COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 18.11.2020
COM(2020) 745 final

RAPPORT DE LA COMMISSION

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

Rapport 2021 sur le mécanisme d'alerte

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

{SWD(2020) 275 final}

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

Cette année, le cycle de surveillance du Semestre européen, y compris la mise en œuvre de la PDM, est adapté pour tenir compte de la création de la facilité pour la reprise et la résilience. La stratégie annuelle pour une croissance durable, adoptée à la mi-septembre 2020, a fait le point sur la situation économique et sociale en Europe, défini les grandes priorités politiques de l'UE et fourni des orientations stratégiques pour la mise en œuvre de la facilité pour la reprise et la résilience.

L'analyse du RMA repose sur la lecture économique d'un tableau de bord d'indicateurs sélectionnés, complété par un ensemble plus large d'indicateurs auxiliaires, d'outils d'analyse et de cadres d'évaluation, ainsi que d'informations complémentaires pertinentes, y compris des données publiées récemment et des prévisions. Le RMA de cette année comprend une évaluation prospective renforcée des risques pesant sur la stabilité macroéconomique et sur l'évolution des déséquilibres macroéconomiques. Il comprend également une analyse des implications des déséquilibres macroéconomiques des États membres à l'échelle de la zone euro.

Le RMA désigne les États membres qu'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 à un bilan approfondi pour chaque État membre concerné. Les bilans approfondis seront publiés au printemps 2021 et serviront de base à la Commission pour évaluer l'existence de déséquilibres macroéconomiques et leur gravité, ainsi que pour déterminer les failles dans les politiques appliquées.

1. RESUME

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) s'inscrit dans le contexte de la crise de la COVID-19. Compte tenu de l'évolution rapide et marquée de la situation économique provoquée par la crise de la COVID-19, la lecture économique sur laquelle repose le présent rapport comprend une évaluation prospective renforcée des risques pesant sur la stabilité macroéconomique et sur l'évolution

[1] Le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne le 31 janvier 2020 en vertu de l'accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (l'«accord de retrait», JO C 384 I du 12.11.2019, p. 1); le droit de l'Union continue de s'appliquer au Royaume-Uni et sur son territoire pendant la période de transition prenant fin le 31 décembre 2020.

des déséquilibres macroéconomiques. À cette fin, il convient d'aller au-delà des données annuelles définitives du tableau de bord du RMA, qui, cette année, concernent la période allant jusqu'en 2019. Ainsi, par comparaison avec les années précédentes, le rapport de cette année s'appuie davantage sur les prévisions et les données à haute fréquence pour évaluer les conséquences potentielles de la crise de la COVID-19[2].

L'actuel cycle de surveillance du Semestre européen est temporairement adapté afin d'assurer la mise en œuvre cohérente et effective de la facilité pour la reprise et la résilience, ce qui aura également une incidence sur la mise en œuvre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. La stratégie annuelle 2021 pour une croissance durable, adoptée à la mi-septembre, a marqué le début du cycle du Semestre européen de cette année et défini des orientations stratégiques pour la mise en œuvre de la facilité pour la reprise et la résilience[3]. Cette dernière prévoit que les États membres adopteront des plans pour la reprise et la résilience définissant des réformes et des investissements qui répondent aux principaux défis économiques et sont conformes aux priorités de l'UE, notamment les recommandations par pays adressées aux États membres ces dernières années, en particulier dans le cadre des cycles 2019 et 2020 du Semestre européen. La facilité pour la reprise et la résilience est donc une occasion pour les États membres de mettre en œuvre des réformes et des investissements conformes aux recommandations liées à la PDM qui visent à remédier aux causes structurelles sous-jacentes et persistantes des déséquilibres macroéconomiques existants. Le suivi spécifique des mesures prises pour remédier aux déséquilibres macroéconomiques existants n'aura pas lieu à l'automne 2020, mais un suivi sera effectué dans le cadre de l'évaluation des plans pour la reprise et la résilience[4]. Les prochains bilans approfondis seront publiés au printemps 2021, en même temps que l'évaluation des programmes de stabilité et de convergence; la gravité et l'évolution des déséquilibres déjà constatés y feront l'objet d'un examen attentif et les risques d'apparition de nouveaux déséquilibres y seront analysés[5].

La plupart des déséquilibres macroéconomiques existants ont fait l'objet d'un processus de correction dans un contexte macroéconomique favorable jusqu'à l'apparition de la pandémie de COVID-19. Les *déséquilibres de flux*, tels que les déficits courants excessifs ou la forte croissance du crédit, avaient été corrigés dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008, dans un contexte de désendettement généralisé du secteur privé. L'expansion économique qui a débuté en 2013 a contribué à la correction des *déséquilibres de stocks*, qui a commencé plus tard et progressé plus lentement, en entraînant la réduction des ratios de la dette privée, publique et extérieure au PIB et en renforçant les bilans des banques. Cependant, ces dernières années, l'expansion économique a conduit à un certain

---

[2] Le règlement (UE) nº 1176/2011 indique explicitement que l'analyse du RMA doit s'appuyer sur d'autres informations pertinentes (article 3, paragraphe 2). Les données du tableau de bord sont présentées aux tableaux 1 et 2 figurant à la fin du présent rapport. Ce dernier est accompagné d'une annexe statistique.

[3] COM(2020) 575 final, Stratégie annuelle 2021 pour une croissance durable, disponible à l'adresse suivante: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_20_1658

[4] Pour les États membres pour lesquels des déséquilibres ont été constatés, le suivi spécifique est une surveillance ciblée des progrès réalisés pour remédier aux déséquilibres, qui s'ajoute à la surveillance exercée dans le cadre du Semestre européen. Les années précédentes, ce suivi était effectué en automne.

[5] Pour les États membres pour lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont été constatés en février dernier, les commentaires par pays figurant dans le RMA de cette année (section 5) comprennent également un résumé des dernières recommandations par pays liées à la PDM et des mesures prises par les pays concernés pour les mettre en œuvre.

risque de surchauffe, surtout au niveau de la dynamique des prix des logements et de l'évolution de la compétitivité-coûts, en particulier dans les pays connaissant une croissance économique soutenue.

Un certain nombre de déséquilibres macroéconomiques existants sont aggravés par la crise de la COVID-19, et de nouveaux risques pourraient apparaître. En particulier, les ratios de la dette publique et privée au PIB sont en hausse. À l'avenir, le remboursement de la dette du secteur privé pourrait être compromis par la faiblesse du niveau d'activité économique, les faillites et un marché du travail déprimé. De telles difficultés de remboursement affecteraient les bilans des banques et affaibliraient encore leur rentabilité. Parallèlement, la dynamique excessivement haussière du coût de la main-d'œuvre et des prix des logements, observée récemment, devrait s'atténuer, mais des inquiétudes pourraient apparaître si cet ajustement se transformait en des corrections à la baisse excessives, en particulier pour les prix des logements dans les États membres dont les ménages sont déjà fortement endettés.

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

- **La plupart des États membres de l'UE ne devraient pas connaître d'évolution importante de leur balance courante à la suite de la crise de la COVID-19.** Les déficits courants restent modérés dans la plupart des pays. Si certains excédents courants importants persistent, il se sont amenuisés ces dernières années. Selon les prévisions, les balances courantes devraient évoluer relativement peu avec la crise de la COVID-19. Cette situation contraste fortement avec l'évolution observée lors de la crise financière mondiale, puisque les déficits dans les pays de l'UE étaient alors importants et que la crise a déclenché leur résorption. Toutefois, la stabilité des chiffres des balances courantes masque de grands changements dans la contribution des différents secteurs à la position extérieure globale, étant donné que les importantes augmentations de la capacité nette de financement du secteur privé sont compensées par la détérioration significative de la capacité nette de financement des gouvernements en raison des efforts que ceux-ci déploient pour atténuer les effets de la crise.
- **Les améliorations de la position extérieure globale nette (PEGN) qui ont été enregistrées par la plupart des États membres au cours des dernières années devraient cesser.** Alors que d'importants déséquilibres extérieurs persistent dans plusieurs États membres, les améliorations de la PEGN se sont poursuivies en 2019 dans la plupart des pays de l'UE, grâce à des soldes de balance courante dépassant les niveaux permettant de stabiliser la PEGN, à la croissance du PIB nominal et, parfois, à d'importants effets de valorisation positifs. Les améliorations du ratio de la PEGN au PIB devraient cesser à l'avenir, sous l'effet de la forte contraction du PIB en 2020 et de la relative stabilité des balances courantes.
- **Au début de la crise de la COVID-19, certaines tensions sont apparues en matière de financement extérieur dans certains États membres n'appartenant pas à la zone euro.** Les mouvements de capitaux et les taux de change de certains États membres n'appartenant pas à la zone euro ont été brièvement soumis à des pressions du marché à la fin du mois de mars et en avril, compte tenu d'une aversion au risque accrue. Depuis lors, ces pressions se sont atténuées dans un contexte d'amélioration des marchés financiers.
- **L'incidence de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail a jusqu'à présent été relativement modérée par rapport à l'ampleur de la récession, notamment grâce à des mesures telles que les dispositifs de chômage partiel, mais le chômage devrait augmenter.** La crise a mis fin à des années d'amélioration des marchés du travail dans l'ensemble de l'UE. À ce jour, elle a surtout entraîné une baisse du nombre moyen d'heures travaillées par personne, alors que le nombre de chômeurs n'a que légèrement augmenté Ce phénomène de rétention de main-

d'œuvre (situation dans laquelle les entreprises conservent leurs salariés), qui a caractérisé de nombreuses économies de l'UE en 2020, est en grande partie dû aux initiatives financées par les pouvoirs publics pour préserver l'emploi, notamment les dispositifs temporaires de chômage partiel. Le chômage devrait toutefois augmenter avec un certain retard, comme c'est généralement le cas après les récessions. Il existe notamment des risques de pertes d'emplois importantes dans les secteurs fortement touchés par la pandémie, dont l'ampleur dépendra à la fois de la durée des effets induits par celle-ci et de la vigueur des mesures adoptées par les pouvoirs publics.

- **La croissance des coûts salariaux unitaires (CSU) s'est accélérée dans plusieurs pays de l'UE ces dernières années, en raison de l'augmentation des salaires et de la faible croissance de la productivité, mais elle devrait ralentir à l'avenir, après une forte hausse en 2020.** Dans un contexte de croissance économique robuste, une forte dynamique des CSU a été observée ces dernières années dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale et dans les pays baltes. La baisse de la productivité du travail, résultant de l'association de la chute de la production et du maintien des emplois, devrait favoriser la croissance des CSU en 2020, malgré un ralentissement marqué de la hausse des salaires. En 2021, on s'attend à ce que la reprise progressive prévue de l'activité économique entraîne un rebond de la productivité globale, qui devrait partiellement compenser l'augmentation des CSU en 2020.

- **La dette des entreprises devrait augmenter considérablement dans tous les secteurs en 2020, notamment en raison des besoins de liquidités.** Les emprunts destinés à financer le fonds de roulement ont fortement progressé avec la pandémie de COVID-19, et les prêts accordés aux sociétés non financières ont augmenté dans la plupart des pays. Les garanties de crédit ont aidé les entreprises à emprunter pour soutenir leurs activités ainsi qu'à renforcer leur position de liquidités. Les moratoires sur le remboursement des dettes ont également contribué à l'augmentation des dettes. L'accroissement des niveaux d'endettement, associé à la forte baisse du PIB en 2020, devrait conduire à une augmentation sensible des ratios de la dette au PIB, en particulier à court terme. À l'avenir, ces ratios devraient évoluer plus favorablement avec la reprise, mais le service de la dette pourrait être difficile, en particulier dans les secteurs plus durablement touchés par la pandémie. Cela pourrait également avoir une incidence sur les bilans des prêteurs.

- **La progression de l'endettement des ménages semble relativement limitée.** Avant la crise de la COVID-19, le crédit aux ménages avait recommencé à croître à un rythme soutenu dans un certain nombre de pays, après des années de désendettement ou de faible progression. L'encours de la dette des ménages semble évoluer moins rapidement en 2020, malgré l'incidence des moratoires, qui ont allégé les pressions sur la liquidité pour les ménages endettés et réduit le rythme des remboursements. Les ratios de la dette des ménages au PIB augmentent mécaniquement en 2020, compte tenu de la baisse du PIB. Dans le même temps, l'épargne des ménages a augmenté dans un contexte de forte baisse de la consommation. Les perspectives de remboursement des dettes des ménages sont assombries par la détérioration des marchés du travail.

- **La croissance des prix des logements est restée soutenue en 2020, une accélération ayant été observée dans certains pays, mais un ralentissement et d'éventuelles corrections à la baisse semblent probables.** En 2019, les prix des logements ont continué à progresser rapidement, y compris dans plusieurs pays présentant des risques de surévaluation. L'incidence de la crise sur les perspectives d'emploi et les revenus des ménages se traduira normalement par une modération de la dynamique des prix des logements. Les dernières données trimestrielles montrent déjà un

ralentissement des marchés du logement dans plus de la moitié des pays de l'UE. Les prévisions de croissance des prix des logements semblent indiquer des corrections à la baisse dans une grande majorité des États membres au cours de la période 2020-2021.

- **Après une tendance à la baisse ces dernières années sous l'effet d'une plus forte croissance du PIB nominal, la dette publique connaît actuellement une hausse rapide dans tous les États membres, en particulier dans ceux où la crise de la COVID-19 a eu les répercussions les plus graves.** Ces dernières années, la dette publique a continué de baisser dans la plupart des États membres, mais les diminutions étaient inexistantes ou limitées dans quelques pays fortement endettés. Pendant la crise, dans l'ensemble de l'UE, les gouvernements ont laissé jouer les stabilisateurs automatiques et ont fourni une aide directe en matière budgétaire et de liquidité pour atténuer les effets de la crise sanitaire et de la diminution des dépenses du secteur privé. Les ratios de dette publique augmentent davantage dans les pays où les niveaux d'endettement étaient déjà les plus élevés avant la crise, ce qui témoigne également du fait que la récession a été plus sévère dans ces pays. Un assouplissement monétaire exceptionnel et diverses initiatives prises au niveau de l'UE et de la zone euro ont maintenu les coûts de financement à des niveaux historiquement bas et soutenu la confiance. Si certains pays ont profité des niveaux élevés de liquidité et de la demande des investisseurs pour allonger la structure des échéances de leur dette souveraine, la structure de la dette publique pourrait comporter des risques pour d'autres, notamment lorsqu'elle est caractérisée par des échéances courtes et une proportion élevée de dette libellée en devises.

- **La situation du secteur bancaire s'est améliorée ces dernières années, mais le choc de la COVID-19 pourrait mettre la résilience du secteur à rude épreuve dans l'UE.** La situation du secteur bancaire s'est considérablement améliorée depuis la crise financière mondiale, les ratios de fonds propres et les coussins de liquidité étant plus élevés qu'il y a dix ans. Toutefois, le secteur continue à devoir faire face à de faibles niveaux de rentabilité dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés et, dans quelques pays, à des encours toujours relativement élevés de prêts non performants. Les liquidités abondantes fournies par les banques centrales ont contribué à éviter un resserrement du crédit après la pandémie de COVID-19, tandis que la suspension du versement de dividendes et un certain allègement réglementaire temporaire offrent également un surcroît d'oxygène aux banques. La crise devrait porter atteinte à la qualité des actifs et aux perspectives de rentabilité. Les difficultés croissantes des entreprises et des ménages pour rembourser leurs dettes devraient se traduire par une progression des prêts non performants (PNP), en particulier lorsque les moratoires auront expiré. Les corrections à la baisse des prix des logements pourraient avoir une incidence sur l'évaluation des sûretés et, partant, sur les bilans des banques.

Le choc de la COVID-19 exacerbe les déséquilibres existants au sein de la zone euro, ce qui souligne la nécessité d'utiliser au mieux les mesures de soutien de l'UE. Selon les prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission, les États membres dont les économies sont les plus touchées par la crise de la COVID-19, en raison de la gravité de la pandémie ou de leur dépendance à l'égard de secteurs très exposés, se caractérisent par des encours relativement importants de dette publique et extérieure. La crise de la COVID-19 semble donc accentuer les tendances existantes au sein de la zone euro en ce qui concerne l'endettement intérieur et extérieur. Plusieurs des pays fortement touchés par la crise de la COVID-19 se caractérisaient récemment par une croissance potentielle anémique. Par conséquent, la pandémie pourrait également exacerber les divergences économiques. Parallèlement, malgré le fort recul de la demande mondiale, il est actuellement prévu qu'un excédent commercial persistera pour l'ensemble de la zone euro, ce qui souligne qu'il pourrait y avoir une marge supplémentaire pour augmenter la demande intérieure au niveau agrégé de la zone euro afin de stimuler

la reprise, tout en soutenant les efforts de la BCE pour atteindre l'objectif d'inflation. Compte tenu de l'endettement croissant dans tous les États membres, la facilité pour la reprise et la résilience et d'autres instruments de soutien financier mis en place au niveau de la zone euro et de l'UE, notamment SURE, REACT-EU et une souplesse accrue dans l'utilisation des fonds restants de l'UE, peuvent aider les États membres à créer les conditions d'une reprise durable et à renforcer la résilience. À l'avenir, il importe de combiner les mesures de soutien, les réformes et les investissements mis en place dans l'ensemble de la zone euro de manière à remédier efficacement aux déséquilibres macroéconomiques, en particulier lorsque ces derniers sont excessifs.

Dans l'ensemble, avec la crise de la COVID-19, les risques semblent à la hausse dans les pays pour lesquels des déséquilibres (excessifs) ont déjà été constatés. Dans une certaine mesure, la crise de la COVID-19 conduit à une régression de la réduction progressive des déséquilibres qui se produisait dans de nombreux États membres, principalement grâce à l'expansion économique depuis 2013. Parallèlement, les risques de surchauffe préexistants liés à la forte croissance des prix des logements et des coûts salariaux unitaires semblent désormais moins élevés à moyen terme, et pourraient même faire l'objet de corrections à la baisse. Alors que les tensions sur les flux de capitaux et les taux de change se sont jusqu'à présent révélées éphémères en 2020, le climat sur le marché pourrait rester volatil. Par conséquent, la surveillance doit se concentrer sur les pays où les risques semblent en hausse, qui sont pour l'essentiel les mêmes que ceux pour lesquels des déséquilibres ont déjà été constatés. En outre, il convient de suivre de près l'évolution dans d'autres États membres, notamment l'économie de quelques pays n'appartenant pas à la zone euro dans lesquels les préoccupations en matière de viabilité de la position extérieure se sont traduites par des tensions sur le marché au printemps, ainsi que dans les États membres affichant des niveaux d'endettement très élevés.

L'augmentation des ratios de la dette publique et privée au PIB en 2020 exige un suivi attentif, sans toutefois nécessiter à ce stade de nouveaux bilans approfondis. Les risques pesant sur les déséquilibres macroéconomiques, notamment ceux liés à l'augmentation du ratio de la dette au PIB, s'aggravent, en particulier dans les pays dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont déjà été constatés. Les fortes hausses du ratio de la dette au PIB en 2020 sont en grande partie liées à l'effet mécanique de réduction du dénominateur de ce ratio qui découle des récessions temporaires mais sévères. Ces hausses de la dette publique et de la dette des entreprises sont également liées à l'ajustement au choc ponctuel considérable de la COVID-19 et résultent des efforts délibérés et temporaires consentis par les pouvoirs publics (également en ce qui concerne les mesures telles que les garanties bancaires et les moratoires sur les remboursements) pour atténuer les effets de la crise et empêcher que la pandémie n'ait des répercussions encore plus importantes sur l'activité économique, les revenus et la stabilité macroéconomique à l'avenir. Empêcher que la récession ne devienne plus profonde et ne s'installe constitue une réaction nécessaire pour améliorer les perspectives d'endettement à l'avenir, même si cela implique des hausses temporaires des dettes.

Des bilans approfondis seront préparés pour les États membres pour lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs ont déjà été constatés. Conformément à une pratique établie en matière prudentielle, des bilans approfondis seront réalisés pour évaluer si les déséquilibres existants se résorbent, persistent ou s'aggravent, tout en faisant le bilan des mesures correctives mises en œuvre. La préparation de bilans approfondis est ainsi prévue pour les 12 États membres pour lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs avaient été mis en évidence d'après les résultats des bilans

de février 2020[6]: neuf États membres sont actuellement considérés comme présentant des déséquilibres (**Croatie, France, Allemagne, Irlande, Pays-Bas, Portugal, Roumanie, Espagne** et **Suède**), et trois comme présentant des déséquilibres excessifs (**Chypre, Grèce** et **Italie**).

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte met en évidence certaines évolutions potentiellement porteuses de risques dans plusieurs des États membres qui ne feront pas l'objet d'un bilan approfondi. À la suite de la pandémie de COVID-19, des risques liés au financement extérieur sont apparus dans certains pays n'appartenant pas à la zone euro. La Hongrie semble être un cas dans lequel l'interaction entre les emprunts publics et le financement extérieur mérite d'être surveillée[7]. La dette publique est en partie financée en devises, ce qui illustre le caractère ouvert de l'économie et le fait qu'une partie des recettes du secteur public et du secteur privé sont en devises. Toutefois, la dette publique est à très court terme et le secteur bancaire national en détient des parts significatives, tandis que les réserves officielles au début de 2020 étaient proches des minima prudentiels. Alors que les tensions sur le marché se sont atténuées depuis le printemps et qu'il n'existe actuellement aucun signe sérieux de risques de déséquilibres, de tels risques pourraient réapparaître à l'avenir et nécessitent donc un suivi attentif. Les conséquences de l'augmentation des ratios de la dette au PIB méritent également un suivi dans plusieurs États membres qui ne font pas actuellement l'objet d'une surveillance au titre de la PDM. En Belgique, aussi bien la dette du secteur privé que la dette publique devraient encore grimper, et dépasser les seuils de la PDM. Les États membres pour lesquels les prévisions montrent une augmentation de la dette privée et un dépassement du seuil sont le Danemark, la Finlande et le Luxembourg. La dette publique devrait s'accroître et s'éloigner encore du seuil de 60 % du PIB en Autriche et en Slovénie. La mesure dans laquelle ces évolutions font peser des risques supplémentaires sur la stabilité macroéconomique est entourée d'une grande incertitude, étant donné qu'il est en particulier nécessaire de prendre en considération les perspectives de croissance économique à moyen terme et à long terme et la manière dont celles-ci sont affectées par la crise de la COVID-19. Par conséquent, bien que l'augmentation prévue des ratios d'endettement nécessite un suivi attentif, il n'est à ce stade pas nécessaire de procéder à un bilan approfondi pour d'autres États membres.

2. L'EVOLUTION DES PERSPECTIVES ECONOMIQUES: IMPLICATIONS POUR LA ZONE EURO DES DESEQUILIBRES MACROECONOMIQUES

La pandémie de COVID-19 a causé un choc sans précédent à l'économie. Elle a donné lieu, à partir de mars 2020, à des mesures restrictives visant à enrayer la contagion, qui ont été progressivement assouplies dès le mois de mai dans la plupart des États membres. Les mesures mises en place étaient grosso modo proportionnelles à la gravité de l'urgence sanitaire, mais présentaient des différences importantes d'un pays à l'autre[8]. Du fait de la pandémie de COVID-19, la demande a subi un choc massif contractant la consommation, encore aggravé par les restrictions de l'offre pendant les confinements. En comparaison de la tendance observée avant la pandémie, la consommation reste peu

[6] Voir «Semestre européen 2020: évaluation des progrès concernant les réformes structurelles, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) nº 1176/2011», COM(2020) 150 final du 26.2.2020. La Bulgarie a également fait l'objet d'un bilan approfondi en février, mais il a été conclu qu'elle ne présentait plus de déséquilibres.

[7] L'interaction entre les finances publiques et le secteur extérieur mérite également d'être analysée dans le bilan approfondi prévu pour la Roumanie.

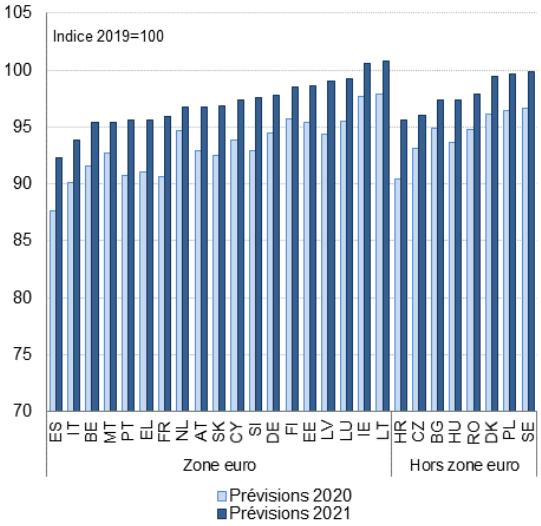
[8] Voir https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Voir aussi Fonds monétaire international, Moniteur des finances publiques, octobre 2020.

dynamique, notamment en ce qui concerne les services pour lesquels les contacts humains sont plus difficiles à éviter. L'investissement demeure entravé par une grande incertitude. Le recul de la croissance des revenus et de l'emploi ainsi que l'apathie des marchés d'exportation vont continuer de freiner la demande. La perturbation de certaines chaînes de valeur et les mesures de distanciation sur le lieu de travail continuent d'affecter l'offre, en entamant la productivité[9]. L'UE et d'autres régions du monde traversent actuellement une nouvelle vague de la pandémie, dont la gravité et la durée sont très incertaines. Globalement, les prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission tablent sur une baisse du PIB de 7,8 % dans la zone euro et de 7,4 % dans l'UE en 2020. Malgré la reprise attendue en 2021, les niveaux du PIB devraient être inférieurs aux niveaux de 2019, d'avant la crise (graphique 1)[10] [11].

Des mesures exceptionnelles prises en réponse à la crise de la COVID-19 ont contribué à en atténuer les répercussions économiques. De nombreuses actions ont été mises en place dans l'ensemble de l'UE et dans les principales régions du monde afin d'empêcher un effondrement des revenus à la suite de l'adoption de mesures restrictives et afin de réduire le risque d'importantes destructions d'emplois et de faillites d'entreprises. Les États ont fourni un appui budgétaire au moyen de dispositifs de chômage partiel et d'une aide accrue au revenu pour les chômeurs. Des moratoires ont été instaurés pour le paiement des impôts et le remboursement des prêts hypothécaires. Des garanties ont été accordées pour les prêts bancaires afin d'éviter une contraction du crédit. La BCE a pris un large éventail de mesures de soutien pour préserver la stabilité financière et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment la fourniture de liquidités supplémentaires aux banques, l'assouplissement des exigences en matière de garanties, ainsi que d'importants achats supplémentaires d'actifs des secteurs public et privé dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Le mécanisme de surveillance unique (MSU) a assoupli les obligations réglementaires des banques de façon contracyclique. Le mécanisme européen de stabilité (MES) a mis à la disposition de tous les États membres de la zone euro un soutien dans le cadre de la crise pandémique, sur la base de sa ligne de crédit assortie de conditions renforcées (ECCL). L'UE et ses États membres ont mis en place trois filets de sécurité pour les travailleurs, les entreprises et les États: un mécanisme de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE), le Fonds de garantie paneuropéen de la Banque européenne d'investissement et le soutien du MES dans le cadre de la crise pandémique. La Commission a proposé de nouveaux instruments pour favoriser la reprise (Next Generation EU), qui ont été approuvés par le Conseil européen en juillet, notamment une facilité de grande envergure pour la reprise et la résilience. Cette facilité accorde des subventions et des prêts destinés à stimuler les réformes et les investissements en vue de renforcer le potentiel de croissance ainsi que la résilience économique et sociale, et en vue de faciliter les transitions écologique et numérique, conformément aux objectifs de l'Union à cet égard. Une série d'autres mesures ont été prises, consistant notamment à accélérer et à assouplir l'utilisation des fonds restants de l'UE, à instaurer un cadre temporaire pour les aides d'État et à activer la clause dérogatoire générale dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance.

[9] Voir Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 2, octobre 2020.
[10] Commission européenne, European Economic Forecast, Autumn 2020, Institutional paper 136, novembre 2020.
[11] Le Royaume-Uni n'est pas inclus dans les graphiques des sections suivantes car ceux-ci étayent la mise en œuvre de la PDM en 2021, qui se déroulera après la fin de la période de transition.

Graphique 1: PIB à prix constants par rapport aux niveaux d'avant la crise



Source: prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.

Graphique 2: climat économique et indice boursier, 2013-2020



Sources: Commission européenne et BCE, données fournies par DataStream.

La pandémie de COVID-19 a provoqué dans un premier temps de fortes réactions sur les marchés financiers. Ces derniers ont anticipé une profonde récession peu après le début de la crise du coronavirus. Les marchés boursiers se sont effondrés dans un contexte de révision des prévisions de bénéfices des entreprises. L'évolution des valorisations sur les marchés obligataires a témoigné d'une fuite vers la sécurité, qui s'est traduite par une augmentation des primes de risque sur les obligations d'État perçues comme plus risquées par les investisseurs et par un creusement des écarts de rendement des obligations du secteur privé, notamment pour les segments ayant une notation basse. La dynamique des taux de change a reflété les pressions exercées sur les marchés émergents dans un contexte de sorties de capitaux et de corrections majeures à la baisse des cours du pétrole et des matières premières. Des pressions baissières ont également été observées sur les devises de quelques États membres n'appartenant pas à la zone euro. Des tensions ont également été particulièrement observées sur certaines devises et sur certains rendements obligataires d'États membres n'appartenant pas à la zone euro qui ont adopté un régime souple de taux de change, dans un climat de volatilité accrue des flux de capitaux[12].

La situation sur les marchés financiers s'est améliorée significativement à la suite des mesures de soutien prises par les pouvoirs publics, se dissociant ainsi des perspectives de l'économie réelle. Les marchés boursiers et obligataires se sont redressés sur fond de contraction des primes de risque. Les marchés des changes se sont stabilisés, de même que les marchés des matières premières. Les pertes accumulées au début de la pandémie de COVID-19 se sont considérablement réduites et la volatilité des marchés s'est restreinte. Dans un contexte d'interventions massives, rapides et crédibles des pouvoirs

[12] Voir également BCE, Financial Stability Review, mai 2020, Banque des règlements internationaux, rapport économique annuel, juin 2020; et, Fonds monétaire international, Global Financial Stability Report, avril 2020, mis à jour en juin 2020, et octobre 2020.

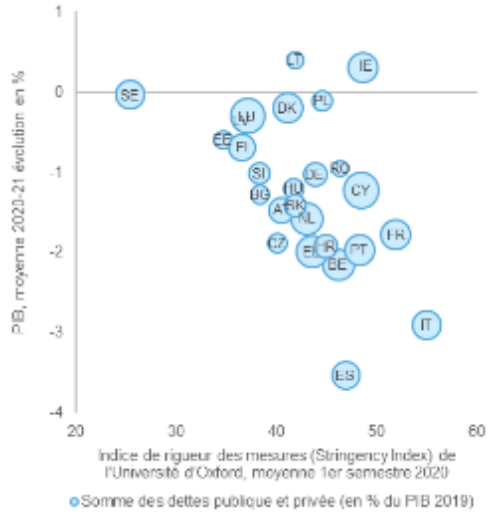
publics, les marchés financiers semblent s'être dissociés des perspectives de l'économie réelle, sur lesquelles pèsent encore des risques élevés de dégradation (graphique 2)[13].

Une grande incertitude entoure les perspectives économiques, qui est liée à l'évolution de la pandémie, aux mesures prises par les pouvoirs publics pour y répondre et aux changements de comportement des agents économiques. Les effets des récessions du printemps 2020 ne se sont pas encore totalement matérialisés pour ce qui est des répercussions sur l'emploi, des faillites et des bilans des banques. La deuxième vague de la pandémie qui sévit actuellement assombrit les perspectives de croissance en raison de l'instauration de nouvelles mesures de confinement. Celles-ci devraient peser sur l'activité et le climat économiques à court terme, en freinant la consommation et l'investissement, mais dans une moindre mesure qu'au printemps, l'approche ayant été jusqu'à présent plus ciblée. En conséquence, après un fort rebond au troisième trimestre, la croissance du PIB de l'UE devrait marquer le pas au quatrième trimestre de 2020. En outre, des tensions commerciales et géopolitiques pourraient réapparaître. La politique expansionniste adoptée par les autorités budgétaires et monétaires a jusqu'à présent été jugée crédible par les marchés financiers, et un retrait prématuré des mesures serait risqué. Une réévaluation des risques et d'éventuels nouveaux épisodes de tension financière ne peuvent être exclus, en particulier dans les pays qui cumulent un endettement élevé avec des positions extérieures faibles et d'importants besoins de financement qui ne peuvent pas être entièrement satisfaits par des sources intérieures. Sur un plan plus positif, un enrayement plus rapide de la pandémie et la mise en œuvre de mesures ambitieuses et coordonnées au sein de l'UE pourraient permettre à l'économie de se redresser plus vite.

L'évolution actuelle de la situation économique influe sur les déséquilibres macroéconomiques. La dette publique et la dette privée rapportées au PIB sont en hausse dans la majorité des États membres. Cette hausse est à la fois le résultat mécanique des récessions qui réduisent le dénominateur des ratios dette-PIB, et la conséquence des emprunts accrus du secteur public et des entreprises visant à atténuer les effets de la crise de la COVID-19. À terme, l'aggravation des perspectives d'endettement public et privé constitue un risque qui pourrait affecter les bilans des entreprises du secteur financier, qui pâtiraient en outre directement du choc provoqué par la pandémie en termes de baisse de rentabilité. Dans le même temps, les tendances observées dans plusieurs États membres, marquées par une détérioration de la compétitivité-coûts et de la compétitivité-prix et par une forte croissance des prix de l'immobilier, devraient maintenant s'interrompre. Cela soulève toutefois des questions quant aux conséquences d'un renversement de ces tendances. En particulier, une progression faible ou négative des revenus du travail pourrait entraîner une réduction de la capacité de remboursement des ménages, tandis que les corrections baissières des prix de l'immobilier, surtout si elles interviennent dans des pays présentant un endettement élevé des ménages et se produisent de manière désordonnée, pourraient affaiblir les bilans des banques en provoquant une perte de valeur des garanties.

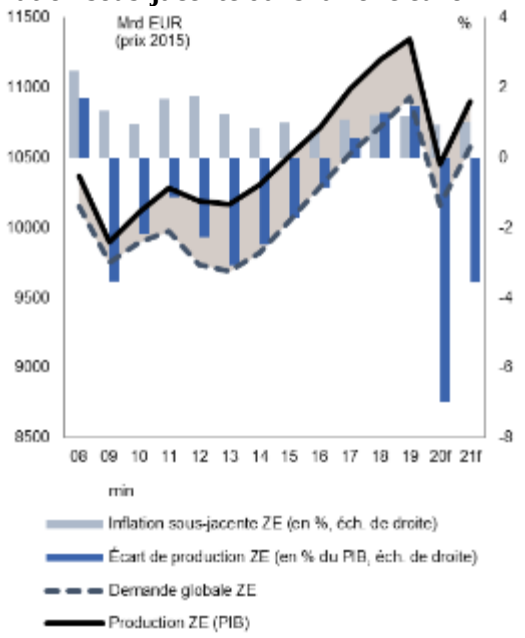
[13] L'indicateur du climat économique de la Commission reste, bien qu'il se redresse, inférieur au niveau moyen qu'il a enregistré depuis la reprise de 2013, tandis que le principal indice boursier de la zone euro est remonté à un niveau correspondant globalement à son niveau moyen depuis 2013. Voir aussi Fonds monétaire international, Global Financial Stability, mise à jour en juin 2020, et octobre 2020.

Graphique 3: récessions, indice de rigueur des mesures (*Stringency Index*) de l'Université d'Oxford et niveaux d'endettement antérieurs à la COVID-19



Sources: Eurostat, prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne et Oxford COVID-19 Government Response Tracker (Système de suivi de l'Université d'Oxford de la réponse gouvernementale à la COVID-19)

Graphique 4: production économique, demande intérieure, exportations nettes et inflation sous-jacente dans la zone euro



Sources: AMECO et prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne
Note: même si la différence entre le PIB et la demande intérieure devrait être, par définition, égale à la balance commerciale, les données ne sont pas totalement alignées en raison des divergences au sein de la zone euro dans les données communiquées.

Le choc causé par la pandémie semble exacerber les déséquilibres existants au sein de la zone euro[14]**.** Bien que le niveau de la dette ne semble pas avoir été un facteur ayant considérablement aggravé les récessions consécutives à la pandémie de COVID-19, une majorité des pays les plus durement touchés par la pandémie et ayant dû mettre en place de mesures de confinement se distinguent par des encours relativement importants de dette publique ou privée (graphique 3)[15]. Cela signifie que, du fait de récessions relativement fortes, les ratios de la dette au PIB sont en hausse, en particulier dans les pays où l'encours de dette était déjà relativement élevé[16]. Certains des pays débiteurs nets qui ont été

[14] Il a été proposé dans le rapport de Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz du 22 juin 2015 intitulé «Achever l'Union économique et monétaire européenne» d'accorder davantage d'attention à la dimension «zone euro» des déséquilibres macroéconomiques. Le rôle des interdépendances des déséquilibres et de leurs effets systémiques est reconnu dans le règlement (UE) nº 1176/2011, qui définit les déséquilibres en termes de «développements macroéconomiques ayant un effet préjudiciable ou susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble». L'analyse contenue dans le présent rapport accompagne l'évaluation exposée dans le document de travail des services de la Commission européenne «Analysis of the Euro Area economy» (Analyse de l'économie de la zone euro), accompagnant la recommandation de recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro.

[15] L'Oxford Stringency Index apparaissant dans le graphique 3 regroupe huit mesures de confinement et une composante de politique sanitaire. Voir T. Hale et al. (2020), «Variation in government responses to COVID-19». BSG, Working Paper 32 (Version 8.0), Blavatnik School of Government, University of Oxford, octobre.

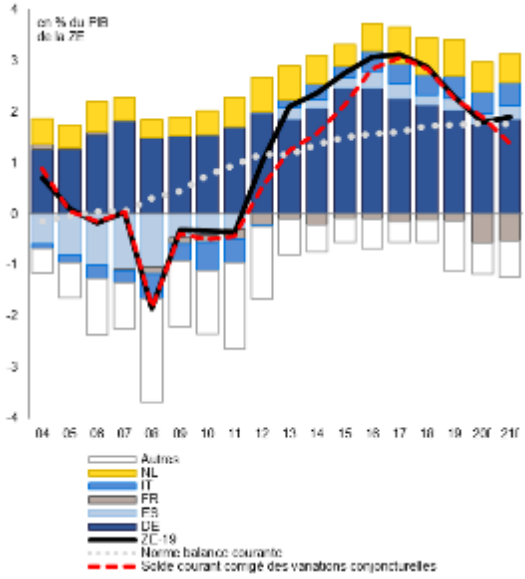
[16] En prenant comme variables de contrôle la sévérité du confinement, la qualité des institutions et la dépendance au tourisme, la dette publique ne semble pas significative parmi une série représentative de déterminants de

durement touchés par la pandémie se caractérisent également par une part relativement élevée de revenus du tourisme (par exemple Chypre, la Grèce, le Portugal et l'Espagne), qui sont particulièrement précarisés par la crise de la COVID, ce qui a également des répercussions pour leurs soldes extérieurs. En résumé, cette crise semble renforcer les tendances existantes au sein de la zone euro en ce qui concerne les disparités économiques ainsi que l'endettement intérieur et extérieur.

Compte tenu du recul massif de la demande globale, la diminution progressive de l'excédent de la balance commerciale de la zone euro devrait s'arrêter. L'excédent commercial de la zone euro diminue depuis 2017 et devrait rester globalement stable en 2020 et 2021. La chute du PIB en 2020 et sa remontée en 2021 devraient globalement dessiner la même trajectoire que l'évolution de la demande intérieure. De même, la dynamique des importations de la zone euro devrait être très proche de celle des exportations. L'excédent commercial au niveau de la zone euro ne devrait donc pas continuer à baisser, dans un contexte marqué par une détérioration de l'écart de production en 2020, qui devrait être supérieur à celui observé en 2009 après la crise financière. Parallèlement, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée (graphique 4).

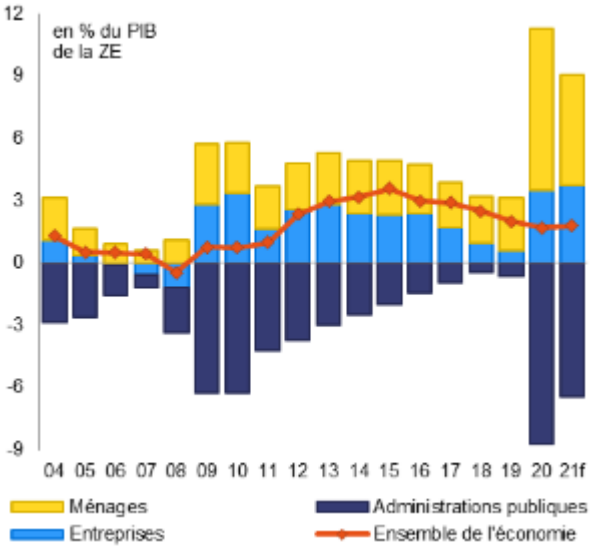
l'ampleur des récessions post-COVID. Ce constat confirme que les interventions des autorités monétaires à l'appui des marchés obligataires ont été un moyen efficace d'éviter que les tensions sur ces marchés n'aggravent les récessions. Voir A. Sapir, «Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?», Policy Contribution Issue no. 18, septembre 2020.

Graphique 5: évolution de la balance courante de la zone euro – ventilation par pays



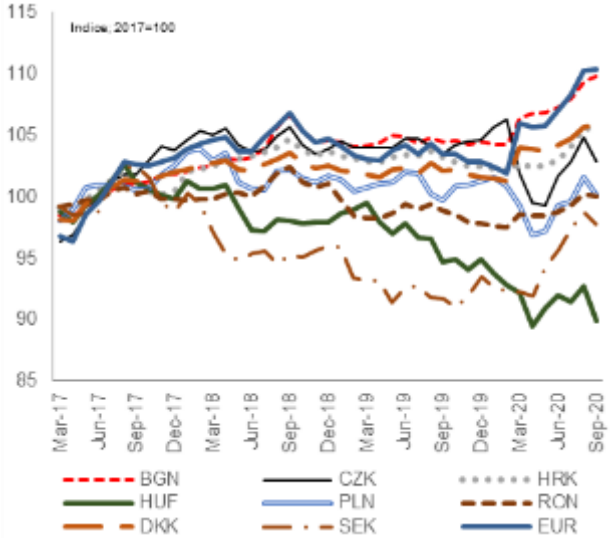
Sources: Eurostat – Balance des paiements, et prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Note: la balance courante des 19 pays de la zone euro (ZE-19) pour les années 2020 et 2021 correspond au chiffre ajusté des prévisions de l'automne 2020 de la Commission européenne, qui tient compte des divergences au sein de la zone euro dans les données communiquées par les différents instituts nationaux de statistique (voir note de bas de page17).

Graphique 6: capacité/besoin de financement dans la zone euro



Sources: AMECO, Eurostat, prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Note: les chiffres pour l'ensemble de l'économie de la ZE-19 pour 2020 et 2021 correspondent aux chiffres ajustés des prévisions de l'automne 2020 de la Commission européenne. Pour les années précédentes, les chiffres pour l'ensemble de l'économie de la ZE-19 correspondent aux capacités/besoins de financement dans les données d'Eurostat relatives à la balance des paiements. Les données pour le secteur des ménages et pour celui des entreprises pour 2020 et 2021 correspondent à la somme des pays de la ZE-19, à l'exception de Malte dont les données sont indisponibles.

Graphique 7: taux de change effectifs nominaux (TCEN)



Source: BCE.

L'excédent de la balance courante de la zone euro en pourcentage du PIB diminue depuis 2017 et devrait encore baisser en 2020. Le solde de la balance courante de la zone euro a augmenté jusqu'en 2017 sur fond de désendettement généralisé et s'est contracté depuis. Pour 2019, l'excédent de la balance courante de la zone euro est estimé à 2,3 % du PIB (graphique 5)[17]. Alors qu'entre 2017 et 2018, la réduction de l'excédent de la balance courante était principalement attribuable à l'évolution de la balance commerciale des biens, liée notamment aux tensions commerciales et à une facture énergétique plus élevée, en 2019, cette réduction a été largement imputable à la balance des services. L'excédent de la balance courante de la zone euro de 2019 n'en demeure pas moins le plus élevé au monde en termes nominaux. Sa valeur, même corrigée des variations conjoncturelles, dépassait légèrement la norme de balance courante correspondant aux fondamentaux économiques, estimée à 2 % du PIB de la zone euro[18]. À politiques inchangées, selon les prévisions de l'automne 2020 de la Commission européenne, cet excédent devrait encore diminuer pour s'établir à 1,8 % du PIB en 2020 puis remonter à 1,9 % du PIB en 2021, en deçà donc de l'estimation actuelle de la norme de balance courante. La réduction prévue de l'excédent de la zone euro s'explique en partie par une baisse de la facture énergétique; l'appréciation substantielle de l'euro amorcée début 2020 (graphique 7) devrait également entraîner une réduction du solde de la balance courante.

La répartition géographique de l'excédent de la balance courante de la zone euro reste stable, les principaux changements portant sur la contribution des différents secteurs de l'économie. L'excédent de la zone euro continue de refléter principalement les excédents importants, mais en recul constant, enregistrés en Allemagne et aux Pays-Bas, dont les soldes extérieurs cumulés représentaient 2,7 % du PIB de la zone euro en 2019[19]. Les balances courantes de la zone euro devraient afficher une certaine stabilité dans les différents pays également en 2020 et 2021 (graphique 5). La stabilité des balances courantes masque toutefois des variations considérables de la capacité de financement dans les différents secteurs de l'économie, la forte augmentation de la capacité de financement du secteur privé étant presque entièrement neutralisée par la détérioration de celle du secteur public (graphique 6). Observée pour l'ensemble de la zone euro, cette tendance se vérifie également au sein des pays. En 2020, la forte augmentation de l'épargne des ménages est largement liée aux mesures de confinement et à la faible vitalité de la consommation des services qui ne se prêtent pas à une distanciation physique suffisante, ainsi qu'à l'épargne de précaution visant à faire face à une incertitude accrue. Le net bond de la capacité de financement des entreprises est en partie dû à une baisse des investissements et en partie à un accroissement de l'épargne de précaution. La diminution des recettes publiques et les mesures budgétaires mises en place pour atténuer les effets de la pandémie de COVID-19 sur les revenus se traduisent par une détérioration significative de la capacité de financement du secteur public. Des tendances similaires, bien que moins marquées, sont prévues pour 2021.

---

[17] Les chiffres de la balance courante de la zone euro mentionnés et utilisés ici correspondent au solde de la balance courante «ajusté» de la zone euro par rapport au reste du monde (issue des statistiques de la balance des paiements de la zone euro), qui concorde avec les balances courantes déclarées par les États membres par rapport aux partenaires hors zone euro (selon le «concept communautaire»). Ce chiffre peut différer de la somme des soldes nominaux des balances courantes des différents États membres, en raison d'asymétries dans les soldes intra-zone euro déclarés par les différents instituts nationaux de statistique.

[18] Le FMI (dans son External Sector Report 2020) suggère que la «norme» pour le solde de la balance courante de la zone euro devrait se situer aux alentours de 1,4 % du PIB.

[19] La somme des excédents enregistrés en Allemagne et aux Pays-Bas est supérieure à l'excédent de la zone euro, certains membres ayant enregistré des déficits en 2019; voir aussi la note 17.

Pour faire face aux risques macroéconomiques croissants, il faut à présent mettre en œuvre efficacement les mesures de soutien de l'UE.

- La crise actuelle est fondamentalement différente de la crise financière de 2008. Si cette dernière résultait en grande partie de la correction de déséquilibres insoutenables (endettement excessif du secteur financier, bulles immobilières, déficits extérieurs importants et croissants et augmentation des dettes publiques en période de conjoncture favorable), la crise de la COVID-19 est le résultat de chocs économiques découlant des restrictions imposées par les gouvernements et des changements de comportements liés aux préoccupations sanitaires. Ces chocs se produisent dans un contexte où, grâce aux récentes conditions économiques favorables, la plupart des positions extérieures sont devenues équilibrées ou excédentaires, où le désendettement du secteur financier au cours des dernières années a créé de solides coussins de fonds propres dans le secteur bancaire, où le désendettement du secteur privé a ramené les ratios dette privée/PIB à des niveaux nettement inférieurs aux pics observés avant la crise financière de 2008, et où les ratios dette publique/PIB ont amorcé une trajectoire baissière dans la plupart des États membres de la zone euro.
- Les perspectives de remboursement de la dette dépendront fortement de la reprise économique et du renforcement des fondamentaux économiques, ce qui nécessitera une politique expansionniste tout au long de l'année 2021. Une reprise durable est cruciale tant pour le secteur public, en termes de dynamique des recettes publiques, que pour le secteur des sociétés financières et non financières, dont la capacité de remboursement dépend de la rentabilité, et pour les ménages, les perspectives de soutenabilité de la dette hypothécaire dépendant de la dynamique de l'emploi et des revenus.
- Une bonne utilisation des instruments mis en place au niveau de la zone euro et de l'UE, combinée à une mise en œuvre efficace des réformes et des investissements nécessaires, contribuerait à favoriser une reprise durable et à consolider la résilience. Il sera essentiel que les financements de l'UE soient pleinement absorbés et affectés aux utilisations les plus productives. Les retombées économiques de ces fonds s'en trouveraient renforcées et on préviendrait le risque que ces dépenses accrues dans un temps très court alimentent une croissance excessive des activités non échangeables et des déséquilibres extérieurs dans les pays où les flux entrants représentent une part importante du PIB.

Il importe que les mesures de soutien, les réformes et les investissements mis en place dans l'ensemble de la zone euro soient combinés de manière à remédier efficacement aux déséquilibres macroéconomiques, en particulier lorsqu'ils sont excessifs.

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

Le RMA s'appuie sur une lecture économique du tableau de bord des indicateurs de la PDM, qui constitue un filtre permettant de détecter les premiers signes d'éventuels risques et vulnérabilités. Le tableau de bord contient une série de 14 indicateurs, assortis de seuils indicatifs, dans les domaines suivants: position extérieure, compétitivité, dette privée et dette publique, marché du logement, secteur bancaire et emploi. Dans un souci de stabilité des données et de cohérence entre pays, il se fonde sur des données effectives présentant une bonne qualité statistique. Conformément au règlement instituant la PDM [règlement (UE) nº 1176/2011], les valeurs du tableau de bord ne font pas l'objet, dans les évaluations du RMA, d'une lecture mécanique, mais d'une lecture économique qui permet d'avoir une meilleure compréhension du contexte économique général et de tenir compte de considérations propres

à chaque pays.[20] Un ensemble de 28 indicateurs auxiliaires vient compléter cette lecture du tableau de bord.

Le présent rapport s'appuie davantage que les éditions précédentes sur les prévisions et les données à haute fréquence pour évaluer également les conséquences de la crise de la COVID-19 dans un climat de grande incertitude. Ces conséquences ne peuvent pas ressortir du tableau de bord officiel du RMA car celui-ci n'est basé que sur des données allant jusqu'en 2019. Les valeurs des variables du tableau de bord et d'autres variables pertinentes pour l'analyse aux fins de la PDM pour 2020 et 2021 ont donc été estimées à partir des données des prévisions de la Commission et des données infra-annuelles des prévisions immédiates (voir encadré 1 pour plus de détails pour chaque variable du tableau de bord). Bien qu'un tel exercice semble nécessaire pour mesurer les évolutions actuelles, il y a aussi lieu de rappeler la forte incertitude qui sous-tend ces prévisions. Comme les années précédentes, l'évaluation aux fins du RMA tient également compte des enseignements apportés par différents cadres d'évaluation ainsi que des conclusions des bilans approfondis déjà effectués et des analyses qui s'y rattachent. L'analyse de la Commission reste soumise au principe de transparence, en ce qui concerne l'analyse et les données utilisées, et au principe de prudence quant aux conclusions à tirer, en raison de réserves concernant la qualité des données.

D'après les données du tableau de bord, la récente correction des déséquilibres de stocks devrait s'interrompre, tandis que les risques de surchauffe observés ces dernières années devraient s'estomper avec la crise. Le comptage des valeurs au-delà des seuils fixés dans le tableau de bord du RMA au fil des ans révèle un certain nombre de tendances, décrites ci-dessous (Graph 8).

- L'expansion économique amorcée en 2013 a contribué à réduire les ratios de la dette privée et de la dette publique au PIB, grâce à un effet de dénominateur favorable. En atteste la diminution jusqu'en 2019 du nombre de pays affichant des ratios d'endettement supérieurs aux seuils. La crise de la COVID-19 semble avoir mis un terme à cette tendance.

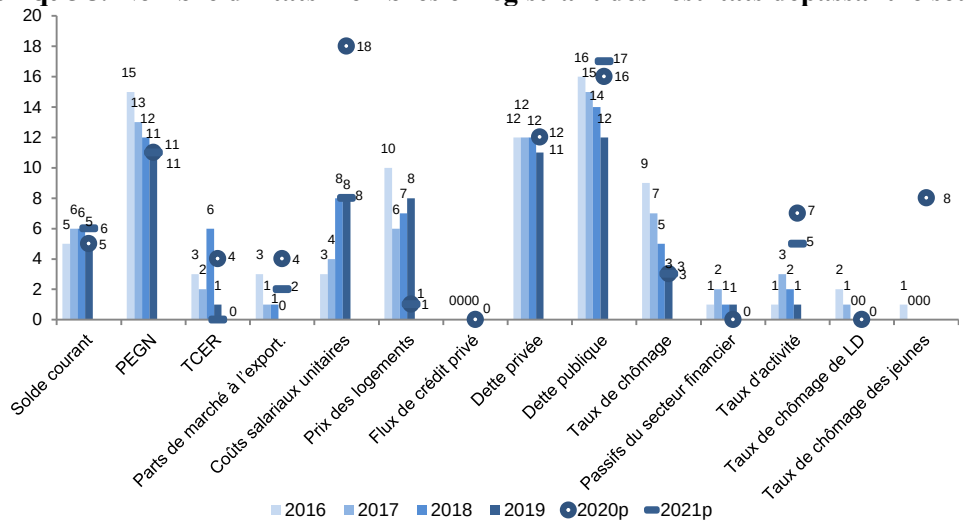
- Après la correction des importants déficits de la balance courante enregistrés dans les années 2000, la décennie écoulée a été marquée, pour certaines économies, par l'accumulation de substantiels excédents de la balance courante, qui ont diminué au cours des dernières années. La crise de la COVID-19 ne devrait pas modifier fondamentalement l'ajustement externe car son incidence sur les comptes extérieurs devrait être limitée: le nombre de pays dépassant les seuils fixés pour les soldes courants et les PEGN n'est que peu affecté.

- L'augmentation rapide des coûts salariaux unitaires et des prix des logements a entraîné, au cours des dernières années, une hausse du nombre de pays dépassant les seuils applicables. Ces risques de surchauffe, qui sont apparus dans les pays à croissance rapide, devraient progressivement disparaître avec la crise de la COVID-19. Cette tendance est surtout perceptible dans les prix des logements, dont le ralentissement attendu devrait entraîner une réduction du nombre de pays susceptibles de dépasser le seuil. La croissance des CSU pourrait également ralentir, mais seulement après une forte augmentation temporaire en 2020, plus de la moitié des États membres risquant de dépasser le seuil. C'est le résultat mécanique de la forte baisse de la productivité provoquée par une situation dans laquelle l'activité est fortement réduite mais l'emploi

[20] 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.

relativement préservé. Les TCER devraient dépasser les seuils, en grande partie à la lumière de l'évolution des taux de change nominaux.

Graphique 8: Nombre d'États membres enregistrant des résultats dépassant le seuil



Source: Eurostat et calculs des services de la Commission (voir également l'encadré 1)
Remarque: le nombre de pays enregistrant des résultats dépassant le seuil est basé sur l'édition du tableau de bord publiée avec le RMA annuel correspondant. D'éventuelles révisions ex post des données peuvent entraîner une différence entre le nombre de pays dépassant le seuil calculé à l'aide des chiffres les plus récents disponibles pour les variables du tableau de bord et le nombre indiqué dans le graphique ci-dessus. Pour les méthodes suivies pour les prévisions des indicateurs du tableau de bord des années 2020 et 2021, voir l'encadré 1. Les prévisions des indicateurs suivants ne sont effectuées que pour 2020: flux de crédit privé, dette du secteur privé, passifs du secteur financier, chômage de longue durée, chômage des jeunes.

Encadré 1: Prévisions immédiates des indicateurs clés 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 2020 et 2021 et sur les prévisions immédiates pour l'année en cours. Ces chiffres sont fondés sur les prévisions de l'automne 2020 de la Commission, lorsqu'elles sont disponibles. Et lorsque celles-ci ne sont pas disponibles, les chiffres montrent les prévisions immédiates basées sur des variables indicatives, spécialement élaborées par les services de la Commission aux fins du présent RMA.

Le tableau ci-dessous résume les hypothèses utilisées pour les prévisions et les «prévisions immédiates» des indicateurs clés du tableau de bord. Il convient de noter que les chiffres du PIB utilisés comme dénominateurs dans certains ratios proviennent des prévisions d'automne de la Commission.

En cas de taux de variation pluriannuels (tels que l'évolution sur cinq ans des parts de marché à l'exportation), seule la composante 2020-2021 est fondée sur des prévisions, tandis que les composantes relatives à 2019 ou aux années antérieures utilisent les données d'Eurostat qui sous-tendent le tableau de bord de la PDM.

Tableau: 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 d'automne de la Commission concernant la balance courante (approche de balance des paiements)	AMECO
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	Les prévisions d'automne de la Commission concernant les capacités/besoins de financement de l'économie totale fournissent la variation de la PEGN qui reflète les transactions; les autres effets (par exemple, les variations de valorisation) sont pris en compte jusqu'au T2 2020 et sont supposés rester nuls par la suite.	AMECO, Eurostat
Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur de l'IPCH (variation en % sur 3 ans)	Valeurs tirées des prévisions d'automne de la Commission	AMECO
Part de marché à l'exportation - % des exportations mondiales (variation en % sur 5 ans)	Les chiffres sont fondés sur les prévisions de la Commission concernant i) les exportations de biens et services nominales pour les États membres de l'UE (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 d'automne de la Commission	AMECO
Indice des prix des logements, 2015 = 100, déflaté (variation en % sur 1 an)	Prévisions reposant sur des modèles, calculées sur la base d'un modèle d'évaluation du logement partagé avec les États membres dans le cadre du groupe de travail LIME du comité de politique économique. Les prévisions reflètent les variations en pourcentage des prix réels des logements, attendues sur la base des fondamentaux économiques (population, prévision du revenu disponible, parc des logements, taux d'intérêt à long terme et déflateur des prix de la consommation finale privée), ainsi que le terme de correction d'erreur résumant l'ajustement des prix par rapport à leur relation à long terme avec les fondamentaux.	Eurostat, services de la Commission
Flux de crédit du secteur privé, consolidé (en % du PIB)	Le chiffre pour 2020 constitue une approximation des flux de crédit de T1 2020 à T3 2020, à partir des données consolidées des comptes sectoriels trimestriels de la BCE pour les T1 et T2 2020, plus des approximations pour certaines composantes du flux de crédit du T3 2020. Sont utilisés les flux de crédit au secteur privé, tels qu'ils figurent aux postes de bilan transmis par le IFM à la BCE, pour prévoir les composantes des prêts bancaires du T3 2020, et les statistiques relatives à l'émission nominale de titres de créance de la BCE pour prévoir l'émission d'obligations du T3-2020.	BCE [comptes sectoriels trimestriels (QSA), postes de bilan (BSI), statistiques relatives aux émissions de titres]
Dette du secteur privé, consolidée (en % du PIB)	Le chiffre de 2020 constitue une approximation de la dette du secteur privé à la fin du T3-2020. Il se fonde sur des données consolidées des comptes sectoriels trimestriels de la BCE pour le T2-2020. Ce chiffre est une projection pour le T3-2020 basée sur les chiffres des prêts bancaires (fondés sur les postes de bilan transmis à la BCE) et les données relatives au passif obligataire (fondées sur les statistiques relatives aux émissions de titres de la BCE).	BCE [comptes sectoriels trimestriels (QSA), postes de bilan (BSI), statistiques relatives aux émissions de titres]
Dette publique brute (en % du PIB)	Valeurs tirées des prévisions d'automne de la Commission	AMECO
Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)	Valeurs tirées des prévisions d'automne de la Commission	AMECO
Total des passifs du secteur financier, non consolidé (variation en % sur 1 an)	Le chiffre de 2020 représente la croissance des passifs des IFM (BCE) jusqu'en septembre 2020.	BCE (BSI)

Taux d'activité - en % de la population totale âgée de 15 à 64 ans (variation sur 3 ans en pp)	Le taux de variation pour 2020 et 2021 est fondé sur les prévisions d'automne de la Commission concernant l'évolution de l'ensemble de la population active (tous âges confondus) moins les prévisions d'automne de la Commission concernant l'évolution de la population (tranche d'âge de 15 à 64 ans).	AMECO
Taux de chômage de longue durée - en % de la population active âgée de 15 à 74 ans (variation sur 3 ans en pp)	Les prévisions immédiates pour 2020 se fondent sur les données les plus récentes (T1 et T2-2020, sur la base d'un taux constant pour le reste de l'année).	Eurostat (EFT)
Taux de chômage des jeunes - en % de la population active âgée de 15 à 24 ans (variation sur 3 ans en pp)	Les prévisions immédiates pour 2020 se fondent sur les données les plus récentes (de janvier à septembre 2020, sur la base d'un taux constant pour le reste de l'année).	Eurostat (EFT)

3.1 Secteur extérieur et compétitivité

Dans l'ensemble, la balance courante est restée relativement stable en 2019. Après une tendance générale à l'affaiblissement des soldes courants en 2018, dans un contexte de diminution de la demande mondiale d'exportations et de hausse des prix du pétrole, les variations de la balance courante entre 2018 et 2019 n'ont pas affiché de tendance claire et sont restées relativement modérées (Graph 10). En 2019, de nettes améliorations ont été observées en Bulgarie, au Danemark et en Lituanie, tandis que la balance courante de Chypre s'est enfoncée encore davantage en territoire négatif. Certains excédents significatifs se sont quelque peu réduits, notamment en Allemagne et aux Pays-Bas.

- **Deux États membres enregistrent un déficit courant dépassant le seuil inférieur du tableau de bord de la PDM en 2019.** Le déficit important de Chypre s'est encore creusé en 2019, de sorte que la moyenne sur 3 ans est restée inférieure au seuil de la PDM, et inférieure à la norme de balance courante correspondante et au niveau requis pour ramener la PEGN sur le territoire prudentiel au cours des 10 prochaines années[21]. Après une légère nouvelle détérioration du solde courant de la Roumanie, sa moyenne sur 3 ans s'est établie au seuil de la PDM en 2019, et cette valeur se situe également nettement en dessous de la norme correspondante.
- **En 2019, dans la plupart des États membres, les déficits courants dépassaient les critères de référence spécifiques par pays, à quelques exceptions notables** (Graph 9).[22] Les soldes courants corrigés des variations conjoncturelles étaient pour la plupart proches ou supérieurs aux soldes nominaux, sous l'effet négatif du ralentissement du cycle économique.[23] Les soldes

[21] Pour les méthodes de calcul des seuils prudentiels de PEGN par pays, voir la note de bas de page 25.

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

[23] Les soldes courants corrigés des variations conjoncturelles tiennent compte de l'impact du cycle au moyen d'ajustements intégrant l'écart de production du pays et celui de ses partenaires commerciaux; voir M. Salto et A.

courants de Chypre et de la Roumanie sont inférieurs à la norme de balance courante justifiée par les fondamentaux. Les déficits de Chypre, de la Grèce et du Portugal se situent en dessous du niveau requis pour garantir la convergence de la PEGN vers un niveau prudent[24].

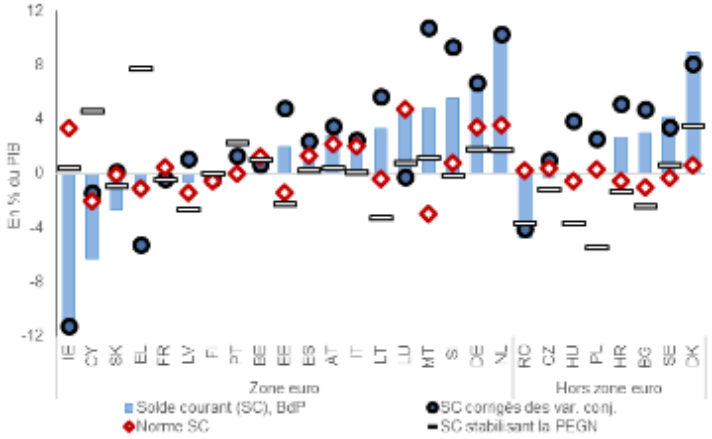
- **Trois pays de l'UE continuent d'enregistrer des excédents courants dépassant le seuil supérieur du tableau de bord de la PDM et les critères de référence spécifiques à chaque pays.** Il s'agit du Danemark, de l'Allemagne et des Pays-Bas et ce, depuis près de dix ans. Alors que le Danemark a augmenté son excédent en 2019, les soldes de l'Allemagne et des Pays-Bas ont continué de baisser progressivement. Aux Pays-Bas, les soldes courants s'expliquent également par les activités de sociétés multinationales qui influent aussi bien sur la balance commerciale que sur la balance des revenus.

Les prévisions laissent aussi entrevoir une certaine stabilité des valeurs des comptes courants en 2020 et 2021, mais accompagnée d'importants changements en ce qui concerne la contribution des différents secteurs de l'économie à la position extérieure. La crise de la COVID-19 entraîne une forte baisse des exportations et des importations, dans des proportions à peu près similaires. Bien que la capacité de financement globale des pays de l'UE évolue peu, des changements significatifs sont en cours en ce qui concerne la capacité de financement des différents secteurs de l'économie. En 2020, les positions des administrations publiques ont enregistré des baisses substantielles en raison des mesures de soutien qu'elles ont prises pour atténuer la forte récession, qui compensent la hausse de l'épargne nette des ménages et des entreprises (Graph 11).

- **Les soldes courants de certains pays débiteurs nets fortement tributaires des exportations de services touristiques devraient se détériorer.** C'est notamment le cas de la Croatie, de Chypre, de la Grèce et de Malte.

- **Les excédents importants devraient diminuer en 2020**, l'Allemagne et les Pays-Bas enregistrant des baisses considérables sur l'ensemble de la période 2020-2021.

Graphique 9: Soldes courants et niveaux de référence en 2019

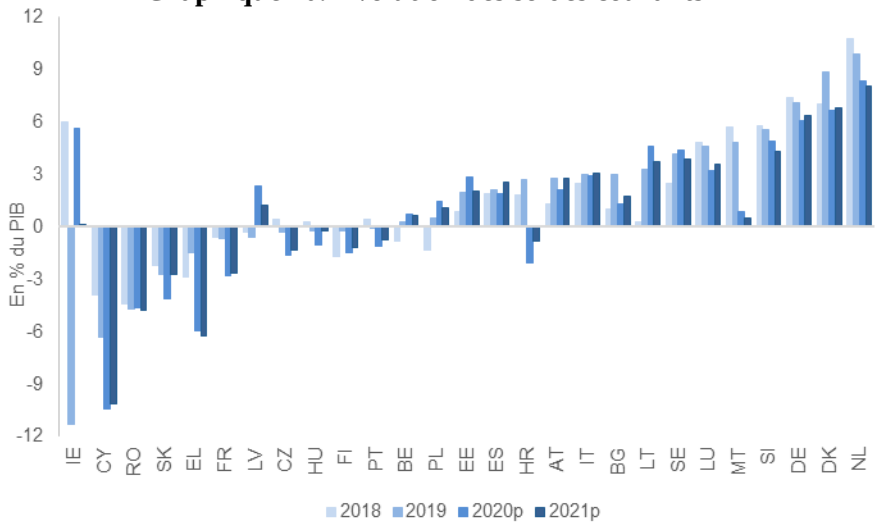


Turrini (2010), «Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment», European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[24] L'important déficit enregistré par l'Irlande en 2019 est dû aux effets ponctuels associés aux activités des entreprises multinationales. L'écart entre les comptes courants réels et ceux requis pour stabiliser la PEGN dépend fondamentalement de la période considérée. Par exemple, le compte courant requis pour stabiliser la PEGN de la Grèce au-dessus du seuil prudentiel de la PEGN sur une période de 20 ans correspondrait à un excédent de 1,7 % du PIB, contre un excédent de 7,7 % du PIB sur une période de 10 ans.

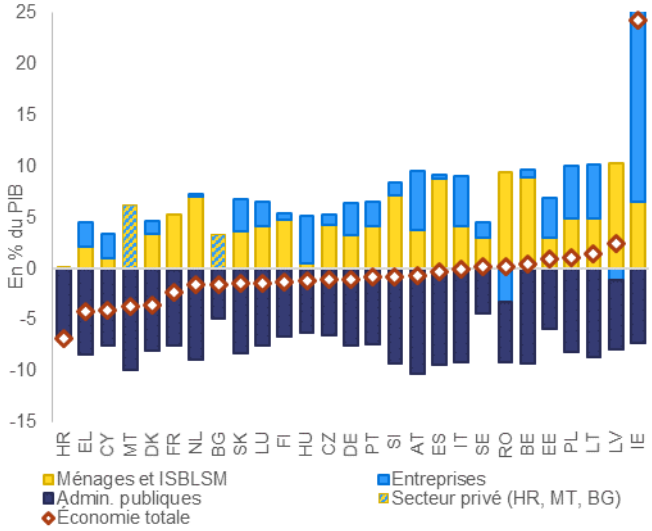
Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.
Remarque: les pays sont classés par ordre croissant de solde courant en 2019. Soldes courants corrigés des variations conjoncturelles: voir note de bas de page 23. Normes de balance courante: voir note de bas de page 22. Le solde courant stabilisant la PEGN est défini comme le solde courant requis pour stabiliser la PEGN à son niveau actuel au cours des 10 prochaines années ou, si la PEGN actuelle est inférieure au seuil prudentiel défini pour le pays, comme le solde courant requis pour atteindre ce seuil prudentiel au cours des 10 prochaines années.

Graphique 10: Évolution des soldes courants



Source: Eurostat, prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne et calculs des services de la Commission.
Remarque: les pays sont présentés selon un ordre croissant du solde courant en 2019.

Graphique 11: Variation de la capacité/des besoins de financement par secteur, de 2019 à 2020



Source: AMECO et prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne
Remarque: une partie de la variation de la capacité de financement des entreprises concernant l'Irlande se situe en dehors de l'échelle du graphique ci-dessus.

Les PEGN ont continué de s'améliorer dans la plupart des États membres, mais l'encours élevé de passifs extérieurs persiste et la crise pourrait encore alourdir certains de ces fardeaux. En 2019, les PEGN ont continué de s'améliorer dans la plupart des pays de l'UE, sous l'effet de soldes courants dépassant les seuils de stabilisation de la PEGN, de la croissance du PIB nominal et, parfois, d'importants effets de valorisation positifs. Cependant, les PEGN restent considérables et négatives dans un certain nombre de pays de l'UE. En 2019, 11 États membres ont enregistré des PEGN supérieures au seuil du tableau de bord de -35 % du PIB, soit un de moins qu'en 2018. Dans ces pays,

les valeurs sont inférieures à ce qui pourrait être justifié par les fondamentaux (normes relatives à la PEGN) et, dans la plupart des cas, inférieures aux seuils prudentiels correspondants (Graph 12).[25] La crise a interrompu l'amélioration des ratios PEGN/PIB les plus négatifs.

- Certains pays de la zone euro continuent d'enregistrer des **PEGN très négatives**, sous la barre des -100 % du PIB, comme Chypre, la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Dans ces quatre pays, les PEGN sont nettement inférieures aux normes relatives à la PEGN et aux seuils prudentiels. En Irlande, et à Chypre, le niveau de la PEGN reflète dans une large mesure les relations financières transfrontières des entreprises multinationales et la grande importance des entités ad hoc. Dans ces quatre pays, ainsi qu'en Espagne, le poids de l'endettement dans la PEGN est important, comme en témoigne la PEGN très négative hors instruments infaillibles (PHII)[26]. En Grèce, la dette publique extérieure élevée, souvent contractée à des taux concessionnels très favorables, représente l'essentiel de la PEGN[27]. En 2020, les fortes baisses attendues du PIB devraient avoir un effet négatif sur les ratios de la PEGN au PIB, qui, dans la plupart des cas, devraient se détériorer.

- Dans les pays où **les PEGN sont plus modérément négatives**, au-dessus du seuil du tableau de bord, les PEGN sont inférieures à ce que l'on attendrait sur la base des fondamentaux propres à chacun de ces pays mais parfois proches des seuils prudentiels ou supérieures à ceux-ci. Ces pays (Croatie, Hongrie, Lettonie, Pologne, Roumanie et Slovaquie), ainsi que d'autres pays d'Europe centrale et orientale ou baltes, sont généralement de grands bénéficiaires nets d'IDE, de sorte que les chiffres de la PHII sont plus favorables. En 2020, les changements attendus pour ces pays sont essentiellement légers ou modérés.

- La plupart des **PEGN très positives** ont continué d'augmenter en 2019. L'Allemagne, le Danemark et les Pays-Bas enregistrent des PEGN positives dépassant 70 % du PIB, leur progression en 2019 étant également favorisée par d'importants effets de valorisation positifs. Les PEGN de la Belgique, de Malte et du Luxembourg dépassent 50 % du PIB. Dans tous ces cas, les valeurs des PEGN sont nettement supérieures aux normes correspondantes, c'est-à-dire à ce qui pourrait être justifié ou escompté sur la base des fondamentaux propres à chaque pays.

La crise de la COVID-19 a été suivie de tensions sur les emprunts extérieurs dans certains pays n'appartenant pas à la zone euro. Au début de la crise de la COVID-19, la plupart des économies émergentes à taux de change flottants ont connu des fuites de capitaux et des dépréciations. Les marchés

---

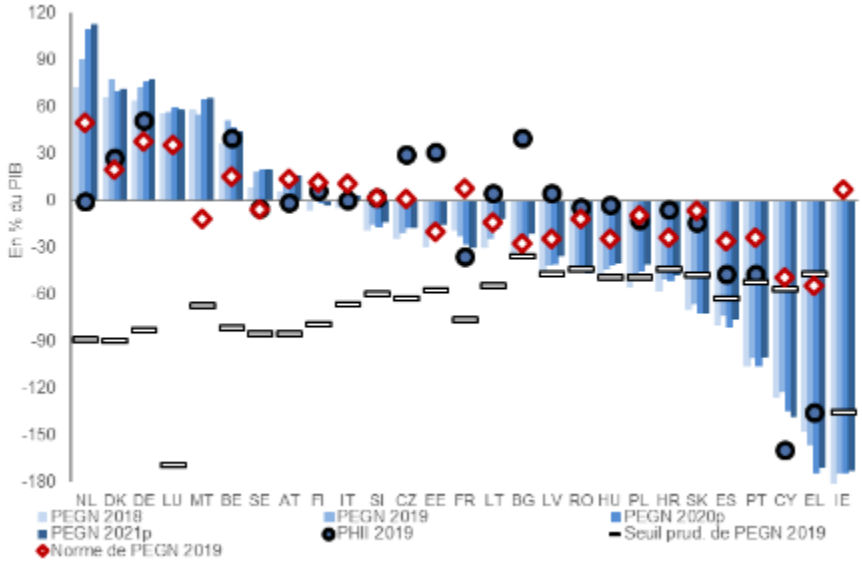
[25] Les PEGN correspondant aux fondamentaux (normes relatives à la PEGN) résultent du cumul dans le temps des normes de balance courante (voir également la note de bas de page22). Les seuils prudentiels de PEGN sont calculés de manière à maximiser la capacité de ce signal à prédire une crise de la balance des paiements, en tenant compte des informations propres au pays synthétisées en fonction du revenu par habitant. Sur la méthode de calcul des encours de PEGN correspondant aux fondamentaux, voir A. Turrini et S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

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

[27] La détérioration de la PEGN en Grèce en 2019 est essentiellement liée à des effets de valorisation négatifs.

ont anticipé d'éventuels arbitrages des autorités monétaires entre soutien à l'économie et stabilisation de la monnaie. Des tensions ont également été observées sur certaines monnaies d'États membres n'appartenant pas à la zone euro qui ont adopté un régime souple de taux de change. Des dépréciations ont eu lieu en particulier en mars et en avril, notamment en Hongrie, mais la pression s'est atténuée et les monnaies se sont stabilisées en mai et, dans certains cas, se sont appréciées au cours des mois suivants. Alors que les tensions sur les marchés financiers et, partant, les risques liés au financement extérieur semblent s'être atténués par la suite, quelques États membres n'appartenant pas à la zone euro pourraient encore être vulnérables en cas d'intensification de l'aversion pour le risque sur les marchés financiers mondiaux ou de résurgence de la volatilité des flux de capitaux. Un certain nombre de conditions, notamment les perspectives de besoins de financement extérieur, y compris des administrations publiques, et la disponibilité de réserves de change peuvent jouer un rôle à cet égard.

Graphique 12: Positions extérieures globales nettes (PEGN) 2018-2021 et niveaux de référence en 2019



Source: Eurostat et calculs des services de la Commission (voir également l'encadré 1).
Remarque: les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio de la PEGN au PIB en 2019. La PHII est la PEGN hors instruments infaillibles. Sur les concepts de norme de PEGN et de seuil prudentiel de PEGN, voir la note de bas de page 25. La PHII pour IE, LU et MT se situent en dehors de l'échelle.

Les coûts salariaux unitaires (CSU) ont continué d'augmenter de manière vigoureuse dans différents pays de l'UE en 2019, mais cette tendance s'estompe avec la crise de la COVID-19. Le tableau de bord affiche un indicateur de croissance des CSU supérieur au seuil pour huit pays en 2019, soit le même nombre de pays que l'année précédente. Ces pays sont la Bulgarie, la Tchéquie, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, la Roumanie et la Slovaquie. À l'exception du Luxembourg, tous se situaient déjà au-delà du seuil en 2018. Depuis 2013, la croissance des CSU s'est accélérée dans les pays baltes ainsi que dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale dans un contexte de forte croissance économique, de marchés du travail tendus et de pénuries de main-d'œuvre qualifiée.

Après l'apparition de la pandémie de COVID-19, la situation devrait être marquée par une augmentation ponctuelle des CSU en 2020, suivie d'une dynamique plus modérée. En raison de la crise liée à la COVID-19, la croissance des CSU devrait encore augmenter sensiblement dans l'ensemble de l'UE en 2020, sachant que la productivité recule dans la quasi-totalité des États membres. Cependant, cette tendance devrait s'inverser partiellement en 2021, car la reprise économique prévue

devrait entraîner un rebond de la productivité et une baisse notable ou une stagnation des CSU dans un contexte de ralentissement des salaires (Graph 13, partie supérieure).

- **La croissance des salaires a continué d'être le principal moteur de la croissance des CSU dans de nombreux pays en 2019, mais la crise entraîne à présent une modération marquée des salaires.** Cette crise met un terme à la surchauffe observée jusqu'en 2019. D'après les prévisions, les salaires et les rémunérations augmenteront de façon plus modérée dans la plupart des pays de l'UE en 2020 et 2021. En 2020, cette tendance est surtout le fruit de la réduction du temps de travail, essentiellement dans le cadre des dispositifs de chômage partiel temporaire[28]. Selon ces dispositifs, les travailleurs conservent leur emploi, mais avec un temps de travail et une rémunération réduits[29].
- **Les gains de productivité de la main-d'œuvre sont restés limités en 2019 et la crise a davantage entamé la productivité en 2020.** En 2020, la productivité devrait connaître une forte baisse dans presque tous les pays de l'UE, mesurée en production par personne occupée. La récession de 2020 s'est accompagnée d'une baisse du facteur travail. Toutefois, celle-ci s'explique principalement par la réduction du nombre d'heures, les effectifs employés ayant peu évolué[30]. Par conséquent, lorsque la productivité est mesurée en production par heure travaillée, les pertes apparaissent plus modérées (Graph 13, quatrième tableau). La rétention massive et généralisée de main-d'œuvre (*labour hoarding*) observée dans l'ensemble de l'UE a été largement favorisée par le recours généralisé aux dispositifs de chômage partiel subventionnés par les pouvoirs publics[31]. En 2021, la reprise devrait permettre un bond de la productivité. Toutefois, le niveau de la productivité devrait rester proche ou inférieur aux valeurs d'avant la crise dans la plupart des cas.

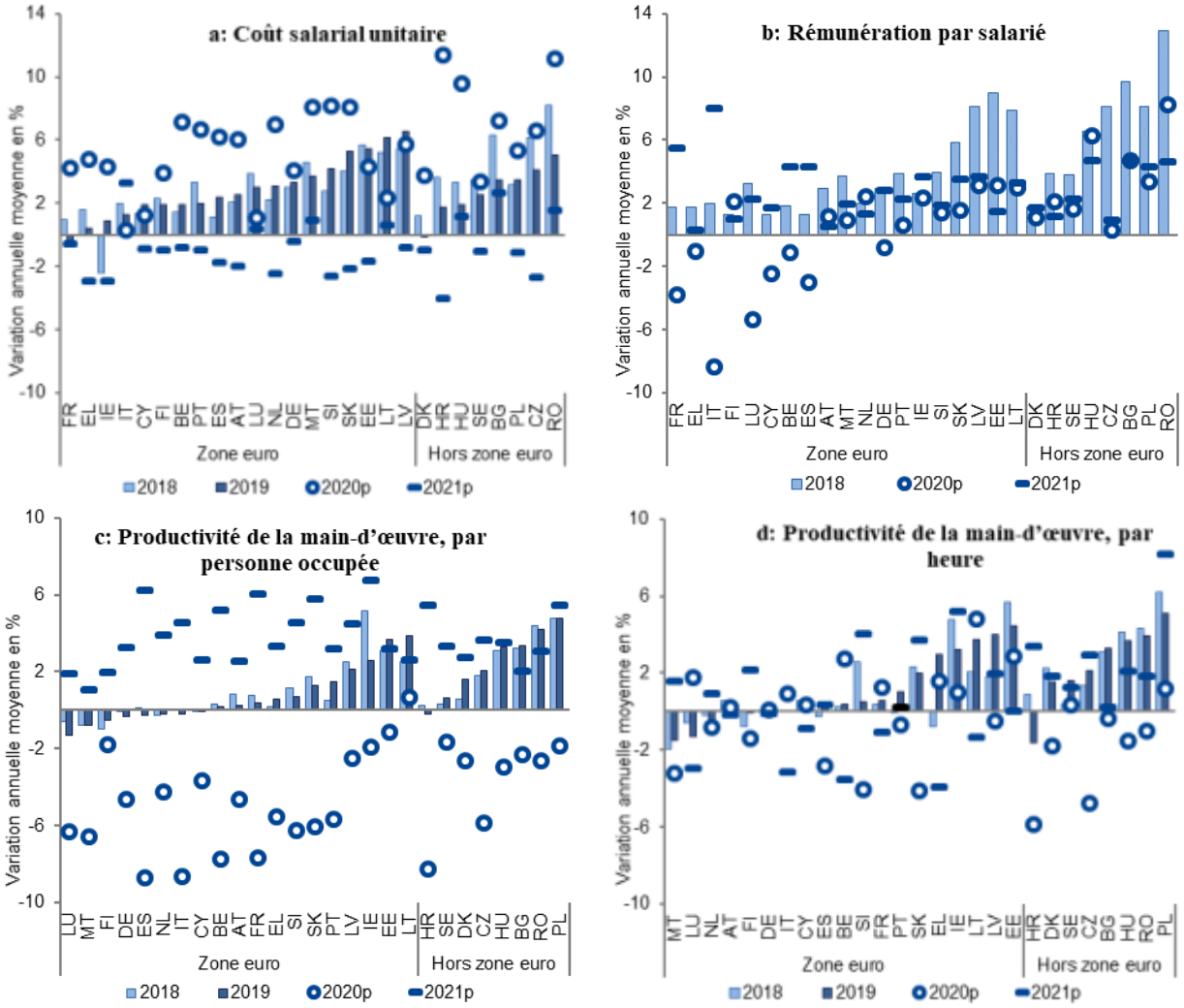
[28] Les 10 États membres de l'UE qui, avant la pandémie de COVID-19, possédaient déjà des dispositifs destinés à fournir une aide au revenu en cas de réduction du temps de travail les ont adaptés pour faire face aux chocs liés à la COVID-19. Les autres pays ont introduit des mesures similaires sur une base ad hoc [voir également l'encadré 2; et Commission européenne (2020), «Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020» (à paraître)]. Ces dispositifs bénéficieront de fonds au titre de l'instrument SURE mis à disposition par la Commission.

[29] Les baisses de rémunération par salarié semblent plus prononcées dans les pays où l'aide au revenu est qualifiée comme un transfert public plutôt que comme un revenu du travail.

[30] En moyenne, dans l'ensemble de la zone euro, la réduction du nombre total d'heures travaillées au premier semestre 2020 serait due à une réduction du nombre moyen d'heures travaillées à hauteur de 75 %; le reste de cette réduction serait imputable à une baisse de l'effectif. Voir BCE (2020), Bulletin économique, n° 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo et A. Dias da Silva (2020), «A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», BCE, Bulletin économique, n° 5/2020, Banque centrale européenne. OCDE (2020), «Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond», 3 août 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

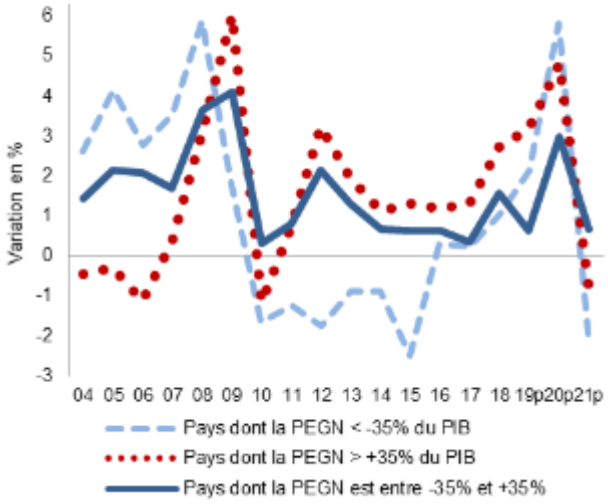
Graphique 13: Croissance des coûts salariaux unitaires au cours des dernières années, rémunération et productivité



Source: AMECO; les données 2020 et 2021 proviennent des prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne. Les données concernent le nombre de salariés et de personnes occupées.
Remarque: dans chaque graphique, les pays sont présentés selon un ordre croissant de la variable considérée en 2019.

Pour ce qui concerne la zone euro, l'évolution des CSU devrait devenir légèrement moins favorable au rééquilibrage que par le passé. En 2019, la croissance des CSU a été un peu plus élevée dans un certain nombre de pays créanciers nets, dont l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas, que dans certains pays débiteurs nets, dont Chypre, la Grèce, l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Toutefois, sur l'ensemble de la période 2020-2021, la croissance des CSU devrait progresser presque au même rythme dans les deux groupes de pays, ne contribuant donc pas à un nouveau rééquilibrage des positions extérieures (Graph 14). Dans le même temps, un certain nombre de pays débiteurs nets font partie des pays les plus touchés par la crise de la COVID-19 (voir également la section 2) et, partant, enregistrent une baisse plus marquée de l'activité, de sorte que les pressions sur les coûts et les salaires pourraient être moins fortes dans ces pays à l'avenir.

Graphique 14: Croissance des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de la zone euro



Source: AMECO, les données 2020 et 2021 proviennent des prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Remarques: les pays affichant une PEGN supérieure à +35 % du PIB sont: DE, LU, NL, BE et MT. Les pays dont la PEGN est comprise entre 35 % et -35 % du PIB sont: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Les pays restants font partie du groupe affichant une PEGN inférieure à -35 % du PIB. La ventilation par pays repose sur des valeurs moyennes de la PEGN pour la période 2017-2019. Les pays créanciers nets ont enregistré un excédent courant moyen sur la même période. Les chiffres concernent des moyennes pondérées en fonction du PIB pour les trois groupes de pays.

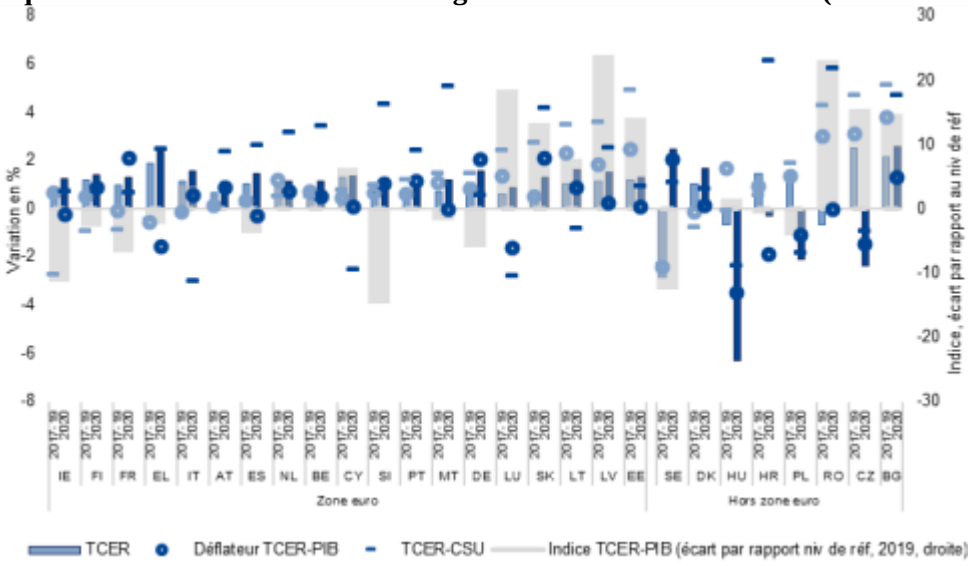
L'évolution des taux de change effectifs réels (TCER) est de plus en plus influencée par la volatilité des taux de change nominaux. Entre 2016 et 2018, les TCER ont augmenté dans la plupart des États membres en raison de l'appréciation de l'euro (Graph 15). Les pertes de compétitivité étaient particulièrement manifestes lorsqu'elles étaient mesurées à l'aune des coûts salariaux unitaires. Toutefois, en 2019, la compétitivité a connu une amélioration à la suite d'une dépréciation provisoire de l'euro. À la lumière de ces évolutions en 2019, seule l'Estonie a dépassé les seuils en raison d'une appréciation du TCER fondé sur l'IPCH, contre six pays en 2018, ce qui reflète également une dynamique de l'inflation modérée. À l'avenir, l'appréciation de l'euro en 2020 devrait entraîner des pertes de compétitivité au niveau mondial dans tous les pays de la zone euro, alors que les monnaies de certains pays n'appartenant pas à la zone euro ont connu des dépréciations.

- **Les dépréciations nominales ont été fréquentes en 2019, tandis que des différences plus importantes entre les pays ont été observées en ce qui concerne l'évolution monétaire en 2020.** En 2019, la plupart des pays de l'UE ont enregistré une dépréciation nominale, dépréciation qui a été encore plus marquée pour certains États membres n'appartenant pas à la zone euro, comme la Hongrie, la Roumanie et la Suède. En 2020, l'euro est reparti à la hausse après le début de la pandémie de COVID-19. En dehors de la zone euro, les monnaies ont soit largement suivi l'euro, soit se sont appréciées vivement (Suède), ou encore se sont dépréciées considérablement; c'est notamment le cas de la Hongrie et, dans une moindre mesure, de la Tchéquie et de la Pologne.
- **Les TCER fondés sur les CSU se sont appréciés dans la majorité des États membres en 2019, mais de manière moins marquée que ces dernières années, et la crise continue de freiner les tendances à l'appréciation.** Un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale notamment ont continué d'afficher une appréciation réelle plus forte en 2019. Il s'agit de plusieurs pays de la zone euro, notamment les pays baltes et la Slovaquie, ainsi que de pays n'appartenant pas à la zone euro, notamment la Bulgarie, la Tchéquie et la Roumanie. Parmi les pays créanciers nets, seules l'Allemagne et Malte ont connu une appréciation notable du TCER.

Après des appréciations réelles prévues pour 2020 dans la plupart des pays, reflétant les hausses temporaires des CSU, les prévisions modérées de croissance des CSU pour 2021 devraient également conduire à des appréciations réelles contenues dans la plupart des pays de l'UE.

- **Dans la majorité des États membres, on observe encore une compression de la marge entre prix et coût.** Une dynamique des TCER fondés sur les CSU plus vigoureuse que celle du TCER fondé sur le PIB a été observée ces dernières années et s'est poursuivie jusqu'en 2019, bien qu'à un rythme plus lent, ce qui laisse présager une nouvelle compression des marges bénéficiaires[32]. Cette tendance s'est prolongée en 2020, surtout dans certains pays d'Europe centrale et orientale, en Belgique, en Grèce, à Malte et en Espagne.
- **Les mesures du TCER suggèrent également que l'évolution de la compétitivité-coûts pourrait devenir moins favorable au rééquilibrage que par le passé.** Pour la période 2020-2021, les grands pays débiteurs nets ou les pays les plus touchés par la récession liée à la COVID-19, tels que la Croatie, la France, l'Italie, le Portugal et l'Espagne, ne devraient enregistrer que des gains de compétitivité limités ou nuls par rapport à l'Allemagne et aux Pays-Bas.
- **Le niveau des indices de TCER se situe au-dessus du niveau de référence, principalement dans les États membres qui se sont caractérisés par des tendances plus prolongées de forte dynamique des prix relatifs.** C'est notamment le cas dans les pays d'Europe centrale et orientale.

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



Source: AMECO, les données 2020 et 2021 proviennent des prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Remarque: les pays sont présentés par importance croissante de la variation annuelle moyenne du taux de change effectif réel (TCER) fondé sur le déflateur des CSU sur la période 2017-2019. Les TCER et le taux de change effectif nominal (TCEN) sont calculés par rapport à 37 partenaires commerciaux. Le niveau de l'indice de TCER fondé sur le PIB est exprimé en différence de pourcentage par rapport à un indice de référence représentant le TCER correspondant aux fondamentaux économiques. La

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

valeur figurant dans le graphique indique l'écart entre le TCER observé et le niveau de référence du TCER: les valeurs positives témoignent d'une surévaluation et les négatives d'une sous-évaluation[33].

La croissance des parts de marché à l'exportation s'est ralentie en 2019 et devrait encore baisser dans la majorité des États membres. En 2019, aucun État membre n'a enregistré de pertes de parts de marché à l'exportation inférieures au seuil du tableau de bord (sur la base des variations des parts cumulées sur 5 ans). La pandémie de COVID-19 a façonné un environnement commercial très différent, et elle a des répercussions sur les parts de marché à l'exportation.

- **Les parts de marché à l'exportation en 2020 devraient baisser dans près de la moitié des États membres de l'UE.** La crise réduit les échanges intra-UE de manière plus marquée encore que les échanges extra-UE. En effet, la crise liée à la COVID-19 a jusqu'à présent frappé plus durement l'UE que d'autres régions du monde. Étant donné que les pays de l'UE commercent essentiellement entre eux, leurs principaux marchés d'exportation se sont rétrécis par rapport à ceux d'autres régions du monde, ce qui entraîne également une perte de parts de marché pour la majorité des pays de l'UE.
- **Les parts de marché à l'exportation diminuent le plus fortement dans les pays qui exportent des services de manière intensive, notamment le tourisme.** Les échanges commerciaux chutent particulièrement dans le secteur des services, notamment le tourisme, qui est fortement affecté par les restrictions en matière de voyages à l'étranger et par le changement de comportement des consommateurs. En 2020, les parts de marché à l'exportation devraient diminuer le plus fortement en Croatie, à Chypre, en Grèce, en France, en Italie, au Portugal et en Espagne, qui sont tous des pays qui se caractérisent par une forte dépendance vis-à-vis du secteur du tourisme frappé de plein fouet. En revanche, l'Allemagne et les Pays-Bas devraient gagner des parts de marché à l'exportation.

3.2 Dette privée et marchés du logement

La dette du secteur privé, exprimée en pourcentage du PIB, n'a cessé de diminuer dans la majorité des États membres jusqu'en 2019, dans un contexte économique favorable, mais elle reste élevée dans quelques pays. En 2019, l'endettement privé total a dépassé le seuil fixé dans le tableau de bord dans 11 États membres, contre 12 en 2018: Chypre, le Danemark, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède affichent des ratios dette privée/PIB supérieurs à 200 %, ce qui reflète notamment l'importance élevée des entreprises multinationales et des entités ad hoc dans plusieurs de ces pays. La Belgique, la Finlande, la France et le Portugal affichent des ratios plus faibles mais néanmoins supérieurs au seuil. Les niveaux d'endettement varient considérablement d'un pays à l'autre, en raison de facteurs structurels propres à chaque pays. Toutefois, la dette de certains pays de l'UE semble également élevée au regard des critères de référence qui prennent en compte ces fondamentaux économiques propres à chaque pays. Dans certains pays, la dette semble élevée aussi par rapport aux seuils prudentiels.[34]

[33] La méthode pour calculer ces niveaux de référence fondés sur les fondamentaux se base sur la note du groupe de travail LIME du comité de politique économique «Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates», presentée le 15 juin 2020.

[34] 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,

- **Le désendettement du secteur privé s'est poursuivi en 2019, la plupart des pays de l'UE enregistrant une baisse de leurs ratios de dette privée.** La réduction des ratios dette/PIB entre 2018 et 2019 s'explique principalement par la croissance du PIB nominal («désendettement passif»), sachant que le recours à l'emprunt a augmenté dans un nombre croissant de pays ces dernières années.

- **Le recours à l'emprunt n'a cessé de s'intensifier au cours des dernières années, en particulier dans le secteur des ménages.** Malgré des flux nets de crédit essentiellement positifs, le ratio de la dette des sociétés non financières au PIB a diminué dans tous les pays de l'UE entre 2018 et 2019, à l'exception du Danemark, de la Finlande, de la France, de l'Allemagne, du Luxembourg et de la Suède. En ce qui concerne les ménages, les ratios de dette n'ont diminué que dans environ la moitié des États membres. Au cours des dernières années, l'encours de la dette (opérations affectant l'encours de crédit et l'encours des titres de créance) a suivi une dynamique relativement soutenue en ce qui concerne les ménages (voir rapport sur le mécanisme d'alerte 2020). Le même schéma a de nouveau été observé entre 2018 et 2019.

- **En 2019, la dette des sociétés non financières est restée supérieure aux niveaux de référence dans un certain nombre de pays.** En Belgique, à Chypre, au Danemark, en France, en Irlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas, à Malte, au Portugal, en Espagne et en Suède, la dette des sociétés non financières a dépassé les niveaux justifiés tant par les fondamentaux économiques que par les seuils prudentiels. En 2020, elle devrait être proche des seuils prudentiels en Autriche, en Croatie, en Grèce et en Italie, et rester supérieure aux niveaux prudentiels en Finlande (Graph 16). Dans un certain nombre de pays, notamment la Belgique, Chypre, l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas, la dette des sociétés non financières est fortement affectée par la dette intraentreprise transfrontière et des entités ad hoc.

- **En 2019, la dette des ménages est restée supérieure aux niveaux de référence dans plusieurs États membres.** Au Danemark, en Finlande, en France, en Grèce, aux Pays-Bas, au Portugal, en Espagne et en Suède, les niveaux d'endettement sont supérieurs tant au niveau de référence basé sur les fondamentaux qu'aux seuils prudentiels (Graph 21). La dette des ménages dépasse les niveaux prudentiels en Belgique et à Chypre et s'approche des seuils prudentiels en Autriche, en Allemagne et en Italie. Dans certains pays, le ratio d'endettement du secteur des ménages semble beaucoup plus élevé lorsqu'il est calculé en tant que part du revenu disponible brut des ménages. C'est le cas pour l'Irlande, le Luxembourg et Malte.

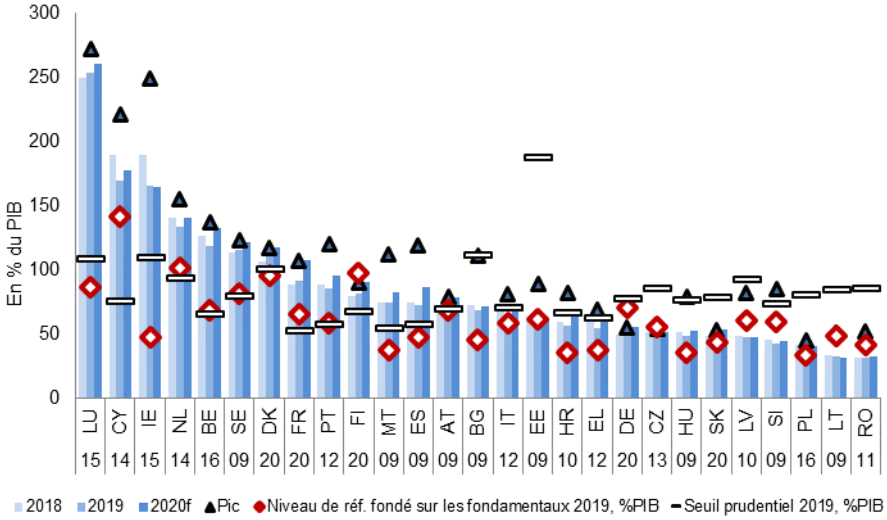
En 2020, les ratios de la dette privée sont en hausse dans la plupart des États membres, notamment en ce qui concerne les sociétés non financières. Des estimations du ratio de dette des sociétés non financières et des ménages au PIB (fondées, pour ce qui concerne les encours de dette, sur

---

«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 permettent d'évaluer la dette privée par rapport aux valeurs que justifieraient les fondamentaux économiques et sont calculés sur la base de régressions reflétant les principaux déterminants de la croissance du crédit et tenant compte d'un stock de dette initial donné. Les seuils prudentiels représentent le niveau de dette au-delà duquel la probabilité d'une crise bancaire est relativement élevée; ces niveaux visent à maximiser la puissance du signal dans le cadre de la prévision des crises bancaires en réduisant la probabilité de «crise manquée» et de fausses alertes et en intégrant des informations spécifiques au pays concerné sur la capitalisation de ses banques, sa dette publique et son niveau de développement économique.

les informations disponibles tirées de données mensuelles) font état d'augmentations non négligeables dans la plupart des pays de l'UE. Cette augmentation des ratios d'endettement est en grande partie le résultat mécanique de chiffres du PIB réduits au dénominateur du ratio. Toutefois, la dynamique de l'encours de la dette joue aussi un rôle, particulièrement dans le cas des sociétés non financières. En effet, les flux nets de crédit devraient être importants dans la plupart des pays de l'UE en 2020, notamment en Belgique, en Finlande, en France, en Irlande, au Luxembourg, en Espagne et en Suède, et dans certains cas, nettement plus qu'en 2019.

Graphique 16: Dette des sociétés non financières



Sources: Eurostat, comptes de patrimoine financier sectoriels - prêts (F4) plus titres de créance (F3), AMECO et estimations des services de la Commission (voir encadré 1).
Remarque: les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio de dette des sociétés non financières au PIB en 2019. Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où le ratio d'endettement a culminé. Pour la définition des niveaux de référence basés sur les fondamentaux et des seuils prudentiels, voir la note de bas de page 34.

Dans le cas des sociétés non financières, l'accroissement des besoins de financement en 2020 s'explique par des pertes importantes et un manque de liquidités.

- **En 2020, les ratios d'endettement semblent plus particulièrement en hausse dans les pays où la pandémie de COVID-19 affecte le plus les bénéfices et les flux de trésorerie de ces sociétés.** D'une manière générale, les pays dans lesquels les bénéfices nets d'exploitation des sociétés devraient diminuer sensiblement en 2020 sont les mêmes que ceux qui enregistrent les flux de crédit nets (transactions) les plus importants en pourcentage du PIB de 2019 (voir Graph 20).

- **Afin de constituer des réserves de liquidité, les sociétés non financières ont dû recourir davantage à l'emprunt pour financer leur capital de roulement, ce qui signifie que leur endettement net n'a pas augmenté autant que leur endettement brut.** Une partie de ces emprunts ont servi à reconstituer et à renforcer les réserves de liquidité pour faire face à l'incertitude économique accrue et tirer parti des mesures spéciales mises en place provisoirement pour soutenir les flux de crédit. L'emprunt destiné au financement des investissements a joué un rôle mineur. Globalement, malgré les emprunts importants réalisés en 2020, le taux d'épargne des sociétés ne devrait pas diminuer de manière substantielle. En outre, compte tenu de la réduction des investissements, l'épargne nette des entreprises devrait augmenter dans tous les pays de l'UE (voir Graph 11).

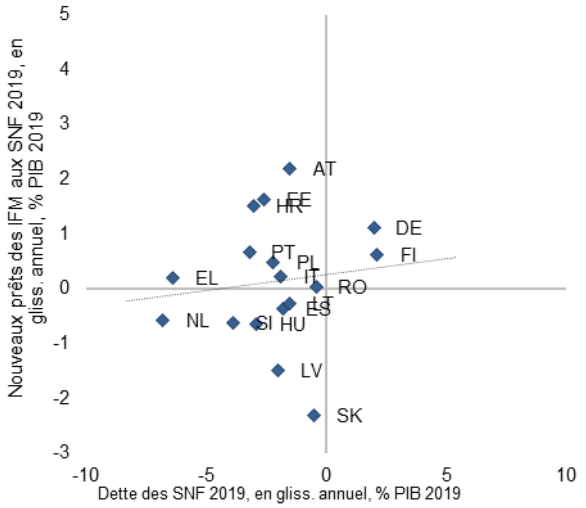
- **Le recours à l'emprunt a été facilité par un certain nombre de mesures de politique publique**. Les flux de crédit, notamment aux petites et moyennes entreprises, ont pu être

maintenus grâce à l'apport massif de liquidités aux banques par les autorités monétaires et à l'adaptation de la réglementation prudentielle, mais aussi grâce aux garanties publiques de crédit.

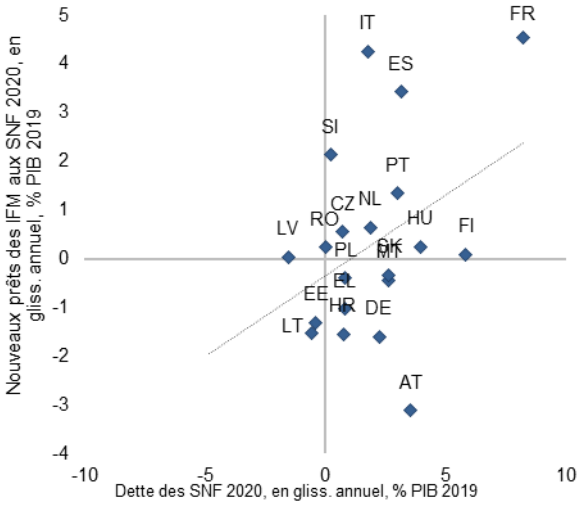
- **Les moratoires de remboursement contribuent à renforcer la dynamique de l'endettement en 2020**. Les délais de paiement dont les sociétés non financières bénéficient en vertu des moratoires mis en place un peu partout dans l'UE, en tant que mesure gouvernementale ou initiative volontaire des prêteurs, renforcent mécaniquement la dynamique de l'encours de la dette. Cela est confirmé par la relation positive bien plus forte en 2020 entre l'évolution de la dette des sociétés non financières et les prêts nouvellement accordés par les IFM (hors renégociations et remboursements) que celle observée en 2019 (voir Graph 17 et Graph 18). En 2020, la dynamique de l'endettement a donc été moins affectée par les remboursements que dans le passé, sans doute en raison des moratoires.
- **Dans les prochains temps, le ratio dette/PIB devrait suivre une dynamique plus modérée pour plusieurs raisons.** Premièrement, l'augmentation mécanique des ratios d'endettement due à la réduction du dénominateur devrait être de courte durée, l'augmentation du ratio dette/PIB en 2020 s'expliquant principalement par un ralentissement conjoncturel temporaire (voir Graph 19). Deuxièmement, les mesures exceptionnelles mises en place en 2020 seront progressivement supprimées. L'expiration des moratoires entraînera une augmentation des remboursements. Pour les entreprises en grande difficulté, suppression progressive des garanties de crédit rimera avec réduction des possibilités d'emprunt. En outre, des données d'enquête indiquent que les conditions de prêt pourraient se durcir à l'avenir[35]. Troisièmement, les sociétés non financières auront la possibilité de puiser dans leurs réserves de liquidité, au lieu de recourir à de nouveaux emprunts.
- **Il se peut que des difficultés prolongées du secteur des sociétés non financières nuisent aux perspectives d'investissement et de remboursement de la dette.** La rentabilité restera fortement pénalisée, en particulier dans les secteurs des services exposés à la pandémie. Cette situation pourrait provoquer non seulement un fléchissement de l'investissement, mais aussi des difficultés de remboursement de la dette existante. Plus généralement, à l'expiration des moratoires, la dette se sera alourdie en raison du cumul des intérêts.

[35] BCE (2020): «The euro area bank lending survey» – deuxième trimestre 2020, juillet 2020.

Graphique17: Nouveaux prêts des IFM aux sociétés non financières et évolution du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB, 2019

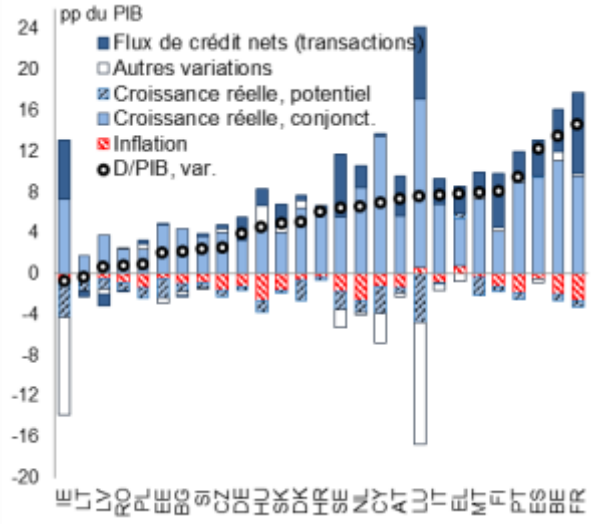


Graphique18: Nouveaux prêts des IFM aux sociétés non financières et évolution du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB, 2020



Source: Base de données MIR de la BCE, AMECO, Eurostat et calculs des services de la Commission (voir également l'encadré 1 pour les prévisions relatives à la dette privée).
Remarque: les prêts nouvellement accordés par les institutions financières monétaires (IFM) ne comprennent que les nouveaux prêts aux sociétés non financières, hors renégociations et remboursements. Ne sont pas pris en compte la Belgique, Chypre et le Luxembourg (leurs données ayant été jugées atypiques), ainsi que la Bulgarie, le Danemark, l'Irlande et la Suède (faute de données disponibles).

Graphique 19: Décomposition de la variation du ratio de la dette des sociétés non financières au PIB (2019-2020)

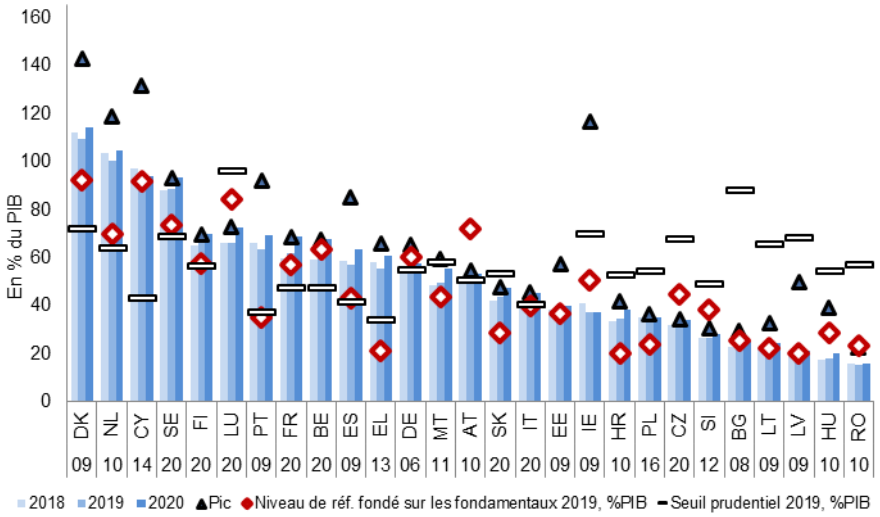


Graphique 20: Évolution de l'excédent brut d'exploitation en 2020 et crédit net (opérations) aux sociétés non financières



Sources: AMECO, Eurostat et estimations (voir encadré 1) et calculs des services de la Commission fondés sur les données mensuelles de la BCE relatives aux prêts des IFM et aux opérations sur titres de créance (flux) avec le secteur privé tirées de la base de données sur les postes de bilan, prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Remarque: les flux de crédits nets (opérations de dette) correspondent aux opérations de prêts (F4) et aux titres de créance (F3) provenant des comptes sectoriels d'opérations financières d'Eurostat. Données relatives à l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières non disponibles pour la Bulgarie, la Croatie et Malte.

Graphique21: Dette des ménages



Source: Eurostat, comptes de patrimoine financier sectoriels - prêts (F4) plus titres de créance (F3), AMECO et estimations des services de la Commission (voir encadré 1).

Remarques: les pays sont présentés par ordre décroissant du ratio de la dette des ménages au PIB en 2019. Les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où le ratio d'endettement a culminé. Pour la définition des niveaux de référence basés sur les fondamentaux et des seuils prudentiels, voir la note de bas de page 34.

En ce qui concerne les ménages, la pandémie de COVID-19 semble avoir entraîné un ralentissement de la dynamique d'emprunt, compte tenu de la baisse des perspectives de revenus et de l'accroissement de l'épargne.

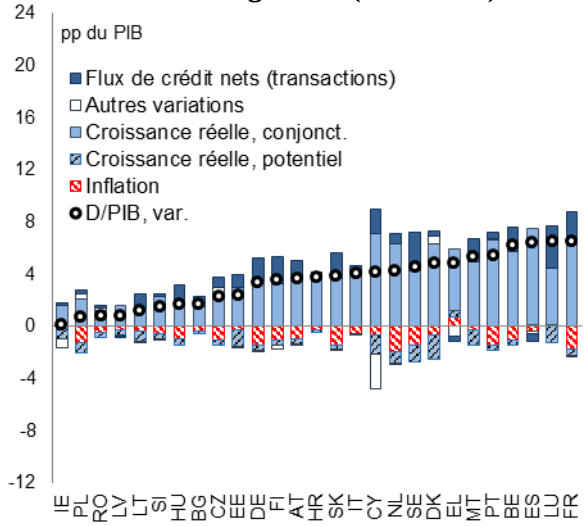
- **En 2020, les flux nets de crédit (opérations de dette) aux ménages devraient être proches de zéro ou modérés pour la plupart des pays de l'UE.** Comme le montre le graphique Graph 22, l'augmentation générale des ratios de la dette des ménages au PIB est due en grande partie à la chute du PIB, et non aux opérations de crédit et aux opérations sur titres, qui sont relativement limitées et semblent avoir diminué dans la presque totalité des pays de l'UE par rapport à 2019. Le ralentissement des emprunts des ménages semble s'expliquer par la dégradation des perspectives de revenus des ménages, ainsi que par une augmentation de l'épargne, en partie de précaution mais aussi contrainte en raison des mesures restrictives limitant les possibilités de consommation. Les différences entre les pays pourraient être liées à la sévérité des confinements et à l'arrêt des achats immobiliers, aux différents degrés de soutien public aux revenus des ménages et aux conditions de crédit, ainsi qu'aux conditions des marchés du logement.

- **Les emprunts des ménages ralentissent malgré l'effet des moratoires**. Comme pour les sociétés non financières, les moratoires ont un effet positif sur l'évolution de l'encours de la dette, du fait de remboursements plus faibles. Par conséquent, l'encours de la dette des ménages semble diminuer à vitesse réduite.

- **La dynamique de l'endettement des ménages devrait rester modérée, tandis que la détérioration des marchés du travail pourrait entraîner des difficultés de remboursement**. Malgré la persistance de conditions financières favorables et le maintien des mesures prises par les pouvoirs publics pour atténuer les retombées de la crise sur le marché du travail et sur les ménages, les revenus des ménages resteront sous pression. En particulier, après avoir diminué jusqu'en 2020, les taux de chômage devraient augmenter de manière générale tout au long de 2021. Cette hausse sera également le reflet des pertes d'emplois consécutives à la suppression progressive des mesures prises par les gouvernements pour atténuer l'incidence de la pandémie,

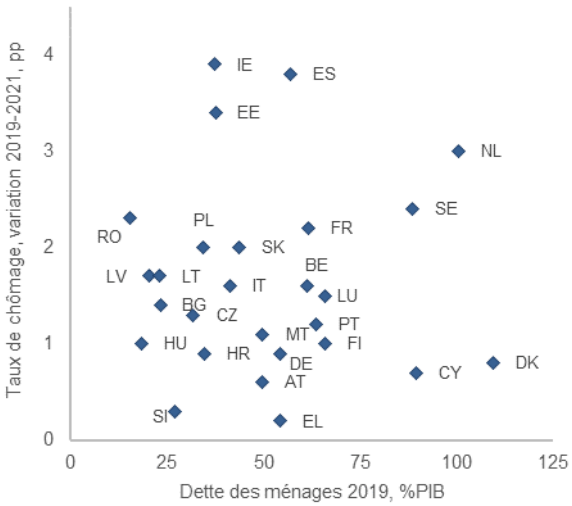
notamment les dispositifs de chômage partiel subventionnés, qui sont censés être temporaires pour éviter le financement d'emplois dans des entreprises non viables. Les ménages pourraient aussi avoir plus de difficultés à rembourser leurs dettes dans les pays qui se caractérisent déjà par un taux d'endettement des ménages relativement élevé (Graph 23).

Graphique22: Décomposition de la variation du ratio dette des ménages/PIB (2019-2020)



Source: les flux nets de crédit (opérations de dette) correspondent aux opérations de prêts (F4) et aux titres de créance (F3) provenant des comptes sectoriels d'opérations financières d'Eurostat. Les autres sources sont AMECO et les estimations (voir encadré 1) et calculs des services de la Commission fondés sur les données mensuelles de la BCE relatives aux prêts des IFM et aux opérations sur titres de créance (flux) avec le secteur privé provenant de la base de données sur les postes de bilan.

Graphique 23: Dette des ménages et chômage



Sources: AMECO; les données pour 2020 et 2021 sont tirées des prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.

Les prix des logements ont continué d'augmenter, et ont accéléré dans certains cas, jusqu'au début de 2020.

- **En 2019, la croissance des prix réels des logements a dépassé le seuil fixé dans le tableau de bord dans huit États membres** (Croatie, Tchéquie, Grèce, Hongrie, Luxembourg, Pologne, Portugal et Slovaquie), soit un de plus qu'en 2018. Globalement, cette évolution est la confirmation que la croissance dynamique des prix des logements observée depuis le milieu de la décennie se poursuit.
- **Les prix des logements ont augmenté dans la quasi-totalité des pays de l'UE en 2019 et ont accéléré dans la majorité des États membres entre 2018 et 2019.** À l'inverse, des ralentissements ont été observés en Bulgarie, au Danemark, en Allemagne, en Irlande, en Lettonie, à Malte, aux Pays-Bas, en Roumanie, en Espagne et en Slovénie.
- **La récente tendance positive de la croissance des prix des logements a été favorisée principalement par les fondamentaux économiques.** La faiblesse des taux d'intérêt et l'accélération des revenus du travail ont été les principaux facteurs de la récente demande de services de logement, dans un contexte d'adaptation tardive de l'offre de logements.

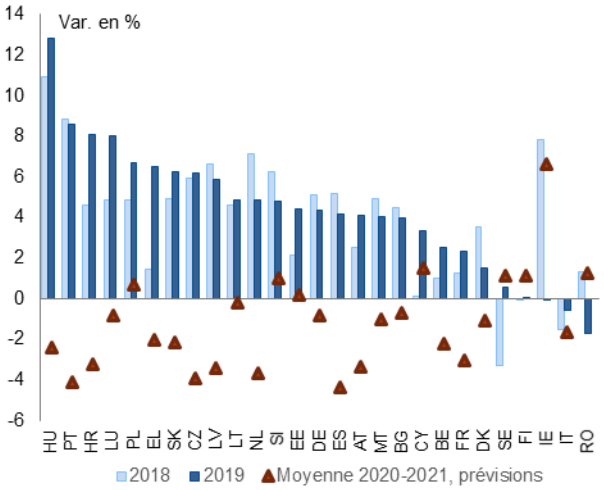
L'accélération de la croissance de la dette hypothécaire n'est devenue visible qu'une fois que l'accélération des prix des logements s'est consolidée et généralisée à l'ensemble de l'UE.

- **Une croissance forte des prix des logements est également observée dans les États membres montrant des signes de surévaluation (**Graph 24). Un ralentissement des prix a été observé entre 2018 et 2019 dans certains des pays présentant des signes de surévaluation, à l'exception notable, toutefois, du Luxembourg et de la Suède.[36]
- **En 2019, la majorité des États membres présentent des signes de surévaluation**. La comparaison des indices de prix et des niveaux de référence laisse entrevoir de nombreux signes de surévaluation. Les contraintes d'accessibilité au logement sont confirmées par des estimations du niveau des prix. Dans près de la moitié des pays de l'UE, plus de 10 ans de revenus sont nécessaires pour acquérir un logement de 100 m²[37].

Graphique 24: Variations des prix des logements (en prix constants) et écarts de valorisation en 2019



Graphique 25: Évolution de la croissance des prix des logements (en prix constants)



Source: Eurostat et calculs des services de la Commission.
Remarque: l'écart de surévaluation est estimé sur la base de la moyenne de trois paramètres: les écarts du ratio prix/revenu et du ratio prix/loyer par rapport à leurs moyennes à long terme, et les écarts de valorisation obtenus à partir d'un modèle de régression des déterminants du prix des logements (voir la note de bas de page nº 36). Les prévisions concernant les prix des logements se fondent sur le modèle de régression des déterminants du prix des logements (voir la note de bas de page nº 40).

[36] Les écarts de valorisation des prix des logements sont calculés par rapport aux niveaux de référence afin de tenir compte de l'effet des prix des logements par 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 entre le prix et le loyer par rapport à sa moyenne à long terme; iii) l'écart par rapport aux niveaux de référence fondés sur la régression tenant compte des fondamentaux économiques de l'offre et de la demande [voir N. Philiponnet et A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», document de réflexion de la Commission européenne nº 048, mai 2017]. Lors du calcul des niveaux de référence fondés sur des régressions, les variables conjoncturelles explicatives sont soumises au filtre HP pour contenir leur volatilité.

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

Dans l'avenir, la crise de la COVID-19 devrait freiner la dynamique récente des prix des logements, principalement en raison de la baisse des revenus du travail.

- **Selon les données trimestrielles de 2020, la croissance des prix réels des logements commence à ralentir dans plusieurs États membres.** Si, par rapport au deuxième trimestre de 2019, les prix ont continué d'augmenter dans la plupart des pays de l'UE au deuxième trimestre de cette année, une décélération, voire une baisse, des prix des logements déflatés a déjà été constatée dans certains pays. Des corrections à la baisse sur une base annuelle sont observées à Chypre et en Hongrie, ainsi que des décélérations et des stagnations dans plus de la moitié des pays de l'UE. L'examen de la dynamique trimestrielle au premier semestre 2020 fait apparaître une tendance plus générale de corrections à la baisse, en particulier en Estonie, en Hongrie et en Roumanie, mais aussi, dans une certaine mesure, en Lettonie, au Portugal, en Slovénie et en Suède[38].

- **Des estimations du niveau des prix élaborées à partir des prix demandés par les vendeurs confirment un début de fléchissement des marchés immobiliers.** Il se peut que les données des prix des logements jusqu'à la mi-2020 ne tiennent pas pleinement compte de l'incidence de la crise de la COVID-19, car les transactions ont été convenues, dans de nombreux cas, avant la pandémie. Cela étant, des estimations récentes des prix demandés laissent également entrevoir des corrections à la baisse dans certains pays. [39]

- **Les prévisions de prix des logements fondées sur des modèles font également état d'un ralentissement des marchés de l'immobilier résidentiel jusqu'à la fin de 2021 et de corrections à la baisse dans la grande majorité des États membres de l'UE** (Graph 25). La baisse des revenus du travail explique en grande partie les décélérations anticipées. De fortes décélérations devraient avoir lieu, en particulier dans les pays qui présentent actuellement des signes de surévaluation.[40]

Plusieurs États membres se distinguent toujours par une surévaluation des prix des logements couplée à un niveau élevé d'endettement des ménages. C'est notamment le cas de la Belgique, du Danemark, du Luxembourg, des Pays-Bas et de la Suède. Les Pays-Bas se caractérisent également par des niveaux de prix élevés par rapport au revenu moyen des ménages. La croissance de l'encours des crédits immobiliers en 2019 a été particulièrement rapide en Bulgarie et à Malte (plus de 10 % par

---

[38] L'évolution trimestrielle des prix des logements déflatés peut être soumise à des effets saisonniers. C'est notamment le cas en Roumanie, en raison du caractère saisonnier du déflateur utilisé, le déflateur des comptes nationaux pour les dépenses de consommation finale des ménages. Selon des données plus récentes, basées sur l'indice des prix des logements de Valueguard HOX, le prix nominal des logements en Suède a augmenté de 8,9 % en glissement annuel en septembre 2020.

[39] Ces estimations ont été obtenues à partir d'un échantillon aléatoire stratifié par région de maisons et d'appartements d'une surface maximale de 600 m^2. Les données sont tirées du site web immobilier Idealista.com. Pour chaque pays, la taille initiale de l'échantillon variait entre 1 700 et 2 000 biens immobiliers. La composition de l'échantillon est dynamique: certains biens cessent d'être disponibles et des nouveaux sont pris en compte. Le prix médian au mètre carré a fait l'objet d'un suivi dans le temps, entre avril et septembre 2020, qui a mis en évidence une nette tendance à la baisse dans les trois pays analysés.

[40] Les prévisions de prix des logements sont des prévisions des services de la Commission européenne établies dans le cadre d'un modèle à correction d'erreurs utilisant comme variables explicatives: la population, le revenu disponible, le parc immobilier, le taux d'intérêt à long terme et le déflateur des prix de la dépense de consommation finale des ménages, ainsi que le résidu de la relation de cointégration estimée.

rapport à l'année précédente, contre plus de 5 % dans 14 autres pays). Dans certains pays, notamment la Belgique, la France, l'Allemagne, le Luxembourg et Malte, la croissance a été forte alors que les niveaux étaient déjà relativement élevés. Hormis en Grèce et au Portugal, la forte croissance des prix des logements allait de pair avec une forte croissance des crédits immobiliers[41].

3.3 Secteur des administrations publiques

Les ratios de la dette publique ont continué de diminuer dans la plupart des États membres en 2019, dans un contexte économique favorable persistant, mais ils sont de nouveau en hausse dans l'ensemble de l'UE et notamment dans les pays les plus durement touchés par la crise de la COVID-19. En 2019, les ratios d'endettement ont dépassé le seuil de 60 % du PIB fixé dans le tableau de bord dans 12 États membres, contre 14 en 2018. La Grèce, l'Italie et le Portugal ont affiché une dette supérieure à 100 % du PIB. La dette de la Belgique, de Chypre, de la France et de l'Espagne se situait légèrement en dessous de cette barre. Parmi les autres États membres dont la dette dépasse 60 % du PIB figurent l'Autriche, la Croatie, la Hongrie et la Slovénie. En 2019, les réductions des ratios de la dette publique ont été plus marquées (supérieures à 5 points de PIB) à Chypre, en Grèce et en Irlande, tandis que la dette publique est restée inchangée en France et en Italie. Certains pays, notamment la Belgique, Chypre, la France et le Portugal, conjuguent, en 2019 et depuis quelques années déjà, une dette publique supérieure à 60 % du PIB et un endettement du secteur privé supérieur au seuil fixé dans le tableau de bord.

La crise de la COVID-19 a clairement poussé à la hausse les ratios de la dette publique. Les pertes de production et de recettes imputables aux récessions enregistrées en 2020, ainsi que les mesures d'aide massives mises en place par les gouvernements pour atténuer les effets de la crise, sont à l'origine de l'augmentation du recours à l'emprunt et de la croissance de l'encours de la dette dans tous les États membres de l'UE. Les gouvernements ont laissé jouer les stabilisateurs automatiques pendant la crise et ont fourni une aide directe en matière budgétaire et de liquidité pour atténuer les effets de la crise sanitaire et de la diminution des dépenses du secteur privé. De plus, une partie de l'augmentation des ratios d'endettement en 2020 est le résultat mécanique d'une forte diminution du PIB nominal.

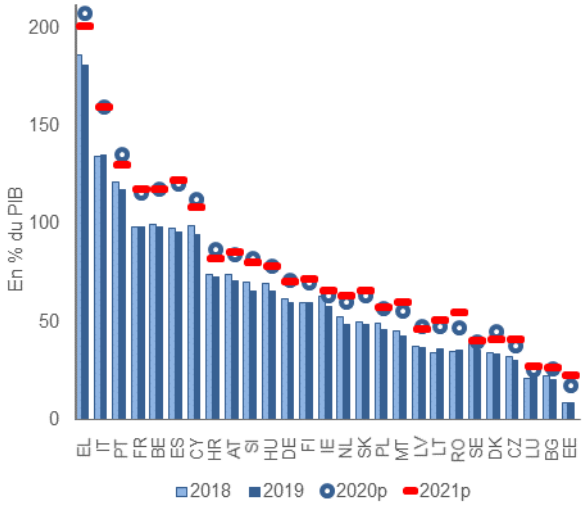
- **À la fin de 2021, les ratios de la dette publique devraient rester supérieurs – parfois largement – à leurs niveaux de 2019 dans tous les pays de l'UE.** À la fin de 2020, les États membres dépassant le seuil de 60 % devraient être nettement plus nombreux, et quelques pays supplémentaires devraient dépasser la barre des 100 %. En 2021, les ratios d'endettement devraient, avec l'aide de la reprise et compte tenu des prévisions de déficits moins élevés, se stabiliser ou diminuer légèrement dans près de la moitié des pays (Graph 26). En revanche, la dette publique devrait continuer d'augmenter dans le reste des pays de l'UE, notamment en Roumanie, où le déficit public élevé devrait encore se creuser l'an prochain et le ratio d'endettement augmenter significativement, à partir toutefois d'un niveau relativement bas.

[41] En septembre 2019, le comité européen du risque systémique (CERS) a adressé des alertes ou des recommandations spécifiques sur les vulnérabilités à moyen terme dans le secteur de l'immobilier résidentiel à neuf États membres: des recommandations à la Belgique, au Danemark, à la Finlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas et à la Suède, et des alertes à la Tchéquie, à la France et à l'Allemagne. Tous les pays du premier groupe, auquel il faut ajouter l'Autriche, avaient déjà reçu une alerte du CERS en novembre 2016. Le règlement instituant la PDM [règlement (UE) nº 1176/2011] invite la Commission à prendre en compte les alertes ou recommandations émises par le CERS à l'intention des États membres qui font l'objet d'un bilan approfondi.

- **D'une manière générale, c'est dans les pays qui affichaient déjà un taux d'endettement relativement élevé avant la crise que les augmentations des ratios de dette publique devraient être les plus brutales.** La raison en est que ces pays ont généralement subi une récession plus grave, principalement parce que les infections y ont été plus nombreuses ou ont été suivies de mesures de confinement fortes et que l'économie de ces pays repose davantage sur des secteurs spécifiques comme le tourisme. Selon les estimations, la Grèce, l'Italie et l'Espagne devraient voir leurs ratios de dette publique croître de plus de 20 points de pourcentage du PIB en 2020. Les augmentations de la dette reflètent également les ajustements stocks-flux de nature à accroître la dette, qui incluent également des formes de soutien financier non prises en compte dans les soldes budgétaires des administrations publiques. Ces effets devraient être les plus prononcés à Chypre, au Danemark, en Allemagne et en Slovénie.
- **Le financement du budget public n'est pas devenu plus coûteux.** Les rendements des obligations d'État ont été stables ou ont diminué tout au long de 2019. Après le choc provoqué par la pandémie de COVID-19 et les turbulences qui en ont résulté sur les marchés financiers en mars et en avril, les rendements des obligations d'État de certains pays de la zone euro, mais aussi d'autres pays n'appartenant pas à la zone, se sont envolés. Toutefois, dans un contexte de moindre volatilité des marchés financiers et à la suite des mesures de grande ampleur prises par les autorités monétaires, les rendements ont de nouveau baissé pour se rapprocher des niveaux observés au début de 2020 – et parfois même passer en dessous de ces niveaux, ne progressant que dans de très rares cas.

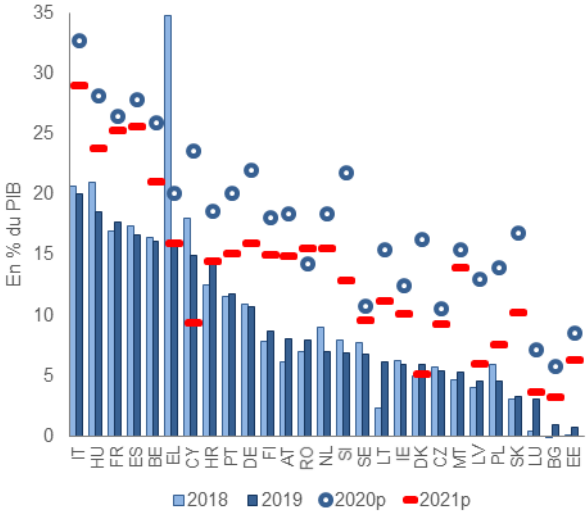
La structure de la dette publique pourrait exposer certains pays à des risques supplémentaires. Les structures des échéances de la dette publique varient considérablement d'un État membre à l'autre, ce qui signifie que les besoins de refinancement différeront à court terme. Les besoins bruts de financement pour les années à venir devraient atteindre ou dépasser 20 % du PIB pour la Belgique, la France, la Hongrie, l'Italie et l'Espagne (Graph 27). Certains pays hors zone euro ne participant pas au MCE II, notamment la Hongrie et la Roumanie, sont exposés à des risques supplémentaires en raison de la part relativement importante de dette publique libellée en devises.

Graphique 26: Dette des administrations publiques



Sources: AMECO, données 2020 et 2021 provenant des prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.
Remarque: les pays sont classés par ordre décroissant du ratio dette publique/PIB en 2019.

Graphique 27: Besoins de financement bruts des administrations publiques



Source: calculs des services de la Commission
Remarque: les besoins bruts de financement sont calculés comme étant la somme du déficit budgétaire, des ajustements stocks-flux et des amortissements de la dette. Les pays sont classés par ordre décroissant des besoins de financement public/PIB en 2019.

3.4 Secteur financier

Le secteur bancaire de l'UE s'est considérablement renforcé ces dernières années, malgré la persistance de problèmes liés à la faible rentabilité et aux prêts non performants dans quelques États membres.

- **Le secteur bancaire de l'UE se porte mieux qu'au début de la crise financière mondiale.** L'encours des prêts non performants a fortement diminué, en particulier dans les pays où il était plus élevé. Les ratios de fonds propres ont cessé de croître en 2018, après avoir dépassé les exigences réglementaires de fonds propres de catégorie 1 dans tous les États membres. Les banques disposent également de coussins de liquidité beaucoup plus importants qu'il y a dix ans. La croissance des engagements du secteur financier est restée limitée en 2019, seule la Hongrie dépassant le seuil fixé en la matière dans le tableau de bord.
- **Le secteur bancaire de l'UE reste confronté à de faibles niveaux de rentabilité**, qui ont encore diminué en 2019, dans un contexte de taux d'intérêt bas. La rentabilité semble particulièrement faible à Chypre, en Allemagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal. Quant aux ratios de fonds propres, ils sont relativement plus faibles en Allemagne, en Grèce, en Hongrie, au Portugal et en Espagne.
- **Quelques pays de l'UE font face à la fois à une rentabilité faible, à des ratios de fonds propres inférieurs à la moyenne et à un encours élevé de prêts non performants** (Graph 28 et

Graph 29).[42] En Grèce, le ratio de prêts non performants a diminué, mais il se maintient autour de 35 %, tandis que la rentabilité n'est que légèrement positive et que les ratios de fonds propres y sont parmi les plus faibles de l'UE. Les banques chypriotes ont considérablement réduit le niveau très élevé de leur ratio de prêts non performants, qui est tombé en dessous de 20 %, et affichent une rentabilité positive mais inférieure à la moyenne de l'UE. En Italie, en Bulgarie et au Portugal, le ratio de prêts non performants a nettement diminué ces dernières années et a continué de baisser, quoique plus modérément, en 2019, pour descendre au-dessous de 7 %. Les ratios de fonds propres sont inférieurs à la moyenne en Italie et au Portugal, et la rentabilité y est plus faible, surtout dans ce dernier.

Le choc lié à la COVID-19 devrait avoir une incidence significative sur la qualité des actifs, la rentabilité et les fonds propres des banques. Ces effets ne sont pas encore perceptibles et pourraient être longs à se matérialiser, compte tenu notamment des mesures de soutien massives mises en œuvre par les pouvoirs publics. Le choc provoqué par la COVID-19 a fortement dégradé les perspectives économiques, et certaines banques sont fortement exposées à des secteurs touchés de manière disproportionnée par la crise. Les liquidités abondantes fournies par les banques centrales ont contribué à limiter le resserrement du crédit après la survenue de la pandémie de COVID-19, tandis que la suspension du versement de dividendes et un assouplissement réglementaire temporaire offrent un surcroît d'oxygène aux banques. Toutefois, un certain nombre de difficultés susceptibles de peser sur les bilans et les fonds propres des banques se profilent[43]:

- **accroissement de l'encours de prêts non performants.** Les difficultés de remboursement des sociétés non financières dont la rentabilité est la plus affectée par la crise de la COVID-19 entraîneront très vraisemblablement une augmentation de l'encours de prêts non performants. Les faillites devraient augmenter, en particulier dans les secteurs où il est plus difficile de réduire la distanciation physique. La remise en question des perspectives de revenus et d'emploi des ménages devrait également se traduire par une augmentation de la part des prêts immobiliers non performants. En outre, dans les pays qui se débattent déjà dans des problèmes hérités du passé, les banques auront plus de mal à vendre leurs prêts non performants existants. Des retards de paiement sont déjà occasionnés par les moratoires. En raison des moratoires mis en place, une part des prêts qui seraient normalement classés en tant que prêts non performants ne peut pas actuellement être classée comme telle. Selon les données disponibles pour un échantillon de

[42] Les prêts non performants, qui font partie de l'ensemble d'indicateurs auxiliaires du tableau de bord, sont définis comme le total des avances et prêts non performants bruts en pourcentage du total des avances et prêts bruts (valeur comptable brute) pour le secteur «groupes bancaires et banques indépendantes nationaux, filiales sous contrôle étranger et succursales sous contrôle étranger, tous établissements». Les valeurs sont fournies dans le tableau 2.1 en annexe. Les données harmonisées concernant les ratios de prêts non performants ne sont disponibles que depuis 2014. Dès lors, en ce qui concerne les données relatives à 2008 et l'«augmentation jusqu'au pic», le graphique Graphique 29 présente des données pour le ratio des instruments de dette non performants (IDNP) bruts sur le total des instruments de dette bruts, qui est disponible pour des séries chronologiques plus longues et qui englobe, outre les prêts, également d'autres instruments de dette détenus par le secteur bancaire. Ce ratio est en général légèrement inférieur au ratio de prêts non performants, essentiellement parce que le dénominateur est plus important, c'est-à-dire que le total des instruments de dette bruts est plus élevé que le total des prêts. L'écart maximal entre les deux ratios s'élève actuellement à 4 points de pourcentage (en Grèce), mais la plupart des pays affichent un écart inférieur à 1 point de pourcentage.

[43] Voir les résultats d'un test de résistance mené récemment par la BCE afin d'estimer la perte de fonds propres du secteur bancaire de la zone euro dans divers scénarios:https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

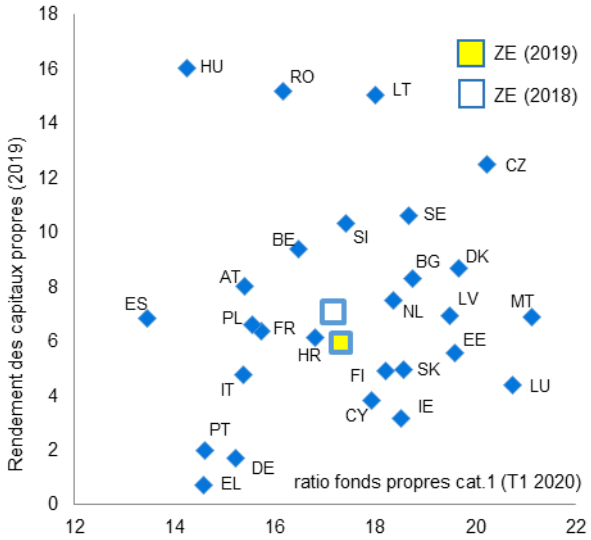
banques d'importance systémique de l'UE, l'encours de prêts non performants ne diminue plus depuis le deuxième trimestre 2020[44]. Des estimations provisoires de l'évolution possible des ratios de prêts non performants laissent entrevoir une augmentation significative[45];

- **la rentabilité des banques de l'UE devrait continuer à se dégrader.** La rentabilité devrait encore diminuer en raison de la baisse de la demande de crédit, de la compression des marges d'intérêt et des pertes de crédit[46]. En toute logique, la valorisation des actions bancaires a enregistré de fortes baisses après l'éclatement de la pandémie de COVID-19. Alors qu'elle stagnait déjà en 2019, la valorisation des actions bancaires a chuté brutalement en mars 2020, juste au moment de la flambée de COVID-19, et ne s'est que modérément redressée par la suite, restant nettement inférieure aux indices boursiers européens;
- **la valorisation des actifs.** Les banques absorbent une part importante des obligations d'État. Les établissements financiers liés à la dette souveraine dans les pays présentant des finances publiques plus fragiles pourraient être exposés à des boucles de rétroaction défavorables. En outre, le fléchissement des marchés de l'immobilier, notamment de l'immobilier commercial, pourrait réduire la valeur des sûretés hypothécaires et générer une boucle de réaction entre les prix des logements, les bilans bancaires et l'offre de crédit hypothécaire.

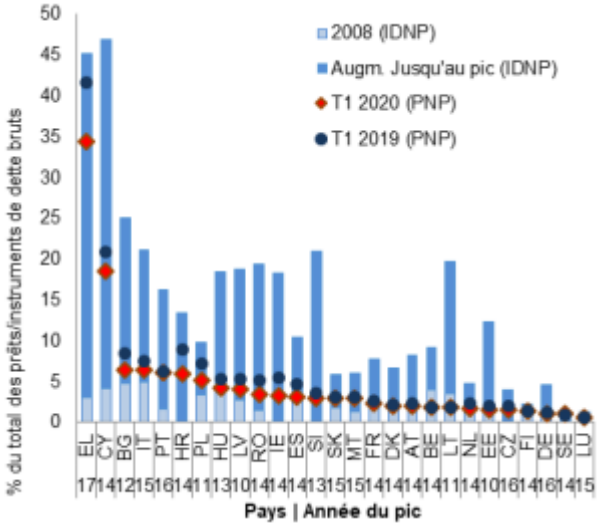
Cette crise va entretenir la faiblesse des taux d'intérêt, ce qui pourrait avoir des répercussions négatives sur le secteur financier non bancaire. Étant donné que l'environnement de rendements faibles affecte particulièrement les actifs financiers à faible risque, il pèse également sur la rentabilité et le bilan des établissements financiers non bancaires dont une grande partie des portefeuilles d'actifs sont investis dans ce type d'actifs, tels que les compagnies d'assurance, notamment le sous-secteur de l'assurance-vie, et les fonds de pension. Dans leur quête de rendement, de nombreux établissements financiers non bancaires ont accru leur levier et leur exposition à des actifs plus risqués dont les prix ont baissé après l'éclatement de la pandémie de COVID, entraînant en particulier d'importantes pertes de valeur pour les fonds d'investissement. Les évolutions récentes devraient également avoir une incidence négative sur le secteur des assurances[47].

[44] Source: tableau de bord du risque de l'ABE, T2 2020.
[45] Entre décembre 2019 et 2021, le ratio de prêts non performants dans la zone euro pourrait augmenter dans une fourchette comprise en 1,7 et 2,3 points de pourcentage – selon Allianz Research, European Banks – «Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?», juillet 2020.
[46] BCE, Financial Stability Review, mai 2020. ABE, «The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts», note thématique EBA/REP/2020/17.
[47] AEAPP (2020): Rapport sur la stabilité financière, juillet 2020.

Graphique 28: Rentabilité et fonds propres du secteur bancaire



Graphique 29: Prêts non performants



Sources: BCE, calculs des services de la Commission.
Remarque: dans le graphique Graph 28, les valeurs moyennes pour la zone euro ne sont pas pondérées en fonction de la taille de l'économie. Les données relatives aux instruments de dette non performants bruts pour 2008 ne sont pas disponibles pour la Croatie, la Tchéquie, l'Irlande, la Slovénie et la Suède. Dans le Graph 29, les données relatives à 2008 et à l'«augmentation jusqu'au pic» se rapportent au ratio des instruments de dette non performants bruts sur le total des instruments de dette bruts; les ratios de prêts non performants sont communiqués pour T1 2018 et T1 2019; les chiffres sous les codes pays indiquent l'année où les instruments de dette non performants ont atteint un sommet.

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

En 2019, avant la pandémie, la situation des marchés du travail de l'UE a continué de s'améliorer alors que l'économie européenne avait déjà commencé à ralentir. En 2019, l'emploi a continué de progresser dans l'Union européenne et le nombre de personnes occupées a atteint un nouveau record. Le taux d'emploi a augmenté dans la quasi-totalité des États membres en 2019. La Bulgarie a connu la plus forte augmentation du taux d'emploi (2,4 pp); elle est suivie de Chypre (1,9 pp), de la Grèce (1,6 pp) et de la Croatie (1,5 pp). Le chômage a continué de baisser dans la presque totalité des États membres, atteignant son taux le plus bas depuis 2000 (6,5 %) en décembre 2019, et tous les pays ont commencé l'année 2020 avec le taux de chômage le plus bas jamais enregistré depuis 2013. Cette baisse a été particulièrement marquée dans les pays ayant un taux de chômage élevé, tels que la Grèce et la Croatie (-2 pp), Chypre (-1,3 pp) et l'Espagne (-1,2 pp). En revanche, le taux de chômage a augmenté de 0,4 point de pourcentage en Suède et est resté proche de son niveau de 2018 au Luxembourg et en Lituanie, même si le point de départ, pour ces trois pays, se situait à un niveau relativement faible. Par conséquent, les différences de taux de chômage entre les pays ont fortement diminué mais restaient importantes avant la pandémie de COVID-19.

Les taux d'activité ont également bien résisté au ralentissement qui avait débuté avant la pandémie, tandis que le *chômage de longue durée* et le *chômage des jeunes* se sont améliorés plus fortement que le reste des indicateurs du marché du travail. En 2019, le taux d'activité (des 15-64 ans) n'a diminué qu'en France (-0,4 pp), en Lettonie (-0,2 pp) et en Estonie (-0,2 pp). L'écart entre les pays affichant le taux d'activité le plus faible et ceux affichant le plus élevé est resté largement inchangé, à environ 16 points de pourcentage. Le *chômage de longue durée* a diminué dans tous les États membres en 2019, et tous affichent des taux inférieurs à ceux enregistrés trois ans plus tôt. Les taux de chômage de longue durée les plus élevés ont été observés en Grèce (12,2 % de la population active), en Italie (5,6 %) et en Espagne (5,3 %). Le *taux de chômage des jeunes* a baissé dans la presque totalité des pays de l'Union européenne au cours des trois années précédant 2019; il reste cependant supérieur à 30 % en Grèce et en Espagne, et juste en dessous de ce niveau en Italie. Dans le même temps, 10,1 % des jeunes (15-24 ans) dans l'Union européenne ne travaillaient pas et ne suivaient ni études ni formation (NEET) en 2019, plusieurs États membres (Bulgarie, Croatie, Chypre, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Roumanie, Slovaquie et Espagne) enregistrant des taux supérieurs à 10 %.

En 2019, la pauvreté et l'exclusion sociale ont continué de reculer, mais leur niveau reste élevé dans un certain nombre d'États membres. La proportion de la population exposée au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROPE) a encore diminué dans l'Union européenne pour s'établir à 21,4 % en 2019[48]. Tous les pays ont enregistré une baisse au cours des trois années précédant 2019, sauf la Suède et le Luxembourg, qui ont enregistré une hausse mais à partir d'un niveau relativement faible. Malgré une forte baisse de son taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, qui est passé de près de 39 % à 32,5 %, la Bulgarie continue d'enregistrer le niveau le plus élevé de l'Union; elle est suivie de la Roumanie et de la Grèce, qui affichent toutes deux un taux supérieur à 30 %, puis de l'Espagne, de la Lettonie et de la Lituanie, qui enregistrent un taux supérieur à 25 %.

Cela étant, la pandémie de COVID-19 a profondément modifié les perspectives. Les perspectives pour 2020 se sont détériorées en quelques semaines. Au deuxième trimestre 2020, le PIB était inférieur de près de

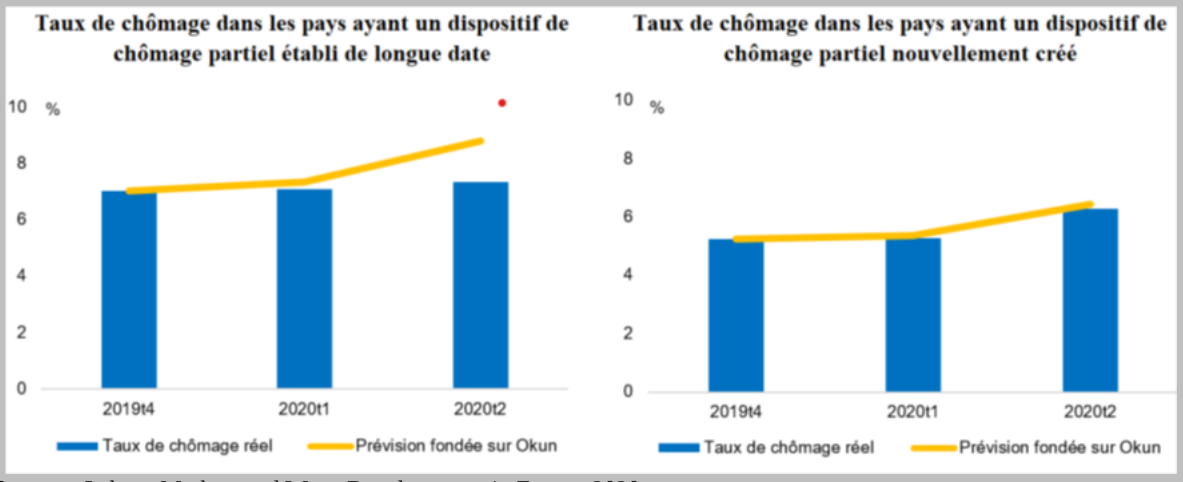
[48] Moyenne pondérée des 25 États membres pour lesquels les données étaient disponibles au 23 octobre 2020. L'indicateur du *risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (AROPE)* correspond au pourcentage de personnes qui sont vulnérables d'après l'un au moins de ces trois indicateurs sociaux: 1) le *taux de risque de pauvreté (AROP)*, qui mesure la pauvreté monétaire par rapport à la répartition nationale des revenus et qui correspond à la proportion de personnes dont le revenu disponible (ajusté en fonction de la composition du ménage) est inférieur à 60 % du niveau médian national; 2) le *taux de privation matérielle aiguë*, qui couvre des indicateurs se rapportant à un manque de ressources, et qui correspond à la proportion de personnes confrontées à au moins 4 éléments de privation sur 9 au total, du fait d'une incapacité à couvrir certains types spécifiques de dépenses; 3) le *taux de personnes vivant dans un ménage à très faible niveau d'intensité de travail*, c'est-à-dire de personnes âgées de 0 à 59 ans vivant dans un ménage où les adultes (âgés de 18 à 59 ans) ont travaillé l'équivalent de moins de 20 % de leur potentiel de travail total au cours de l'année écoulée.

15 % à son niveau de la fin 2019 (18 % pour la zone euro) et l'emploi a reculé de 3 % (2,9 % pour la zone euro), ce qui équivaut à 6 millions d'emplois détruits. Jamais des pertes aussi colossales n'avaient été enregistrées aux premiers stades d'une récession. De plus, les conséquences de ce choc sans précédent sont très incertaines: en effet, l'incidence économique peut varier considérablement d'un pays à l'autre, en fonction, notamment, de l'intensité des flambées épidémiques ou des spécialisations sectorielles du pays.

Le recours généralisé aux dispositifs de chômage partiel a atténué l'incidence de la récession sur le chômage. Le taux de chômage a effectivement augmenté dans tous les États membres, marquant une rupture nette avec la tendance des années précédentes, mais les hausses ont été relativement faibles dans la plupart des pays. Le recours généralisé aux dispositifs de chômage partiel a contribué à enrayer la destruction massive d'emplois que de nombreux pays auraient sans cela subie à la suite des lourdes pertes de production des deux premiers trimestres de 2020. C'est particulièrement le cas pour les pays qui disposent d'un dispositif de chômage partiel bien établi; en revanche, dans les pays où ils viennent d'être mis en place, ces dispositifs, si l'on en juge par les données historiques (graphique 1)[49], parviennent à peine à ralentir la hausse du chômage, en partie du fait de leur conception ou de retards dans leur mise en œuvre.

La baisse du taux d'activité explique le recul du taux de chômage observé dans certains États membres. Découragés par la gravité de la récession, de nombreux chômeurs ont cessé toute recherche d'emploi et ont basculé de ce fait dans l'inactivité. Le taux d'activité a diminué dans neuf États membres, qui représentent plus du tiers de la population de l'Union européenne. En ce qui concerne l'UE dans son ensemble, le taux d'activité (des 15-64 ans) a diminué, passant de 73,5 % au quatrième trimestre de 2019 à 71,8 % au deuxième trimestre de 2020. À titre d'exemple, entre janvier et avril, l'Italie a enregistré une baisse du taux de chômage de 2 points de pourcentage, qui s'explique par une baisse du taux d'activité plus marquée que celle du taux d'emploi (-3,5 pp contre -1,7).

Graphique: Taux de chômage réel en présence de dispositifs de chômage partiel et prévisions fondées sur la loi d'Okun



Source: «Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020»
Remarque: la loi d'Okun fait référence à la relation observée entre le chômage et les baisses de production dans un pays.

La crise de la COVID-19 touche de manière disproportionnée les travailleurs les plus vulnérables et pourrait nécessiter des efforts soutenus pour atténuer les inégalités économiques et sociales croissantes. L'impact de la pandémie sur l'emploi diffère selon les pays, les secteurs et les travailleurs[50]. En particulier, les

[49] Commission européenne (2020), «Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020» (à paraître). Les pays disposant d'un dispositif de chômage partiel solidement établi sont l'Autriche, la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, le Luxembourg, le Portugal et la Suède.
[50] Voir Basso, G., et al. (2020), «The new hazardous jobs and worker reallocation», document de travail de l'OCDE sur les questions sociales, l'emploi et les migrations, nº 247, Éditions OCDE, Paris, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

travailleurs les plus vulnérables d'un point de vue économique (travailleurs peu qualifiés, travailleurs à faible salaire, migrants nés hors de l'UE) et les jeunes travailleurs sont ceux qui travaillent généralement dans les secteurs les plus exposés aux risques épidémiologiques (commerce de détail, services d'hébergement et services de restauration); ils exercent le plus souvent une forme d'emploi atypique. En conséquence, à défaut de mesures correctives, la COVID-19 pourrait avoir un impact proportionnellement plus élevé sur les personnes à faible revenu et donc conduire à un accroissement des taux de pauvreté. C'est dans ce contexte que les États membres ont adopté des mesures temporaires pour soutenir les groupes vulnérables à très faible revenu et les personnes qui n'ont pas droit aux prestations de chômage. Dans les prochains temps, l'action des autorités nationales, soutenue par des initiatives de l'UE telles que l'instrument SURE, l'initiative REACT-EU, les Fonds ESI et la facilité pour la reprise et la résilience, sera importante pour atténuer efficacement les conséquences sociales de la crise.

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

Jusqu'en 2019, la plupart des déséquilibres macroéconomiques étaient en cours de correction dans un contexte de conjoncture économique favorable, mais de nouveaux risques se profilent du fait de la pandémie de COVID-19.

- **Les déséquilibres en termes de flux se sont corrigés après la crise financière de 2008, et l'expansion économique depuis 2013 a permis une diminution des déséquilibres en termes de stocks**, principalement grâce à l'augmentation du PIB, qui a fait baisser les ratios de dette au PIB**.** Cependant, ces dernières années, l'expansion a engendré un certain risque de surchauffe, surtout au niveau des prix des logements et de la compétitivité-coûts, en particulier dans les pays où la croissance a été la plus forte. Ces tendances se sont poursuivies jusqu'en 2019.
- **Du fait de la pandémie de COVID-19, un certain nombre de déséquilibres macroéconomiques existants pourraient s'aggraver, et de nouveaux risques pourraient surgir.** Les prévisions et les données infra-annuelles suggèrent notamment que la dette publique et la dette privée rapportées au PIB sont à présent en hausse. Dans les temps qui viennent, les perspectives de remboursement des dettes pourraient être compromises par la faiblesse persistante de l'activité économique, les faillites d'entreprises et un marché du travail déprimé. Les bilans des banques pourraient pâtir de ces créances douteuses ainsi que d'une rentabilité affaiblie. Parallèlement, la dynamique excessivement haussière des prix des logements observée récemment pourrait laisser la place à des corrections à la baisse.

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

- Certains États membres continuent d'être essentiellement touchés par des *facteurs de vulnérabilité multiples et interconnectés touchant les stocks*. Il s'agit typiquement des pays qui ont connu des cycles de forte expansion et de forte contraction du crédit, associés à des inversions de la balance courante à la suite de la crise financière mondiale, avec également une incidence sur le secteur bancaire et la dette publique. Un certain nombre de ces États membres ont été durement frappés par la récession liée à la COVID-19, du fait aussi du poids relativement important du tourisme dans leur économie.
    - Dans le cas de Chypre et de la Grèce, un encours élevé de dette et une position extérieure globale nette fortement négative se conjuguent à des problèmes persistants dans le secteur financier, en dépit d'améliorations sur le front des prêts non performants (PNP) et de la rentabilité pour les banques chypriotes et d'une accélération en 2019 du recul des PNP en Grèce, dont le niveau reste néanmoins très élevé. Dans le cas de la Grèce, la croissance du PIB potentiel a été faible dans un contexte de chômage élevé.
    - En Croatie, en Irlande, au Portugal et en Espagne, les vulnérabilités liées aux niveaux problématiques des stocks hérités du passé sont également considérables, multiples et interconnectées. Dans ces pays, les déséquilibres liés aux stocks ont diminué jusqu'à présent grâce à la croissance du PIB nominal. Cela s'est accompagné dans certains cas de la résurgence d'une forte hausse des prix des logements (en Irlande et, plus récemment, au Portugal), ainsi que d'une reprise de la croissance des coûts salariaux unitaires et de la stagnation des gains de compétitivité au Portugal et en Espagne. Ces tendances semblent

néanmoins s'enrayer avec la crise, alors qu'au contraire, les ratios de dette au PIB s'accroissent en raison du ralentissement de la croissance du PIB nominal et du recours accru à l'emprunt.

- En Roumanie et en Hongrie, les vulnérabilités sont liées à l'interaction entre la dette publique et le financement extérieur. En Roumanie, le déficit de la balance courante s'est creusé après des années de très forte croissance des coûts salariaux unitaires et de croissance soutenue de la demande intérieure. La dette publique a enregistré une forte hausse et devrait continuer d'augmenter, accroissant les besoins de financement extérieur. En Hongrie, la dette publique génère d'importants besoins de financement compte tenu des échéances courtes, et la source de ce financement est en partie extérieure. Dans les deux pays, une part non négligeable de la dette est libellée en devises.

- Dans quelques États membres, les vulnérabilités sont principalement liées à *l'encours important de la dette publique, que la crise continue d'accroître*, et à des inquiétudes concernant la *croissance du PIB potentiel* et la *compétitivité*. Tel est notamment le cas de l'Italie, où les vulnérabilités sont également liées au secteur bancaire et à un stock de prêts non performants encore important (mais qui, tout du moins jusqu'à ce que la crise se déclare, était en forte baisse) et au contexte de morosité persistante du marché du travail. La Belgique et la France sont principalement confrontées à un problème de dette publique élevée et à des problèmes de croissance potentielle, avec une compétitivité elle aussi sous pression. En France, l'encours relativement élevé de la dette privée était déjà en hausse avant cette nouvelle crise et a encore nettement augmenté cette année. En Belgique, l'encours relativement élevé et croissant de la dette des ménages se conjugue à une possible surévaluation des prix des logements. La position extérieure reste solide, mais elle s'est quelque peu affaiblie récemment. La dette publique de ces pays devrait augmenter sous l'effet de la récession actuelle, qui réduit les recettes fiscales, et des mesures prises pour atténuer les effets de la crise. Dans le cas de la Belgique, aussi bien la dette du secteur privé que la dette publique devraient s'accroître, alors que leur niveau dépasse déjà les seuils fixés dans le tableau de bord de la PDM.

- Certains États membres se caractérisent par un *excédent courant important quoiqu'en constante diminution*, qui est encore supérieur à ce que les fondamentaux économiques justifieraient. C'est le cas notamment de l'Allemagne et des Pays-Bas. Aux Pays-Bas, l'important excédent s'accompagne d'un taux élevé d'endettement des ménages et d'une forte croissance des prix des logements. Des pressions sur les prix des logements ont aussi été observées récemment en Allemagne, mais les niveaux d'endettement y sont relativement faibles. Ces excédents importants, bien qu'en baisse, donnent à penser qu'il existe des opportunités de croissance et d'investissement intérieur inutilisées, ce qui a des conséquences pour le reste de la zone euro dans un contexte d'inflation durablement inférieure à l'objectif et d'affaiblissement de la demande extérieure.

- Dans certains États membres, *l'évolution du marché immobilier a engendré des risques liés au niveau atteint par les prix des logements dans un contexte d'endettement élevé des ménages*. C'est notamment le cas de la Suède et, dans une moindre mesure, de l'Autriche, du Danemark et du Luxembourg, qui connaissent depuis quelques années une croissance soutenue du prix des logements dans un contexte de surévaluation possible et de niveaux importants d'endettement des ménages. Les données des toutes dernières années indiquent une certaine correction baissière des prix et des écarts de surévaluation en Suède, quoique de courte durée, et une croissance modérée des prix des logements dans les autres cas (à l'exception du Luxembourg). La Finlande ne semble afficher ni croissance élevée des prix des logements ni surévaluation éventuelle, mais se distingue

par une dette élevée et croissante des ménages. Il est probable qu'après l'apparition de la pandémie de COVID-19, l'évolution des prix des logements se caractérise par des décélérations ou des corrections à la baisse. Une surveillance devrait permettre de vérifier si cet ajustement se produit de manière ordonnée.

L'aggravation actuelle des déséquilibres en termes de stocks ne devrait pas automatiquement rendre de nouveaux bilans approfondis nécessaires. Premièrement, l'aggravation des risques, notamment de ceux liés aux taux d'endettement public et privé, concerne surtout des pays dans lesquels des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs avaient déjà été constatés. Deuxièmement, les prévisions sont encore entourées d'une grande incertitude, notamment au vu de l'évolution de la pandémie, incertitude qui sera sans doute encore omniprésente au moment de l'élaboration des bilans approfondis. Troisièmement, la forte hausse des ratios de dette au PIB en 2020 résulte en partie d'importantes baisses temporaires du PIB nominal et de choix politiques délibérés visant à atténuer les effets de la crise.

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte conclut qu'un bilan approfondi se justifie pour 12 États membres: la Croatie, Chypre, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, la Roumanie, l'Espagne et **la Suède**. Ces États membres ont fait l'objet d'un bilan approfondi au cours du cycle annuel précédent de la PDM et ont été considérés comme présentant des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs. Les nouveaux bilans approfondis permettront d'analyser les problèmes plus en détail et d'évaluer les besoins sur le plan des politiques à conduire. Ils viseront en particulier à évaluer si les déséquilibres constatés s'aggravent ou sont en voie de correction, afin de mettre à jour les évaluations existantes.

Le présent rapport sur le mécanisme d'alerte souligne la nécessité de suivre de près certaines évolutions potentiellement porteuses de risques dans plusieurs des États membres qui ne feront pas l'objet d'un bilan approfondi. Peu de temps après l'éclatement de la crise de la COVID-19, des inquiétudes relatives au financement extérieur se sont fait jour dans plusieurs États membres n'appartenant pas à la zone euro. Les tensions sur le marché se sont atténuées depuis lors, mais elles pourraient ressurgir en cas de résurgence de situations justifiant une réévaluation des risques. En particulier, lorsque les États se financent en partie en devises ou lorsque leurs finances publiques sont perçues comme une source de risque, l'interaction entre les emprunts publics et le financement extérieur mérite d'être surveillée, et la Hongrie semble être dans ce cas de figure[51]. Les conséquences de l'augmentation des ratios de la dette au PIB nécessitent également un suivi dans plusieurs États membres qui ne font pas actuellement l'objet d'une surveillance au titre de la PDM. En Belgique, aussi bien la dette du secteur privé que la dette publique devraient dépasser les seuils de la PDM. Au Danemark, en Finlande et au Luxembourg, la dette du secteur privé devrait poursuivre sa progression au-dessus du seuil. La dette publique devrait s'accroître et s'éloigner encore du seuil de 60 % du PIB en Autriche et en Slovénie. La mesure dans laquelle ces évolutions font peser des risques supplémentaires sur la stabilité macroéconomique est entourée d'une grande incertitude, car les perspectives d'évolution de la dette dépendent de façon déterminante des perspectives de croissance économique à moyen et à plus long terme, qui sont difficiles à évaluer pour le moment. C'est la raison pour laquelle le présent rapport conclut qu'un bilan approfondi n'est pas nécessaire à ce stade pour ces pays.

[51]L'interaction entre les finances publiques et le secteur extérieur mérite également d'être analysée dans le bilan approfondi prévu pour la Roumanie.

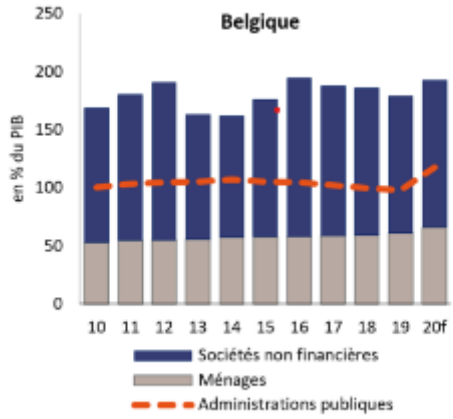
5. COMMENTAIRES PAR ÉTAT MEMBRE

BELGIQUE: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Belgique lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la dette du secteur privé et à la dette publique dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,7 % en 2019 à -8,4 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4,1 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 1,4 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

Graphique A1: ***ventilation de la dette par secteur de l'économie***



Source: Eurostat

- **Les vulnérabilités extérieures sont restées restreintes.** La balance courante a enregistré un très léger excédent en 2019, tandis que la PEGN est nettement positive, ce qui limite les préoccupations en matière de soutenabilité de la position extérieure. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté à un rythme modéré.
- L'**endettement du secteur privé** est resté nettement supérieur au seuil indicatif en 2019 et devrait encore augmenter en 2020 pour atteindre environ 200 % du PIB. La dette des **sociétés non financières** belges est élevée, mais correspond dans une large mesure à des prêts intragroupe transfrontières, ce qui réduit les risques. L'**endettement des ménages**, qui correspond principalement à des emprunts hypothécaires, a continué d'augmenter en 2019, à la faveur de flux de crédits nets positifs. Après avoir chuté au premier semestre en raison des mesures de confinement, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rebondir au second semestre 2020. Les prix des logements ont augmenté en 2019, avec des signes de possible surévaluation.
- Les **bilans des banques** ont été renforcés ces dernières années, et les ratios de fonds propres et de liquidité restent adéquats. Le niveau déjà élevé de la **dette publique** devrait fortement augmenter avec la crise de la COVID-19 et progresser de 20 points de pourcentage pour atteindre près de 118 % du PIB en 2020.
- Les conditions macroéconomiques favorables ont soutenu la **création d'emplois**, et le **taux de chômage** a continué de baisser en 2019, après avoir atteint un pic en 2015. Cette tendance à la baisse devrait se renverser en 2020, et le chômage notamment devrait augmenter fortement en 2021. Le taux d'inactivité reste élevé.

La Belgique est entrée dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques avérés, quoiqu'avec de possibles vulnérabilités liées à l'endettement qui se développaient. Avec la crise de la COVID-19, la dette publique et la dette du secteur privé se sont accrues et elles méritent à présent une surveillance. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

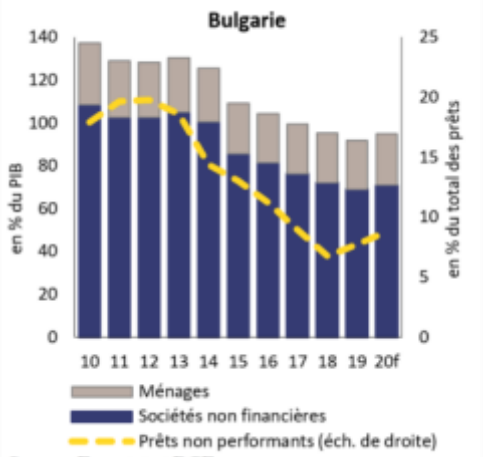
BULGARIE: En février 2020, la Commission a conclu que la Bulgarie ne connaissait plus de déséquilibres macroéconomiques. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 3,7 % en 2019 à -5,1 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 2,6 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,4 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- L'excédent de la **balance courante** s'est accru en 2019, mais il devrait se réduire quelque peu en 2020, eu égard à la forte baisse des revenus du tourisme. La PEGN négative, essentiellement constituée d'investissements directs étrangers, a continué de s'améliorer, repassant sous le seuil indicatif en 2019, et elle devrait encore s'améliorer par la suite. La modération salariale dans le contexte de la crise de la COVID-19 devrait réduire les pressions sur la compétitivité-coûts, bien que la rétention de main-d'œuvre (*labour hoarding*) se traduise par une accélération temporaire de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2020.

*Graphique A2: **dette privée et prêts non performants***



Source: Eurostat et BCE

- **Le secteur des entreprises a continué de se désendetter** en 2019, sous l'effet d'une croissance robuste du PIB nominal. La dette des entreprises est inférieure à la valeur de référence prudentielle, mais dépasse la valeur de référence correspondant aux fondamentaux. La croissance du crédit a augmenté en 2019, mais devrait ralentir en 2020, tandis que le ratio d'endettement augmente du fait de la contraction du PIB. La croissance des **prix réels des logements** s'est quelque peu ralentie en 2019, dans un contexte d'accélération du crédit hypothécaire, mais une nouvelle décélération est probable en 2020 compte tenu de la crise de la COVID-19.
- La **dette publique** devrait rester nettement inférieure à 30 % du PIB en 2020, malgré l'incidence budgétaire de la crise de la COVID-19. Le **secteur financier** est rentable et bien capitalisé. La stabilité du système financier a été favorisée par l'amélioration de la gouvernance et de la surveillance. En juillet 2020, la Bulgarie a rejoint le MCE II et est entrée dans l'union bancaire. Le taux de prêts non performants a suivi une tendance à la baisse et reculé à 6,5 % en 2019. Le défi sera maintenant d'éviter une augmentation significative des PNP lorsque les mesures de soutien prises par le gouvernement en réponse à la crise de la COVID-19 auront pris fin.
- Les **évolutions positives sur le marché du travail** se sont poursuivies en 2019, faisant reculer le chômage à 4,2 %. Cette tendance à la baisse s'inverse du fait de crise de la COVID-19, mais les destructions d'emplois ne se sont pas entièrement traduites par une forte hausse du chômage, l'inactivité ayant augmenté.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Bulgarie ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques avérés, même si le niveau des prêts non performants et de l'endettement des entreprises, quoiqu'en baisse, était relativement élevé. Avec la crise de la COVID-19, la dette des entreprises rapportée au PIB devrait s'alourdir, et les prêts non performants pourraient augmenter. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

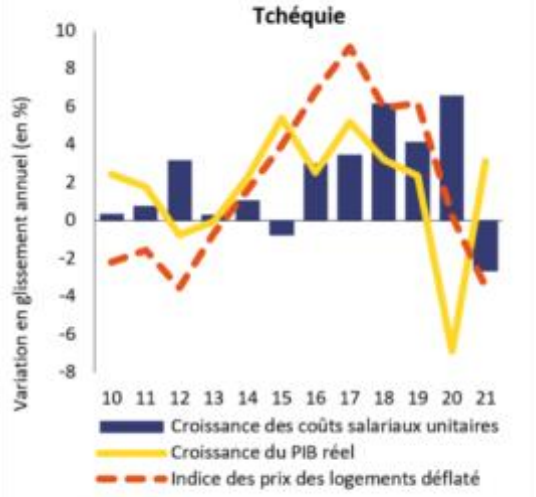
TCHÉQUIE: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Tchéquie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la croissance des coûts salariaux unitaires et à la croissance des prix des logements dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,3 % en 2019 à -6,9 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,1 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 0,8 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **position extérieure** est relativement saine, avec un déficit de la balance courante limité en 2019. Les exportations restent fortement concentrées et intégrées dans les chaînes de valeur mondiales. La position extérieure globale nette (PEGN) a continué de s'améliorer, mais demeure négative, avoisinant -20 % du PIB en 2019. La PEGN hors instruments infaillibles s'est également améliorée et fait apparaître une position nette clairement positive.
- La croissance des **coûts salariaux unitaires** s'est ralentie en 2019, mais est restée élevée. Une certaine modération salariale due à la crise de la COVID-19 est probable dans les temps qui viennent, bien qu'il faille s'attendre à ce que la rétention de main-d'œuvre (*labour hoarding*) se traduise par une accélération temporaire de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2020.

*Graphique A3: **PIB, CSU et prix des logements***



Source: Eurostat

- La dynamique des **prix des logements** et des prêts hypothécaires continue de nécessiter une surveillance. En 2019, la hausse des prix réels des logements s'est accélérée, avec des signes croissants de surévaluation. Il est cependant probable qu'elle ralentisse sur la période 2020-2021. Le crédit net aux ménages est resté positif, et la croissance des prêts hypothécaires, stable en 2019. Dans l'ensemble, le crédit a enregistré une augmentation modérée ces dernières années, qui a quelque peu décéléré en 2019, et l'**endettement du secteur privé** reste faible.
- Le ratio de la **dette publique** a continué de baisser en 2019, mais il devrait augmenter en 2020 en raison de la crise de la COVID-19 pour s'approcher des 40 % du PIB, et rester proche de ce niveau en 2021. Le **secteur bancaire**, en grande partie sous contrôle étranger, est bien capitalisé, avec des niveaux de fonds propres parmi les plus élevés de l'UE.
- La situation sur **le marché du travail** s'est encore améliorée en 2019 à la faveur d'une embellie des conditions macroéconomiques, le taux de chômage ayant reculé à 2 %. En raison de la crise de la COVID-19, le taux de chômage devrait légèrement augmenter en 2020 et en 2021, mais son niveau restera toutefois très bas en comparaison de la moyenne de l'UE.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Tchéquie ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques avérés, même si la compétitivité et les pressions sur le marché immobilier comportaient certains risques limités. Avec la crise de la COVID-19, les pressions sur les coûts ont diminué. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

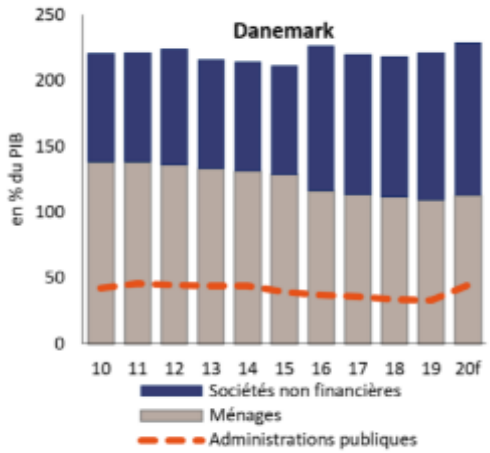
DANEMARK: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté au Danemark lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à l'excédent de la balance courante et à la dette du secteur privé dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,8 % en 2019 à -3,9 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,5 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,5 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes pour la PDM peuvent être résumées comme suit:

- La **balance courante** a continué d'afficher un excédent important, qui a atteint 8,9 % du PIB en 2019 et devrait s'établir, selon les prévisions, à environ 7 % en 2020. Plusieurs années consécutives d'excédent ont conduit à une position extérieure globale nette (PEGN) largement positive générant un revenu primaire net positif, qui a, à son tour, alimenté l'excédent courant.
- La **dette du secteur privé** est restée globalement stable en 2019, tandis que la croissance du crédit a accéléré. Malgré une tendance constante au désendettement passif depuis 2009, la **dette des ménages** reste la plus élevée de l'UE, à environ 110 % du PIB en 2019, soit nettement au-dessus du seuil correspondant aux fondamentaux et du seuil prudentiel, et elle devrait augmenter en 2020. Toutefois, les risques liés à l'endettement des ménages sont en partie compensés par la détention d'un volume important d'actifs. Le crédit net aux ménages est resté positif en 2019. L'accumulation de dette reste encouragée par de faibles coûts de financement et par une fiscalité favorable. Les **prix réels des logements** ont continué d'augmenter à un rythme modéré, avec des signes d'une certaine surévaluation. L'endettement des entreprises reste globalement modéré, malgré une récente tendance à la hausse.
- Le **taux de chômage** s'est encore amélioré en 2019 pour s'établir à 5 % et, selon les prévisions, du fait des mesures de soutien prises par le gouvernement, il ne devrait augmenter que modérément. Seules quelques pénuries sectorielles de main-d'œuvre subsistent, ce qui atténue les pressions haussières sur les salaires.
- Les risques associés **au secteur bancaire et à la dette publique** restent modérés. Les banques sont dans l'ensemble en bonne posture pour continuer de financer l'économie. En raison de la crise et des plans d'urgence et de relance de grande ampleur mis en place par le gouvernement, la dette publique devrait augmenter d'environ 10 points de pourcentage en 2020 pour atteindre 45 % du PIB, soit un niveau qui reste nettement inférieur à 60 % du PIB.

*Graphique A4: **ventilation de la dette par secteur de l'économie***



Source: Eurostat

Au commencement de la crise de la COVID-19, le Danemark ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques avérés, même si le niveau élevé de l'endettement des ménages et des prix des logements comportait certains risques limités. Avec la crise de la COVID-19, le ratio d'endettement des ménages devrait augmenter. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

ALLEMAGNE: En février 2020, la Commission a conclu que l'Allemagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques liés notamment à un excédent courant important, lui-même lié à la faiblesse de l'investissement par rapport à l'épargne, dans le secteur privé comme dans le secteur public. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à l'excédent de la balance courante dépasse le seuil indicatif.

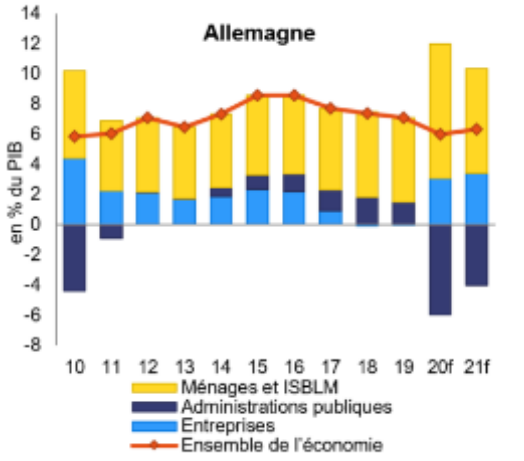
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble l'investissement, l'amélioration des revenus du travail, l'environnement des entreprises et les retraites. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent le renforcement de l'investissement public, le soutien à l'investissement privé et l'engagement à s'abstenir d'alourdir la fiscalité du travail.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 0,6 % en 2019 à -5,6 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,5 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,7 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- L'**excédent de la balance courante** s'est progressivement réduit ces dernières années, pour s'établir à 7,1 % du PIB en 2019. En 2020, la forte baisse de la capacité nette de financement des administrations publiques contribue à une nette réduction de l'excédent, même si le secteur privé a accru sa capacité de financement nette. En 2020 également, l'excédent de la balance commerciale se réduit, les exportations diminuant davantage que les importations. Avec la reprise, l'excédent de la balance courante devrait légèrement repartir à la hausse.

*Graphique A5: **capacité/besoin de financement par secteur***



Source: Ameco

- Ces dernières années, l'**investissement privé** et l'**investissement public** ont augmenté tout en restant légèrement inférieurs à la moyenne de la zone euro. Si la tendance à la hausse de l'investissement public s'est considérablement accélérée en 2020, l'investissement privé a beaucoup pâti de la crise de la COVID-19.
- La **dette publique** est passée sous le seuil indicatif du tableau de bord (fixé à 60 % du PIB) en 2019, mais devrait avoisiner 71 % du PIB en 2020. Le **système bancaire** allemand reste suffisamment capitalisé, avec un très faible niveau de prêts non performants. Néanmoins, la rentabilité reste faible, et le niveau des prêts non performants est susceptible d'augmenter.
- Le **marché du travail** était historiquement tendu avant la crise de la COVID-19, avec un faible taux de chômage et un taux d'emploi élevé. En 2020, le taux de chômage devrait augmenter modérément, et la croissance des salaires devrait ralentir. Les dispositifs de chômage partiel ont contribué à limiter l'augmentation du chômage et ont en partie permis de préserver les revenus.

Au commencement de la crise de la COVID-19, l'Allemagne présentait un excédent d'épargne interne important, alimenté principalement par l'épargne nette des ménages et des administrations publiques. Avec la crise de la COVID-19, l'excédent de la balance courante s'est considérablement réduit, et la croissance des investissements publics a accéléré tandis que l'investissement privé a marqué le pas.

Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

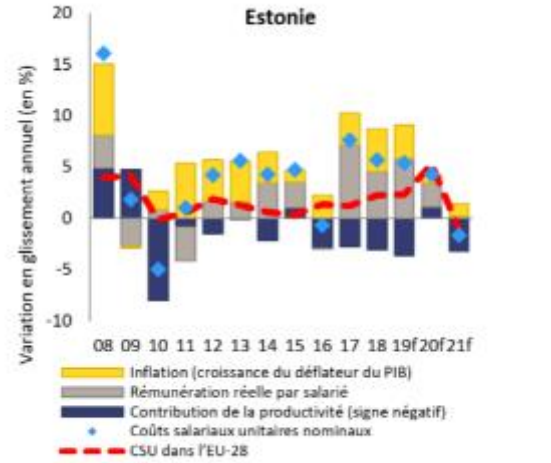
ESTONIE: Aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté en Estonie lors du précédent cycle de la PDM. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs au taux de change effectif réel et à la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 5 % en 2019 à -4,6 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,4 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 0,7 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** restent limitées, puisque la PEGN, bien que négative, s'est progressivement améliorée et devrait s'améliorer encore en 2020 pour passer au-dessus de -20 % du PIB. L'excédent de la balance courante s'est établi à 2 % du PIB en 2019 et devrait avoisiner les 3 % en 2020.
- La croissance des **coûts salariaux unitaires nominaux** est restée supérieure à 5 % en 2019, sous l'effet de facteurs liés aux tensions sur le marché du travail. La modération salariale due à la crise de la COVID-19 devrait ralentir la croissance des coûts salariaux unitaires en 2020 et 2021. Le taux de change effectif réel basé sur l'IPCH a continué de s'apprécier en 2019, bien qu'à un rythme plus lent.

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



Source: services de la Commission

- L'**endettement des entreprises et des ménages** reste relativement faible. La dette du secteur privé rapportée au PIB a diminué en 2019 pour s'établir à 98 % du PIB. Elle devrait légèrement augmenter en 2020 en raison de la baisse du PIB, mais rester relativement faible.
- Le taux de prêts non performants dans le **secteur bancaire** est resté faible en 2019, mais pourrait augmenter dans les temps qui viennent en raison de la crise de la COVID-19. La **dette publique** devrait croître compte tenu de la crise de la COVID-19 et continuer de s'alourdir en 2021, mais en restant néanmoins au plus bas niveau de l'UE, à environ 20 % du PIB.
- Le **marché du travail**, qui affichait de très bons résultats, sera touché par la crise de la COVID-19, avec une hausse du taux de chômage qui passera de 4,4 % en 2019 à 7,5 % en 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, l'Estonie ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques avérés, même si la dynamique des indicateurs relatifs à la compétitivité-coûts comportait certains risques limités. Avec la crise de la COVID-19, la position extérieure est restée stable, et on a assisté à une modération salariale. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

IRLANDE: En février 2020, la Commission a conclu que l'Irlande connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment au niveau élevé de la dette du secteur privé et de la dette publique et à ses passifs extérieurs nets. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN) et à la dette du secteur privé dépassent le seuil indicatif.

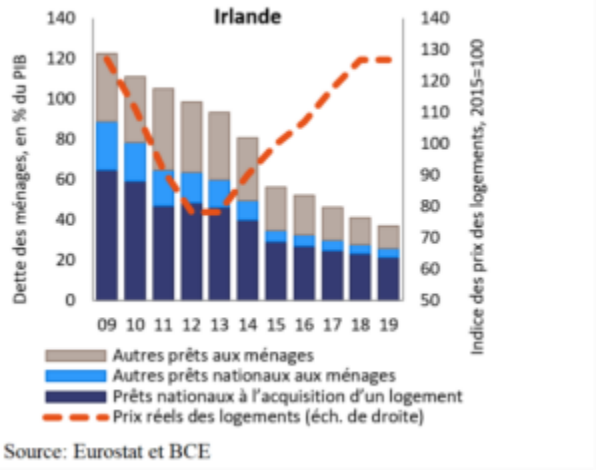
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles et le marché du logement. Les politiques justifiées adoptées en 2020 répondaient surtout à la pandémie.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 5,6 % en 2019 à -2,3 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 2,9 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 2,7 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** demeurent un sujet de préoccupation. Les fluctuations de la balance courante et de la PEGN sont difficiles à évaluer en raison de l'incidence des activités des entreprises multinationales. Le solde de la balance courante, qui est très volatil, a été fortement déficitaire en 2019, tandis qu'un excédent substantiel est prévu pour 2020 et un solde proche de l'équilibre pour 2021. La PEGN totale est restée globalement stable en 2019.

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



Source: Eurostat et BCE

- La **dette du secteur privé** reste élevée, même si le ratio de la dette au PIB a diminué pour s'établir à 200 % du PIB en 2019. La **dette des ménages** est faible en pourcentage du PIB, mais reste élevée par rapport au revenu disponible. Les risques associés à l'**endettement des entreprises** sont difficiles à évaluer en raison de la forte présence d'entreprises multinationales. En raison de la crise de la COVID-19, les entreprises, qui seront confrontées à une baisse de leurs bénéfices mais à des besoins de financement globalement inchangés, pourraient être contraintes d'emprunter davantage dans les temps qui viennent. La croissance des **prix des logements** s'est nettement ralentie en 2019 jusqu'à devenir quasi nulle, alors que l'accessibilité économique des logements demeure un sujet de préoccupation.
- Le **ratio de la dette publique au PIB** est tombé sous le seuil de 60 % en 2019, mais il devrait remonter à environ 63 % du PIB en 2020, du fait de l'ampleur de la récession et des mesures de soutien prises par les pouvoirs publics face à la crise de la COVID-19. La dette publique apparaît plus élevée quand elle est rapportée aux mesures du revenu national, c'est-à-dire si l'on considère le ratio dette/RNB*, qui a atteint 95 % en 2019.
- Le **secteur bancaire** a gagné en résilience au cours des dix dernières années. Le taux de prêts non performants n'a cessé de diminuer, mais il pourrait repartir à la hausse lorsque les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics face à la crise de la COVID-19 prendront fin.
- Les chiffres du **marché du travail** ont continué de s'améliorer en 2019. Le taux de chômage ne devrait augmenter que légèrement en 2020 pour atteindre 5,3 %, mais il devrait s'accroître plus fortement en 2021, pour s'établir à 8,9 %.

Au commencement de la crise de la COVID-19, l'Irlande présentait des vulnérabilités liées à la dette extérieure, publique et du secteur privé. Avec la crise de la COVID-19, les taux d'endettement et de chômage vont augmenter. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

GRÈCE: En février 2020, la Commission a conclu que la Grèce connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, liés notamment à un niveau élevé de dette publique, à une proportion importante de prêts non performants et à un rééquilibrage extérieur incomplet, dans un contexte de chômage élevé, bien qu'en diminution, et de croissance potentielle faible. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la croissance des prix des logements, à la dette publique ainsi qu'au taux de chômage dépassent le seuil indicatif.

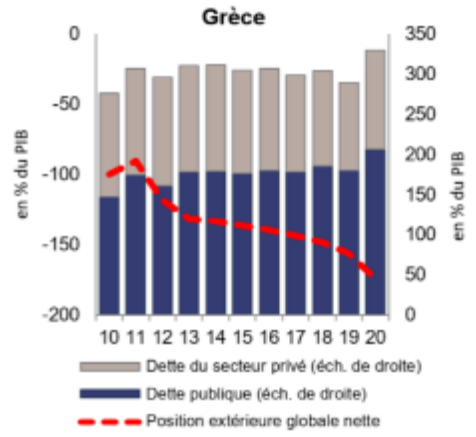
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, le marché du travail, l'environnement des entreprises, les prêts non performants et le secteur financier. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent l'insolvabilité, les marchés de l'énergie, la législation du travail, les prêts non performants, les investissements publics, la privatisation, la gouvernance numérique, l'éducation et la formation, ainsi que l'environnement des entreprises.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,9 % en 2019 à -9 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 5,3 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **soutenabilité de la position extérieure** reste un sujet de préoccupation, car la PEGN devrait selon les prévisions se détériorer encore en raison de la crise de la COVID-19. La PEGN correspond en grande partie à de la dette publique à des conditions préférentielles et avec des échéances longues. Le déficit de la balance courante s'est réduit en 2019, mais il devrait nettement se creuser en 2020 et 2021, notamment sous l'effet de la baisse d'activité dans le secteur du tourisme.
- Le ratio **d'endettement du secteur privé** a poursuivi sa baisse en 2019 et s'est maintenu en deçà du seuil de la PDM. Les **prix réels des logements** se sont redressés en 2019, après dix années de baisse. Par la suite, ils pourraient connaître une correction baissière compte tenu de la crise de la COVID-19.
- La **dette publique** est descendue à 180 % du PIB en 2019, mais elle devrait grimper à plus de 200 % du PIB en 2020, du fait de la baisse du PIB et des mesures liées à la pandémie. Le **secteur bancaire** reste plombé par un encours élevé de prêts non performants hérité du passé.
- Le **chômage** reste très élevé, et la crise est venue interrompre sa lente décrue.

*Graphique A8: **PEGN, dette du secteur privé et dette publique***



Source: Eurostat

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Grèce présentait des vulnérabilités liées à la dette publique, aux prêts non performants hérités du passé, au rééquilibrage extérieur, au chômage et à la faible croissance potentielle. Avec la crise, les ratios d'endettement, le chômage et les prêts non performants vont probablement s'accroître. Globalement, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques

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

ESPAGNE: En février 2020, la Commission a conclu que l'Espagne connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à un niveau élevé de dette extérieure et intérieure, tant publique que du secteur privé, dans un contexte de chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la dette publique, au taux de chômage ainsi qu'au taux d'activité dépassent le seuil indicatif.

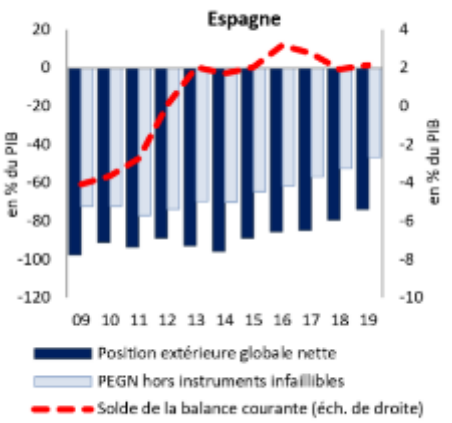
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, le marché du travail, l'éducation et l'environnement des entreprises. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent la formation, l'éducation et l'innovation.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2 % en 2019 à -12,4 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5,4 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 6,1 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **position extérieure** s'est améliorée en 2019, la PEGN négative se réduisant et la balance courante restant excédentaire. Néanmoins, la PEGN hors instruments infaillibles (PHII) reste largement négative. La PEGN devrait toutefois s'accroître en 2020, tandis que l'excédent de la balance courante devrait rester relativement important malgré la baisse d'activité dans le secteur du tourisme.

Graphique A9: ***PEGN et solde de la balance courante***



Source: services de la Commission

- **La dette des entreprises et celle des ménages** ont suivi une trajectoire baissière jusqu'en 2020, et le ratio d'endettement du secteur privé est passé sous le seuil de la PDM en 2019. Les flux de crédits privés sont restés faibles en 2019. L'endettement des ménages est supérieur au seuil prudentiel ainsi qu'au seuil correspondant aux fondamentaux. Une augmentation du chômage pourrait réduire leur capacité de remboursement future. La dette des entreprises et la dette des ménages rapportées au PIB devraient augmenter en 2020, en grande partie en raison de la chute du PIB engendrée par la COVID-19.
- Le ratio de la **dette publique** au PIB, déjà élevé, devrait augmenter d'environ 25 points de pourcentage en 2020, pour atteindre 120 % du PIB, puis se maintenir plus ou moins à ce niveau en 2021.
- **Le secteur bancaire** a renforcé sa résilience au cours des dix dernières années. La liquidité bancaire est solide et, dans l'ensemble, le secteur est suffisamment capitalisé, tandis que sa rentabilité est modeste. Le taux de prêts non performants a reculé aux alentours de 3 % en 2019, mais il devrait s'accroître en raison de la crise de la COVID-19.
- Les chiffres du **marché du travail** ont continué de s'améliorer en 2019, bien que le niveau du chômage et la segmentation du marché du travail demeurent des sujets de préoccupation. Le taux de chômage devrait se hisser à près de 17 % en 2020, puis augmenter encore légèrement en 2021. Le taux d'activité a légèrement diminué entre 2016 et 2019, en partie en raison de l'augmentation du nombre de personnes qui suivent des études.

Au commencement de la crise de la COVID-19, l'Espagne présentait des vulnérabilités liées à la dette extérieure, du secteur privé et publique et à un taux de chômage élevé. Avec la crise de la COVID-19,

les taux d'endettement et de chômage ont augmenté. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

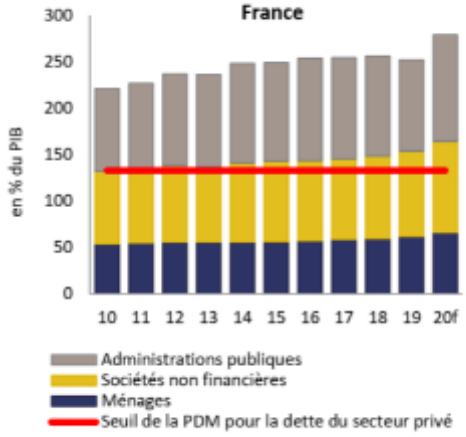
FRANCE: En février 2020, la Commission a conclu que la France connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à une dette publique élevée et à un dynamisme insuffisant de la compétitivité, dans un contexte de faible croissance de la productivité, dont l'incidence dépasse les frontières nationales. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la dette du secteur privé et à la dette publique dépassent le seuil indicatif.

Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, la productivité du travail et l'environnement des entreprises. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent l'amélioration de l'environnement des entreprises et la recherche & développement.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,5 % en 2019 à -9,4 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5,8 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 0,9 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

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



Source: Eurostat

- La **position extérieure** est stable, avec un déficit limité de la balance courante et une PEGN légèrement plus négative en 2019.
- Le **ratio d'endettement du secteur privé** a continué d'augmenter en 2019 pour atteindre 153 % du PIB et, selon les prévisions, il devrait poursuivre sa hausse en 2020. Le **crédit aux entreprises** a été élevé en 2019 et devrait encore augmenter, tandis que les entreprises ont aussi continué à accumuler des réserves de trésorerie dans un contexte d'augmentation de leurs bénéfices, de baisse des dividendes, de réduction des investissements et d'un niveau globalement faible et décroissant de prêts non performants. L'**endettement des ménages** est élevé et devrait croître. Les prix des logements présentent quelques signes limités de surévaluation, tandis que leur croissance a été modérée en 2019 dans l'ensemble.
- Les pertes de **compétitivité** enregistrées ces dix dernières années n'ont pas été effacées. La croissance des coûts salariaux unitaires est restée contenue, même si l'amélioration de la productivité du travail s'est sensiblement ralentie. Après une certaine progression ces dernières années, les parts de marché à l'exportation ont baissé en 2019.
- La **dette publique** est restée stable à 98 % du PIB en 2019. Elle devrait augmenter à environ 116 % du PIB en 2020, en raison de la contraction du PIB et du vaste programme de relance budgétaire destiné à atténuer les effets de la crise. Le **secteur bancaire** affiche des niveaux de fonds propres satisfaisants et en hausse, des taux de prêts non performants globalement faibles et en recul, mais sa rentabilité est modeste, comme celle de ses pairs européens. Toutefois, le nombre de faillites pourrait augmenter en raison de la crise de la COVID-19.
- Les chiffres du **marché du travail** se sont améliorés en 2019, mais le chômage devrait légèrement augmenter par la suite.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la France présentait des vulnérabilités liées à la dette et à la compétitivité. Avec la crise de la COVID-19 et les mesures prises pour soutenir l'économie, la dette publique a augmenté tandis que l'évolution de la compétitivité est restée relativement stable. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

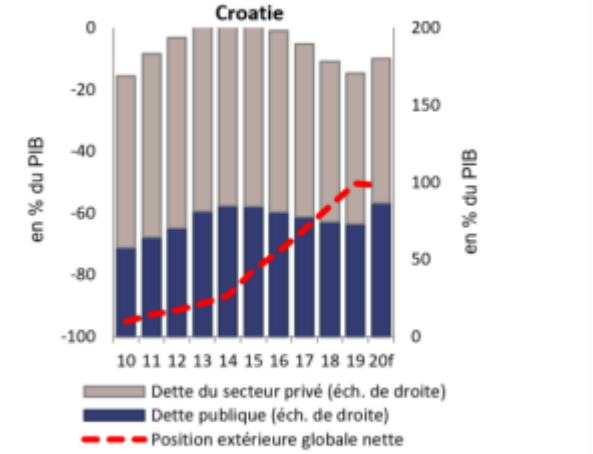
CROATIE: En février 2020, la Commission a conclu que la Croatie connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à un niveau élevé de dette publique, de dette du secteur privé et de dette extérieure, dans un contexte de faible croissance potentielle. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la croissance des prix des logements et à la dette publique dépassent le seuil indicatif.

Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, le marché du travail et l'environnement des entreprises. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent le renforcement de la gouvernance du secteur public et l'allègement des charges administratives et financières pesant sur les entreprises.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,9 % en 2019 à -9,6 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5,7 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 2,5 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

Graphique A11: ***PEGN, dette du secteur privé et dette publique***



Source: Eurostat

- Des préoccupations subsistent quant à la **soutenabilité de la position extérieure**, tandis que la PEGN, fortement négative, a continué de s'améliorer en 2019 et que l'excédent de la balance courante s'est accru pour atteindre environ 3 % du PIB. Les risques pesant sur la soutenabilité de la position extérieure sont atténués par la part relativement importante des investissements directs étrangers dans le total des engagements extérieurs. Le solde de la balance courante devrait devenir déficitaire en 2020, en grande partie en raison de la faible activité du secteur du tourisme.
- Le ratio d'**endettement du secteur privé** a continué de baisser en 2019. Une portion importante de cette dette demeure libellée en monnaie étrangère, ce qui engendre des risques de change.
- La **croissance des prix réels des logements** s'est accélérée en 2019 pour dépasser 8 %, soutenue par l'accélération de la croissance des prêts hypothécaires, tandis que l'écart de valorisation se resserre. La croissance des prix des logements devrait ralentir compte tenu de la crise de la COVID-19.
- La **dette publique** a poursuivi sa baisse pour s'établir à 73 % du PIB en 2019, soit un niveau encore relativement élevé. En 2020, elle devrait augmenter de plus de 15 points de pourcentage en raison de la forte récession économique et des mesures de relance économique prises dans le contexte de la pandémie de COVID-19.
- Le **secteur bancaire** se caractérise par une rentabilité modeste et une capitalisation relativement solide, mais aussi par un taux de prêts non performants relativement élevé, quoiqu'en baisse. Il faut s'attendre à une hausse des prêts non performants lorsque les mesures de soutien prises par le gouvernement en réponse à la crise de la COVID-19 auront pris fin.

- Le **taux de chômage** a reculé à 6,6 % en 2019, soit son plus bas niveau historique, une forte baisse ayant été enregistrée aussi bien pour le chômage de longue durée que pour le chômage des jeunes. Toutefois, compte tenu de la crise actuelle, les prévisions annoncent une hausse du chômage.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Croatie présentait des vulnérabilités liées à la dette publique, du secteur privé et extérieure dans un contexte de faible croissance potentielle. Avec la crise de la COVID-19, les taux d'endettement et de chômage devraient augmenter. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

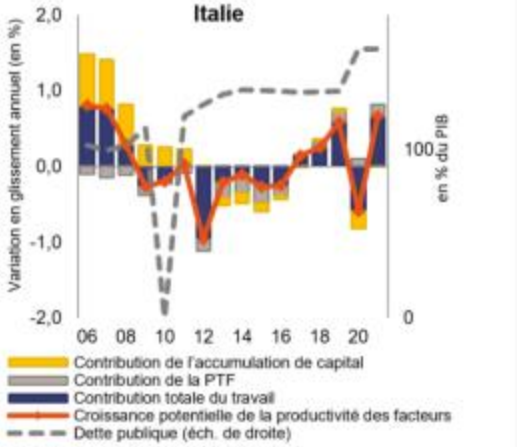
ITALIE: En février 2020, la Commission a conclu que l'Italie connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, liés notamment à un niveau élevé de dette publique et à l'atonie persistante de la productivité, dans le contexte d'un niveau toujours important de prêts non performants et d'un chômage élevé. Dans le tableau de bord actualisé qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la dette publique et au taux de chômage dépassent le seuil indicatif.

Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, le marché du travail, l'environnement des entreprises et le secteur financier. En dehors des politiques justifiées par la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent l'efficacité de l'administration publique et le soutien à la double transition numérique et écologique.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 0,3 % en 2019 à -9,9 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4,1 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 4,1 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

*Graphique A12: **croissance potentielle et dette publique***



Source: services de la Commission

- La **position extérieure** est stable, avec une position extérieure globale nette proche de l'équilibre et un important excédent courant stable, également en 2020, malgré la faible activité du secteur du tourisme.
- La **croissance de la productivité** globale reste atone et ne devrait que légèrement s'améliorer à moyen terme. **La croissance des coûts salariaux unitaires** est restée faible en 2019 et la croissance des salaires devrait ralentir en 2020.
- **La dette publique** est restée stable en 2019, à environ 135 % du PIB, mais elle devrait fortement augmenter en 2020, de quelque 25 points de pourcentage, du fait des mesures prises en réponse à la pandémie et de la chute de l'activité économique. Le solde primaire devrait devenir déficitaire en 2020 pour la première fois depuis 2009.
- En ce qui concerne le **secteur bancaire**, la forte réduction des prêts non performants s'est poursuivie, mais leur niveau reste relativement élevé, aux alentours de 7 %. Les mesures de soutien à la liquidité accordées en réponse à la pandémie ont amélioré le niveau relativement faible de l'activité de prêt observé en 2019. Il est probable que le taux de prêts non performants augmente si certaines des mesures prises face à la crise de la COVID-19 sont supprimées trop tôt.
- Sous l'effet du choc créé par la pandémie, de récentes tendances à l'amélioration observées sur le **marché du travail** ont commencé à s'inverser, et cette détérioration pourrait s'accentuer lorsque les mesures d'urgence prendront fin. Le taux de chômage devrait rester aux alentours de 10 % en 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, l'Italie présentait des vulnérabilités liées au niveau élevé de la dette publique et à la faible croissance de la productivité, dans un contexte de niveaux encore élevés de prêts non performants et de taux de chômage, quoiqu'en recul. Avec la crise de la COVID-19, les ratios d'endettement ont augmenté, tandis que l'incidence sur le marché du travail et le secteur bancaire pourrait se faire sentir avec un certain décalage dans le temps, en fonction de la durée

de la crise et du moment où seront levées les mesures de soutien. Globalement, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques macroéconomiques persistent et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

CHYPRE: En février 2020, la Commission a conclu que Chypre connaissait des déséquilibres macroéconomiques excessifs, liés notamment à une proportion très importante de prêts non performants qui plombe le secteur financier et à une dette privée, publique et extérieure élevée, dans un contexte de croissance potentielle modérée. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs au déficit de la balance courante, à la position extérieure globale nette (PEGN) et aux ratios de dette du secteur privé et de dette publique dépassent le seuil indicatif.

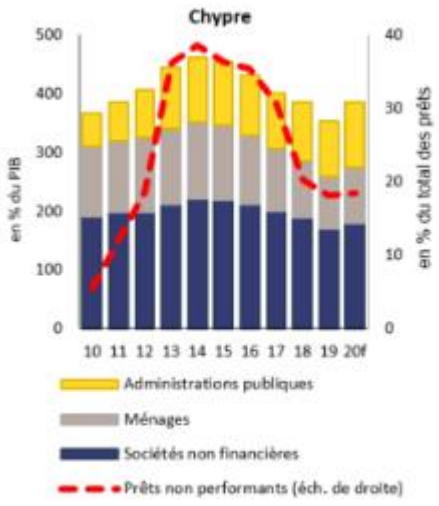
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, la dette du secteur privé, les prêts non performants et l'environnement des entreprises. En dehors des politiques qu'il a fallu adopter en réponse à la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent le système judiciaire, l'administration publique, les collectivités locales et l'accès aux financements.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 3,1 % en 2019 à -6,2 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,7 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 0,7 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** restent préoccupantes: bien qu'elle se soit améliorée en 2019, la PEGN demeure fortement négative, ce qui reflète néanmoins en grande partie les activités d'entités ad hoc. La balance courante s'est soldée par un important déficit de 6,3 % du PIB en 2019 et devrait se détériorer fortement en 2020 avec le recul marqué du tourisme.

Graphique A13: dette et prêts non performants



Source: Eurostat et BCE

- Le ratio d'**endettement des entreprises** a continué de diminuer en 2019, même s'il reste élevé. Les entreprises non financières se sont désendettées à un rythme plus rapide que les ménages. La **dette des ménages** s'élevait à quelque 90 % du PIB en 2019, ce qui est supérieur aux seuils prudentiels. En 2020, les ratios d'endettement privé devraient augmenter, en raison de la contraction du PIB nominal et des moratoires sur les remboursements de prêts. La tendance à la baisse devrait se réamorcer en 2021.
- S'il a diminué en 2019, le ratio de la **dette publique** au PIB devrait augmenter de quelque 20 points de pourcentage en 2020, pour atteindre près de 113 % du PIB, sous l'effet des mesures de soutien budgétaire adoptées, de nouvelles émissions obligataires et de la contraction du PIB. Le **secteur bancaire** a gagné en stabilité au cours des dernières années, avec un recul marqué des prêts non performants en 2018 et 2019. En 2020, l'augmentation des ratios de prêts non performants a été limitée, du fait de cessions d'actifs et d'abandons de créances, mais elle pourrait être plus forte en 2021 avec la levée des moratoires sur les remboursements de prêts.

Au commencement de la crise de la COVID-19, Chypre présentait des vulnérabilités liées à sa dette extérieure, privée et publique et à la proportion toujours élevée de prêts non performants, dans un contexte de croissance potentielle modérée. Avec la crise de la COVID-19, le déficit de la balance courante s'est creusé, et les ratios d'endettement ont augmenté, tandis que la réduction des prêts non performants au bilan des banques a ralenti. Globalement, la Commission juge opportun, compte tenu

également des déséquilibres excessifs constatés en février, d'examiner plus avant si les risques macroéconomiques persistent et de suivre les progrès réalisés dans la correction des déséquilibres excessifs.

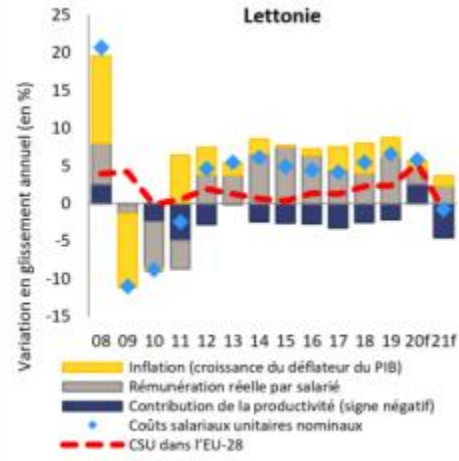
LETTONIE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Lettonie. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'à 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN) et à la croissance des coûts salariaux unitaires dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,1 % en 2019 à -5,6 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4,9 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,3 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Des **vulnérabilités extérieures** subsistent, mais on note des améliorations. Le solde de la balance courante a été légèrement négatif en 2019, mais la PEGN, reflétant essentiellement les investissements directs étrangers et l'endettement public, a continué de s'améliorer rapidement. La PEGN devrait poursuivre son embellie, et la balance courante enregistrer un excédent.
- Entraînés par la progression significative des salaires, les **coûts salariaux unitaires** ont continué d'augmenter assez fortement en 2019 Cependant, la croissance des salaires devrait marquer le pas en 2020, du fait de l'impact de la crise de la COVID-19. Parallèlement, le taux de change effectif réel est resté globalement stable, après s'être fortement apprécié l'année précédente. Les parts de marché à l'exportation se sont contractées pour la première fois en 4 ans.

Graphique A14: ***décomposition des CSU***



Source: services de la Commission

- L'**endettement des entreprises et des ménages** reste modéré, mais il devrait augmenter avec le recul du PIB entraîné par la crise de la COVID-19. S'ils ont augmenté en 2019, les prêts aux entreprises non financières devraient nettement diminuer en 2020. La croissance des **prix des logements** est restée forte en 2019, s'établissant à un niveau juste en dessous du seuil, mais elle devrait ralentir en conséquence de la crise de la COVID-19.
- Le **secteur bancaire** est entré dans la crise dans un état de bonne santé financière, avec des ratios de fonds propres et de liquidité tous deux supérieurs à la moyenne de l'UE. Cependant, la proportion de prêts non performants, quoiqu'encore faible, devrait augmenter avec le démantèlement progressif des mesures de soutien public prises en réponse à la crise de la COVID-19. L'**endettement public** a de nouveau reculé en 2019, pour s'établir à quelque 37 % du PIB, mais il devrait augmenter en 2020, du fait des mesures prises en réponse à la pandémie et de la contraction du PIB.

La Lettonie est entrée dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques identifiés, même si la dynamique de l'offre de main-d'œuvre et de la compétitivité-coûts comportait des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, les pressions qui s'exerçaient sur le marché du travail et sur les salaires se sont temporairement relâchées. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

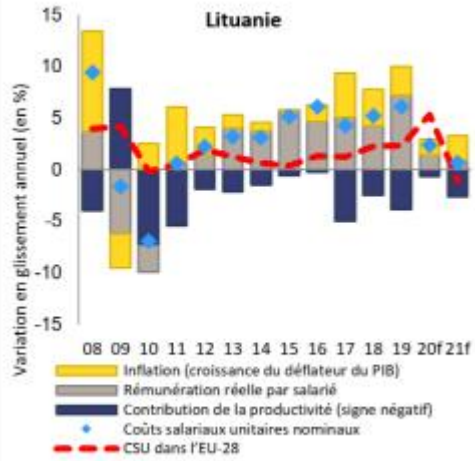
LITUANIE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Lituanie. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'à 2019, l'indicateur relatif à la croissance des coûts salariaux unitaires dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 4,3 % en 2019 à -2,2 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 4,8 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** demeurent contenues, parce que la PEGN, bien que négative, s'est progressivement améliorée jusqu'en 2019. Elle se compose essentiellement du stock cumulé d'investissements directs étrangers. La PEGN devrait encore s'améliorer en 2020 et 2021. Les exportations en hausse de services de transport ont considérablement amélioré la balance commerciale, en conséquence de quoi l'excédent de la balance courante a dépassé les 3 % en 2019 et devrait rester très important en 2020 et 2021. Les gains de parts de marché à l'exportation se sont poursuivis à un rythme soutenu.

*Graphique A15: **décomposition des CSU***



Source: services de la Commission

- Les **coûts salariaux unitaires nominaux** sont en augmentation rapide depuis 2016, sous l'effet du resserrement du marché du travail et de certains changements réglementaires, dont une hausse relativement rapide du salaire minimum et des salaires de la fonction publique. La pandémie de COVID-19 devrait avoir une incidence négative sur les salaires du secteur privé en 2020 et ralentir la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux.
- Le **secteur bancaire** est très rentable et affiche un ratio de fonds propres légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro. Le taux de prêts non performants est sur une trajectoire descendante et il est globalement faible. La **dette publique** a poursuivi sa baisse en 2019, mais devrait augmenter pour atteindre environ 47 % du PIB en 2020 du fait de la crise de la COVID-19 et continuer à croître en 2021.
- Avant la pandémie de COVID-19, le **marché du travail** affichait de bons résultats, avec un taux de chômage de 6,3 %. Cependant, le taux de chômage devrait atteindre 8,9 % en 2020, avant de redescendre en 2021.

La Lituanie est entrée dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques identifiés, même si la dynamique de la compétitivité-coûts comportait des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, tandis que la position extérieure est restée stable, les pressions sur les salaires se sont allégées. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

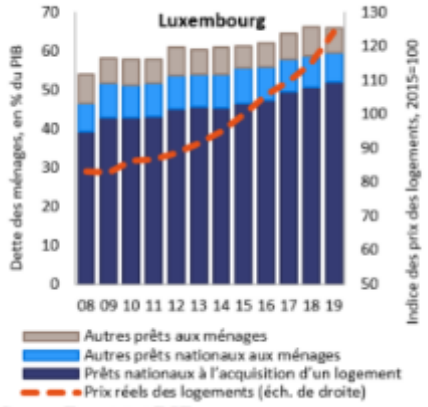
LUXEMBOURG: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas du Luxembourg. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'à 2019, les indicateurs relatifs à la croissance des coûts salariaux unitaires, à la croissance des prix des logements et à la dette du secteur privé dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,3 % en 2019 à -4,5 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,9 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 0,3 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **soutenabilité de la position extérieure** suscite des préoccupations limitées. La balance courante affiche un excédent stable, et la position extérieure globale nette est nettement positive. Les **coûts salariaux unitaires** ont continué d'augmenter à un rythme relativement soutenu en 2019, dans un contexte de tensions sur le marché du travail. En 2020, leur progression devrait être contenue, sur fond de modération salariale liée à la crise de la COVID-19.

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



Source: Eurostat et BCE

- Le **ratio de la dette privée au PIB** est très élevé, puisqu'il atteint 319 %. Il résulte essentiellement d'un fort **endettement des entreprises**, supérieur à 250 % du PIB en 2019. Néanmoins, ce chiffre élevé résulte essentiellement du rôle joué par le Luxembourg en tant que centre financier mondial et des prêts intragroupes transfrontières. L'**endettement des ménages**, qui s'est stabilisé en 2019 à 66 % du PIB, est nettement inférieur à la fois au seuil correspondant aux fondamentaux et au seuil prudentiel, mais il est au-dessus des seuils lorsqu'il est rapporté au revenu disponible. Le crédit hypothécaire a progressé de 8 % en 2019, la moitié de l'encours étant à taux variables, quoique cette proportion soit en rapide recul. En 2020, le ratio de la dette des ménages au PIB devrait augmenter, en raison surtout de la contraction du PIB.
- Les **prix des logements** ont continué d'augmenter fortement en 2019, et il y a des signes de surévaluation. Selon les prévisions pour 2020 et 2021, leur croissance ne devrait pas connaître de modération importante. Du côté de l'offre, la construction résidentielle s'est contractée en 2019, ce qui a creusé encore davantage l'écart entre l'offre et la demande qui tire les prix des logements à la hausse.
- Le **secteur bancaire** est bien capitalisé et liquide et il est resté rentable, bien que sa rentabilité soit inférieure à la moyenne de la zone euro. La proportion de prêts non performants est très faible. Cependant, l'évolution des prix des logements, conjuguée au niveau d'exposition des banques en matière de crédit hypothécaire et au fort endettement des ménages, requiert un suivi continu. La **dette publique**, qui est faible, devrait augmenter pour atteindre quelque 25 % du PIB en 2021.

Le Luxembourg est entré dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques identifiés, quoiqu'avec quelques risques liés à la hausse des prix des logements et à l'endettement des ménages. Avec la crise de la COVID-19, les pressions sur les prix et les coûts connaissent un allègement temporaire. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

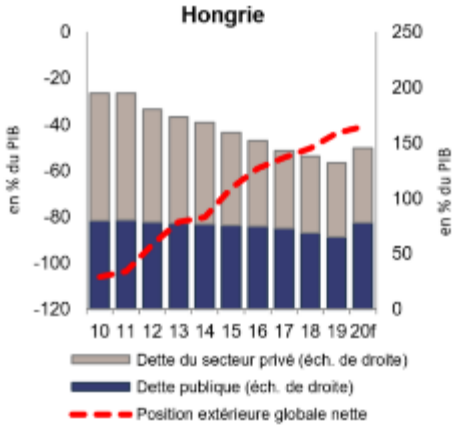
HONGRIE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Hongrie. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'à 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la croissance des prix des logements, à la dette publique et à la croissance des passifs financiers dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 4,6 % en 2019 à -6,4 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 6,2 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Le pays conserve des **vulnérabilités extérieures**, en dépit d'améliorations soutenues de la PEGN, qui s'est établie à -44 % du PIB en 2019, soit au-delà du seuil de référence correspondant aux fondamentaux. La PEGN devrait encore s'améliorer en 2020 et 2021. Début 2020, les réserves officielles avoisinaient des niveaux considérés comme un minimum prudentiel. Le solde de la balance courante est devenu légèrement déficitaire en 2019 et devrait le rester jusqu'en 2022. La croissance des parts de marché à l'exportation a accéléré, en dépit d'une détérioration de la compétitivité-coûts. En 2020, le forint s'est fortement déprécié, ce qui est de bon augure pour de nouveaux gains de compétitivité, mais traduit aussi une vulnérabilité aux changements de climat sur les marchés financiers mondiaux.

Graphique A17: ***PEGN, dette du secteur privé et dette publique***



Source: Eurostat

- Les **prix des logements** et les flux de crédit ont crû fortement en 2019, faisant naître des craintes de surévaluation. La crise de la COVID-19 devrait entraîner une certaine correction des prix.
- La **dette publique** était sur une trajectoire descendante en 2019, tombant à environ 65 % du PIB. Elle devrait augmenter de près de 13 points de pourcentage en 2020, sous l'effet de la profonde récession et des mesures de soutien public prises en réponse à la crise de la COVID-19. Les besoins de financement bruts sont particulièrement élevés, du fait d'une dette importante, qui plus est à relativement brève échéance. En outre, aussi bien la dette publique que celle des entreprises comportent des expositions au risque de change. Dans le même temps, l'ouverture de l'économie rend le revenu national et le solde budgétaire sensibles aux fluctuations monétaires. Un certain niveau de dette libellé en devises peut contribuer à couvrir ce risque.
- Le **secteur bancaire** est très rentable, mais le ratio de fonds propres de catégorie 1 est inférieur à celui de la plupart des autres pays de l'UE. Un moratoire global sur les remboursements des emprunteurs protège temporairement les banques du risque de défaut. Pour autant, le ratio des prêts non performants demeure relativement élevé, à 4,3 % en 2019, et pourrait augmenter à l'expiration du moratoire. Les banques commerciales détiennent un montant important de dette publique (environ 20 % du PIB).

Dans l'ensemble, la lecture économique du tableau de bord met en évidence des problèmes liés aux pressions qui s'exercent sur les coûts, à la structure des exportations, à la dette publique et au marché immobilier. Avec la crise de la COVID-19, les problèmes liés aux pressions sur les coûts devraient s'atténuer, tandis que les risques liés à l'interaction entre les besoins de financement de l'État et le

financement extérieur semblent avoir augmenté. Cela étant dit, l'ampleur même des déséquilibres de stock n'est pas particulièrement importante. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

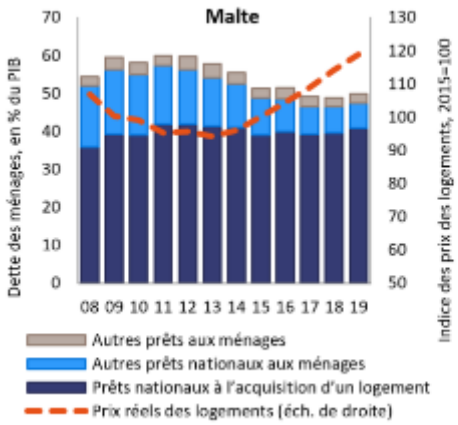
MALTE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de Malte. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données jusqu'en 2019, aucun indicateur ne dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 4,9 % en 2019 à -7,3 % en 2020, La croissance réelle devrait s'établir à 3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 2,6 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- L'excédent de la **balance courante** est élevé, mais il devrait se rétrécir pour se rapprocher de l'équilibre d'ici à 2021, en partie en raison de la faiblesse de l'activité touristique. La position extérieure globale nette, nettement positive, reflète la position du pays en tant que centre financier international. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté à un rythme relativement rapide ces dernières années.

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



Source: Eurostat et BCE

- La **dette du secteur privé** a légèrement augmenté pour s'approcher du seuil du tableau de bord en 2019, sous l'effet d'une forte expansion du crédit, qui se poursuit et qui a nourri d'importants investissements dans la construction résidentielle. Soutenues par une réduction temporaire des taxes sur les transactions immobilières, les tendances observées dans le secteur de la construction devraient se maintenir en 2020 et 2021. Les conditions favorables prévalant sur le marché du travail, conjuguées à la faiblesse des taux d'intérêt, ont favorisé un endettement des ménages qui mérite d'être surveillé. La **croissance soutenue des prix des logements** s'est poursuivie en 2019, avec quelques signes de surévaluation. Elle devrait temporairement ralentir en 2020 sous l'effet de la crise de la COVID-19.
- La **dette publique**, qui a suivi une trajectoire baissière jusqu'en 2019, devrait augmenter pour atteindre 60 % du PIB en 2020 en conséquence de la pandémie. Dans le secteur bancaire, les passifs ont diminué en 2019, et le niveau des prêts non performants est resté stable, tandis que la révision en cours du cadre en matière d'insolvabilité devrait renforcer la résilience du secteur. Cependant, la concentration croissante des portefeuilles des banques dans le secteur immobilier appelle une surveillance étroite.
- Le **taux de chômage** a diminué en 2019, et le taux d'activité a continué d'augmenter. Toutefois, le taux de chômage devrait croître en conséquence de la crise de la COVID-19.

Au commencement de la crise de la COVID-19, Malte ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques identifiés, mais affichait un excédent élevé de la balance courante et une croissance relativement rapide des prix des logements, faisant peser des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, les pressions internes se sont quelque peu allégées, tandis que la position extérieure est restée stable. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

PAYS-BAS: En février 2020, la Commission a conclu que les Pays-Bas connaissaient des déséquilibres macroéconomiques, notamment liés au niveau élevé de la dette du secteur privé et au large excédent de la balance courante. Dans le tableau de bord actualisé, les indicateurs relatifs à la dette du secteur privé et à l'excédent de la balance courante dépassent le seuil indicatif.

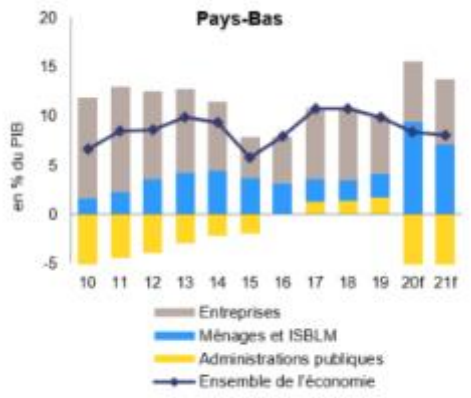
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble l'investissement, le revenu des ménages, les retraites, la dette du secteur privé et le marché immobilier. En dehors des politiques qu'il a fallu adopter en réponse à la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent le système des retraites, les investissements immobiliers, la réduction du biais fiscal favorisant l'endettement des ménages et la mise en place d'Invest-NL.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,7 % en 2019 à -5,3 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 2,2 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 0,1 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- L'**excédent de la balance courante** s'est rétréci, passant de 10,8 % du PIB en 2018 à 9,9 % en 2019, et il devrait également se contracter modérément en 2020. Avec la crise de la COVID-19, l'épargne nette du secteur public est entrée fortement dans le rouge, mais il est probable que cette situation sera largement compensée par de nouvelles hausses de l'excédent d'épargne des ménages et des entreprises. Globalement, l'excédent de la balance courante devrait rester élevé et largement supérieur au seuil de référence correspondant aux fondamentaux.

Graph A19: capacité/besoin de financement par secteur



Source: Ameco

- Avant la crise de la COVID-19, la **dette du secteur privé**, de quelque 230 % du PIB en 2019, suivait une trajectoire descendante. La **dette des entreprises** s'explique en premier lieu par l'endettement intragroupe de multinationales. La **dette des ménages**, de 100 % du PIB en 2019, est essentiellement liée au traitement fiscal généreux des emprunts hypothécaires et au fonctionnement non optimal du marché locatif. Le ratio d'endettement des ménages devrait repartir à la hausse en 2020. Par ailleurs, une augmentation du chômage pourrait réduire la capacité de remboursement des ménages. Les **prix des logements** ont augmenté de 4,8 % en 2019, avec des signes de surévaluation.
- Le **système bancaire** est bien capitalisé, avec un faible niveau de prêts non performants, et il est rentable. La **dette publique** devrait augmenter pour atteindre environ 64 % du PIB en 2020 et elle pourrait croître encore au cours des années suivantes.
- Le **marché du travail** était historiquement tendu avant la crise. Cependant, il devrait se détériorer fortement en conséquence de la crise, cette détérioration affectant tout particulièrement les travailleurs les plus vulnérables.

Au commencement de la crise de la COVID-19, les Pays-Bas présentaient un important excédent d'épargne au niveau national, qui existe de longue date, conjugué à des niveaux élevés d'endettement du secteur privé. Dans le sillage de la crise, l'excédent d'épargne devrait légèrement diminuer tout en restant élevé, tandis que les ratios d'endettement du secteur privé devraient augmenter. Globalement, la

Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

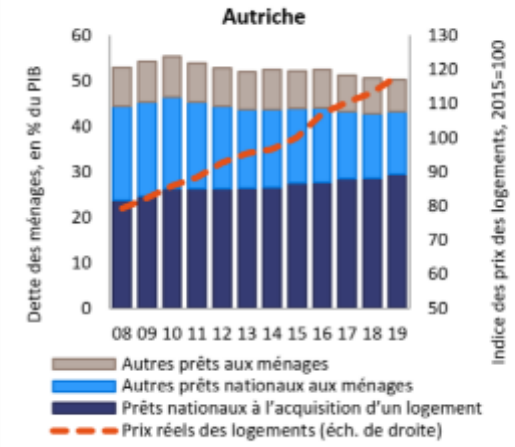
AUTRICHE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de l'Autriche. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à la dette publique dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,4 % en 2019 à -7,1 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4,1 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 0,6 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** demeurent contenues. L'excédent de la balance courante a augmenté en 2019 pour s'approcher des 3 % du PIB, mais il devrait se réduire quelque peu en 2020. La croissance des coûts salariaux unitaires a modérément accéléré en 2019, mais reste relativement contenue. Une modération salariale limitée est attendue pour 2020, notamment parce que, pour d'importants secteurs économiques, les négociations salariales ont eu lieu avant l'éclatement de la crise.

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



Source: Eurostat et BCE

- La **dette du secteur privé** a poursuivi sa trajectoire descendante, les entreprises financières s'étant modérément désendettées en 2019, tandis que le ratio d'endettement des ménages restait stable. Cependant, des augmentations sont attendues sur ces deux fronts en 2020, essentiellement en raison de la contraction du PIB induite par la COVID-19. Cette hausse devrait partiellement se résorber en 2021, sous l'effet de la reprise économique attendue.
- Les **prix réels des logements** ont poursuivi leur tendance à la hausse, qui a de nouveau accéléré en 2019, avec des signes croissants de surévaluation. Une certaine correction des prix est toutefois attendue en 2021. Si l'augmentation des prix mérite d'être surveillée, elle ne semble toutefois pas tirée par le crédit.
- Globalement, le **secteur bancaire** est en bonne posture pour contribuer à atténuer l'impact de la crise. Le ratio des prêts non performants a de nouveau reculé en 2019, pour s'établir à juste un peu plus de 2 %. La **dette publique** a également continué de diminuer, à la faveur d'une croissance économique forte et du processus en cours de liquidation d'actifs d'établissements financiers nationalisés. Elle devrait cependant se creuser en raison de la crise pour atteindre quelque 84 % du PIB en 2020, ce qui représente près de 14 points de pourcentage de plus que son niveau de 2019.
- L'embellie des conditions macroéconomiques a contribué à une nouvelle amélioration des conditions prévalant sur le **marché du travail**, mais le chômage devrait augmenter en 2020 en conséquence de la crise.

L'Autriche est entrée dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques identifiés, quoiqu'avec certaines vulnérabilités liées au marché immobilier. Avec la crise de la COVID-19, la croissance des prix des logements est en phase de modération, tandis que la dette publique augmente. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

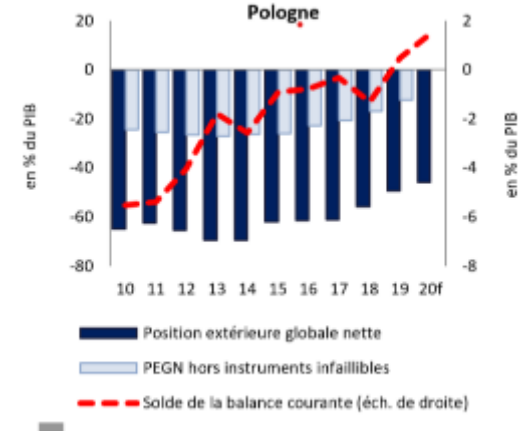
POLOGNE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Pologne. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN) et à la croissance des prix des logements dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 4,5 % en 2019 à -3,6 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 5 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** demeurent contenues, parce que la PEGN, bien que négative, s'est progressivement améliorée jusqu'en 2019. En outre, la PEGN se compose principalement du stock cumulé d'investissements directs étrangers, et une proportion importante des entrées d'investissements directs étrangers provient de bénéfices réinvestis. La PEGN devrait encore s'améliorer légèrement pour atteindre 49 % du PIB en 2020 et continuer de s'améliorer en 2021, quoiqu'à un rythme plus lent. Le solde de la balance courante est devenu positif en 2019, et des excédents sont aussi attendus en 2020 et 2021.

*Graphique A21: **PEGN et solde de la balance courante***



Source: services de la Commission

- La **dette du secteur privée**, qui a diminué en 2019, demeure inférieure aux seuils prudentiels. Elle devrait rester stable en 2020.
- À l'instar de la croissance du crédit hypothécaire, la croissance des **prix des logements** a accéléré en 2019. Les prix des logements ont crû de près de 7 % en 2019, mais leur progression devrait décélérer sur la période 2020-2021. Les risques restent contenus, et il y a peu de signes de surévaluation.
- D'une manière générale, le **secteur bancaire** est en bonne posture pour contribuer à atténuer l'impact de la crise. Par ailleurs, s'il a reculé en 2019, le ratio des prêts non performants reste relativement élevé, à 6 % environ, et pourrait repartir à la hausse sous l'effet de la crise de la COVID-19. La **dette publique** a continué de baisser en 2019, mais devrait augmenter de 11 points de pourcentage pour avoisiner les 60 % du PIB en 2020, compte tenu des mesures prises en réponse à la pandémie et de la contraction du PIB.
- L'évolution favorable des conditions macroéconomiques tout au long de 2019 a contribué à de nouvelles améliorations sur le **marché du travail**, avec un taux de chômage historiquement bas. Cependant, la crise de la COVID-19 va probablement le faire augmenter en 2020 et 2021.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Pologne ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques identifiés, mais affichait une position extérieure globale nette comportant des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, la position extérieure est restée stable. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

PORTUGAL: En février 2020, la Commission a conclu que le Portugal connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à l'encours important des engagements extérieurs nets et des dettes publique et privée, ainsi qu'à une proportion élevée de prêts non performants, dans un contexte de faible croissance de la productivité. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la croissance des prix des logements, à la dette du secteur privé et à la dette publique dépassent le seuil indicatif.

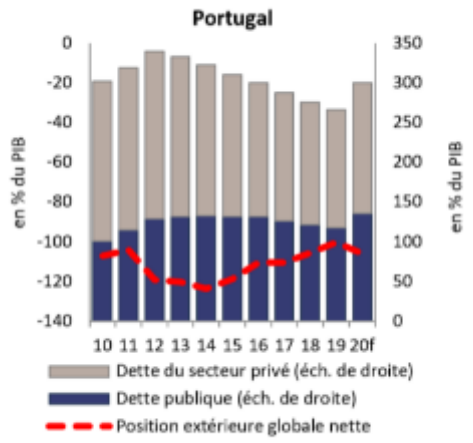
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires structurelles, l'environnement des entreprises et les prêts non performants. En dehors des politiques qu'il a fallu adopter en réponse à la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent l'éducation et les compétences, le passage au numérique et la justice administrative.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,2 % en 2019 à -9,3 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5,4 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 1,1 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **soutenabilité de la position extérieure** reste vulnérable, en raison de l'important stock d'engagements extérieurs nets et de l'incidence négative de la COVID-19 sur le tourisme étranger. La balance courante, qui était globalement à l'équilibre en 2019, devrait se détériorer légèrement en 2020. La PEGN, négative, devrait se creuser en 2020, quoiqu'à un rythme relativement lent.
- La **dette du secteur privé** a poursuivi sa trajectoire descendante pour s'établir à presque 150 % du PIB en 2019, mais elle devrait repartir à la hausse en conséquence de la crise de la COVID-19. Le **secteur des entreprises** connaît de fortes contraintes de liquidité, et des mécanismes de garantie des crédits sont mis en place. Quoiqu'en recul continu, la proportion de prêts non performants se situait à un niveau relativement élevé au moment de l'entrée dans la crise de la COVID-19, et les risques de solvabilité risquent de s'aggraver à l'expiration des moratoires sur les remboursements de prêts. Déjà élevé, le ratio de la **dette des ménages** au PIB devrait augmenter en 2020 avec la contraction du PIB, tandis que le taux d'épargne des ménages est en forte augmentation.
- En 2019, la **croissance réelle des prix des logements** a dépassé le seuil indicatif pour la quatrième année consécutive, montrant des signes croissants de surévaluation. Cependant, une forte contraction du taux de croissance est attendue en 2020 et 2021, sur fond de réduction de la demande sur le marché et d'augmentation des volumes de construction.
- La **dette publique** est élevée et, bien qu'elle suive une trajectoire baissière régulière, elle atteignait 117 % du PIB en 2019. Une augmentation de 18 points de pourcentage est attendue en 2020, sous l'effet des mesures prises en réponse à la pandémie et de la contraction du PIB.

Graphique A22: ***PEGN, dette du secteur privé et dette publique***



Source: Eurostat

Au commencement de la crise de la COVID-19, le Portugal présentait des vulnérabilités liées aux importants stocks de dette, dans un contexte de faible croissance de la productivité. Avec la crise de la COVID-19, les ratios d'endettement ont augmenté dans tous les secteurs. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

ROUMANIE: En février 2020, la Commission a conclu que la Roumanie connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés en particulier à des pertes de compétitivité-coûts, à une détérioration de la position extérieure et à un creusement du déficit de la balance courante, sur fond de politique budgétaire expansionniste et d'environnement des entreprises imprévisible. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'à 2019, les indicateurs relatifs au déficit de la balance courante, à la position extérieure globale nette (PEGN) et à la croissance des coûts salariaux unitaires dépassent le seuil indicatif.

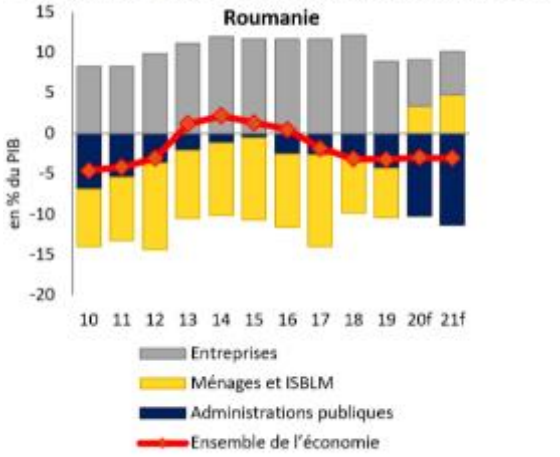
Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 et 2020 concernent dans l'ensemble les politiques budgétaires, la stabilité financière, la compétitivité-coûts et l'environnement des entreprises. En dehors des politiques qu'il a fallu adopter en réponse à la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent principalement le secteur bancaire et, dans une moindre mesure, le mécanisme de fixation du salaire minimum.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 4,2 % en 2019 à -5,2 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 3,6 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- La **soutenabilité de la position extérieure** demeure vulnérable, étant donné que la PEGN, négative, ne s'est pas améliorée en 2019, mais s'est stabilisée aux alentours de -44 % du PIB. La PEGN devrait se maintenir plus ou moins à ce niveau en 2020. Le déficit de la balance courante s'est creusé pour atteindre presque 5 % du PIB en 2019 et devrait rester important en 2020 et 2021.
- La croissance des **coûts salariaux unitaires** nominaux est restée forte en 2019 du fait des tensions s'exerçant sur le marché du travail. La modération salariale induite par la crise de la COVID-19 devrait réduire les pressions sur la compétitivité-coûts, bien que la rétention de main-d'œuvre (*labour hoarding*) se soit traduite par une nouvelle accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2020.

Graphique A23: capacité/besoin de financement par secteur



Source: Ameco

- Sous l'effet de la crise, mais aussi d'augmentations permanentes des dépenses courantes précédemment promulguées, le ratio de la **dette publique** au PIB devrait augmenter de plus de 11 points de pourcentage pour atteindre quelque 47 % du PIB en 2020. La dette publique devrait continuer de croître fortement en 2021. En outre, une proportion relativement importante de celle-ci est libellée en devises et donc exposée à des risques de change. L'imprévisibilité des politiques, en particulier pour ce qui est des dispositions législatives ayant une incidence sur la soutenabilité budgétaire, est restée une source de préoccupation tout au long de 2019 et 2020.
- La rentabilité du **secteur bancaire**, quoique nettement supérieure à la moyenne de l'UE, est en déclin depuis 2019. Le ratio des prêts non performants, même s'il est tombé sous la barre des 4 % en début d'année et devrait rester modéré en 2020, pourrait augmenter du fait de la crise de la COVID-19. Le niveau de la dette du secteur privé reste faible, mais devrait augmenter modérément en 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Roumanie présentait des vulnérabilités liées à la dette extérieure et à la dette publique, à la compétitivité-coûts et à un environnement des entreprises imprévisible. Avec la crise de la COVID-19, les ratios d'endettement ont fortement augmenté, et la situation budgétaire s'est dégradée. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

SLOVÉNIE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Slovénie. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à la dette publique dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 3,2 % en 2019 à -7,1 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 5,1 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,3 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:



- En 2019, l'**excédent de la balance courante** est resté élevé, atteignant presque 6 % du PIB. Cet excédent reflète le haut niveau d'épargne des ménages. En 2020 et 2021, il devrait progressivement se contracter. En 2019, l'investissement a plus ou moins conservé son niveau de l'année précédente, qui reste faible en comparaison des moyennes historiques. La PEGN est modérément négative. La croissance des coûts salariaux unitaires a accéléré en 2019.
- La **dette publique** a continué de décroître en 2019 pour s'établir à quelque 66 % du PIB, mais devrait augmenter pour atteindre environ 82 % du PIB en 2020 en conséquence des mesures prises en réponse à la crise et de la récession. En outre, les coûts attendus du vieillissement démographique continuent à peser sur la soutenabilité budgétaire à moyen et à long terme.
- La **dette du secteur privé** a de nouveau diminué en 2019, tandis que les flux de crédit en faveur du secteur privé sont restés positifs. La **croissance des prix des logements** a décéléré en 2019 pour tomber en dessous du seuil et elle devrait encore ralentir en 2020 et 2021 sous l'effet de la crise de la COVID-19. Le **secteur bancaire** est entré dans la crise dans une position de force relative, avec un faible taux de prêts non performants et un endettement réduit, grâce à quoi la crise devrait n'avoir sur lui qu'une incidence limitée.
- Le **marché du travail** a poursuivi son embellie en 2019, avec un taux d'activité record et un très faible taux de chômage. Selon les prévisions, la situation devrait toutefois se dégrader en 2020.

La Slovénie est entrée dans la crise de la COVID-19 en position de force, sans déséquilibres macroéconomiques, même si la soutenabilité budgétaire et l'évolution des prix des logements présentaient des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, la dette publique devrait augmenter, mais le solde de la balance courante devrait rester fortement excédentaire. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

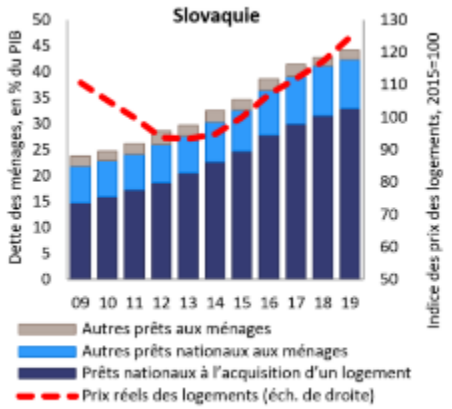
SLOVAQUIE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Slovaquie. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la position extérieure globale nette (PEGN), à la croissance des coûts salariaux unitaires et à la croissance des prix des logements dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 2,3 % en 2019 à -7,5 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 4,7 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 0,6 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** restent préoccupantes, en dépit d'améliorations. Les exportations restent fortement concentrées et intégrées dans les chaînes de valeur mondiales. La PEGN, bien qu'elle se soit établie à un niveau fortement négatif de -66 % en 2019, s'est progressivement améliorée cette année-là. Elle devrait toutefois se dégrader en 2020 et 2021. Les risques sont limités dans la mesure où une grande partie des engagements étrangers correspondent à des investissements directs étrangers. Le déficit de la balance courante s'est creusé en 2019 et devrait se creuser encore davantage en 2020.

Graphique A25: ***dette des ménages et indice des prix des logements***



Source: Eurostat et BCE

- L'évolution de la **compétitivité-coûts** doit être suivie attentivement, dès lors que les coûts salariaux unitaires sont en progression constante depuis 2017, sous l'impulsion d'une forte croissance des salaires sur fond de tensions sur le marché du travail et d'une plus grande dynamique de convergence vers la moyenne de l'UE. Les taux de change effectifs réels se sont légèrement appréciés au fil des ans. Les pressions qui s'exercent sur la compétitivité-coûts pourraient s'atténuer en 2020 et 2021, dans le contexte de la crise de la COVID-19 et d'un enrayement de la croissance des salaires.
- La **dette du secteur privé** et, en particulier, la dette des ménages sont en hausse depuis plusieurs années, mais leur taux de croissance est en décélération. La dette des ménages reste inférieure aux niveaux prudentiels, mais elle dépasse le niveau correspondant aux fondamentaux et elle est élevée en comparaison d'autres pays de l'UE situés dans la région.
- La croissance des **prix des logements** a été rapide, dépassant 6 % en 2019. Le marché immobilier, qui montre des signes de surévaluation, contribue à accroître l'endettement des ménages. Cependant, la croissance des prix des logements devrait ralentir en 2020 et 2021. Cette évolution est également favorisée par les mesures macroprudentielles prises par la Banque nationale et la baisse des revenus réels survenue en 2020.
- Le **secteur bancaire** est bien capitalisé, affichant une rentabilité proche de la moyenne de la zone euro. Le ratio des prêts non performants a fortement diminué au cours des dernières années et il est inférieur à la moyenne de l'UE, mais la crise pourrait exacerber les difficultés de certains emprunteurs à honorer leur dette. Sous l'effet de la crise, le ratio de la dette publique augmentera pour dépasser 60 % du PIB en 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Slovaquie ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques identifiés, même si la soutenabilité de la position extérieure, les pressions

s'exerçant sur les prix domestiques et la dépendance à l'égard de l'industrie automobile comportaient des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, les pressions sur les prix domestiques se sont atténuées, tandis que la position extérieure s'est légèrement dégradée. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

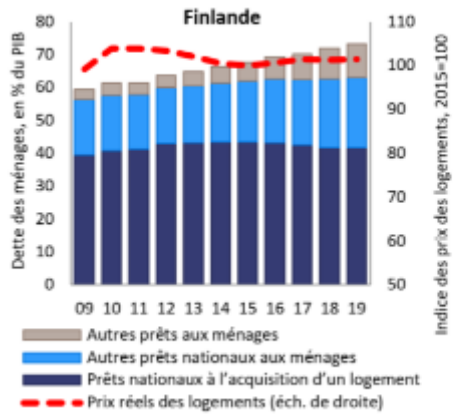
FINLANDE: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas de la Finlande. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à la dette du secteur privé dépasse le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,1 % en 2019 à -4,3 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 2,9 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 1,7 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- **Du côté extérieur**, le déficit de la balance courante s'est réduit, tandis que la position extérieure globale nette est devenue positive. Le déficit de la balance courante devrait toutefois se creuser en 2020 avec la contraction de la demande extérieure. Les parts de marché à l'exportation se sont redressées pour la quatrième année consécutive, continuant à résorber les pertes accumulées dans le passé. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté, mais le taux de change effectif réel s'est déprécié, atténuant les risques pour la compétitivité-coûts.

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



Source: Eurostat et BCE

- Tant le ratio de la dette des **entreprises non financières** au PIB que celui de la dette des **ménages** au PIB sont restés élevés. Augmentant légèrement, ils ont atteint environ 82 % et 66 % respectivement. La croissance du crédit a accéléré en 2019, sous l'effet de conditions de crédit favorables et de faibles taux d'intérêt. Si l'endettement des ménages est supérieur à la fois au seuil prudentiel et au seuil correspondant aux fondamentaux, la charge de la dette est très faible. Cependant, la quasi-totalité de tous les nouveaux prêts hypothécaires est à taux variable. Les niveaux d'endettement devraient encore augmenter en 2020, du fait des mesures prises en réponse à la crise de la COVID-19 et de la contraction du PIB.
- Le **secteur financier** demeure bien capitalisé, et les risques pesant sur la stabilité financière, limités, en dépit d'importantes expositions transfrontières, notamment envers d'autres pays nordiques, liées à une assez forte dépendance à l'égard des financements de gros et au transfert en Finlande du siège d'une grande banque de la région. La crise pourrait conduire à une hausse du ratio des prêts non performants, mais celui-ci devrait quand même rester très faible.
- Le ratio de la **dette publique** au PIB a poursuivi sa décrue en dessous du seuil en 2019, la croissance du PIB étant restée supérieure à celle de la dette. Toutefois, la dette publique devrait croître de plus de 10 points de pourcentage en 2020, pour atteindre quelque 70 % du PIB, en conséquence de la profonde récession et des mesures budgétaires prises par le gouvernement en réponse à la crise. Elle devrait rester augmenter modérément en 2021.
- Le **marché du travail** a poursuivi son embellie en 2019, avec un recul à la fois du taux de chômage et du taux de chômage de longue durée. Dans le contexte actuel, le taux de chômage devrait augmenter pour atteindre 7,9 % en 2020, avant de retomber légèrement en 2021.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Finlande présentait des vulnérabilités liées à la dette du secteur privé. Du fait de la crise de la COVID-19, le ratio d'endettement du secteur privé est en hausse, mais les risques demeurent limités. D'une manière générale, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

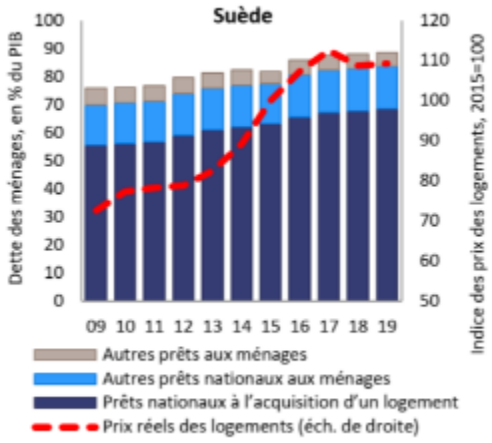
SUÈDE: En février 2020, la Commission a conclu que la Suède connaissait des déséquilibres macroéconomiques, liés notamment à une surévaluation des prix des logements conjuguée à une augmentation continue de la dette des ménages. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, l'indicateur relatif à la dette du secteur privé dépasse le seuil indicatif.

Les recommandations par pays pertinentes pour la PDM formulées en 2019 concernent dans l'ensemble le fonctionnement du marché immobilier et la dette du secteur privé. En dehors des politiques qu'il a fallu adopter en réponse à la pandémie, les mesures prises en 2020 pour corriger les déséquilibres concernent le marché immobilier locatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,3 % en 2019 à -3,4 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal supérieur de 2,8 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

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



Source: Eurostat et BCE

- La **position extérieure** reste solide. L'excédent de la balance courante a augmenté en 2019 pour dépasser 4 % du PIB, tandis que la PEGN, déjà positive, a crû fortement. En 2020, l'excédent de la balance courante devrait se maintenir à un niveau similaire.
- La **dette du secteur privé** consolidée a atteint un nouveau record de 204 % du PIB en 2019, avec un dépassement des seuils prudentiels à la fois pour la dette des entreprises non financières et celle des ménages. La **dette des ménages** a culminé à 89 % du PIB. Les prêts hypothécaires aux ménages ont continué d'augmenter durant le premier semestre de 2020, en dépit de la forte contraction de l'activité économique. Une augmentation du chômage pourrait réduire la capacité de remboursement des ménages.
- Après une baisse à la fin de 2017, les **prix des logements** sont repartis à la hausse depuis 2018, et leur progression n'a pratiquement pas été interrompue par la crise de la COVID-19. Les prix des logements demeurent globalement élevés, avec des risques de surévaluation. Les prix des logements et l'endettement des ménages sont tirés vers le haut par la fiscalité avantageuse pour les propriétaires de logements, des taux d'intérêt hypothécaires très faibles, des caractéristiques spécifiques du marché hypothécaire et des restrictions du côté de l'offre.
- En 2020, le ratio de la **dette publique** devrait augmenter fortement, avant de se stabiliser en 2021, toujours à un niveau bien inférieur au seuil de 60 % du PIB. Au commencement de la crise, le **secteur financier** était en bonne santé et il a bénéficié des mesures de soutien anticipées prises, en particulier, par les autorités monétaires. En réponse à la crise, la réglementation macroprudentielle a été temporairement assouplie.
- Les mesures de soutien qui ont été prises, telles que les dispositifs de chômage temporaire, ont contribué à amortir l'impact de la crise sur le **marché du travail**. Le chômage devrait néanmoins augmenter pour atteindre 8,8 % en 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, la Suède présentait des vulnérabilités liées au marché immobilier et à la dette du secteur privé. Avec la crise de la COVID-19, les vulnérabilités liées au niveau de la dette des ménages, du crédit hypothécaire et des prix des logements ont persisté. Dans l'ensemble, la Commission juge opportun, compte tenu également des déséquilibres constatés en février, d'examiner plus avant si les déséquilibres persistent ou sont corrigés.

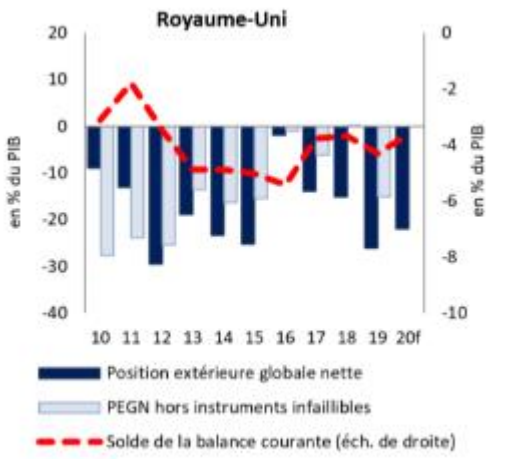
ROYAUME-UNI: Lors du précédent cycle de la PDM, aucun déséquilibre macroéconomique n'avait été constaté dans le cas du Royaume-Uni. Dans le tableau de bord actualisé, qui inclut les données allant jusqu'en 2019, les indicateurs relatifs à la dette du secteur privé et à la dette publique dépassent le seuil indicatif.

La croissance du PIB réel devrait chuter fortement en raison de la crise de la COVID-19, et passer de 1,3 % en 2019 à -10,3 % en 2020. La croissance réelle devrait s'établir à 3,3 % en 2021, conduisant à un niveau de PIB nominal inférieur de 3,9 % à celui de 2019.

Plusieurs évolutions pertinentes peuvent être résumées comme suit:

- Les **vulnérabilités extérieures** ont augmenté, compte tenu d'un important déficit de la balance courante et d'une détérioration de la position extérieure globale nette (PEGN). Le déficit de la balance courante s'est aggravé pour dépasser 4 % du PIB en 2019, exposant le Royaume-Uni à des besoins de financement extérieur. Il devrait néanmoins se réduire un peu dans les années à venir. La PEGN s'est encore dégradée, pour tomber à -26 % du PIB en 2019, et elle est désormais nettement inférieure au niveau attendu au regard des fondamentaux sous-jacents, quoiqu'elle reste supérieure au niveau prudentiel. Par la suite, la PEGN devrait se stabiliser autour de ce niveau.

Graphique A28: ***PEGN et solde de la balance courante***



Source: services de la Commission

- La **dette du secteur privé** a légèrement diminué en 2019. En particulier, la dette des ménages est élevée et reste supérieure aux seuils prudentiels. Elle doit être surveillée, tout particulièrement compte tenu de l'effet négatif que devrait exercer la pandémie sur le revenu des ménages. Les **prix réels des logements** ont reculé de 0,3 % en 2019. Si les politiques publiques ont soutenu les prix des logements en 2020, de nouveaux ajustements sont à prévoir.
- La **dette publique** reste supérieure au seuil et devrait dépasser 100 % du PIB en 2020 du fait des mesures prises par les pouvoirs publics pour atténuer les effets de la pandémie et du fait de la contraction du PIB.
- Le **secteur bancaire** reste rentable et bien capitalisé, avec un très faible taux de prêts non performants. Cependant, l'exposition du secteur financier sur l'immobilier commercial et l'incidence de la sortie du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière fin 2020 posent des risques.
- Le **marché du travail** est resté solide en 2019, avec un taux d'emploi élevé et un taux de chômage historiquement bas. La pandémie devrait toutefois impacter fortement le marché du travail dès 2020.

Au commencement de la crise de la COVID-19, le Royaume-Uni ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques identifiés, malgré certains problèmes de position extérieure et une dette du secteur privé posant des risques limités. Avec la crise de la COVID-19, les ratios d'endettement devraient augmenter, tandis que les vulnérabilités extérieures persistent. En conclusion, la Commission n'entend pas, à ce stade, approfondir son analyse dans le cadre de la PDM.

Tableau 1: tableau de bord de la PDM, 2019

	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres internes						Indicateurs de l'emploi[1]		
Année 2019	**Solde de la balance courante - en % du PIB** (moyenne sur 3 ans)	**Position extérieure globale nette** (en % du PIB)	**Taux de change effectif réel - 42 partenaires commerciaux, déflateur IPCH** (variation en % sur 3 ans)	**Parts de marché à l'exportation - en % des exportations mondiales** (variation en % sur 5 ans)	**Indice des coûts salariaux unitaires nominaux (2010=100)** (variation en % sur 3 ans)	**Indice des prix des logements (2015=100), déflaté** (variation en % sur 1 an)	**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 en % sur 1 an)	**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	0,1	50,6	2,6	-3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2b	4,6	1,4	-1,7	-5,9
BG	2,5	-31,2	4,5	15,4	19,5p	4,0p	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	-2,1	-8,3
CZ	0,6	-20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	-1,1	-4,9
DK	8	76,9	-0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3b	13,1	1,6b	-0,4	-2,1
DE	7,4	71,7	2,1	-1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	-0,5	-1,3
EE	1,7	-21,4	6,2	2	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	-1,2	-2,3
IE	-1,6	-174	-1,4	71	-4,4	0	-9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	-2,6	-4,3
EL	-2,1	-155,9	0,3	3,7	1,7p	6,5e	0,8p	109,9p	180,5	19,4	11,5	0,2	-4,8	-12,1
ES	2,3	-73,9	1,7	2,6	4,0p	4,1	1,3p	129,4p	95,5	15,5	0,9	-0,4	-4,2	-11,9
FR	-0,7	-22,9	1,6	-0,5	1,3p	2,3	8,0p	153,3p	98,1	9	7,5	0,3	-1,2	-4,9
HR	2,6	-50,3	1,5	22,5	4,7p	8,1	1,7p	91,2p	72,8	8,8	6,8	0,9	-4,2	-14,7
IT	2,7	-1,5	0,2	-2,6	3,2	-0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	-1,1	-8,6
CY	-5,2	-122,3	-0,1	13,7	5,2p	2,6	2,7p	259,1p	94	8,9	3,9	2,6	-3,7	-12,5
LV	0,1	-41,7	3,7	3,6	17	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1	-1,6	-4,9
LT	1,4	-24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	-1,1	-2,6
LU	4,7	56,2	2	10,3	11,9	8	3,8	318,7	22	5,6	3,3	2	-0,9	-1,9
HU	0,7	-43,7	0,3	5,9	10,0p	12,8p	3,2p	66,6p	65,4	3,8	17,8	2,5	-1,3	-1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0p	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	-1,5	-1,4
NL	10,5	90	2,4	0,7	5,9p	4,8	0,0p	234,0p	48,7	4	6,1p	1,2	-1,5	-4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5	4,3	0,9	-0,8	-2,7
PL	-0,4	-49,4	2,8	25,1	9,2p	6,7	3,3	74	45,7	4	4,2	1,8	-1,5	-7,8
PT	0,5	-100,3	-0,4	8,5	7,6p	8,7	2,2p	149,2p	117,2	7,5	0	1,8	-3,4	-9,7
RO	-4	-43,5	0,2	17,9	24,5p	-1,7	2,0p	46,7p	35,3	4,3	10,4	3	-1,3	-3,8
SI	5,9	-15,4	1	16	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	-2,4	-7,1
SK	-2,3	-66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5	91,6	48,5	6,8	4,9e	0,8	-2,4	-6,1
FI	-0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	-1,1	-2,9
SE	3,3	18,2	-8,3	-5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6b	10,6	0,8	-0,4	1,2
P.M.: UK	-3,9	-26,2	-2,9	-1,4	8,8	-0,3	2,8	154,7	85,4	4	3,3	0,8	-0,4	-1,8

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

1) Le Royaume-Uni est sorti de l'Union européenne le 31 janvier 2020 en application de l'Accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (l'«Accord de retrait», JO C 384 I du 12.11.2019, p. 1). Durant toute la période de transition, qui prendra fin le 31 décembre 2020, le droit de l'Union continue de s'appliquer au Royaume-Uni et sur son territoire. 2) Pour les indicateurs de l'emploi, voir la page 2 du RMA 2016. 3) Indice des prix des logements. e =estimé par BCN pour EL. 4) Dette du secteur privé, flux de crédit au secteur privé, total des engagements du secteur financier: LU a procédé à une révision des valeurs de référence pour les comptes financiers du pays. 5) Dans «total des engagements du secteur financier»pour SK, les «produits financiers dérivés et options sur titres des salariés» (F.7) n'incluent pas les options sur titres des salariés. 6) Taux de chômage, b = révision de la méthode d'enquête pour BE; b = amélioration de la collecte de données, introduction de la technique du CAWI (entretien par internet assisté par ordinateur) pour DK.
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 2: indicateurs auxiliaires, 2019

Année 2019	PIB réel (variation en % sur 1 an)	Formation brute de capital fixe (en % du PIB)	Dépenses intérieures brutes en R&D (en % du PIB)	Balance opérations courantes plus capitaux (capacité ou besoin de financement) (en % du PIB)	Position extérieure globale nette hors instruments infaillibles (en % du PIB)	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante - flux (en % du PIB)	Investissements directs étrangers dans l'économie déclarante - stocks (en % du PIB)	Solde net des échanges de produits énergétiques (en % du PIB)	Taux de change effectif réel - Partenaires commerciaux de la zone euro (variation en % sur 3 ans)	Performance des exportations par rapport aux économies avancées (variation en % sur 5 ans)	Termes de l'échange (variation en % sur 5 ans)	Parts de marché à l'exportation en volume (variation en % sur 1 an)	Productivité du travail (variation en % sur 1 an)	Prêts non performants bruts d'entités nationales et étrangères (en % des prêts bruts)	Performance des coûts salariaux unitaires par rapport à la ZE (variation en % sur 10 ans)	Indice des prix des logements (2015=100) - nominal (variation en % sur 3 ans)	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	1,7	24,2	n.d.	0,5	40,2	-5,3	168,1	-2,6	1,1	-4,8	1,2	-0,1	0,2	2,1p	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4p
BG	3,7	18,7	0,8p	4,5	39,9	2,4	81,7	-2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5p	42,5	22,8p	2,8	23,3	8,2p
CZ	2,3	26,2	1,9p	0,2	29,7	3,7	78,1	-2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7p	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1p
DK	2,8	22,0	3,0p	8,9	27,2	-2,0	54,3	-0,4	-2,5	0,8	-1,3	3,9	1,6	1,9p	-6,6	11,7	4,9	109,5	16,7p
DE	0,6	21,7	3,2e	7,1	51,3	1,9	46,6	-1,8	0,3	-2,9	3,3	-0,1	-0,3	1,2p	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7p
EE	5,0	26,2	1,6p	3,2	31,2	9,3	96,7	-1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6p	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5p
IE	5,6	45,6	0,8	-21,2	-285,4	-11,4	436,7	-1,2	-2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4p	-35,4	25,1	2,3	37,2	7,4p
EL	1,9p	10,1p	1,2p	-1,1	-135,3	2,4	23,8	-2,4p	-2,0	1,8	1,9p	3,7p	0,6p	35,5p	-17,8	8,0e	0,7p	54,3	10,9p
ES	2,0p	19,9p	1,1p	2,5	-46,8	1,0	67,7	-1,9p	0,0	0,8	-1,0p	1,2p	-0,3p	3,1p	-11,8	19,2	5,7p	56,9	13,5p
FR	1,5p	23,6p	n.d.	-0,6	-35,6	1,9	48,0	-1,8p	-0,1	-2,2	2,5p	0,8p	0,4p	2,5p	-1,4	9,7	6,4p	61,7	15,1p
HR	2,9p	21,0p	n.d.	4,7	-5,5	2,4	49,4	-2,9p	0,5	20,4	3,7p	5,7p	-0,2p	5,2p	-17,6	20,0	n.d.	34,6	7,5p
IT	0,3	18,1	1,5p	2,9	0,0	1,6	29,0	-2,0	-1,7	-4,3	4,2	-0,1	-0,2	6,7p	-2,4	-1,8	4,2	41,2	12,9p
CY	3,1p	19,4p	n.d.	-6,2	-159,5	103,5	1827,5	-4,0p	-2,5	11,7	0,7p	-1,5p	-0,1p	18,1p	-11,5	7,9	7,9p	89,5	12,8p
LV	2,1	22,2	0,6p	0,8	4,5	3,1	56,0	-2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9p	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8p
LT	4,3	21,4	1,0p	5,2	4,8	2,9	44,0	-3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7p	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5p
LU	2,3	16,9	n.d.	4,5	-3893,6	-446,6	6742,5	-3,2	1,0	8,3	-0,7	-0,3	-1,3	0,6p	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0p
HU	4,6p	27,2p	1,5	1,6	-2,5	19,7	169,6	-3,8p	-0,6	4,0	0,0p	4,7p	3,3p	4,1p	15,3	50,0p	3,2p	18,4	9,6p
MT	4,9	21,6p	0,6p	5,6	246,3	27,5	1497,1	-6,4	-0,1	16,0	3,3	5,0	-0,8	3,2p	4,5	18,2p	4,9p	49,7	11,2p
NL	1,7p	21,0p	n.d.	9,9	-0,5	3,9	581,2	-0,8p	0,9	-1,1	1,9p	1,6p	-0,2p	1,8p	-1,7	26,3	5,0p	100,3p	16,1p
AT	1,4	24,7	3,2p	2,8	-1,1	-1,9	59,7	-2,2	1,1	-0,4	0,7	1,8	0,3	2,2p	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2p
PL	4,5	18,5	1,3p	2,5	-12,5	2,4	46,4	-2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8p	6,1p	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7p
PT	2,2p	18,2p	1,4p	0,9	-47,1	3,5	80,6	-2,5p	-1,6	6,6	4,1p	2,4p	1,4p	6,1p	-7,1	32,1	3,2p	63,6	10,8p
RO	4,2p	23,6p	n.d.	-3,4	-4,1	2,9	44,2	-1,7p	-1,2	15,8	4,7p	2,9p	4,2p	4,3p	30,7	15,8	2,4p	15,4	9,1p
SI	3,2	19,6	n.d.	5,2	1,6	3,1	39,7	-3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4p	-1,4	25,6	2,2	26,9	8,2p
SK	2,3	21,4	0,8	-2,0	-14,1	2,2	69,6	-3,1	1,9	0,1	-2,0	-0,3	1,3	2,9p	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6p
FI	1,1	23,9	2,8p	-0,1	6,3	5,9	50,9	-1,7	-1,7	2,7	2,5	6,6	-0,5	1,4p	-3,1	3,7	7,2	66,0	16,6p
SE	1,3	24,5	3,4pe	4,2	-5,0	4,6	86,1	-1,1	-9,7	-6,7	-0,5	2,2	0,7	1,1p	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9p
P.M. UK	1,3	18.0	n.d.	-4,3	-15,1	0,8	80,5	-0,5	-4,4	-3,1	2,3	1,7	0,2	1,2p	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0p

Flags: e estimé, p provisoire.

1) Le Royaume-Uni est sorti de l'Union européenne le 31 janvier 2020 en application de l'Accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (l'«Accord de retrait», JO C 384 I du 12.11.2019, p. 1). Durant toute la période de transition, qui prendra fin le 31 décembre 2020, le droit de l'Union continue de s'appliquer au Royaume-Uni et sur son territoire. 2) Le délai officiel de transmission des données 2019 sur les dépenses intérieures brutes en R&D était le 31 octobre 2020, et les données ont été extraites le 23 octobre 2020. 3) Indice des prix des logements e = estimé par BCN pour EL. 4) Dette des ménages: LU a procédé à une révision des valeurs de référence pour les comptes financiers du pays.

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 pour les prêts non performants bruts d'entités nationales et étrangères), et données du Fonds monétaire international, WEO (pour les exportations mondiales en volume de biens et services).

Tableau 2 (suite): indicateurs auxiliaires, 2019

Année 2019	Taux d'emploi (variation en % sur 1 an)	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 à 24 ans		Personnes exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale - en % du total de la population		Personnes exposées au risque de pauvreté après transferts sociaux - en % du total de la population		Personnes exposées au dénuement matériel extrême - en % du total de la population		Personnes vivant dans un ménage à très faible intensité de travail - en % du total de la population âgée de 0 à 59 ans	
					en %	variation en pp sur 3 ans	en %	variation en pp sur 3 ans	en %	variation en pp sur 3 ans	%	variation en pp sur 3 ans	en %	variation en pp sur 3 ans
BE	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	-0,6	19,5b	-1,4b	14,8b	-0,7b	4,4b	-1,1b	12,4b	-2,5b
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	-4,5	32,5	-7,9b	22,6	-0,3b	19,9	-12,0b	9,3	-2,6b
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	-1,3	12,5	-0,8	10,1	0,4	2,7	-2,1	4,2	-2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0b	16,3	-0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	-1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	-1,0	17,4	-2,3	14,8	-1,7	2,6	-1,1	7,6	-2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	-2,2	24,3	-0,1	21,7	0,0	3,3	-1,4	5,4	-0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	-2,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EL	1,2p	68,4	12,2	35,2	12,5	-3,3	30,0	-5,6	17,9	-3,3	16,2	-6,2	13,8	-3,4
ES	2,2p	73,8	5,3	32,5	12,1	-2,5	25,3	-2,6	20,7	-1,6	4,7	-1,1	10,8	-4,1
FR	1,1p	71,7	3,4	19,6	10,6	-1,3	17,9	-0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	-0,5
HR	3,1p	66,5	2,4	16,6	11,8	-5,1	23,3	-4,6	18,3	-1,2	7,2	-5,3	9,2	-3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	-1,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CY	3,1p	76,0	2,1	16,6	13,7	-2,3	22,3	-5,4	14,7	-1,4	9,1	-4,5	6,8	-3,8
LV	-0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	-3,3	27,3	-1,2	22,9	1,1	7,8	-5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	-0,8	26,3	-3,8	20,6	-1,3	9,4	-4,1	7,5	-2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5b	17,5	1,7b	1,3	-0,3b	7,5	0,9b
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	-7,4	12,3	-2,2	8,7	-7,5	5,0	-3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	-0,2	20,1	-0,2	17,1	0,6	3,6	-0,8	4,9	-2,4
NL	1,9p	80,9	1,0	6,7	4,3	-0,3	16,5	-0,2b	13,2	0,5b	2,5	-0,1b	9,2	-0,5b
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	-0,6	16,9	-1,1	13,3	-0,8	2,6	-0,4	7,8	-0,3
PL	-0,2p	70,6	0,7	9,9	8,1	-2,4	18,2	-3,7	15,4	-1,9	3,6	-3,1	4,7	-1,7
PT	0,8p	75,5	2,8	18,3	8,0	-2,6	21,6	-3,5	17,2	-1,8	5,6	-2,8	6,2	-2,9
RO	0,0p	68,6	1,7	16,8	14,7	-2,7	31,2	-7,6	23,8	-1,5	14,5	-9,3	6,0	-2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	-1,0	14,4	-4,0	12,0	-1,9	2,6	-2,8	5,2	-2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	-2,0	16,4	-1,7	11,9	-0,8	7,9	-0,3	6,2	-0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	-1,7	15,6	-1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	-1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	-1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
P.M.: UK	1,1	78,1	0,9	11,2	10,5	-0,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

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

1) Le Royaume-Uni est sorti de l'Union européenne le 31 janvier 2020 en application de l'Accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique (l'«Accord de retrait», JO C 384 I du 12.11.2019, p. 1). Durant toute la période de transition, qui prendra fin le 31 décembre 2020, le droit de l'Union continue de s'appliquer au Royaume-Uni et sur son territoire. 2) Le délai officiel de transmission des données 2019 pour les indicateurs sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC) était le 30 novembre 2020, et les données ont été extraites le 23 octobre 2020. 3) Indicateurs sur le revenu et les conditions de vie: il convient d'être prudent pour les comparaisons dans le temps pour BE, un certain nombre d'améliorations fondamentales ayant été apportées à l'enquête, avec une rupture à la fois sur la méthode et le fond. En termes de contenu, une bascule a été opérée en 2019 en faveur de l'utilisation de données administratives pour la majorité des variables du revenu. En conséquence, le questionnaire SILC a été entièrement revu. Au niveau méthodologique, tout le modèle de correction de l'absence de réponse, des départs de membres du panel et du calibrage a été revu.

Source: Commission européenne, Eurostat.