la compétitivité-coûts suscitait déjà des préoccupations avant la pandémie de COVID-19 et les évolutions actuelles ne font que les renforcer. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux a été forte ces dernières années et devrait rester soutenue, tandis que l'inflation sous-jacente a également été élevée si on compare la Lituanie aux autres pays de la zone euro. La croissance des prix nominaux des logements est parmi les plus importantes de l'UE et la croissance des prêts se poursuit.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Lituanie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Lituanie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,5 % en 2022 et à 0,5 % en 2023. L'inflation est élevée, y compris par rapport aux partenaires commerciaux de la Lituanie membres de la zone euro. En glissement annuel, elle est revenue à 22 % en octobre 2022, l'inflation sous-jacente étant estimée à 11,9 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Lituanie montre qu'en 2021, cinq indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, la croissance des engagements du secteur financier, la variation du chômage de longue durée et la variation du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

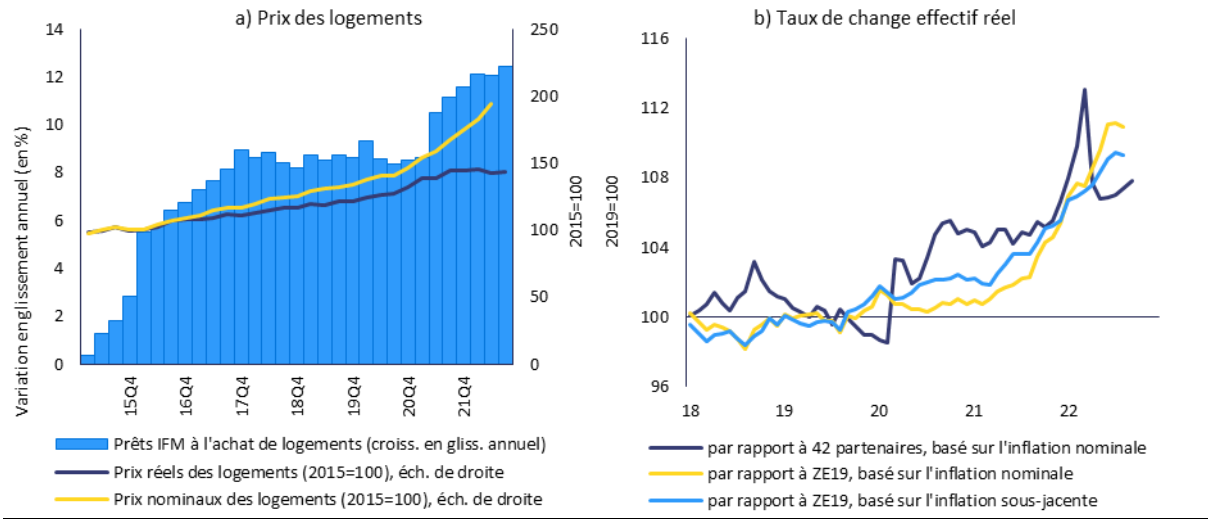
- Les préoccupations en matière de **soutenabilité de la position extérieure** restent limitées malgré la détérioration des perspectives. L'excédent de la balance courante s'est amenuisé pour atteindre 1,1 % en 2021, ce qui marque la fin de l'augmentation temporaire observée pendant la pandémie, sous l'effet d'une détérioration de la balance commerciale à la fois pour l'énergie et pour les autres biens. Le solde des opérations courantes devrait se détériorer pour donner lieu à un déficit important en 2022. Après s'être sensiblement réduit en 2021, le déficit public devrait se creuser pour atteindre 1,9 % en 2022 et continuer à se détériorer en 2023. La position extérieure globale nette (PEGN) est presque équilibrée et devrait poursuivre son amélioration. Étant donné que les engagements de la Lituanie se composent en grande partie d'investissements directs étrangers, la PEGN hors instruments infaillibles est positive.

- Des préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, demeurent vives. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont fortement augmenté ces dernières années et leur croissance devrait s'accélérer en 2022, dans le contexte des fortes hausses des salaires nominaux enregistrées en Lituanie. De nouvelles augmentations, bien que nettement moins prononcées, sont prévues pour le reste de la période de prévision. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié en 2021. Toutefois, en glissement annuel, il était resté globalement inchangé en août 2022.

- La forte croissance des **prix des logements** reste un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 7,3 % en 2020 à 16,1 % en 2021, ce qui est l'une des plus fortes progressions de l'UE. La hausse des prix nominaux des logements en glissement annuel a atteint 22,1 % au deuxième trimestre de 2022. Pour 2021, les indicateurs des prix des logements ne font pas apparaître de signes potentiels de surévaluation. Les prêts aux ménages sont repartis à la hausse ces derniers mois.

- Le **taux de chômage** a retrouvé sa tendance à la baisse, atteignant 7,1 % en 2021, et devrait diminuer également en 2022, avant d'afficher une nouvelle hausse en 2023. Il reste supérieur à celui observé dans de nombreux autres pays de l'UE, alors que le taux de vacance d'emploi a atteint un niveau historiquement élevé. Le taux de chômage de longue durée a légèrement augmenté en 2021. Le taux de chômage des jeunes a quant à lui diminué en 2021.

Graphique 3.15.1: **Graphiques sélectionnés: Lituanie**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.15.1: **Indicateurs économiques et financiers sélectionnés, Lituanie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**1,5**	**3,7**	**4,0**	**1,5**	**-1,8**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,7 (1)	-2,5 (2)	3,5	7,3	1,1	-3,9	-2,8
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-61,2 (3)**	**1,5 (4)**	**-23,5**	**-15,6**	**-7,4**	**-3,4**	**-4,2**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				5.6	15.2	22.2		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**16,6**	**17,4**	**19,2**	**26,0**	**24,2**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				6,3	4,9	6,8	12,4	3,4
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**3,8**	**6,9**	**4,4**	**-0,7**	**-8,7**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,7	3,3	1,8	-5,5	-5,2
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**16,4**	**38,7**	**37,9**	**30,0**	**21,7**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				6,5	8,9	3,4	3,3	-1,7
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**55,2**	**54,4**	**53,9**	**51,1**	**46,8**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**2,6**	**0,3**	**5,9**	**6,0**	**5,6**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		63,9 (6)	14,9 (7)	23.0	24.2	23.6	22,6	22,7
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		86,7 (6)	48,8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,5**	**6,1**	**11,0**	**-1,6**	**-2,8**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-7,0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**35,8**	**46,3**	**43,7**	**38,0**	**41,0**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**6,2**	**28,5**	**25,2**	**8,1**	
Rendement des fonds propres (en %)				14,5	10,0	10,4		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.7e	2.2e	1.2p	1,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**6,5**	**7,0**	**7,3**	**7,2**	**6,7**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,4 (10)		6,3	8,5	7,1	6,0	7,1
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,5**	**2,6**	**0,9**	**1,0**	**-1,2**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-1,1**	**-0,2**	**0,6**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-2,6**	**6,3**	**3,2**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.16. LUXEMBOURG

Au Luxembourg, les préoccupations liées à l'évolution des prix de l'immobilier et au niveau élevé de la dette des ménages se sont renforcées. La croissance des prix nominaux des logements est parmi les plus fortes de l'UE, ce qui suscite des inquiétudes quant à la surévaluation et au niveau élevé de la dette des ménages. La dette des ménages en pourcentage du revenu disponible brut des ménages diminue, mais reste très élevée. Le secteur bancaire est stable, mais il est confronté à certains risques. Des problèmes de compétitivité pourraient apparaître, dans un contexte de croissance continue des coûts salariaux unitaires.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour le Luxembourg. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant le Luxembourg.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 1,5 % en 2022 et à 1 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle est restée à 8,8 % en octobre, tandis que l'inflation sous-jacente est estimée à 4,9 % en septembre, pourcentage inférieur à celui de nombreux autres pays de la zone euro. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour le Luxembourg montre qu'en 2021, cinq indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, le flux de crédit du secteur privé, la dette du secteur privé et la variation du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- La **compétitivité-coûts** pourrait devenir un sujet de préoccupation. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté de 3,9 % en 2021 et devraient progresser plus fortement en 2022 et 2023. Le vaste ensemble de mesures adoptées pour enrayer l'inflation devrait modérer les hausses des salaires nominaux à l'avenir. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est apprécié de manière marginale en 2021. En glissement annuel, il s'est déprécié en août 2022.

- Le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB est le plus élevé de l'UE, bien qu'il ait légèrement diminué, pour s'établir à 274 % du PIB en 2021. Il reste au-dessus tant des niveaux de référence prudentiels que des niveaux de référence basés sur les fondamentaux, dépassant de 31 points de pourcentage le ratio enregistré en 2019. La forte proportion de prêts intragroupe transfrontières dans la dette des entreprises réduit ces risques. À 11 %, la part des prêts aux entreprises libellés en devises est l'une des plus élevées des pays de la zone euro. Le ratio d'endettement des sociétés non financières a diminué au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. Les flux de crédit aux sociétés non financières ont diminué, mais restent également très élevés, s'établissant à 16,7 % du PIB.

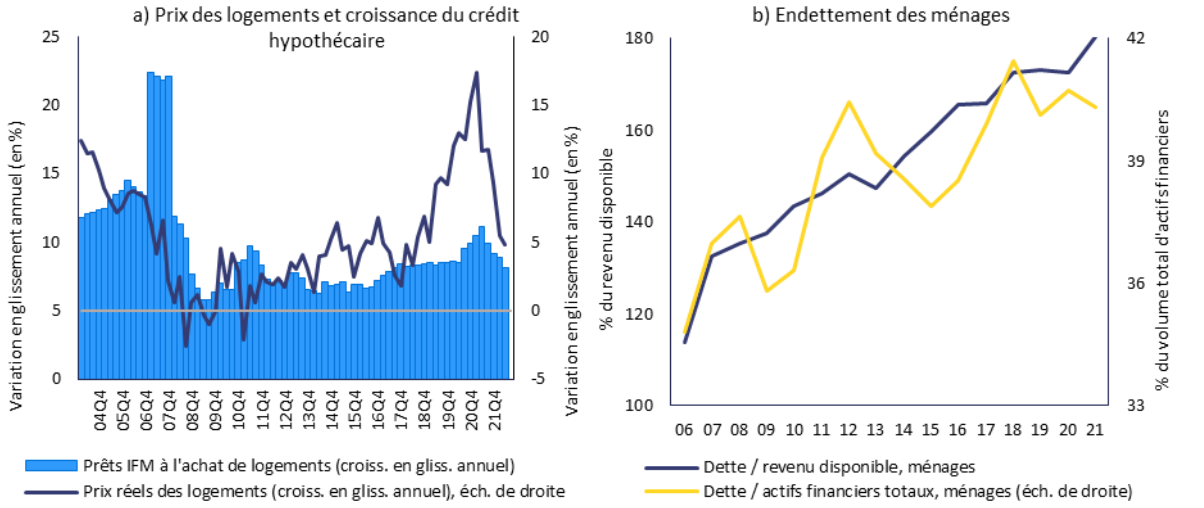
- La **dette des ménages** en pourcentage du revenu disponible brut des ménages diminue, mais reste l'une des plus élevées de l'UE. Les flux nets de crédit aux ménages se sont affaiblis au deuxième trimestre de 2022. L'encours de la dette a diminué en raison de la croissance du PIB nominal et a continué de baisser au premier semestre de 2022. Les coûts de financement des ménages ont commencé à augmenter, en partie en raison de la part élevée des prêts hypothécaires à taux variable et conformément à la hausse observée pour la zone euro, et les normes de prêt pour les crédits hypothécaires ont été durcies.

- La très forte croissance des **prix des logements** reste un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements est restée très élevée, de 13,9 % en 2021 (contre 14,5 % en 2020), ce qui est l'une des plus fortes hausses de l'UE. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est établie à 11,5 % au deuxième trimestre de 2022. L'un des

ratios prix/revenus les plus élevés de l'UE soulève des problèmes d'accessibilité financière. Parmi les États membres de l'UE, le Luxembourg affichait en 2021 les prix des logements les plus surévalués (de 61 %) d'après le modèle d'évaluation de la Commission. Le risque d'une forte correction des prix de l'immobilier est limité compte tenu des contraintes liées à l'offre, mais a augmenté en raison du durcissement des conditions de financement et du ralentissement de la croissance.

- **Le secteur bancaire** est stable, mais il est confronté à certains risques. Les banques disposent de niveaux de fonds propres et de liquidités satisfaisants. La rentabilité a augmenté en 2021, mais est restée nettement inférieure à la moyenne de l'UE. Le ratio de prêts non performants est le plus faible de l'UE. La croissance dynamique des prêts hypothécaires, malgré un récent ralentissement, représente un risque majeur pour le secteur bancaire, dans un contexte d'endettement déjà élevé des ménages et de surévaluation des prix de l'immobilier.

Graphique 3.16.1: **Graphiques sélectionnés: Luxembourg**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.16.1: **Indicateurs économiques et financiers sélectionnés, Luxembourg**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**4,0**	**3,9**	**4,2**	**4,0**	**3,4**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		5,5 (1)	3,0 (2)	3,4	4,6	4,7	2,9	2,5
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-171,4 (3)**	**53,7 (4)**	**67,8**	**55,7**	**30,6**	**33,9**	**35,3**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-4153.8	-4172.4	-4766.5		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**14,7**	**13,0**	**11,2 p**	**15,0**	**17,4**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,1	3,8	3,9 p	6,7	5,9
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,0**	**1,5**	**0,6**	**-1,9**	**-4,7**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,6	0,4	0,8	-3,0	-2,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**7,0**	**17,6**	**13,1**	**13,9**	**14,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				3,1	15,2	-1,4	-1,2	-1,3
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**310,8**	**320,3**	**340,6 p**	**329,7**	**309,9**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**24,9**	**42,9**	**53,9 p**	**12,2**	**8,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		91,7 (6)	88,5 (7)	67.2	68.5	66.0	67,2	67,6
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		104,6 (6)	89,7 (7)	243,6	251,8	274,6	262,5	242,3
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**8,3**	**13,1**	**12,4**	**3,9**	**2,2**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		60,9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**22,4**	**24,5**	**24,5**	**24,3**	**26,0**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**3,7**	**-2,6**	**11,4**	**0,2**	
Rendement des fonds propres (en %)				5,2	4,4	5,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				0.6e	0.7e	0.6p	0,7	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,6**	**6,0**	**5,9**	**5,6**	**5,0**
Taux de chômage (niveau annuel)		5,7 (10)		5,6	6,8	5,3	4,7	5,1
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,0**	**2,0**	**2,1**	**-1,2**	**-2,3**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-0,9**	**-0,4**	**0,4**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-1,9**	**7,8**	**2,7**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.17. HONGRIE

En Hongrie, les préoccupations liées à la soutenabilité de la position extérieure, à la compétitivité-coûts, à la viabilité budgétaire et à l'évolution des prix des logements continuent de s'intensifier. Le déficit de la balance courante s'est creusé en 2021 et devrait encore s'aggraver, tandis que le taux de change a suivi une tendance à la baisse. Les augmentations des coûts salariaux unitaires sont très importantes depuis des années et restent fortes, la compétitivité-coûts étant jusqu'à présent maintenue par la dépréciation nominale. La croissance des prix nominaux des logements a récemment été parmi les plus élevées de l'UE, dans un contexte caractérisé par une offre limitée et par des estimations indiquant une surévaluation des prix des logements. Le déficit public reste élevé.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Hongrie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner les nouvelles vulnérabilités et leurs implications dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Hongrie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 5,5 % en 2022 et à 0,1 % en 2023. L'inflation est très élevée, y compris par rapport aux partenaires commerciaux de la Hongrie membres de la zone euro. En glissement annuel, elle a atteint 20,7 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 13,2 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Hongrie montre qu'en 2021, cinq indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette, la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, la dette publique et la variation du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les risques pour la **soutenabilité de la position extérieure** ont augmenté dans un contexte de détérioration des flux extérieurs. Le déficit de la balance courante s'est creusé pour atteindre 4 % du PIB en 2021, une nette aggravation étant en cours en 2022. Les fortes importations nettes d'énergie de la Hongrie rendent le solde extérieur sensible à l'évolution des prix internationaux de l'énergie. La position extérieure globale nette (PEGN) négative est restée globalement inchangée en 2021. La PEGN hors instruments infaillibles est presque équilibrée. Les réserves de change couvrent un peu plus de 3 mois d'importations et dépassent la dette extérieure à court terme.

- Des préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, persistent. La poursuite des dépréciations nominales du forint a partiellement compensé les fortes hausses des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux ces dernières années. Les CSU ont de nouveau augmenté en 2021, dans un contexte de tensions sur le marché du travail, et devraient fortement s'accroître en 2022 et 2023. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH est resté globalement inchangé en 2021, puis s'est fortement déprécié en août 2022.

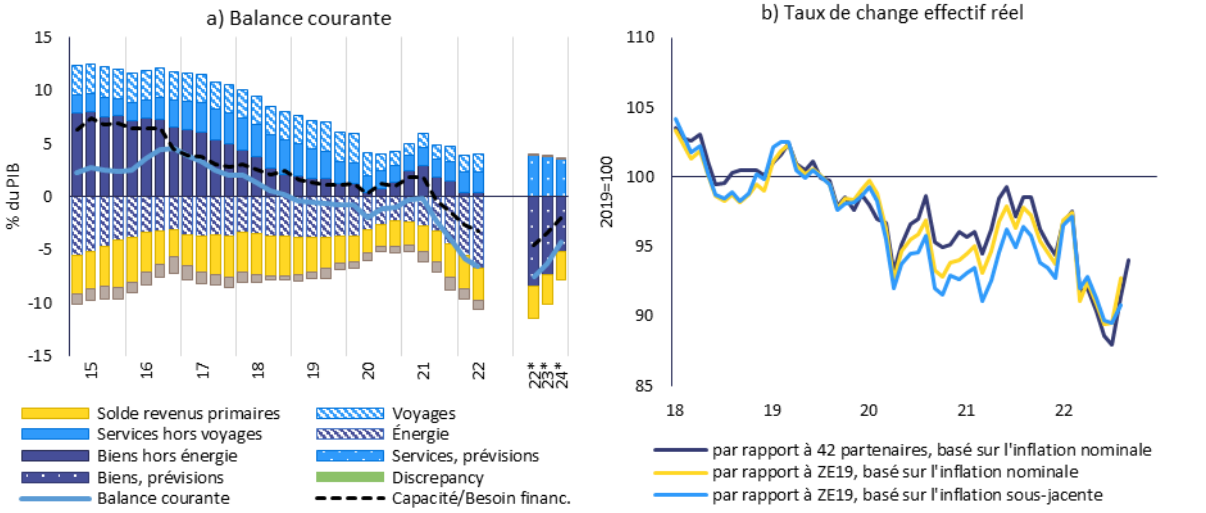
- La très forte croissance des **prix des logements** demeure un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 4,9 % à 16,1 % en 2021, ce qui est l'une des plus fortes hausses de l'UE. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est accélérée, atteignant 22,8 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 17 % en 2021. Dans le même temps, l'investissement dans la construction résidentielle était nettement inférieur à la moyenne de l'UE (3,9 % du PIB en 2021).

- La **dette publique** a légèrement diminué en 2021, pour s'établir à 76,8 % du PIB, sous l'effet d'une forte croissance du PIB nominal, et devrait se stabiliser autour de ce niveau. Le déficit public s'est réduit, passant à 7,1 % du PIB en 2021, et devrait continuer à baisser sous l'effet

des mesures annoncées par le gouvernement. La part de la dette publique libellée en devises ou détenue par des non-résidents est élevée. Les rendements des obligations souveraines ont augmenté pour toutes les échéances, en particulier depuis l'été 2021. Dans le même temps, les besoins bruts de financement des administrations publiques sont élevés. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont modérés à moyen terme et élevés à long terme, notamment en raison du vieillissement démographique.

- Le **secteur bancaire** reste globalement sain, mais des défis sont à venir. La rentabilité est l'une des plus élevées de l'UE, le ratio de fonds propres de catégorie 1 est proche de la moyenne de l'UE et la proportion de prêts non performants est restée faible, malgré une augmentation des créances renégociées en 2021. Une taxe sur les bénéfices exceptionnels qui vient d'être introduite pour 2022 et 2023 et un plafonnement réglementaire des taux hypothécaires variables jusqu'à la mi-2023 devraient réduire considérablement les bénéfices des banques. La dette publique représente près d'un cinquième des actifs bancaires. Le ratio de la dette du secteur privé au PIB est faible, mais les emprunts des ménages et des entreprises ont fortement progressé depuis 2020 et les prêts en devises sont importants, notamment pour l'immobilier commercial.

Graphique 3.17.1: **Graphiques sélectionnés: Hongrie**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.17.1: **Indicateurs économiques et financiers sélectionnés, Hongrie**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**0,5**	**-0,5**	**-1,9**	**-4,2**	**-6,0**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,0 (1)	-6,1 (2)	-0,8	-1,1	-4,0	-7,6	-6,3
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-52,0 (3)**	**-14,4 (4)**	**-49,8**	**-52,2**	**-53,1**	**-46,1**	**-44,7**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-2.6	-2.4	-1.5		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**11,5**	**13,7**	**12,4 p**	**20,6**	**27,8**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,1	6,7	2,1 p	10,7	13,0
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,4**	**-4,9**	**-4,1**	**-13,1**	**-13,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,8	-3,6	0,3	-10,0	-4,2
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**5,0**	**7,4**	**0,0**	**2,0**	**3,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				1,1	2,6	-3,8	2,6	0,9
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**67,3**	**76,8**	**80,5 p**	**75,9**	**65,5**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**4,2**	**8,1**	**12,7 p**	**6,0**	**2,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		46,4 (6)	26,0 (7)	18.5	20.8	21.0	19,7	18,6
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		63,4 (6)	35,1 (7)	48,8	56,0	59,5	56,2	46,9
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**11,8**	**1,5**	**10,0 p**	**4,5**	**-15,3**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		16,8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**65,3**	**79,3**	**76,8**	**76,4**	**75,2**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**36,8**	**55,0**	**16,4**	**0,0**	
Rendement des fonds propres (en %)				14,3	7,6	12,7		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				4.2e	3.6e	3.2p	3,4	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**3,6**	**3,7**	**3,8**	**3,9**	**4,0**
Taux de chômage (niveau annuel)		3,3 (10)		3,3	4,1	4,1	3,6	4,2
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,6**	**2,0**	**2,1**	**3,4**	**3,8**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3 a	**0,5 pp**			**-1,2**	**-0,5**	**-0,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3 a	**2 pp**			**-1,5**	**2,0**	**3,6**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.18. MALTE

À Malte, le déficit de la balance courante reste important et la dette des sociétés non financières demeure considérable, bien que les risques associés semblent limités. Le ratio élevé de la dette des sociétés non financières au PIB maintient une trajectoire descendante. Les prix nominaux des logements sont, d'après les estimations, modérément surévalués.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour Malte. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse en ce qui concerne Malte.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 5,7 % en 2022 et à 2,8 % en 2023. L'inflation est élevée, même si elle est plus faible que dans la plupart des autres pays de l'UE. En glissement annuel, elle a atteint 7,5 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,7 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour Malte montre qu'en 2021, un indicateur dépassait son seuil indicatif, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les perspectives en matière de **soutenabilité de la position extérieure** se dégradent. Le déficit de la balance courante s'est creusé pour atteindre 4,6 % en 2021 et devrait encore s'aggraver en 2022([46]). L'amélioration de la balance des voyages a été contrebalancée par la détérioration de la balance commerciale des biens énergétiques. Le recul global s'explique principalement par le déficit commercial des biens hors énergie. La position extérieure globale nette demeure forte et positive, reflétant la position du pays en tant que centre financier international. Elle devrait rester à un niveau similaire malgré des déficits élevés de la balance courante.

- Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** semblent limitées. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont diminué en 2021, après la forte hausse enregistrée en 2020, mais devraient à nouveau légèrement augmenter en 2022. La croissance des coûts salariaux unitaires reste au-dessous de la moyenne de la zone euro. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié en 2021. En glissement annuel, il continuait de se déprécier en août 2022.

- Les vulnérabilités liées au ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB demeurent, bien qu'elles soient sur une trajectoire descendante. Ce ratio a légèrement baissé pour s'établir à 78,4 % en 2021. Le ratio d'endettement des sociétés non financières a continué de diminuer au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. Il reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux, dépassant de trois points de pourcentage le ratio enregistré en 2019. Les flux de crédit aux sociétés non financières restent élevés en pourcentage du PIB.

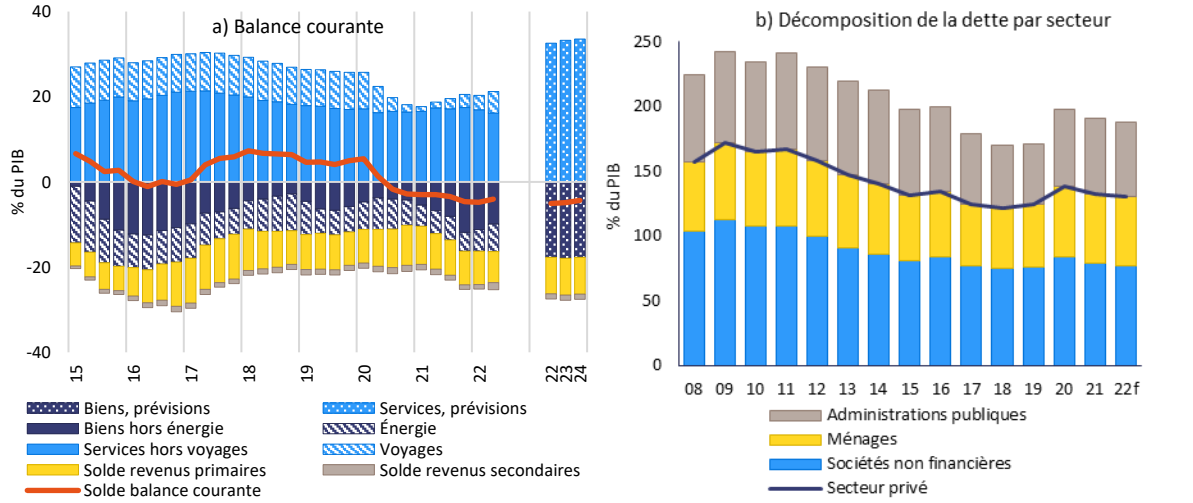
- Les préoccupations liées à l'évolution des **prix des logements** demeurent. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée pour atteindre 5,1 % en 2021. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel a progressé pour s'établir à 7,7 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 9 % en 2021. Le secteur bancaire reste globalement sain, avec des niveaux de capitalisation

([46]) Il existe un écart important entre les données de la balance des paiements (BdP) et celles des comptes nationaux (CN) en ce qui concerne la balance courante, ces dernières indiquant un excédent considérable en 2021, bien que nettement inférieur à celui des années antérieures à la pandémie. Le tableau de bord et les évaluations du RMA sont fondés sur les données BdP.

élevés, mais une faible rentabilité. L'exposition des banques au secteur immobilier demeure très importante.

- Le ratio de la **dette publique** est passé à 56,3 % du PIB et devrait encore augmenter, approchant le seuil de 60 % du PIB. Le déficit public s'est réduit à 7,8 % du PIB en 2021 et cette diminution devrait se poursuivre. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont moyens à moyen terme et élevés à long terme en raison du vieillissement de la population et du fort déficit budgétaire initial.

Graphique 3.18.1: **Graphiques sélectionnés: Malte**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.18.1: **Indicateurs économiques et financiers sélectionnés, Malte**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**5,7**	**2,8**	**-0,8**	**-4,2**	**-4,8**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-2,4 (1)	3,2 (2)	5,0	-2,9	-4,6	-5,1	-4,8
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-71,1 (3)**	**-15,8 (4)**	**53,5**	**51,0**	**52,8**	**50,3**	**52,8**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				234.8	254.6	259.4		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**7,2**	**19,6**	**12,9**	**9,7**	**0,6**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,6	11,4	-2,2	0,7	2,1
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**1,8**	**2,1**	**-1,2**	**-4,8**	**-8,1**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,2	1,4	-1,3	-5,0	-2,2
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**20,0**	**12,5**	**-0,9**	**-1,4**	**2,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				4,0	4,1	-8,9	3,2	0,4
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**124,1**	**138,6**	**131,8**	**129,9**	**120,9**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**12,7**	**6,6**	**9,4**	**11,0**	**9,8**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		56,4 (6)	54,8 (7)	48.5	55.1	53.4	53,0	53,6
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		47,8 (6)	52,6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,2**	**2,2**	**3,8 p**	**0,5**	**-1,5**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		8,6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**40,7**	**53,3**	**56,3**	**57,4**	**59,9**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**7,5**	**1,7**	**7,7**	**0,2**	
Rendement des fonds propres (en %)				6,0	0,3	3,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**3,8**	**3,9**	**3,8**	**3,7**	**3,2**
Taux de chômage (niveau annuel)		3,8 (10)		3,6	4,4	3,4	3,2	3,1
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**5,3**	**4,9**	**3,5**	**1,5**	**0,9**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3 a	**0,5 pp**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,9**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3 a	**2 pp**			**-1,4**	**0,3**	**0,3**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.19. PAYS-BAS

Aux Pays-Bas, l'excédent de la balance courante, les ratios de la dette des ménages et des sociétés non financières au PIB et la surévaluation des prix des logements restent importants. L'excédent de la balance courante et les évolutions récentes de la compétitivité-coûts méritent un suivi attentif, y compris dans la perspective d'un rééquilibrage de la zone euro. La croissance des prix nominaux des logements a été parmi les plus élevées de l'UE en 2021, dans un contexte caractérisé, d'après les estimations, par une surévaluation des prix des logements.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et a conclu que les Pays-Bas connaissaient des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance des déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi concernant les Pays-Bas.

La croissance du PIB réel devrait atteindre 4,6 % en 2022 et 0,6 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a diminué pour s'établir à 16,8 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,8 %. L'inflation devrait augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour les Pays-Bas montre qu'en 2021, quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir les soldes courants, la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements et la dette du secteur privé. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les problèmes concernant le **secteur extérieur** sont liés à l'excédent élevé et existant de longue date de la balance courante, même s'il a été revu à la baisse. Celui-ci a augmenté en 2021 pour atteindre 7,2 % du PIB, principalement en raison de soldes de revenus plus élevés. Il devrait se réduire en 2022, en raison de la détérioration des termes de l'échange et de l'incidence de la délocalisation de Shell au Royaume-Uni, mais il reste supérieur aux seuils indicatifs. La position extérieure globale nette en pourcentage du PIB, qui s'élevait à 93 % en 2021, reste la plus élevée de l'UE, malgré une forte baisse due principalement à des effets de valorisation négatifs. Cette baisse devrait se poursuivre en 2022.

- L'évolution de la **compétitivité-coûts** peut entraver le rééquilibrage de la zone euro. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement diminué en 2021, malgré un nouveau resserrement du marché du travail, mais devraient augmenter, tout en restant inférieurs à la moyenne de la zone euro. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH est resté globalement inchangé en 2021, et il en allait de même en glissement annuel en août 2022.

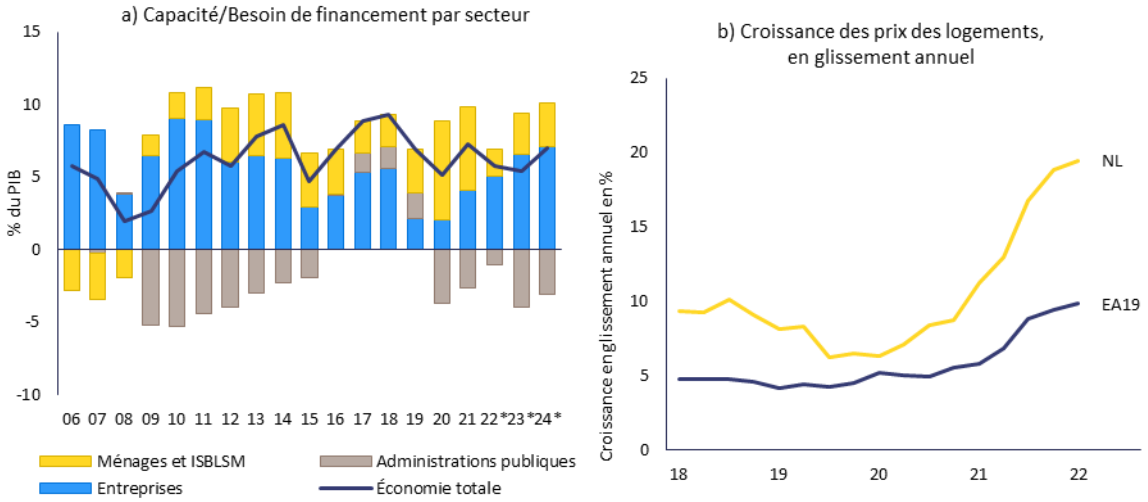
- Le ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB reste l'un des plus élevés de l'UE, bien qu'il soit sur une trajectoire descendante. Il a légèrement baissé en 2021, pour s'établir à 129 %. Le ratio d'endettement des sociétés non financières a continué de diminuer au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. Il reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux. La forte proportion de prêts intragroupe transfrontières et les importants coussins de liquidité des entreprises atténuent ces risques. Les flux de crédit aux sociétés non financières ont augmenté en pourcentage du PIB en 2021.

- Le ratio de la **dette des ménages** au PIB reste le plus élevé de l'UE et s'élevait à 100 % du PIB en 2021, dépassant ainsi à la fois les niveaux de référence prudentiels et les niveaux de référence basés sur les fondamentaux. Toutefois, le ratio a diminué en 2021, malgré une contribution positive des flux de crédit, et ce recul s'est poursuivi au premier semestre de 2022. La dette non performante des ménages reste faible.

- La forte croissance des **prix des logements** reste un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 7,6 % en 2020 à 15 % en 2021, ce qui

constitue l'une des hausses les plus marquées de l'UE. Elle a atteint 18,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 21 % en 2021. Les risques liés aux corrections de prix justifient un suivi, bien que le secteur bancaire soit stable et bien capitalisé et que sa rentabilité ait augmenté en 2021. La proportion de prêts non performants est faible. La croissance des prêts hypothécaires reste également faible.

Graphique 3.19.1: **Graphiques sélectionnés: Pays-Bas**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.19.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Pays-Bas**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**8,4**	**7,1**	**6,4**	**6,0**	**6,1**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		2,3 (1)	5,6 (2)	6,9	5,1	7,2	5,7	5,3
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-88,8 (3)**	**35,0 (4)**	**89,6**	**113,0**	**93,0**	**82,7**	**85,2**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**6,0**	**14,4 p**	**11,2 p**	**9,5**	**5,3**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,2	8,5 p	-0,6 p	1,6	4,3
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,4**	**3,8**	**2,2**	**-2,4**	**-5,6**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,4	1,8	0,0	-4,2	-1,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-0,3**	**6,8**	**1,1**	**0,7**	**-2,1**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-1,3	5,0	-5,0	0,7	-1,2
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**229,9**	**233,1 p**	**229,3 p**	**218,7**	**213,8**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**-0,3**	**-0,7 p**	**11,7 p**	**6,9**	**13,4**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		63,5 (6)	73,4 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		94,1 (6)	113,5 (7)	130,2			122,8	121,1
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,6**	**6,2**	**11,2 p**	**8,4**	**-0,7**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		20,7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**48,5**	**54,7**	**52,4**	**50,3**	**52,4**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**7,9**	**1,4 p**	**-0,3 p**	**3,4**	
Rendement des fonds propres (en %)				7,7	3,1	8,3		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,1**	**4,7**	**4,5**	**4,3**	**4,1**
Taux de chômage (niveau annuel)		4,7 (10)		4,4	4,9	4,2	3,7	4,3
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**1,2**	**1,2**	**1,0**	**1,9**	**2,5**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,4**	**-1,0**	**-0,4**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-3,6**	**0,2**	**0,4**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.20. AUTRICHE

En Autriche, la croissance des prix de l'immobilier s'est accélérée et les ratios de la dette des entreprises non financières et de la dette publique au PIB restent élevés, bien que les risques associés semblent limités. La croissance des prix nominaux des logements progresse à un rythme marqué depuis plusieurs années, dans un contexte caractérisé, selon les estimations, par une forte surévaluation des prix de l'immobilier. Le ratio de la dette des entreprises au PIB a augmenté et demeure supérieur aux niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux. La dette publique diminue, bien qu'elle reste plus élevée qu'en 2019.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour l'Autriche. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse en ce qui concerne l'Autriche.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 4,6 % en 2022 et à 0,3 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a atteint 11,5 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 5,7 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour l'Autriche montre qu'en 2021, trois indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements et la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- Les inquiétudes relatives à la **dette des sociétés non financières** ont augmenté. Le ratio de la dette des entreprises au PIB a connu une hausse pour atteindre 78 % en 2021 et reste supérieur aux niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux. Il dépasse toujours de six points de pourcentage celui de 2019. Dans le même temps, le ratio d'endettement des sociétés non financières a diminué au premier semestre de 2022, malgré une augmentation des flux de crédit en pourcentage du PIB. Les préoccupations en matière de **compétitivité-coûts** sont limitées. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux s'est nettement ralentie en 2021, mais devrait, dans les années à venir, augmenter légèrement plus vite que dans les autres pays de la zone euro.

- Le ratio de la **dette des ménages** au PIB est au niveau prudentiel et inférieur au niveau de référence basé sur les fondamentaux. Il a diminué en 2021 et est resté globalement inchangé au premier semestre de 2022. La dette non performante des ménages reste faible.

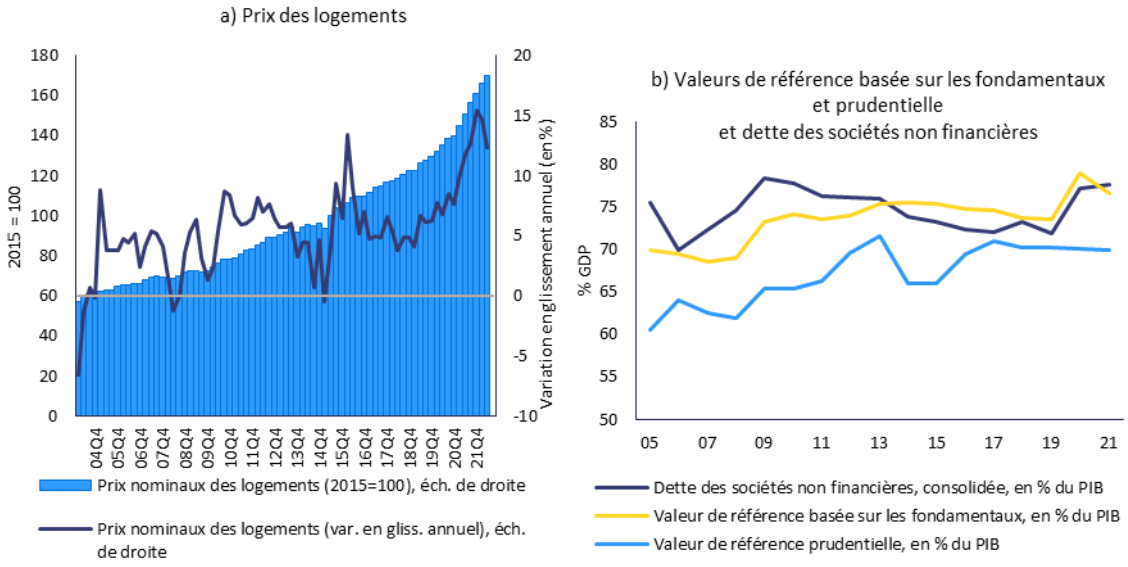
- La très forte croissance des **prix des logements** demeure un sujet de préoccupation. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 7,7 % en 2020 à 12,4 % en 2021, ce qui constitue l'une des hausses les plus marquées de l'UE. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel a légèrement diminué mais est demeurée très forte, à 12,4 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 27 %. Toutefois, la faible exposition aux taux d'intérêt variables, le faible ratio de la dette des ménages au PIB, le faible ratio propriété/location, la bonne santé du secteur financier et la faible proportion de prêts non performants (PNP) limitent les risques macroéconomiques.

- Les préoccupations liées à la **dette publique** sont limitées. La dette publique a légèrement baissé en 2021, pour s'établir à 82,3 % du PIB, et devrait encore diminuer, mais elle reste plus élevée qu'en 2019. Le déficit public demeure important, mais il s'est réduit à 5,9 % du PIB en 2021 et ce recul devrait se poursuivre. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont moyens à moyen et à long terme.

- Le **secteur bancaire** est globalement sain. Alors que le ratio de fonds propres de catégorie 1 était inférieur à la moyenne de l'UE, la rentabilité a été supérieure. Le ratio de PNP a également

été très faible, mais la part des prêts peu performants (stade 2) est très élevée. L'exposition de la Raiffeisen Bank International (RBI) à la Russie représente une source de risque modérée.

Graphique 3.20.1: **Graphiques sélectionnés: Autriche**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.20.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Autriche**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**1,6**	**2,1**	**1,9**	**1,2**	**0,1**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		1,5 (1)	0,5 (2)	2,4	3,0	0,4	0,2	-0,1
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-82,1 (3)**	**12,3 (4)**	**14,4**	**11,5**	**14,7**	**16,8**	**16,1**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-0.6	-4.6	-4.2		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (EA) 12% (Non-EA)**			**5,6**	**12,0**	**9,9**	**9,6**	**9,5**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				2,3	7,1	0,3	2,1	6,9
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (EA) ±11% (Non-EA)**			**2,1**	**3,2**	**1,2**	**-2,9**	**-6,7**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,0	2,1	0,1	-5,0	-2,0
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**1,2**	**5,4**	**-2,7**	**4,9**	**1,5**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-0,1	0,5	-3,8	6,4	-1,2
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**121,5**	**130,4**	**129,7**	**125,1**	**115,6**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**5,1**	**4,4**	**7,4**	**8,3**	**5,4**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		50,7 (6)	77,4 (7)	49.6	53.2	52.1	49,5	48,7
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		69,9 (6)	76,5 (7)	71,9	77,2	77,6	75,6	66,9
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**4,0**	**6,1**	**9,9**	**2,1**	**1,3**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		26,7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**70,6**	**82,9**	**82,3**	**78,5**	**76,6**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**3,6**	**11,4**	**8,0**	**3,9**	
Rendement des fonds propres (en %)				7,8	4,1	6,4		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				2.2e	2.0e	1.8p	1,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,3**	**5,3**	**5,7**	**5,7**	**5,5**
Taux de chômage (niveau annuel)		5,4 (10)		4,8	6,0	6,2	5,0	5,2
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,7**	**-0,4**	**0,1**	**1,9**	**3,0**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,0**	**-0,6**	**0,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-2,9**	**1,2**	**1,0**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.21. POLOGNE

En Pologne, les coûts salariaux unitaires et les prix des logements sont en hausse, bien que les risques associés semblent limités. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux devrait augmenter, compte tenu de l'inflation sous-jacente très élevée et des pénuries de main-d'œuvre. La croissance des prix nominaux des logements est parmi les plus fortes de l'UE, dans un contexte caractérisé, d'après les estimations, par une surévaluation limitée des prix des logements. La dépréciation du taux de change exerce une certaine pression sur l'inflation et la balance courante est devenue déficitaire en raison de facteurs ponctuels.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas constaté de déséquilibres macroéconomiques pour la Pologne. Cette année, la Commission n'estime pas nécessaire d'approfondir son analyse en ce qui concerne la Pologne.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 4 % en 2022 et à 0,7 % en 2023. L'inflation est actuellement très élevée, notamment par rapport aux partenaires commerciaux de la Pologne au sein de la zone euro, mais elle devrait ralentir. En glissement annuel, elle a atteint 15,7 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 11,5 %. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour la Pologne montre qu'en 2021, un indicateur dépassait son seuil indicatif, à savoir la position extérieure globale nette. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

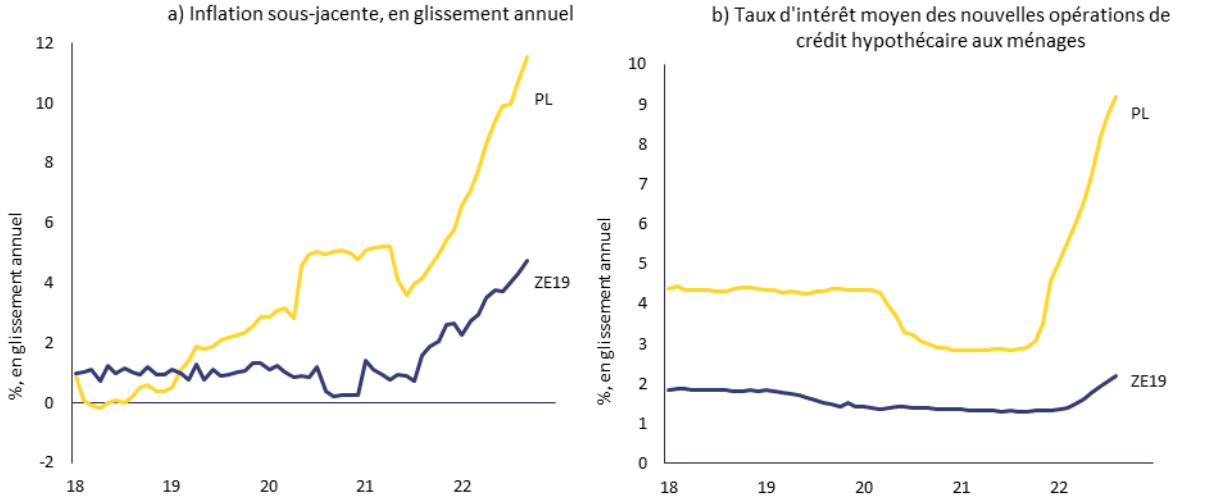
- Les préoccupations en ce qui concerne la **soutenabilité de la position extérieure** ne sont pas encore très marquées. Compte tenu de la vigueur de la demande et des termes défavorables de l'échange, la balance courante a accusé un déficit de 1,4 % du PIB en 2021, qui devrait continuer à se creuser en 2022. Néanmoins, la position extérieure globale nette (PEGN) devrait encore s'améliorer et rester en deçà du seuil indicatif de – 35 % fixé par la PDM à partir de 2022. La majeure partie de la PEGN se caractérise par des investissements directs, ce qui limite les préoccupations immédiates liées à la position extérieure.

- L'inflation élevée et la forte croissance des salaires nominaux pourraient poser des problèmes de **compétitivité-coûts** si elles persistent. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont diminué en 2021, mais devraient augmenter sensiblement à l'avenir. Le taux de change effectif réel vis-à-vis des partenaires commerciaux de la Pologne s'est déprécié.

- Les **prix** nominaux **des logements** ont augmenté rapidement ces dernières années, mais restent globalement conformes aux fondamentaux dans un contexte de forte croissance des revenus. Le resserrement monétaire de 2021-2022 a entraîné la hausse des taux hypothécaires la plus marquée dans l'UE, ainsi qu'une importante réduction des flux de crédit aux ménages. La prévalence des prêts hypothécaires à taux variable est susceptible de se traduire par une répercussion directe des coûts des intérêts sur les détenteurs de prêts hypothécaires nouveaux et existants. Toutefois, le **secteur bancaire** polonais continue d'être bien capitalisé dans un contexte de faible endettement des ménages et de ratios prêts/valeur relativement faibles. Le niveau des prêts non performants demeure limité et continue de diminuer.

- Les **pénuries de main-d'œuvre** exacerbent les pressions inflationnistes. La croissance des salaires nominaux a atteint 12,4 % en glissement annuel en août 2022. Le taux de chômage reste parmi les plus faibles de l'UE, à 3,4 % en 2021, et devrait baisser en 2022 avant de remonter en 2023. Le taux d'activité a encore progressé. L'augmentation de l'offre de main-d'œuvre apportée par l'afflux de personnes déplacées en provenance d'Ukraine devrait atténuer les pénuries de main-d'œuvre, comme c'est déjà le cas dans certains secteurs tels que les services.

Graphique 3.21.1: **Graphiques sélectionnés: Polonia**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.21.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Polonia**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-1,1**	**0,1**	**0,3**	**-1,0**	**-3,0**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,3 (1)	-4,4 (2)	-0,2	2,5	-1,4	-4,1	-3,5
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-52,7 (3)**	**-4,1 (4)**	**-48,8**	**-43,9**	**-39,5**	**-29,4**	**-27,0**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-10.7	-4.5	0.8		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**8,0**	**14,0**	**9,9 b**	**14,4**	**16,9**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,9	7,5	-1,6 b	8,1	9,8
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,8**	**1,1**	**-0,4**	**-0,7**	**-0,2**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,9	1,1	-0,6	-1,2	1,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**22,0**	**33,6**	**24,9**	**19,1**	**15,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				3,8	11,3	-0,7	0,3	0,1
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**74,2**	**76,1**	**71,6**	**63,5**	**57,8**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**3,6**	**1,8**	**4,0**	**2,4**	**2,8**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		54,3 (6)	22,2 (7)	34.4	34.6	32.3	26,8	24,3
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		82,4 (6)	34,5 (7)	39,8	41,5	39,3	36,7	33,5
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**6,4**	**6,7**	**3,7**	**-2,6**	**-5,8**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-1,9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**45,7**	**57,2**	**53,8**	**51,3**	**52,9**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**4,3**	**11,6**	**13,6**	**0,1**	
Rendement des fonds propres (en %)				6,9	3,1	4,8		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				6.1e	6.0e	5.0p	4,7	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**4,1**	**3,5**	**3,3**	**3,1**	**3,0**
Taux de chômage (niveau annuel)		3,4 (10)		3,3	3,2	3,4	2,7	3,0
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,1**	**1,4**	**3,4**	**1,7**	**1,2**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,5**	**-0,9**	**-0,1**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-7,9**	**-4,0**	**0,1**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.22. PORTUGAL

Au Portugal, les préoccupations liées aux ratios de la dette des ménages et des sociétés non financières, de la dette publique et de la dette extérieure rapportées au PIB demeurent, bien que les ratios d'endettement aient repris leur trajectoire descendante après la crise de la COVID-19. La croissance des prix nominaux des logements s'accélère et des signes de surévaluation des prix des logements sont apparus. Les risques associés aux boucles de rétroaction dans les secteurs financier et public demeurent.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et a conclu que le Portugal connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance des déséquilibres ou leur correction dans le cadre d'un bilan approfondi concernant le Portugal.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 6,6 % en 2022 et à 0,7 % en 2023. L'inflation est élevée et devrait globalement évoluer conformément à la moyenne de la zone euro. En glissement annuel, elle a atteint 10,6 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,5 % en septembre. Les prix devraient augmenter plus rapidement que les salaires.

La lecture du tableau de bord pour le Portugal montre qu'en 2021, six indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs, à savoir la position extérieure globale nette, la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, la croissance des prix réels des logements, la dette du secteur privé, la dette publique et la variation du taux de chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes décrites ci-dessous.

- La **soutenabilité de la position extérieure** continue de susciter des préoccupations. Si la position extérieure globale nette s'est fortement améliorée et a atteint les niveaux les plus élevés en 15 ans, elle reste importante et négative, de nouvelles améliorations étant prévues jusqu'en 2024. Le déficit de la balance courante s'est creusé pour atteindre 1,2 % du PIB en 2021, l'amélioration de la balance des voyages et des exportations de biens ayant été plus que contrebalancée par la détérioration de la balance commerciale des biens énergétiques. Le déficit devrait s'accentuer légèrement en 2022 en raison des effets de prix. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux a été modérée en 2021 et devrait devenir négative en 2022. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH s'est déprécié en 2021. En glissement annuel, il se dépréciait également en août 2022.

- Les vulnérabilités liées au ratio de la **dette des sociétés non financières** au PIB demeurent, bien qu'elles soient sur une trajectoire descendante. Ce ratio est tombé à 90,5 % en 2021, mais reste supérieur de plus de quatre points de pourcentage à celui de 2019. Le ratio d'endettement des sociétés non financières a continué de diminuer au premier semestre de 2022, mais des facteurs de risque sont associés à l'environnement macroéconomique. Il reste au-dessus des niveaux de référence tant prudentiels que fondamentaux. Les prêts non performants des entreprises en pourcentage des prêts accordés aux entreprises par les banques ont poursuivi leur recul. Le ratio de la **dette des ménages** au PIB reste supérieur aux niveaux de référence prudentiels et basés sur les fondamentaux, bien qu'il ait diminué en 2021 et que cette baisse ait perduré au premier semestre de 2022.

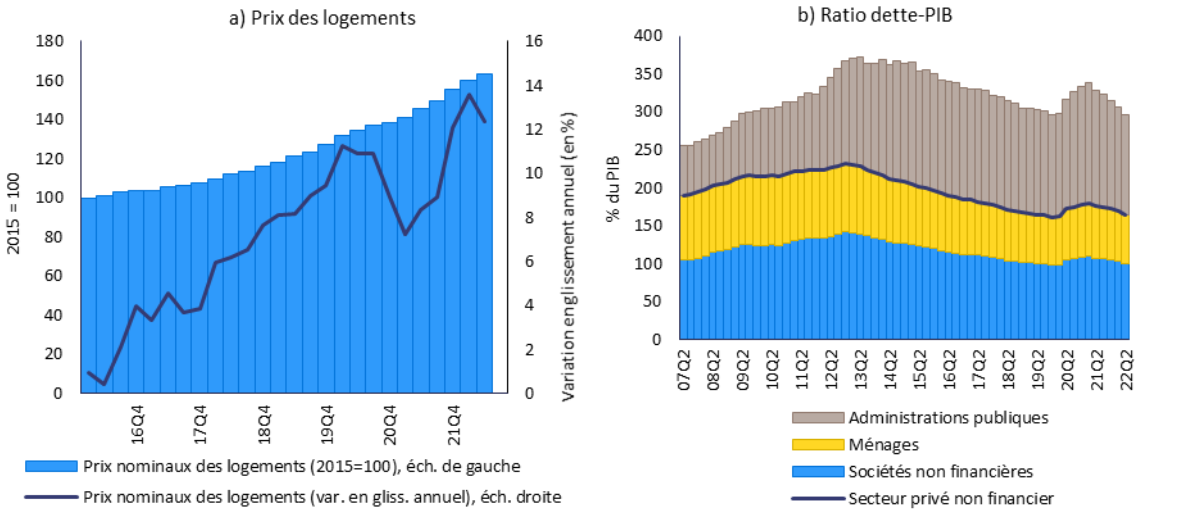
- Les préoccupations liées à l'évolution des **prix des logements** augmentent. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 8,8 % à 9,4 % en 2021. La croissance des prix nominaux des logements en glissement annuel s'est accélérée, atteignant 13,2 % au deuxième trimestre de 2022. D'après les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 23 % en 2021. Plus des deux tiers des prêts hypothécaires sont assortis de taux d'intérêt fixés pour une durée inférieure ou égale à un an.

- Les préoccupations liées à la **dette publique** restent importantes. En 2021, la dette publique a diminué de neuf points de pourcentage, pour s'établir à 125,5 % du PIB, et elle devrait continuer

à baisser pour atteindre en 2022 des niveaux inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie. Le déficit public s'est réduit à 2,9 % du PIB en 2021 et ce resserrement devrait se poursuivre sur la période de prévision. Les risques en matière de viabilité budgétaire sont élevés à moyen terme et moyens à long terme.

- Les préoccupations liées au secteur **bancaire** ont diminué, mais certaines faiblesses subsistent. La rentabilité s'est redressée et les ratios de solvabilité sont restés résilients. Toutefois, le ratio de fonds propres de catégorie 1 est supérieur aux exigences réglementaires, mais faible par rapport à celui de ses homologues européens, tandis que la rentabilité reste relativement faible. Le ratio de prêts non performants a poursuivi sa trajectoire descendante, mais reste supérieur à la moyenne de l'UE, et la part des prêts peu performants (stade 2) est également élevée. Les risques associés aux boucles de rétroaction dans les secteurs financier et public persistent.

Graphique 3.22.1: **Graphiques sélectionnés: Portugal**



Source: Eurostat et services de la Commission européenne.

Tableau 3.22.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers, Portugal**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**0,8**	**0,0**	**-0,6**	**-1,2**	**-1,1**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,0 (1)	-2,4 (2)	0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-0,8
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-52,3 (3)**	**-15,7 (4)**	**-100,0**	**-104,6**	**-94,7**	**-85,2**	**-79,3**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**8,5**	**15,6**	**12,5 p**	**8,4**	**3,4**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				2,8	8,7	0,6 p	-0,9	3,8
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**-0,3**	**0,0**	**-2,8**	**-5,3**	**-7,3**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,9	0,8	-1,8	-4,4	-1,4
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**8,3**	**-1,5**	**-5,3**	**3,3**	**1,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				0,8	-10,2	0,1	12,2	-0,3
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**149,5**	**163,7**	**156,9 p**	**147,8**	**137,6**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**2,6**	**4,4**	**4,0 p**	**5,7**	**3,5**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		40,4 (6)	31,5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		64,4 (6)	62,0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**9,0**	**8,1**	**7,9**	**5,7**	**2,0**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		22,5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**116,6**	**134,9**	**125,5**	**115,9**	**109,1**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**-0,2**	**6,6**	**7,1**	**1,8**	
Rendement des fonds propres (en %)				4,3	0,0	4,9		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**7,7**	**7,0**	**6,8**	**6,5**	**6,1**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,2 (10)		6,7	7,0	6,6	5,9	5,9
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,2**	**0,0**	**0,7**	**0,3**	**1,4**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-3,6**	**-2,3**	**-0,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-9,7**	**-1,4**	**3,1**		

Remarques: voir annexe 1.

Source: services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (prévisions de l'automne 2022).

3.23. ROUMANIE

En Roumanie, les préoccupations liées à la viabilité de la position extérieure et au déficit public continuent de croître. Le déficit de la balance courante s'est creusé en 2021 et se creuse encore aujourd'hui. Le déficit public a diminué et devrait continuer à se résorber, mais il demeure élevé. Les coûts salariaux unitaires nominaux devraient augmenter, sur fond d'inflation élevée, de pénuries de main-d'œuvre et de fortes hausses des salaires nominaux, ce qui pose des problèmes de compétitivité.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et a conclu que la Roumanie connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres, ou leur correction, dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Roumanie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 5,8 % en 2022 et à 1,8 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a augmenté pour atteindre 13,4 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,5 %. Les prix devraient progresser plus rapidement que les salaires.

Pour la Roumanie, la lecture du tableau de bord montre que trois indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs en 2021. Il s'agit des indicateurs relatifs à la balance courante, à la position extérieure globale nette et à la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes suivantes:

- La situation relative à la **viabilité de la position extérieure** s'est encore aggravée. Le déficit de la balance courante a augmenté pour passer à 7,3 % du PIB en 2021 et il devrait encore s'amplifier en 2022. La position extérieure globale nette (PEGN) s'est quelque peu améliorée pour s'établir à -47,2 % du PIB en 2021, en raison d'une forte croissance du PIB nominal et de certains effets de valorisation positifs, et elle devrait encore s'améliorer en 2022, avant de se détériorer de nouveau en 2023. La PEGN hors instruments infaillibles est restée négative mais proche de l'équilibre.

- Les préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, continuent de croître. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont légèrement augmenté en 2021 et devraient augmenter plus fortement en 2022 et au-delà, dans un contexte d'inflation élevée, de pénuries de main-d'œuvre et de fortes hausses des salaires nominaux. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH est resté globalement inchangé en 2021 et, en glissement annuel, était également globalement stable en août 2022.

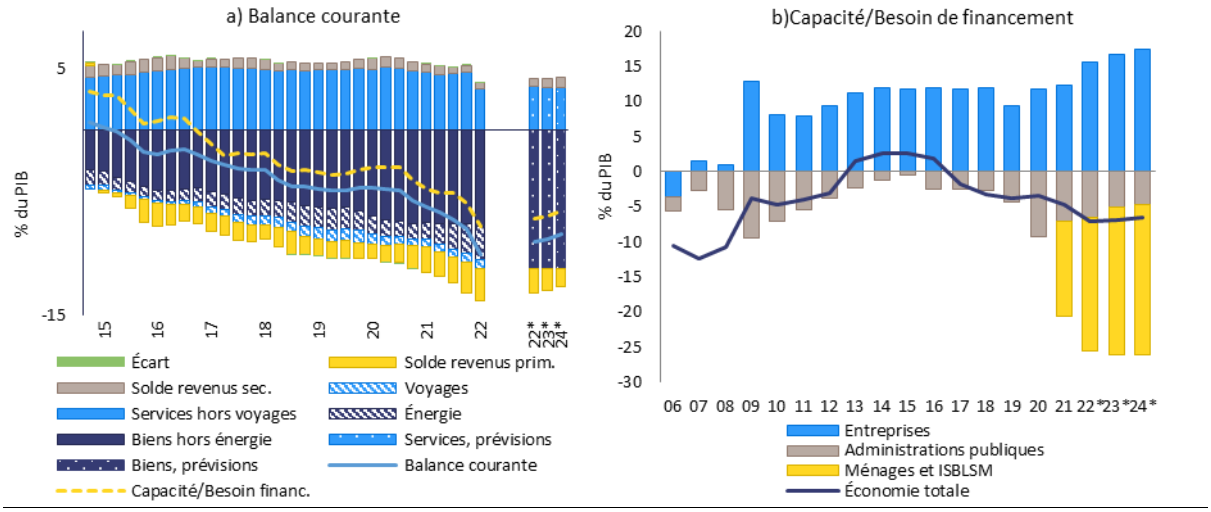
- L'évolution des **prix des logements** reste peu préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements a légèrement ralenti, passant de 4,7 % à 4,4 % en 2021. Elle a accéléré pour atteindre 8,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2022. Les indicateurs de l'écart de valorisation ne montrent pas de signes de surévaluation potentielle des prix des logements.

- Les risques liés à la **dette publique** s'accroissent. Le déficit public a diminué, mais il reste élevé, à 7,1 % du PIB en 2021. Il devrait continuer à se réduire. La dette publique a augmenté pour atteindre 48,9 % du PIB en 2021 et devrait diminuer légèrement cette année et la prochaine. Elle reste beaucoup plus élevée qu'avant la pandémie de COVID-19. Les rendements des obligations souveraines figurent parmi les plus élevés de l'UE. Les risques de change sont élevés, la moitié environ de la dette de l'administration centrale étant libellée en devises et la moitié environ de la dette publique étant détenue par des non-résidents à la fin de 2021. Les risques en matière de viabilité des finances publiques sont élevés à moyen terme, et moyens à long terme.

- Le **secteur bancaire** est stable. La proportion de prêts non performants, par rapport au total des prêts, a diminué pour s'établir à 3,4 % en 2021. Alors que le ratio de fonds propres de

catégorie 1 est proche de la moyenne de l'UE, la rentabilité est très élevée. À la suite du resserrement monétaire, les taux d'intérêt ont sensiblement augmenté en 2021 et 2022.

Graphique 3.23.1: **Graphiques sélectionnés: Roumanie**



Source: Eurostat, Comext et services de la Commission européenne.

Tableau 3.23.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers – Roumanie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-4,2**	**-4,8**	**-5,7**	**-7,2**	**-8,7**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,3 (1)	-5,0 (2)	-4,9	-4,9	-7,3	-9,5	-9,2
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-47,5 (3)**	**-8,0 (4)**	**-43,4**	**-47,6**	**-47,2**	**-39,8**	**-42,3**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-4.0	-7.0	-6.5		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**24,0**	**20,7**	**14,4 p**	**10,0**	**9,4**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				6,9	5,8	1,2 p	2,8	5,2
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,2**	**3,4**	**1,0**	**2,8**	**0,5**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,3	1,4	0,0	1,5	-0,9
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**17,4**	**19,9**	**10,6**	**12,1**	**9,2**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				1,5	1,9	0,5	4,1	0,8
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**46,5**	**48,0**	**48,1 p**	**45,8**	**39,5**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**2,0**	**1,3**	**3,8 p**	**5,0**	**3,1**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		59,8 (6)	20,4 (7)	15.4	16.1	15.8	14,8	14,2
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		97,9 (6)	39,9 (7)	31,1	31,9	32,3	31,0	25,3
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**-1,9**	**2,3**	**-1,1**	**-4,5**	**-5,8**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-19,8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**35,1**	**46,9**	**48,9**	**47,9**	**47,3**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**10,3**	**13,4**	**14,3**	**0,8**	
Rendement des fonds propres (en %)				12,3	9,0	13,1		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				4.3e	3.9e	3.4p	3,1	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,4**	**5,4**	**5,5**	**5,7**	**5,6**
Taux de chômage (niveau annuel)		5,5 (10)		4,9	6,1	5,6	5,4	5,8
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**3,1**	**2,3**	**3,2**	**2,2**	**2,2**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 3	**0,5 pp**			**-1,4**	**-0,6**	**-0,2**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 3	**2 pp**			**-4,9**	**-1,4**	**0,5**		

Remarques: voir annexe 1

Source: Services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (automne 2022).

3.24. SLOVÉNIE

En Slovénie, l'évolution des prix des logements et le déficit public demeurent préoccupants, même si les risques qui y sont associés semblent limités. La croissance des prix nominaux des logements est l'une des plus élevées de l'UE, mais les prix des logements ne montrent pas de signes de surévaluation potentielle. Les contraintes d'offre et l'inflation élevée pourraient peser sur la compétitivité et la croissance à moyen terme. Le déficit public demeure élevé.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas détecté de déséquilibres macroéconomiques dans le cas de la Slovénie. Cette année, la Commission ne juge pas opportun de procéder à un bilan plus approfondi concernant la Slovénie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 6,2 % en 2022 et à 0,8 % en 2023. L'inflation est élevée. En glissement annuel, elle a diminué pour atteindre 10,3 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 6,6 % en septembre. Les prix devraient progresser plus rapidement que les salaires.

Pour la Slovénie, la lecture du tableau de bord montre que quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs en 2021. Il s'agit des indicateurs relatifs à la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, à la croissance des prix réels des logements, à la dette publique et à l'évolution du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes suivantes:

- La **viabilité de la position extérieure** suscite peu d'inquiétudes. Après plusieurs années d'excédents très importants, le solde de la balance courante est tombé à 3,8 % du PIB en 2021. La principale explication en est la détérioration de la balance commerciale des biens, dont, dans une moindre mesure, les biens énergétiques. Le solde de la balance courante devrait encore diminuer et devenir négatif en 2022. La position extérieure globale nette (PEGN) a continué d'augmenter régulièrement, pour atteindre -6,8 % du PIB en 2021, et devrait s'équilibrer d'ici à 2024. La PEGN hors instruments infaillibles est légèrement positive.

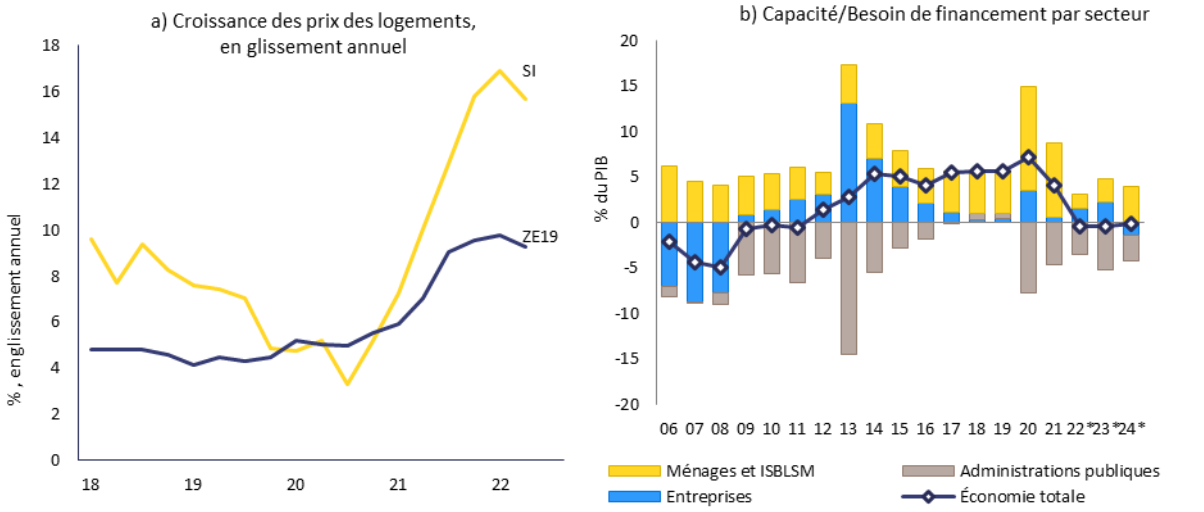
- La **compétitivité-coûts** ne suscite pas encore de grandes inquiétudes. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux s'est nettement ralentie en 2021 et devrait devenir négative en 2022. Les coûts salariaux unitaires devraient augmenter en 2023. Le taux de change effectif réel basé sur l'IPCH s'est légèrement déprécié en 2021. En glissement annuel, il s'était déprécié en août 2022.

- La croissance très élevée des **prix des logements** reste préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 4,6 % en 2020 à 11,5 % en 2021, ce qui en fait l'une des plus rapides de l'UE. Elle a atteint, en glissement annuel, 15,6 % au deuxième trimestre de 2022. Les indicateurs de l'écart de valorisation ne montrent pas de signes de surévaluation potentielle des prix des logements. Les données récentes concernant les transactions semblent indiquer un ralentissement du marché.

- La dynamique de la **dette publique** reste préoccupante, malgré des améliorations. La dette publique a diminué pour atteindre 74,5 % du PIB en 2021 et devrait continuer à baisser progressivement. Le déficit public demeure élevé, mais il a diminué pour s'établir à 4,7 % du PIB en 2021. Il devrait continuer à se résorber en 2022, mais augmenter en 2023. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont élevés à moyen et à long terme, en raison de la situation budgétaire initiale défavorable ainsi que du vieillissement de la population.

- Le **secteur bancaire** reste stable. Alors que la capitalisation est inférieure à la moyenne de l'UE, la rentabilité, qui a augmenté en 2021, lui est nettement supérieure. Le ratio de prêts non performants a considérablement diminué ces dernières années et reste faible.

Graphique 3.24.1: **Graphiques sélectionnés: Slovénie**



Source: Eurostat, Ameco et services de la Commission européenne.

Tableau 3.24.1: **Indicateurs économiques et financiers sélectionnés – Slovénie**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**6,0**	**6,5**	**5,8**	**3,5**	**0,8**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,8 (1)	-1,1 (2)	5,9	7,6	3,8	-0,7	-0,6
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-63,0 (3)**	**5,1 (4)**	**-16,2**	**-15,6**	**-6,8**	**-2,0**	**0,2**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				0.8	1.6	9.7		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**8,0**	**14,5**	**12,8**	**7,4**	**5,8**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				3,9	7,3	1,1	-1,0	5,7
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**1,0**	**1,9**	**-0,4**	**-4,5**	**-6,6**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-0,5	0,6	-0,5	-4,5	-1,8
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**15,8**	**19,5**	**11,6**	**9,1**	**5,8**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				0,7	1,7	-0,5	3,1	0,7
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**68,6**	**69,5**	**66,4**	**64,4**	**59,0**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**0,8**	**-0,9**	**3,5**	**5,8**	**4,3**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		43,9 (6)	37,2 (7)	26.8	27.8	26.4	25,5	25,4
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		65,9 (6)	57,3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**5,3**	**5,2**	**7,8**	**2,5**	**1,9**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		0,4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**65,4**	**79,6**	**74,5**	**69,9**	**69,6**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**9,9**	**14,0**	**14,1**	**1,5**	
Rendement des fonds propres (en %)				10,3	11,3	9,5		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**5,4**	**4,8**	**4,7**	**4,6**	**4,4**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,0 (10)		4,4	5,0	4,8	4,1	4,3
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**3,5**	**0,2**	**0,6**	**2,1**	**2,8**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur 1	**0,5 pp**			**-2,4**	**-1,2**	**-0,3**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur 1	**2 pp**			**-7,2**	**3,0**	**3,9**		

Remarques: voir annexe 1

Source: Services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (automne 2022).

3.25. SLOVAQUIE

En Slovaquie, les préoccupations liées à la compétitivité-coûts et à l'évolution des prix des logements, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, s'accentuent. La croissance des coûts salariaux unitaires nominaux devrait s'accélérer, et l'inflation sous-jacente est très élevée par rapport aux autres pays comparables de la zone euro. La forte croissance des prix des logements se poursuit et s'accompagne ces dernières années d'une hausse soutenue de l'endettement des ménages. Le déficit de la balance courante s'accroît fortement. Le déficit public élevé justifie une surveillance étroite.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas détecté de déséquilibres macroéconomiques dans le cas de la Slovaquie. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner de nouvelles vulnérabilités émergentes et leurs implications dans un bilan approfondi concernant la Slovaquie.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 1,9 % en 2022 et à 0,5 % en 2023. L'inflation est très élevée, notamment par rapport à un grand nombre de partenaires commerciaux de la zone euro. En glissement annuel, elle a augmenté pour atteindre 14,5 % en septembre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 9,3 %. Les prix devraient progresser plus rapidement que les salaires.

Pour la Slovaquie, la lecture du tableau de bord montre que cinq indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs en 2021. Il s'agit des indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette, à la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, à la dette publique, à la croissance des engagements du secteur financier et à l'évolution du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes suivantes:

- Les perspectives relatives à la **viabilité de la position extérieure** se sont détériorées. La balance courante est devenue déficitaire de -2,5 % du PIB en 2021. Elle devrait se détériorer sensiblement cette année et rester fortement négative, en raison à la fois de la balance énergétique et de la forte réduction de la balance des biens hors énergie. La légère amélioration de la position extérieure globale nette (PEGN), qui s'établissait à -61 % du PIB en 2021, est due à la croissance du PIB et à certains effets de valorisation positifs. Une légère détérioration est prévue en 2022, avant une nouvelle amélioration. L'essentiel de la PEGN consiste en des investissements directs, ce qui limite les préoccupations liées à la position extérieure.

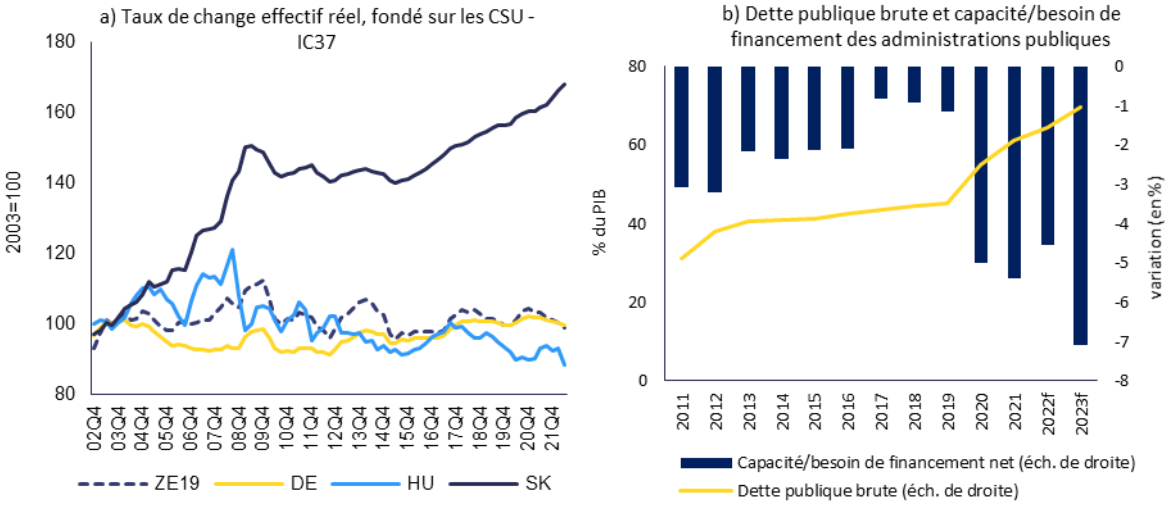
- Les préoccupations liées à la **compétitivité-coûts**, qui existaient déjà avant la pandémie de COVID-19, continuent de croître. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté en 2021, mais moins que les années précédentes, et devraient continuer d'augmenter, fortement, en 2022 et 2023, sur fond d'inflation sous-jacente élevée et de fortes hausses des salaires nominaux en Slovaquie. Le taux de change effectif réel fondé sur l'IPCH est resté globalement inchangé en 2021 et, en glissement annuel, était également globalement stable en août 2022.

- L'**endettement des ménages**, exprimé en proportion du PIB, est supérieur à la valeur de référence fondée sur les fondamentaux et proche du niveau prudentiel. L'endettement des ménages est beaucoup plus élevé que dans les pays comparables à la Slovaquie et s'élève à près de 50 % du PIB. Les flux nets de crédit aux ménages ont été relativement dynamiques en 2021, autour de 4 % du PIB, et devraient augmenter en 2022. L'endettement des ménages, exprimé en proportion du PIB, est resté globalement inchangé au premier semestre 2022. La proportion de prêts non performants des ménages est faible et a continué à diminuer en 2021.

- L'évolution des **prix des logements** reste préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements a ralenti, pour passer de 9,6 % en 2020 à 6,4 % en 2021. En glissement annuel, elle a augmenté pour atteindre 16,6 % au deuxième trimestre de 2022. Selon les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 14 % en 2021. Le crédit hypothécaire a été très dynamique et représente une source de risques. La hausse des prix de l'immobilier a été marquée, surtout à partir du second semestre de 2021.

- À court terme, les risques liés à la **dette publique** sont limités. La dette publique a augmenté pour atteindre 62,2 % du PIB en 2021, dépassant pour la première fois le seuil fixé dans le tableau de bord. Elle devrait diminuer légèrement, pour retomber sous la barre des 60 % du PIB en 2022, ce qui reste supérieur de 12 points de pourcentage au niveau de 2019. Le déficit public s'est détérioré depuis la pandémie et a atteint 5,5 % en 2021. Il devrait diminuer en 2022, mais s'accroître de nouveau en 2023. Les risques pesant sur la viabilité budgétaire sont élevés à moyen comme à long terme, en raison de l'évolution de la dette à long terme et de l'augmentation des coûts liés au vieillissement de la population.

Graphique 3.25.1: **Graphiques sélectionnés: Slovaquie**



Source: Eurostat, Ameco et services de la Commission européenne.

Tableau 3.25.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers – Slovaquie**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-2,5**	**-1,7**	**-1,8**	**-2,7**	**-4,7**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,1 (1)	-3,2 (2)	-3,3	0,6	-2,5	-6,3	-5,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-47,9 (3)**	**-1,5 (4)**	**-65,6**	**-64,8**	**-61,0**	**-62,6**	**-57,4**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**14,2**	**15,4**	**14,1**	**16,6**	**16,6**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				5,3	5,5	2,8	7,6	5,5
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**2,6**	**5,3**	**3,1**	**1,2**	**-0,8**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				0,6	2,5	-0,1	-1,2	0,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**1,3**	**7,4**	**-2,9**	**-6,8**	**-9,3**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				-2,3	3,3	-4,2	-5,4	-0,8
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**91,0**	**94,5**	**95,0**	**94,8**	**79,3**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**4,5**	**2,5**	**5,5**	**8,0**	**2,3**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		49,5 (6)	30,0 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		75,3 (6)	47,4 (7)	47,6	47,9	47,2	45,5	31,8
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**6,2**	**7,2**	**3,0**	**-0,5**	**-4,0**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		13,9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**48,0**	**58,9**	**62,2**	**59,6**	**57,4**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**5,8**	**10,2**	**24,0**	**3,0**	
Rendement des fonds propres (en %)				8,3	5,3	8,4		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**6,8**	**6,3**	**6,4**	**6,6**	**6,5**
Taux de chômage (niveau annuel)		7,4 (10)		5,7	6,7	6,8	6,3	6,4
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,8**	**0,4**	**0,2**	**1,0**	**1,6**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-2,9**	**-2,2**	**-0,8**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-6,3**	**0,4**	**4,8**		

Remarques: voir annexe 1

Source: Services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (automne 2022).

3.26. FINLANDE

En Finlande, l'endettement des ménages est élevé, mais les risques qui y sont associés semblent limités. La presque totalité des prêts immobiliers sont assortis de taux d'intérêt variables, ce qui expose les ménages aux risques d'une éventuelle hausse des taux. Le système bancaire semble solide et résilient, malgré d'importantes expositions transfrontières, notamment envers les autres pays nordiques.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission n'a pas procédé à un bilan approfondi et n'a pas détecté de déséquilibres macroéconomiques dans le cas de la Finlande. Cette année, la Commission ne juge pas opportun de procéder à un bilan plus approfondi concernant la Finlande.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,3 % en 2022 et à 0,2 % en 2023. L'inflation est élevée, quoique plus faible que dans de nombreux autres pays de la zone euro. En glissement annuel, l'inflation a diminué pour atteindre 8,3 % en octobre, l'inflation sous-jacente étant estimée à 4,4 %. Les prix devraient progresser plus rapidement que les salaires.

Pour la Finlande, la lecture du tableau de bord montre que deux indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs en 2021. Il s'agit des indicateurs relatifs à la dette du secteur privé et à la dette publique. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes suivantes:

- La **compétitivité-coûts** est peu préoccupante. Les coûts salariaux unitaires nominaux ont encore augmenté en 2021 et devraient continuer à augmenter, bien que la Finlande connaisse une inflation sous-jacente plus faible que beaucoup d'autres pays de la zone euro. Le taux de change effectif réel basé sur l'IPCH s'est légèrement déprécié en 2021. En glissement annuel, il s'était déprécié en août 2022.

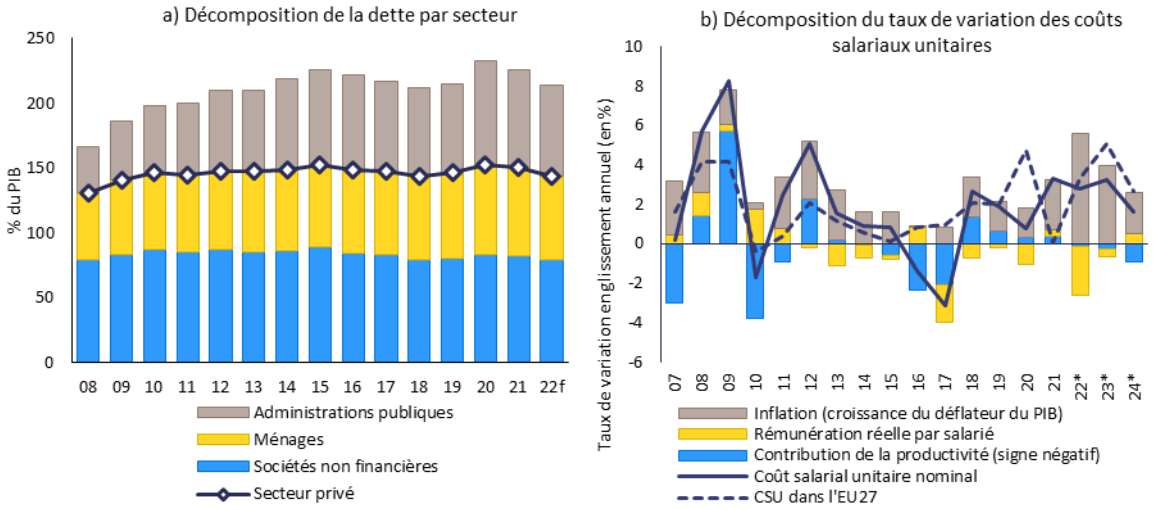
- L'**endettement des ménages**, exprimé en proportion du PIB, reste supérieur tant aux seuils prudentiels qu'aux valeurs de référence fondées sur les fondamentaux, mais il a diminué en 2021 et est resté globalement stable au premier semestre de 2022, les flux nets de crédit devant rester modérés. La croissance du PIB nominal devrait encore favoriser le désendettement en 2022. La proportion de créances non performantes des ménages reste faible. Pratiquement tous les prêts immobiliers sont à taux variables.

- L'évolution des **prix des logements** reste peu préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée pour s'établir à 4,6 % en 2021. Elle a atteint 2,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2022. Les indicateurs de l'écart de valorisation ne montrent pas de signes de surévaluation potentielle des prix des logements.

- Les risques liés à la **dette publique** sont limités. La dette publique est tombée à 72,4 % du PIB en 2021 et devrait se stabiliser autour de ce niveau, tout en restant supérieure à son niveau de 2019. Le déficit public a diminué pour atteindre 2,7 % du PIB en 2021 et devrait continuer à baisser. Les risques en matière de viabilité des finances publiques sont moyens tant à moyen terme qu'à long terme.

- Le **secteur bancaire** reste stable et résilient. Les fonds propres de catégorie 1 étaient nettement supérieurs à la moyenne de l'UE en 2021, et la rentabilité était élevée. Le ratio de prêts non performants est très faible et a encore diminué en 2021. Les risques pesant sur la stabilité financière demeurent limités, en dépit d'importantes expositions transfrontières, notamment envers les autres pays nordiques.

Graphique 3.26.1: **Graphiques sélectionnés: Finlande**



Source: Eurostat, Ameco et services de la Commission européenne.

Tableau 3.26.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers – Finlande**

	Seuils	*Réf. I*	*Réf. II*	*2019*	*2020*	*2021*	prévisions *2022*	prévisions *2023*
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**-1,0**	**-0,5**	**0,3**	**0,4**	**0,1**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		-0,5 (1)	-0,2 (2)	-0,3	0,7	0,6	-0,2	-0,3
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-79,3 (3)**	**2,0 (4)**	**4,0**	**-4,0**	**-1,4**	**4,7**	**4,3**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				6.9	5.8	15.8		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**1,3**	**5,3**	**6,0**	**7,4**	**10,0**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,9	0,7	3,3	3,2	3,1
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans)	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**0,1**	**2,3**	**-0,7**	**-5,4**	**-10,2**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-1,5	1,6	-0,8	-6,2	-3,6
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**3,1**	**11,6**	**4,9**	**-1,5**	**-2,8**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				2,7	1,0	-3,5	-2,4	-0,4
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**146,1**	**152,6**	**150,1**	**143,5**	**140,9**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**6,6**	**6,1**	**6,1**	**4,2**	**6,9**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		55,1 (6)	59,4 (7)	65.8	69.0	67.8	64,7	63,5
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		65,7 (6)	89,0 (7)	80,3	83,6	82,3	78,8	77,4
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**-0,6**	**1,3**	**2,8**	**-3,5**	**-1,9**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		-2,5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**64,9**	**74,8**	**72,4**	**70,7**	**72,0**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**7,8**	**8,0**	**9,4**	**9,2**	
Rendement des fonds propres (en %)				4,9	5,8	9,2		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.4e	1.5e	1.2p	1,0	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**7,7**	**7,3**	**7,4**	**7,5**	**7,3**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,7 (10)		6,8	7,7	7,7	7,0	7,2
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**2,3**	**1,5**	**1,8**	**2,8**	**3,4**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-1,4**	**-1,1**	**-0,2**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**-2,8**	**1,0**	**-0,2**		

Remarques: voir annexe 1

Source: Services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (automne 2022).

3.27. SUÈDE

En Suède, la persistance d'une croissance élevée des prix des logements et d'un endettement élevé des ménages et des entreprises demeure préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements, quoique en baisse, reste élevée, dans un contexte de surévaluation estimée des prix des logements.

Lors du précédent cycle de la PDM, la Commission a procédé à un bilan approfondi et a conclu que la Suède connaissait des déséquilibres macroéconomiques. Cette année, la Commission juge opportun d'examiner la persistance de déséquilibres, ou leur correction, dans le cadre d'un bilan approfondi concernant la Suède.

La croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,9 % en 2022 et à -0,6 % en 2023. L'inflation est élevée, quoique légèrement inférieure à celle de nombreux autres pays de l'UE, sur fond de resserrement important de la politique monétaire. En glissement annuel, elle a augmenté pour atteindre 10,3 % en septembre, l'inflation sous-jacente s'établissant à 5,8 %. Les prix devraient progresser plus rapidement que les salaires.

Pour la Suède, la lecture du tableau de bord montre que quatre indicateurs ont dépassé leurs seuils indicatifs en 2021. Il s'agit des indicateurs relatifs à la croissance des prix réels des logements, aux flux de crédit du secteur privé, à la dette du secteur privé et à l'évolution du chômage des jeunes. Une lecture économique du tableau de bord met en évidence les évolutions pertinentes suivantes:

- L'évolution de la **compétitivité-coûts** n'apparaît pas préoccupante à l'heure actuelle. En 2021, les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté, légèrement, et devraient augmenter plus fortement en 2022 et 2023. Malgré cela, le taux de change effectif réel basé sur l'IPCH s'est apprécié en 2021. Il s'était toutefois nettement déprécié, en glissement annuel, en août 2022. Le taux de change nominal s'est déprécié en 2022. Le solide excédent de la balance courante atténue les risques de fortes fluctuations monétaires. L'excédent a diminué pour atteindre 5,4 % du PIB et devrait continuer à se réduire en 2022. La position extérieure globale nette est positive et devrait se renforcer.

- L'endettement des **entreprises non financières**, exprimé en proportion du PIB, reste l'un des plus élevés de l'UE et a augmenté pour atteindre 123 % en 2021. Il reste supérieur à la fois aux seuils prudentiels et aux valeurs de référence fondées sur les fondamentaux, et dépasse de 11 points de pourcentage son niveau de 2019. La forte proportion de prêts intragroupe transfrontières dans la dette des entreprises réduit les risques. L'endettement des entreprises va de pair avec des coussins de liquidité élevés et croissants, ce qui atténue encore les risques, même si certaines parties du secteur des entreprises sont exposées aux hausses des prix de l'énergie et des taux d'intérêt. Les flux de crédit aux entreprises non financières, exprimés en % du PIB, sont élevés. Les biens immobiliers commerciaux constituent une source de préoccupation particulière, notamment en raison de leur mode de financement.

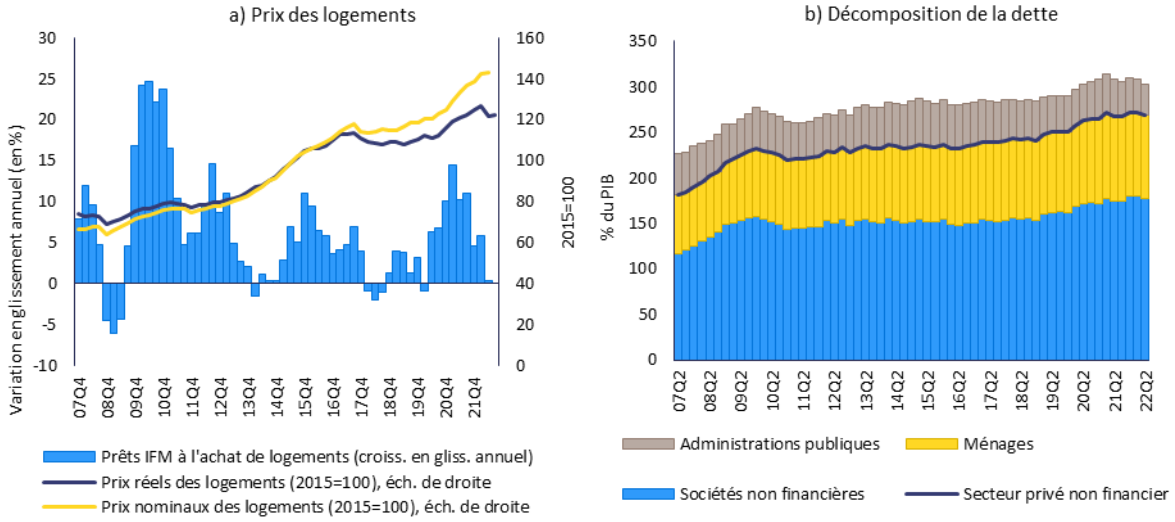
- Le ratio d'**endettement des ménages**, exprimé en proportion du PIB, reste l'un des plus élevés de l'UE, dépassant les seuils prudentiels et les valeurs de référence fondées sur les fondamentaux. Il s'est réduit en 2021 et a continué de diminuer légèrement au premier semestre de 2022 en raison du dynamisme des flux nets de crédit. En proportion du RBD des ménages, l'endettement des ménages n'a cessé d'augmenter depuis 2013 pour atteindre près de 190 % du PIB en 2021. La proportion de créances non performantes des ménages reste faible, mais les coûts du service de la dette augmentent rapidement avec les taux d'intérêt. Plus des deux tiers des prêts hypothécaires sont assortis de taux d'intérêt variables fixés jusqu'à une durée d'un an seulement.

- La croissance très élevée des **prix des logements** reste préoccupante. La croissance des prix nominaux des logements s'est accélérée, passant de 4,2 % à 10,1 % en 2021, et est l'une des plus rapides de l'UE. Elle a ralenti pour atteindre 7,1 % en glissement annuel au deuxième

trimestre de 2022. Selon les estimations, les prix des logements étaient surévalués de 35 % en 2021, ce qui est l'un des taux les plus élevés de l'UE. Les prix des logements ont commencé à diminuer sensiblement à partir de la mi-2022, à la suite des hausses des taux d'intérêt et des prix de l'énergie, qui ont exercé une pression sur les finances des ménages, dont le niveau d'endettement reste élevé.

- Le **secteur bancaire** reste sain. Le ratio de fonds propres de catégorie 1 est proche de la moyenne de l'UE et la rentabilité est très élevée. La proportion de prêts non performants est très faible. L'offre de crédit aux entreprises et aux ménages est la plus élevée de l'UE et s'est encore accélérée en 2021. La correction en cours des prix des logements et l'évolution des conditions de l'immobilier commercial représentent un défi pour le secteur financier. Le secteur dépend également fortement, pour son financement, des marchés internationaux et des prêts interbancaires entre banques suédoises, ce qui l'expose aux risques du marché mondial.

Graphique 3.27.1: **Graphiques sélectionnés: Suède**



Source: Eurostat, BCE (BSI) et services de la Commission européenne.

Tableau 3.27.1: **Principaux indicateurs économiques et financiers – Suède**

	Seuils	Réf. I	Réf. II	2019	2020	2021	prévisions 2022	prévisions 2023
Position extérieure								
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB, moyenne sur 3 ans)	**-4%/6%**			**3,7**	**4,7**	**5,6**	**4,9**	**4,0**
Balance courante, balance des paiements (en % du PIB)		0,7 (1)	0,3 (2)	5,5	5,9	5,4	3,3	3,4
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	**-35%**	**-87,4 (3)**	**4,1 (4)**	**13,2**	**9,4**	**21,2**	**37,9**	**39,9**
PHI - PEGN hors instruments infaillibles (en % du PIB) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Compétitivité								
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % sur 3 ans)	**9% (ZE) 12% (hors ZE)**			**7,2**	**8,7**	**5,5**	**6,9**	**8,5**
Indice du coût salarial unitaire nominal (variation en % en glissement annuel)				1,5	3,4	0,5	2,8	4,9
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 3 ans	**±5% (ZE) ±11% (hors ZE)**			**-8,3**	**-4,8**	**2,1**	**-2,4**	**-8,6**
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (var. en % sur 1 an)				-3,8	3,0	3,0	-8,0	-3,5
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	**-6%**			**-2,9**	**3,1**	**-1,0**	**1,8**	**1,5**
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 1 an)				2,9	4,1	-3,2	0,4	-2,5
Dette du secteur privé								
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	**133%**			**200,0**	**212,8**	**215,2**	**211,8**	**200,2**
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	**14%**			**9,7**	**14,4**	**16,6**	**15,0**	**12,0**
Dette des ménages, consolidée (en % du PIB)		70,3 (6)	78,3 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Dette des sociétés non financières, consolidée (en % du PIB)		82,0 (6)	94,6 (7)	111,5	119,1	122,7	121,6	111,4
Marché du logement								
Indice des prix des logements, déflaté (variation en % sur 1 an)	**6%**			**0,4**	**3,3**	**8,1**	**-5,9**	**-8,3**
Indice des prix des logements, nominal (variation en % sur 1 an)		34,6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Dette publique								
Dette publique brute (en % du PIB)	**60%**			**35,2**	**39,5**	**36,3**	**32,1**	**29,4**
Solde des administrations publiques (en % du PIB)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Secteur bancaire								
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	**16,50%**			**11,5**	**10,7**	**10,9**	**0,9**	
Rendement des fonds propres (en %)				10,9	8,4	10,0		
Ratio de fonds propres de base de catégorie 1		10,6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Prêts non performants bruts, entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Marché du travail								
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	**10%**			**6,8 b**	**7,3 b**	**8,1**	**8,2**	**7,9**
Taux de chômage (niveau annuel)		6,7 (10)		7,0	8,5	8,8	7,2	7,6
Taux d'activité - en % de la population âgée de 15 à 64 ans (variation en pp sur 3 ans)	**-0,2 pp**			**0,8**	**0,0**	**0,6 b**	**1,0**	**1,2**
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (var. en pp sur	**0,5 pp**			**-0,5**	**-0,2**	**0,2**		
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation en pp sur	**2 pp**			**1,1**	**6,3**	**7,9**		

Remarques: voir annexe 1

Source: Services de la Commission, Eurostat et BCE; Commission européenne pour les prévisions (automne 2022).

Tableau A1.1: **Remarques concernant les tableaux de la section pays**

Remarque: Les chiffres surlignés sont ceux qui atteignent ou dépassent le seuil. Flags: b: rupture dans les séries. d: la définition diffère. e: estimation. p: provisoire.
(1) Balances courantes correspondant aux fondamentaux (normes de balance courante): obtenues à partir de régressions réduites comprenant les principaux déterminants du solde entre épargne et investissement, y compris les déterminants fondamentaux, les facteurs de politique économique et les conditions financières mondiales. Voir L. Coutinho et al. (2018), "Methodologies for the assessement of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.
(2) Balance courante nécessaire pour stabiliser la PEGN au-dessus de -35 % du PIB sur 20 ans: les calculs utilisent les projections T+10 de la Commission. Voir L. Coutinho et al. (2018), "Methodologies for the assessement of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.
(3) Référence prudentielle de la PEGN/PHII: le seuil prudentiel pour la PEGN est le niveau spécifique par pays au-delà duquel les estimations font état de la probabilité d'une crise de la balance des paiements. De manière fortuite, le deuil pour la PHII est le même. Turrini A. et S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ mai 2019.
(4) Référence de la PEGN s'appuyant sur les fondamentaux (norme de PEGN): PEGN atteinte si un pays affiche une balance courante correspondant aux fondamentaux depuis 1994. Elle représente donc la partie de la PEGN pouvant être expliquée par les fondamentaux. Turrini A. et S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ mai 2019.
(5) PEGN hors instruments infaillibles (PHII): sous-ensemble de la PEGN dont sont exclus ses composantes purement liées à la détention de capitaux propres, à savoir les investissements directs étrangers (IDE) sous forme de capital et de parts de capital, ainsi que les IDE correspondant à des prêts transfrontières entre entreprises d'un même groupe, et qui représente la PEGN hors instruments infaillibles. Turrini A. et S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions, European Economy, Discussion Paper 097/ mai 2019.
(6) Seuil prudentiel pour le ratio d'endettement des entreprises non financières et des ménages au PIB: correspond au niveau au-dessus duquel le risque de crise devient élevé. Il est calculé à partir de régressions réduisant la probabilité de «crise manquée» et de fausses alertes. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), «Is Private Debt Excessive?», Open Economies Review, 1- 42.
(7) Valeur de référence basée sur les fondamentaux pour le ratio d'endettement des entreprises non financières et des ménages au PIB: définie comme la balance courante nécessaire pour stabiliser la PEGN à -35 % du PIB sur les 20 prochaines années. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), «Is Private Debt Excessive?», Open Economies Review, 1- 42.
(8) Écart moyen des prix des logements: simple moyenne des écarts de valorisation par rapport au ratio prix/revenus, au ratio prix/loyers et au modèle. L'écart de valorisation par rapport au modèle est estimé dans un cadre de cointégration utilisant un système de cinq variables fondamentales: population totale, parc immobilier réel, revenu disponible réel par habitant, taux d'intérêt réel à long terme et déflateur de la dépense de consommation finale. D'après Philiponnet N., Turrini A. (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», European Economy—Discussion Papers 2015—048, Direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN), Commission européenne.
(9) Ratio de fonds propres de base de catégorie 1 exigé par la BCE dans le cadre du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels de 2021.

Source: Services de la Commission européenne.

ANNEXE 2: PREVISIONS ET PREVISIONS IMMEDIATES DES INDICATEURS DU TABLEAU DE BORD

Afin de consolider les éléments prospectifs de la lecture du tableau de bord, l'analyse du RMA s'appuie également, dans la mesure du possible, sur les prévisions et projections pour 2022 et au-delà. Ces chiffres sont fondés sur les prévisions de l'automne 2022 de la Commission, lorsqu'elles sont disponibles. Et lorsque celles-ci ne sont pas disponibles, les chiffres montrent principalement les prévisions élaborées par les services de la Commission pour les besoins du présent RMA.

Le tableau ci-dessous résume les hypothèses utilisées pour les prévisions des indicateurs clés du tableau de bord. Les chiffres du PIB utilisés comme dénominateurs dans certains ratios proviennent des prévisions de l'automne 2022 de la Commission.

En cas de taux de variation pluriannuels (par exemple, l'évolution sur cinq ans des parts de marché à l'exportation), seule la composante 2022-2023 est fondée sur des prévisions, tandis que les composantes relatives à l'année 2021 ou aux années antérieures utilisent les données d'Eurostat qui sous-tendent le tableau de bord de la PDM.

Tableau 1: **Méthodes pour les prévisions et les prévisions immédiates des indicateurs clés du tableau de bord de la PDM**

Indicateur	Méthode	Sources des données
Balance courante, en % du PIB (moyenne sur 3 ans)	Valeurs tirées des prévisions de l'automne 2022 de la Commission concernant la balance courante (approche de balance des paiements)	AMECO
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	Prévisions établies par les services de la Commission sur la base des prévisions de l'automne 2022 de la Commission concernant les capacités/besoins de financement de l'économie totale	Services de la Commission
Taux de change effectif réel – 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (variation en % sur 3 ans)	Valeurs fondées sur les prévisions de l'automne 2022 de la Commission	AMECO a)
Part de marché à l'exportation – % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	Ces chiffres sont fondés sur les prévisions de l'automne 2022 de la Commission concernant: les exportations de biens et services nominales pour les États membres (approche des comptes nationaux) et ii) les exportations de biens et services en volume pour le reste du monde, traduites en niveaux nominaux par la Commission à l'aide du déflateur des prix à l'importation des États-Unis et des prévisions de taux de change EUR/USD.	AMECO
Indice du coût salarial unitaire nominal, 2010 = 100 (variation en % sur 3 ans)	Valeurs tirées des prévisions de l'automne 2022 de la Commission	AMECO
Indice des prix des logements (2015 = 100), déflaté (variation en % sur 1 an)	Prévisions établies par les services de la Commission	Services de la Commission
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	Prévisions établies par les services de la Commission	Services de la Commission
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	Prévisions établies par les services de la Commission	Services de la Commission
Dette publique brute (en % du PIB)	Valeurs tirées des prévisions de l'automne 2022 de la Commission	AMECO
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	Valeurs tirées des prévisions de l'automne 2022 de la Commission	AMECO

Total des engagements du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	Prévisions établies par les services de la Commission	Services de la Commission
Taux d'activité - en % de la population totale âgée de 15 à 64 ans (variation sur 3 ans en pp)	Prévisions établies par les services de la Commission	Services de la Commission

Tableau 3.1: tableau de bord de la PDM 2021

	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres internes						Indicateurs de l'emploi[1]		
Année 2021	**Solde de la balance courante – en % du PIB** (moyenne sur 3 ans)	**Position extérieure globale nette** (en % du PIB)	**Real effective exchange rate - 42 trading partners, HICP deflator** (variation sur 3 ans en %)	**Parts de marché à l'exportation – en % des exportations mondiales** (variation sur 5 an en %)	**Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2015=100)** (variation sur 3 ans en %)	**Indice des prix des logements (2015=100), déflaté** (variation sur 1 an en %)	**Flux de crédit 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 consolidé** (variation sur 1 an en %)	**Taux d'activité – en % du total de la population âgée de 15 à 64 ans** (variation en pp sur 3 ans)	**Taux de chômage de longue durée – en % de la population active âgée de 15 à 74 ans** (variation en pp sur 3 ans)	**Taux de chômage des jeunes – en % de la population active âgée de 15 à 24 ans** (variation en pp sur 3 ans)
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	0,5	59,9	0,6	2,4	5,4p	4,5	3,8p	169,0p	109,2	5,9	7,5	1,1	0,0	2,2
BG	0,5	-18,4	3,8	12,2	16,4	2,5p	4,4	84,4	23,9	5,5	9,5	0,6	-1,0	-0,1
CZ	0,5	-15,6	5,0	-1,1	13,9	16,4	2,9	78,8	42,0	2,5	7,9	0,0	0,1	1,5
DK	8,5	77,0	-1,1	6,5	6,1	9,5	12,3	214,7	36,6	5,2	11,7	1,4	0,0	0,3
DE	7,3	70,7	0,5	-5,9	7,4p	8,2p	5,7p	120,4p	68,6	3,4b	7,2	1,2	-0,2	0,3
EE	-0,1	-13,0	1,9	17,8	10,7	10,4	6,5	95,3	17,6	5,9	17,5	-0,2	0,3	4,7
IE	-4,2	-145,5	-2,6	39,9	-7,9	4,2	2,6p	168,1p	55,4	5,7	18,8p	1,8	-0,3	0,7
EL	-5,0	-171,9	-3,1	9,6	4,0p	6,4e	-0,1p	120,7p	194,5	16,7	14,3	-0,8	-3,3	-5,7
ES	1,2	-71,5	-0,5	-10,5	12,3p	1,5	2,5p	139,1p	118,3	14,8d	6,6	0,0d	-0,2d	0,5d
FR	-0,3	-32,1	-0,4	-11,4	4,6p	4,7	6,5p	167,8p	112,8	8,1d	7,3p	0,2d	-0,2d	-3,1d
HR	1,8	-35,1	-1,5	7,9	6,4p	4,5	3,0p	88,5p	78,4	7,2	11,7	2,4	-0,6	-1,8
IT	3,4	8,1	-1,8	-6,2	4,6	0,9	3,3	113,5	150,3	9,6	6,2	-1,1	-1,1	-2,5
CY	-7,5	-117,8	-2,4	24,9	4,1p	-4,3	4,3p	248,4p	101,0	7,4	-0,8	1,7	-0,1	-3,1
LV	-0,7	-27,4	2,3	13,4	14,5	7,3	0,9	58,0	43,6	7,3	13,2	-1,8	-1,1	2,6
LT	4,0	-7,4	4,4	37,9	19,2	11,0	5,9	53,9	43,7	7,3	25,2	0,9	0,6	3,2
LU	4,2	30,6	0,6	13,1	11,2p	12,4	53,9p	340,6p	24,5	5,9	11,4	2,1	0,4	2,7
HU	-1,9	-53,1	-4,1	0,0	12,4p	10,0p	12,7p	80,5p	76,8	3,8	16,4	2,1	-0,1	3,6
MT	-0,8	52,8	-1,2	-0,9	12,9	3,8p	9,4	131,8	56,3	3,8	7,7	3,5	-0,9	0,3
NL	6,4	93,0	2,2	1,1	11,2p	11,2p	11,7p	229,3p	52,4	4,5	-0,3p	1,0	-0,4	0,4
AT	1,9	14,7	1,2	-2,7	9,9	9,9	7,4	129,7	82,3	5,7	8,0	0,1	0,3	1,0
PL	0,3	-39,5	-0,4	24,9	9,9b	3,7	4,0	71,6	53,8	3,3	13,6	3,4	-0,1	0,1
PT	-0,6	-94,7	-2,8	-5,3	12,5p	7,9	4,0p	156,9p	125,5	6,8	7,1	0,7	-0,3	3,1
RO	-5,7	-47,2	1,0	10,6	14,4p	-1,1	3,8p	48,1p	48,9	5,5	14,3	3,2	-0,2	0,5
SI	5,8	-6,8	-0,4	11,6	12,8	7,8	3,5	66,4	74,5	4,7	14,1	0,6	-0,3	3,9
SK	-1,8	-61,0	3,1	-2,9	14,1	3,0	5,5	95,0	62,2	6,4	24,0	0,2	-0,8	4,8
FI	0,3	-1,4	-0,7	4,9	6,0	2,8	6,1	150,1	72,4	7,4	9,4	1,8	-0,2	-0,2
SE	5,6	21,2	2,1	-1,0	5,5	8,1	16,6	215,2	36,3	8,1	10,9	0,6b	0,2	7,9

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

1) Pour les indicateurs de l'emploi, voir la page 2 du RMA 2016. 2) Indice des prix des logements e = estimation effectuée par la BCN pour EL. 3) Indicateurs de l'emploi, d = l'Espagne et la France ont évalué l'attachement à l'emploi et ont inclus dans les personnes sous contrat de travail celles dont la durée de l'absence du travail est inconnue, mais qui devraient retrouver le même emploi une fois que les mesures sanitaires liées à la COVID-19 le permettront.
Source: Commission européenne, Eurostat et direction générale des affaires économiques et financières (pour le taux de change effectif réel), et données du Fonds monétaire international, WEO (pour les exportations mondiales en volume de biens et services).

Tableau 3.2.1: indicateurs auxiliaires, 2021

Année 2021	PIB réel (% variation sur 1 an en)	Formation brute de capital fixe (en % du PIB)	Dépenses intérieures brutes en R&D (PIB	en % du)	Balance opérations courantes plus capitaux capacité ou besoin de) (financement (en %.du.PIB)	Position extérieure globale nette hors instruments infaillibles (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 des exportations par rapport aux économies avancées (% variation sur 5 ans en)	Parts de marché à l'exportation en volume (% variation sur 1 an en)	Termes de l'échange (% variation sur 5 ans en)	Productivité du travail (% variation sur 1 an en)	Prêts non performants bruts d'entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)	Performance des coûts salariaux unitaires par rapport à la ZE (% variation sur 10 ans en)	Indice des prix des – (100=2015) logements nominal (% variation sur 3 ans en)	Construction résidentielle (en % du PIB)	Dette des ménages consolidée y compris ISBLM, en % du) (PIB	Levier bancaire ,consolidé entités nationales et étrangères total actifs/total capitaux) (propres
BE	6,1p	24.2p	n.d.	0,6	37,3	4,0	166,7	-3,3p	0,4	7,1	-1,2p	1,0p	4,2p	1,6p	-3,3	16,1	6,3p	62,1	13,8p
BG	7,6	16,3	0,8p	0,2	49,8	2,6	80,8	-3,4	2,3	17,4	8,2	0,7	7,4	4,8p	54,2	20,5p	2,8	24,9	8,0p
CZ	3,5	26,0	2,0p	0,7	36,4	2,7	82,1	-2,5	4,5	3,4	0,8	-3,4	3,2	1,7p	15,1	41,7	4,6	34,4	12,3p
DK	4,9	22,6	2,8p	9,1	32,1	3,3	56,6	-0,5	-1,3	11,3	1,9	-2,3	2,3	1,8p	-6,6	20,2	6,0	104,3	16,2p
DE	2,6p	21,8p	3,1p	7,3	54,6	1,7	49,6	-1,9p	0,6	-1,6	-1,6p	-0,6p	2,5p	1,1p	12,9	27,1p	7,2p	56,7	14,1p
EE	8,0	28,9	1,7p	7,1	39,9	19,6	125,9	-0,3	1,4	23,2	1,4	9,6	7,9	1,1p	21,7	30,5	4,9	37,8	9,4p
IE	13,6	23,3	1,3p	15,1	-335,1	16,5	418,6	-1,2	-1,7	46,3	-4,4	3,8	7,1	2,4p	-37,6	11,2	2,1	29,7p	8,8p
EL	8,4p	13,3p	1,4p	-4,6	-150,2	3,1	23,4	-3,1p	-4,3	14,6	-5,2p	13,8p	5,6p	8,6p	-22,5	20,4e	1,3p	55,2	17,0p
ES	5,5p	19,8p	n.d.	1,9	-39,7	3,0	76,4	-2,1p	-0,7	-6,4	0,0p	4,1p	3,0p	2,9p	-8,5	11,5	5,4p	58,4	15,8p
FR	6,8p	24,2	2,2	0,8	-37,2	3,0	51,9	-1,7	-0,5	-7,4	-1,0	-1,5p	4,2p	1,9p	-5,2	15,6	6,7p	66,7p	15,8p
HR	10,2p	21,6p	1,3p	5,5	12,0	6,9	63,4	-2,5p	-2,3	12,8	-1,8p	23,0p	8,9p	4,2p	-16,6	25,9	3,1p	34,7	7,8p
IT	6,7	20,0	1,5p	3,0	6,4	0,9	30,8	-2,5	-2,1	-1,9	-2,0	3,1	6,1	3,5p	-6,1	4,5	4,8	43,4	14,3p
CY	6,6p	19,5p	n.d.	-6,4	-76,4	-123,3	1595,5	-4,4p	-2,4	30,6	-1,6p	3,3p	5,3p	5,6p	-16,3	0,0	7,6p	83,0	16,0p
LV	4,1	22,3	0,7p	-2,8	18,9	9,5	67,1	-2,5	1,1	18,5	7,7	-4,4	6,8	2,1p	35,8	25,0	2,2	19,4	10,3p
LT	6,0	21,4	1,1p	2,6	22,2	4,5	55,5	-4,8	3,2	44,2	-4,3	6,7	4,7	1,2p	30,7	33,0	3,0	23,6	15,7p
LU	5,1p	16,5p	n.d.	5,9	-4766,5	-269,1	5498,4	-2,8p	0,6	18,2	2,0p	-0,6p	2,1p	0,6p	9,8	43,6	3,3p	66,0	15,2p
HU	7,1p	27,2p	1,6	-1,5	-1,5	16,1	323,0	-4,4p	-4,4	4,6	-2,2p	0,0p	6,0p	3,2p	14,9	43,0p	3,9p	21,0	10,8p
MT	10,3	22,1p	0,7	-3,6	259,4	25,1	1481,5	-4,4	-1,2	3,6	1,6	-1,3	7,2	3,0p	14,8	15,3p	3,7p	53,4	12,6p
NL	4,9p	21,6p	n.d.	7,3	26,0	-14,4	549,9	-1,5p	2,4	5,7	-0,8p	-5,1p	2,8p	1,4p	1,6	32,8p	5,5p	100,4p	16,3p
AT	4,6	26,5	3,2p	0,4	-4,2	2,6	60,1	-2,4	1,1	1,7	-2,6	-0,7	2,5	1,8p	7,2	28,1	5,3	52,1	11,7p
PL	6,8	17,0	1,4p	-0,8	0,8	5,5	50,1	-2,0	-0,6	30,6	1,1	2,2	5,3b	5,0p	5,1	31,1	2,3	32,3	12,9p
PT	5,5p	20,3p	1,7p	0,6	-36,1	3,1	85,6	-2,7p	-3,0	-1,0	-0,5p	3,2p	3,5p	3,6p	2,3	30,9	3,8p	66,4	12,0p
RO	5,1p	24,1p	0,5p	-5,1	-6,5	4,1	46,6	-2,0p	0,2	15,7	5,6p	2,2p	3,2p	3,4p	35,4	13,0	2,6p	15,8	10,2p
SI	8,2	20,3	n.d.	3,9	9,7	3,4	43,3	-2,8	-1,0	16,7	-1,5	4,2	6,8	2,1p	-0,4	24,5	2,4	26,4	9,6p
SK	3,0	18,9	1,0	-1,2	-14,7	0,8	66,5	-3,6	3,1	1,5	-2,6	0,3	3,6	2,0p	11,9	27,2	3,9	47,8	10,4p
FI	3,0	23,7	3,0	0,7	15,8	8,0	51,6	-1,9	-1,0	9,7	1,3	-4,9	-0,3	1,2p	-5,9	6,9	7,2	67,8	16,2p
SE	5,1	25,6	3,4	5,5	-2,0	9,2	91,7	-0,7	1,7	3,5	-0,1	-2,4	3,8	1,0p	4,2	17,6	5,3	92,5	16,4p

Flags: b: rupture dans les séries. e: estimation. p: provisoire.

1) Le délai officiel de transmission des données 2021sur les dépenses intérieures brutes en R&D était le 31octobre 2022 et les données ont été extraites le 21octobre 2022. 2) Indice des prix des logements e = estimation effectuée par la BCN pour EL.

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

Année 2021	Emploi (variation sur 1 an en %)	Taux d'activité – en % du total de la population âgée de 15 à 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 sans emploi et ne suivant ni études ni formation – en % du total de la population âgée de 15		Personnes exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale – en % du total de la population		People at risk of poverty after social transfers - en % du total de la population		Personnes gravement démunies sur le plan matériel ou social – en % du total de la population		Personnes qui vivent dans un ménage à très faible intensité de travail – en % du total de la	
					%	variation en pp sur 3 ans	%	variation en pp sur 3 ans	%	variation en pp sur 3 ans	%	variation en pp sur 3 ans	%	variation en pp sur 3 ans
BE	1,9p	69,7	2,6	18,2	7,4b	-1,8b	18,8	-1,7	12,7	-3,7	6,3	-0,2	11,9	-1,2
BG	0,2	72,0	2,6	15,8	14,0b	-1,0b	31,7	-1,3	22,1	0,1	19,1	-3,2	8,4	-0,6
CZ	0,4	76,6	0,8	8,2	6,5b	0,9b	10,7	-1,1	8,6	-1,0	1,8	-0,6	5,4	0,9
DK	2,4	79,6	1,0	10,8	7,1b	-0,6b	17,3	-0,2	12,3	-0,4	3,1	-0,4	9,7	-0,3
DE	0,1p	78,7	1,2	6,9	7,5b	1,6b	20,7	2,2	15,8	-0,2	4,2	0,8	9,3	1,3
EE	0,1	79,1	1,6	16,7	10,9b	0,6b	22,2	-1,4	20,6	-1,3	1,9	-1,2	5,1	-0,2
IE	6,0	74,6	1,8	14,5	7,8b	-2,3b	20,0	-0,8	12,9	-2,0	5,1	-1,0	13,0	-0,2
EL	2,7p	67,3	9,2	35,5	11,0b	-3,1b	28,3	-2,0	19,6	1,1	13,9	-2,2	12,1	-1,5
ES	2,5p	73,7d	6,2d	34,8d	11,0bd	-1,4bd	27,8	0,5	21,7	0,2	8,3	-0,4	11,6	0,8
FR	2,5p	73,0d	2,3d	18,9d	10,6bd	-0,5bd	19,3	1,4	14,4	1,0	5,9	-0,8	10,7	3,2
HR	1,2	68,7	2,8	21,9	12,7b	-0,9b	20,9	-1,2	19,2	-0,1	3,5	-2,6	7,5	-1,8
IT	0,6	64,5	5,4	29,7	19,8b	0,6b	25,2p	-0,5p	20,1p	-0,2p	5,9p	-0,6p	10,8p	0,1p
CY	1,3p	76,7	2,6	17,1	12,8b	-0,4b	17,3	-1,8	13,8	-1,6	2,6	-1,2	5,8	-2,3
LV	-2,6	75,8	2,3	14,8	8,6b	0,8b	26,1	-2,3	23,4	0,1	5,3	-5,1	6,6	-0,7
LT	1,2	78,2	2,6	14,3	11,3b	3,3b	23,4	-5,1	20,0	-2,9	6,4	-5,6	7,8	-1,4
LU	3,0p	73,2	1,8	16,9	8,7b	3,4b	21,1b	1,0b	18,1b	1,4b	2,4b	0,8b	5,5b	-2,3b
HU	1,0p	76,2	1,3	13,5	10,6b	-0,1b	19,4	-1,2	12,7	-0,1	10,2	-1,7	5,3	-0,2
MT	2,9	78,2	0,9	9,4	9,8b	2,5b	20,3	1,1	16,9	0,1	5,4	0,7	5,3	0,0
NL	2,0p	83,7	0,8	9,3	5,1b	0,9b	16,6	0,1	14,4	1,1	2,1	-0,5	8,6	0,2
AT	2,0	77,2	2,0	11,0	8,5b	1,7b	17,3	0,5	14,7	0,4	1,8	-1,0	7,4	1,0
PL	1,5b	72,8	0,9	11,9	11,2b	2,5b	16,8p	-1,4p	14,8p	0,0p	2,9p	-1,6p	4,2p	-1,5p
PT	1,9p	75,2	2,9	23,4	7,6b	-0,8b	22,4	0,8	18,4	1,1	6,0	-0,6	5,3	-1,6
RO	1,8p	65,6	2,0	21,0	18,0b	3,5b	34,4	-4,3	22,6	-0,9	23,1	-5,2	3,5	-2,5
SI	1,3	75,0	1,9	12,8	6,6b	0,0b	13,2	-2,2	11,7	-1,6	1,8	-1,4	3,6	-0,8
SK	-0,6	74,6	3,9	20,6	11,0b	0,8b	15,6	0,4	12,3	0,1	5,7	0,3	5,0	-0,2
FI	3,3	78,8	1,8	17,1	7,7b	-0,8b	14,2	-2,4	10,8	-1,2	1,1	-1,1	8,6	-2,5
SE	1,2	82,9	1,9	24,7	5,1b	-0,9b	17,2	-0,5	15,7	-0,7	1,4	0,0	8,9	0,6

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

1) Indicateurs de l'emploi, d = l'Espagne et la France ont évalué l'attachement à l'emploi et ont inclus dans les personnes sous contrat de travail celles dont la durée de l'absence du travail est inconnue, mais qui devraient retrouver le même emploi une fois que les mesures sanitaires liées à la COVID-19 le permettront. 2) Jeunes sans emploi et ne suivant ni études ni formation, b = rupture dans les séries due à la mise en œuvre du règlement (UE) 2019/1700. 3) Revenus et conditions de vie, b = Recours à des entretiens par internet assistés par ordinateur (CAWI) pour les ménages nouvellement sélectionnés en 2021 pour LU.

Source: Commission européenne, Eurostat