COMMISSION
EUROPÉENNE

Strasbourg, le 17.12.2024
COM(2024) 702 final

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

Rapport sur le mécanisme d'alerte 2025

élaboré conformément à l'article 3 du règlement (UE) n° 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

COMMUNICATION – RAPPORT SUR LE MECANISME D'ALERTE

Le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) désigne les États membres dont la Commission estime, sur la base d'une lecture économique du tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), qu'ils peuvent être touchés par des déséquilibres, ou risquent de l'être([1])**.** Cette lecture prend en considération les données réelles pour 2023, qui sont interprétées de manière prospective, en tenant compte de l'évolution des risques possibles d'après les évolutions économiques de l'année en cours (2024) et les projections pour 2025 et 2026 contenues dans les prévisions de la Commission de l'automne 2024, le cas échéant. Des modifications ont été apportées à la version du tableau de bord qui existait depuis plusieurs années; le présent RMA est le premier qui soit basé sur le tableau de bord révisé. Les principales modifications sont exposées dans l'encadré 1 et de plus amples informations sont fournies dans le document de travail des services de la Commission([2]) consacré à cette révision du tableau de bord qui accompagne la présente communication. Un autre document de travail des services de la Commission présente l'analyse économique complète qui sous-tend la présente communication; il est accompagné d'une annexe contenant les valeurs du tableau de bord([3]).

La période fortement inflationniste qui a débuté en 2021 semble toucher à sa fin, mais si l'inflation se rapproche de son niveau cible, elle reste néanmoins élevée dans le secteur des services. À la mi-2024, la forte inflation qui sévissait depuis 2021 avait fléchi. Dans l'ensemble, les taux d'inflation des prix à la consommation se rapprochent progressivement des objectifs fixés par les autorités monétaires. Malgré cette réduction globale, des tensions inflationnistes persistent. L'inflation interne – alimentée principalement par les services – reste globalement forte et divergente, les taux de certains pays se distinguant tout particulièrement. À l'heure actuelle, sa contribution à l'inflation globale est compensée par la désinflation des produits importés, principalement l'énergie et les produits alimentaires, et par une baisse du prix des biens de consommation durables. Ce processus de désinflation résulte de ces deux effets de base, ainsi que du recul des prix de l'énergie, dont les effets se font sentir par l'intermédiaire du processus de production. À mesure que l'effet de ces processus s'estompe, l'inflation dans le secteur des services pourrait entraîner une hausse générale des taux si elle n'est pas maîtrisée entre-temps. Alors que les salaires réels n'ont retrouvé leur niveau d'avant la pandémie que cette année, les demandes salariales pourraient rester fortes et contribuer à l'inflation sous-jacente et au maintien du déflateur du PIB à un niveau élevé.

La croissance économique a redémarré, mais l'environnement macroéconomique est difficile. La croissance réelle a été faible en 2023, la consommation et les investissements ayant diminué sous l'effet conjugué de taux d'intérêt élevés et d'une forte augmentation des prix et des

([1]) Règlement (UE) nº 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

([2]) Document de travail des services de la Commission sur les modifications apportées au tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques [SWD(2024) 702].

([3]) Document de travail des services de la Commission intitulé «Rapport sur le mécanisme d'alerte 2025» [SWD(2024) 700]; document de travail des services de la Commission intitulé «Annexe statistique accompagnant le rapport sur le mécanisme d'alerte 2025» [SWD(2024) 701].

coûts. En 2024, la croissance réelle repart à la hausse, portée par l'augmentation du pouvoir d'achat des ménages, elle-même favorisée par la hausse des salaires et le recul de l'inflation. En dépit de la baisse de l'inflation, la croissance nominale devrait rester relativement soutenue. Bien qu'ils restent nettement supérieurs au niveau qu'ils ont affiché au cours de la majeure partie de la dernière décennie, les taux d'intérêt ont commencé à baisser, ce qui devrait commencer à faire retomber la pression ressentie par les ménages, les entreprises et les administrations publiques qui doivent assurer le service de leur dette. Les conditions financières sont en train de s'assouplir, mais la politique budgétaire se durcit dans certains pays, ce qui pourrait avoir une incidence sur la croissance. Avec le retour de la croissance, les gouvernements commencent à réduire leurs ratios d'endettement, qui ont augmenté en raison notamment des politiques visant à soutenir la demande pendant la pandémie et la crise énergétique, désormais derrière nous. Le paysage économique mondial reste complexe, les tensions géopolitiques émergentes et les perturbations économiques potentielles posant des défis importants susceptibles d'influer sur les niveaux de dette publique. Les risques persistants restent baissiers et liés au contexte mondial, en l'occurrence le conflit au Proche-Orient, la poursuite de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine et le contexte géopolitique généralement changeant, qui pourraient porter atteinte au commerce mondial et rendre les conditions extérieures difficiles.

La période inflationniste qui s'achève laisse derrière elle des trajectoires de croissance divergentes et des hausses diverses des niveaux de prix globaux, susceptibles de faire naître des problèmes de compétitivité-coûts. Dans l'ensemble, l'inflation des prix à la consommation a fortement diminué dans tous les secteurs et certains pays ont connu de courtes périodes de déflation au cours de l'année écoulée. Il s'agit généralement de pays où l'énergie et d'autres matières premières ont joué un rôle important dans la baisse des prix, en partie en raison d'effets de base. Toutefois, l'inflation sous-jacente reste obstinément plus élevée dans certains pays que dans d'autres pays comparables, ce qui vient s'ajouter à la hausse cumulée globale des niveaux de prix observée ces dernières années. Cela renforce la perspective de voir les effets de rétroaction entre la croissance des salaires et l'inflation des prix se poursuivre; pour les pays dans lesquels les niveaux de prix ont déjà fortement augmenté, la poursuite de ces effets de rétroaction pourrait être préoccupante. La croissance du PIB montre également des trajectoires divergentes. S'il est – à peu près – vrai que tous les pays ont affiché une croissance en berne en 2023 et une croissance en hausse en 2024 et en 2025, la situation varie fortement d'un pays à l'autre. Aucune tendance cohérente ne se dessine entre l'inflation sous-jacente élevée et la demande intérieure, ce qui indique des différences considérables dans le contexte d'après-crise. Plus précisément, si l'inflation sous-jacente élevée s'accompagne de la poursuite d'une croissance élevée du PIB réel dans certains cas, dans d'autres, elle se maintient malgré une croissance négative l'an dernier et une faiblesse persistante du PIB réel, par rapport tant à d'autres pays qu'aux taux de croissance antérieurs à la pandémie.

Lecture thématique sectorielle

- En 2023, **les comptes courants se sont améliorés dans presque tous les États membres**, à la faveur de la baisse des prix de l'énergie et du maintien de la demande à un faible niveau, qui ont compensé en partie la forte contraction des balances commerciales à partir de 2022. Malgré cette amélioration, les comptes courants restent inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie dans de nombreux cas – en particulier pour certains grands débiteurs nets – et inférieurs aux niveaux propices à leur correction rapide. Dans quelques cas notables, la demande intérieure est restée forte et les déficits importants de la balance courante persistent. Dans d'autres cas, une nette amélioration – ou une stabilisation à un niveau modeste – des comptes courants est le résultat d'une diminution conjoncturelle – ou, à tout le moins, temporaire – de la demande. Dans ces cas précis, le retour de conditions plus normales peut faire apparaître une position sous-jacente plus négative. Des excédents élevés ont persisté, la balance des revenus et des particularités nationales jouant parfois un rôle important à cet

égard. Dans l'ensemble, en 2024, une amélioration progressive de la demande intérieure compense la poursuite de l'amélioration des termes de l'échange, ce qui conduit à une stabilité générale des comptes courants cette année et l'année prochaine, même si, sur une base annuelle, les améliorations des derniers trimestres continuent d'influer sur les données. Les capacités et besoins de financement des différents secteurs de l'économie ont changé depuis la pandémie: les administrations publiques ont vu leurs besoins nets de financement augmenter, tandis que le secteur privé a accru sa capacité nette de financement. En 2024, cet effet n'est pas aussi marqué qu'en 2023, en raison d'une diminution des emprunts publics et d'une augmentation de l'épargne du secteur privé.

- Les importantes **positions extérieures nettes négatives** se sont fortement réduites en 2023, les effets de dénominateur ayant joué un rôle important en compensant largement certains déficits substantiels. Dans certains cas, de forts effets de valorisation, liés aux fluctuations de taux de change, ont entraîné de nouvelles réductions. Les importantes **positions extérieures nettes positives** sont restées globalement stables, les effets de numérateur et de dénominateur se compensant dans un contexte marqué par la persistance d'importants excédents de la balance courante.

- La **balance courante de la zone euro**, qui avait atteint un point bas, a commencé à se redresser au début de 2023 et a poursuivi sa progression chaque trimestre depuis lors. L'amélioration des termes de l'échange a été le facteur déterminant de la nette amélioration du solde nominal, mais la demande, globalement atone, a elle aussi concouru à améliorer la balance courante. La balance courante de la zone euro reste inférieure à son niveau d'avant la pandémie, en raison de l'incidence durable de la hausse des prix de l'énergie, qui a affecté la balance commerciale, et d'une réduction progressive des soldes des revenus primaires. Cette réduction des soldes des revenus primaires ne concerne qu'un petit nombre de pays et, dans certains cas, reflète les opérations d'entités ad hoc, qui ont des liens financiers transfrontières étroits mais des liens limités avec les économies nationales des pays. Parallèlement, l'excédent (minime) des services a diminué, bien que la contribution du tourisme se situe globalement à sa moyenne de long terme. La balance courante de la zone euro devrait continuer à s'améliorer cette année et rester globalement stable l'année prochaine, ce qui traduit la persistance d'un déficit de l'investissement intérieur par rapport à l'épargne. Dans l'ensemble, la forte amélioration des positions extérieures globales nettes (PEGN) des débiteurs nets a entraîné un rééquilibrage unilatéral des **positions extérieures au sein de la zone euro** malgré l'absence de correction du côté des grands pays créditeurs nets.

- Dans l'ensemble, la croissance des **coûts salariaux unitaires (CSU)** s'est nettement accélérée en 2023, mais à un rythme très variable d'un pays à l'autre; dans la plupart des cas, elle a été favorisée par l'accélération de l'accroissement des salaires et par une croissance lente, voire négative, de la productivité. La très forte croissance des CSU est la plus marquée de ces dernières années pour la plupart des États membres. Les augmentations salariales ont été substantielles, mais dans certains États membres, les salaires réels n'ont pas encore retrouvé leur niveau de 2019. Une décélération des hausses de salaires est en cours en 2024, mais les prévisions de hausse restent historiquement élevées dans de nombreux pays. Les marchés du travail restent globalement tendus, ce qui renforce le pouvoir de négociation des travailleurs. Si le chômage augmente dans certains pays, il part d'un niveau bas et reste limité. Dans un certain nombre de cas, l'accroissement du chômage s'est accompagné d'une hausse beaucoup plus importante de l'emploi, en phase avec une augmentation de la migration et/ou de la participation au marché du travail. La croissance des CSU dans les grands pays débiteurs nets de la zone euro était inférieure à la moyenne de la zone euro, mais elle était plus forte dans de nombreux pays créditeurs nets, ce qui devrait favoriser le rééquilibrage symétrique des positions extérieures au sein de la zone euro.

- En 2023, l'euro s'est apprécié par rapport aux autres grandes devises, la BCE ayant poursuivi son cycle de resserrement. En dehors de la zone euro, les monnaies européennes se sont elles aussi appréciées, à l'exception de la couronne suédoise. En conséquence, les **taux de change effectifs réels (TCER)** ont globalement augmenté, les seules exceptions étant observées en Suède et dans certains pays de la zone euro affichant une inflation beaucoup plus faible, où ils sont restés globalement stables. Dans les pays où l'inflation est très élevée, les taux de change effectifs réels fondés sur l'IPCH ont progressé de plus de 5 % en un an et ont encore augmenté dans les pays hors zone euro, qui ont connu à la fois une forte appréciation de la monnaie nationale et une inflation élevée. En 2024, l'appréciation de l'euro s'est considérablement ralentie, ce qui s'est traduit par des TCER globalement stables dans l'ensemble de la zone euro, les écarts d'inflation, désormais beaucoup plus faibles, entraînant une variation relativement limitée des TCER.

- Dans l'ensemble de l'UE, les **ratios de la dette des entreprises au PIB** ont affiché une forte baisse en 2023, pour la troisième année consécutive, le ratio d'endettement global atteignant son niveau le plus bas depuis plus de dix ans. Si le principal facteur déterminant de ce recul a été l'incidence de l'inflation sur le dénominateur, la diminution globale de l'endettement des entreprises s'explique aussi par des flux nets de crédit limités ou, dans certains cas, négatifs. Dans l'ensemble, les flux de crédit sont tombés à leur niveau le plus bas depuis plus de dix ans. Le désendettement des entreprises a été principalement associé à une diminution de l'emprunt obligataire («loan stock»), tandis que les titres de créance sont restés globalement stables. Des conditions de financement restrictives et des taux d'intérêt élevés ont alourdi les charges d'intérêts des entreprises et pesé sur leur capacité de remboursement. Toutefois, malgré une légère aggravation des vulnérabilités financières des entreprises, rien ou presque n'indique à l'heure actuelle une augmentation générale des défauts de paiement. Après avoir atteint un pic à la mi-2022, les parts de bénéfices ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie en 2023 et au début de 2024, ce qui est peut-être le signe d'une adaptation des entreprises aux hausses de salaires, même si la faiblesse de l'activité économique et la faible croissance de la productivité ont sans doute exercé, et continueront d'exercer, une pression sur les bénéfices dans certains pays et secteurs. En 2024, le désendettement des entreprises se poursuit, mais à un rythme plus lent, sous l'effet du recul de l'inflation et d'une légère hausse des flux de crédit, qui devrait également aller de pair avec une reprise progressive, mais lente elle aussi, de l'investissement des entreprises. Cette reprise devrait s'accélérer, à mesure que la demande se renforce et que les conditions de financement et la confiance des entreprises s'améliorent.

- La croissance des **prix de l'immobilier** s'est ralentie en 2023, après une forte hausse sur la période 2020-2022. Toutefois, la situation a considérablement varié d'un pays à l'autre, les prix chutant dans certains pays, mais augmentant dans d'autres. La baisse – ou le ralentissement de la hausse – des prix s'explique par une adaptation aux coûts d'emprunt plus élevés, la capacité des ménages à honorer un prêt étant réduite. La légère baisse des taux d'intérêt qui s'est déjà produite ainsi que l'ajustement du marché à un niveau de prix plus bas conduisent à une reprise de la demande en 2024, même si les prix continuent d'augmenter modérément dans certains pays. Malgré la modération qui a eu lieu, les prix de l'immobilier résidentiel devraient rester surévalués dans les trois quarts des pays de l'Union; dans plus de la moitié d'entre eux, les signes montrent que cette surévaluation devrait dépasser 10 % et ce, bien que les plus fortes baisses des prix des logements se soient produites sur les marchés qui, selon les estimations, étaient les plus surévalués. Parallèlement, dans certains pays, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel reste très forte. Dans l'ensemble, la construction de logements et les octrois de permis ont diminué, en particulier dans les pays où les corrections de prix ont été les plus importantes, ce qui devrait maintenir la tension sur l'offre à court terme et faire redémarrer la dynamique sous-jacente à l'origine, ces dernières années, de fortes hausses des prix de l'immobilier résidentiel.

- En 2023, les **ratios d'endettement des ménages** ont poursuivi leur baisse entamée ces dernières années et ont atteint des niveaux historiquement bas dans la plupart des pays de l'Union. Si l'incidence de l'inflation élevée sur le dénominateur a fortement contribué à la diminution de 2023, une contraction des flux de crédit a aussi permis une réduction de l'incidence des nouveaux emprunts sur la dette. L'augmentation des coûts d'emprunt a été marquée et s'est immédiatement répercutée sur les nouveaux prêts, ce qui a réduit la demande de crédits hypothécaires. C'est dans les pays où les crédits hypothécaires sont généralement assortis de taux variables, ou de taux fixés pour de très courtes périodes, et où la durée de ces crédits est longue, que la répercussion de la hausse sur les paiements d'intérêts des prêts existants a été la plus rapide. L'épargne des ménages a quelque peu rebondi en 2023, mettant un terme à deux années de recul après la flambée provoquée par la pandémie. En moyenne, les intérêts perçus par les ménages ont augmenté un peu plus que les intérêts payés. Toutefois, comme les actifs et les prêts sont détenus par des ménages différents, il est possible que, dans un certain nombre de pays, des ménages subissent une pression considérable liée aux taux d'intérêt élevés. La très récente baisse des taux d'intérêt et la croissance des salaires attendue devraient quelque peu les soulager à l'avenir. En 2024, les bilans des ménages ont continué de se renforcer globalement, quoiqu'à un rythme plus lent qu'en 2023.

- La forte croissance du PIB nominal induite par une inflation élevée a continué de soutenir une réduction de la **dette publique** en 2023, malgré des déficits publics toujours importants. En 2024 et 2025, les déficits primaires des administrations publiques ne devraient pas se résorber sensiblement dans certains pays fortement endettés et, en raison de l'écart moins favorable entre la croissance du PIB nominal et les taux d'intérêt, la forte réduction des ratios de la dette publique au PIB observée depuis 2021 devrait ralentir ou s'interrompre. Toutefois, certains pays, en particulier ceux lourdement endettés, devraient voir leur dette se réduire encore nettement en 2024. Il s'agit de pays affichant des excédents ou des déficits limités et dans lesquels la poursuite de la forte croissance du PIB réel devrait contribuer au désendettement. Dans certains pays hors zone euro, les emprunts publics pourraient comporter des risques supplémentaires lorsqu'une proportion relativement importante de la dette publique est libellée en devises et peut donc être affectée par des variations de change. Au cours des prochaines années, la mise en œuvre du nouveau cadre budgétaire de l'Union soutiendra le désendettement du secteur public.

- Dans l'ensemble, le **secteur financier** de l'Union a fait preuve d'une résilience continue en 2023, les banques ayant bénéficié d'une augmentation des revenus d'intérêts et les ratios de prêts non performants (PNP) étant restés stables. Des taux d'intérêt plus élevés ont entraîné une augmentation des marges de taux d'intérêt, car les banques ont répercuté la hausse des taux plus rapidement sur les prêts que sur les dépôts. La rentabilité des banques s'en est trouvée fortement accrue, en particulier celle des banques qui dépendent davantage du financement par les dépôts. Le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 a légèrement augmenté. Dans l'ensemble, les PNP restent stables, malgré les quelques augmentations qui ont été observées en 2024 et qui étaient, semble-t-il, liées principalement à la correction des prix de l'immobilier commercial en cours dans un certain nombre de pays, mais aussi à des conditions conjoncturelles généralement plus mauvaises. Les critères d'octroi des crédits se sont durcis en 2023 et tant l'offre que la demande de prêts des ménages et des sociétés non financières ont diminué. La résilience du secteur bancaire se maintient en 2024, bien que la qualité des actifs montre des signes de détérioration, certains emprunteurs, y compris des entreprises du secteur immobilier, pâtissant de la hausse des taux d'intérêt et de l'asymétrie de liquidité. En dehors du secteur bancaire, le secteur financier non bancaire est vraisemblablement exposé à des risques supplémentaires, liés au durcissement des conditions financières associées, à la détérioration de la qualité du crédit et à la possibilité de corrections désordonnées des prix des actifs. Parmi ces risques figurent les risques de liquidité et les risques liés aux interconnexions, étant donné que, dans l'Union, les liens entre les secteurs bancaire et non bancaire sont particulièrement étroits.

Des perturbations dans le secteur des fonds d'investissement ou des assurances peuvent avoir des répercussions sur le secteur bancaire, et inversement. Le ralentissement du secteur de l'immobilier commercial représente un risque pour certaines parties du secteur financier et peut avoir des retombées négatives sur l'ensemble du secteur financier et de l'économie réelle.

Perspectives en matière de déséquilibres économiques

Les perspectives de déséquilibres découlent du contexte inflationniste inhabituellement élevé, qui a permis de réduire fortement les ratios d'endettement. L'année 2023 a été marquée par une forte baisse des taux d'inflation, qui a ramené en vue les objectifs des banques centrales à la fin de l'année. Toutefois, tout au long de l'année, les hausses de prix et de coûts ont été le facteur déterminant des perspectives de déséquilibres. Des déflateurs du PIB élevés ont eu d'importants effets de dénominateur sur les principaux ratios d'endettement. De cette manière, la correction des déséquilibres hérités du passé — principalement des encours de dette élevés — s'est poursuivie, et de nombreux agrégats, en particulier la dette des entreprises et des ménages, se situent désormais à leur niveau le plus bas depuis de nombreuses années, à l'exception de la dette publique des pays dans lesquels, malgré de nouvelles réductions en 2023, les ratios d'endettement n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'avant 2020.

Les tensions inflationnistes de ces dernières années laissent derrière elles un paysage économique transformé. Si, du fait de son recul, l'inflation contribue désormais moins au désendettement, les effets de l'inflation élevée persistent et resteront un facteur de déséquilibre. Dans de nombreux pays, les coûts salariaux unitaires devraient continuer à augmenter sensiblement, les salaires compensant les baisses du revenu disponible réel. Bien que les banques centrales, dont la Banque centrale européenne, aient commencé à assouplir leur politique monétaire, les taux d'intérêt restent, et devraient rester, plus élevés qu'au cours de la dernière décennie. Cette situation a une incidence sur la charge d'intérêts liée à l'endettement et sur la valeur des actifs, pour tous les secteurs de l'économie. Depuis l'augmentation des taux d'intérêt, l'investissement tant dans le logement qu'à des fins commerciales a déjà diminué.

La croissance nominale apportera un soutien plus limité au désendettement passif dans les prochaines années. La croissance nominale globale devrait rester un peu plus élevée qu'avant la pandémie, principalement en raison du fait que le déflateur du PIB restera légèrement élevé. Toutefois, dans les années à venir, il ne sera plus possible de réduire encore la charge de la dette sans limiter l'emprunt. L'augmentation des paiements d'intérêts pourrait mettre sous pression les ménages fortement endettés et détenant un prêt hypothécaire à taux variable, ou un prêt hypothécaire dont la période de fixation du taux est arrivée ou arrive à échéance. Du côté des entreprises, on observe une réduction des flux de crédit, ainsi qu'une baisse, après de fortes hausses, des bénéfices unitaires, qui s'explique peut-être par l'absorption d'une partie des augmentations des coûts salariaux unitaires, alors que les salaires rattrapent le coût de la vie.

D'importants déficits sous-jacents de la balance courante sont visibles dans certains pays, et la dette extérieure nette pourrait recommencer à augmenter. Dans quelques cas, l'endettement extérieur se trouve à un tournant, les déficits importants de la balance courante n'étant plus compensés par la croissance nominale, ce qui devrait se traduire par une détérioration de la position extérieure nette au cours des prochaines années. Si ce n'est pas le cas dans les pays affichant le niveau d'endettement extérieur le plus élevé, dans d'autres pays, en revanche, l'endettement extérieur pourrait connaître des augmentations préoccupantes en l'absence d'une action efficace des pouvoirs publics. Cette action passe généralement par la maîtrise des déficits budgétaires pour freiner la demande élevée, ce qui contribuerait, dans le même temps, à endiguer les tensions inflationnistes restantes, mais un réajustement du secteur des ménages ou des entreprises pourrait également être nécessaire.

Les problèmes de compétitivité-coûts se sont accumulés ces dernières années, et certains pays sont désormais confrontés à des niveaux de prix et de coûts beaucoup plus élevés en raison de hausses cumulées, qui, dans certains cas, se poursuivent. Bien que les écarts d'inflation se soient très fortement réduits – et dans de nombreux cas aient disparu –, dans certains États membres, ils laissent en héritage des prix et des coûts relatifs beaucoup plus élevés. Bien que cela soit le cas principalement pour les pays qui ont encore un certain potentiel de rattrapage, l'augmentation semble bien plus forte que ce qui peut être attribué de manière crédible à des facteurs tels que les effets Balassa-Samuelson et n'est pas due à des hausses de productivité. En conséquence, ces pays affichent des niveaux de prix beaucoup plus élevés qu'auparavant, ce qui pourrait peser sur leur compétitivité, en particulier lorsque ce facteur s'ajoute à des positions concurrentielles qui étaient déjà affaiblies avant la pandémie. La correction de ces effets prendra du temps: elle passera soit par une forte réduction des prix et des coûts, qui pourrait entraîner des perturbations économiques, soit par une période prolongée de modération des prix et des coûts vis-à-vis des partenaires commerciaux, plus longue ou plus marquée que ce qui aurait autrement été le cas.

L'augmentation des niveaux de prix et de coûts peut exercer une pression supplémentaire sur le plan extérieur et, dans certains cas, il peut être difficile d'endiguer de nouvelles hausses de prix et de coûts. Dans certains pays affichant une forte hausse des niveaux de prix et de coûts, d'autres facteurs préjudiciables posent des risques particuliers. Une perte de marchés d'exportation – qui peut être liée à des raisons géopolitiques – peut être plus difficile à compenser par de nouveaux débouchés lorsque les prix et les coûts sont plus élevés sur le marché domestique. Lorsque les soldes extérieurs sont déjà soumis à des pressions – par exemple, lorsqu'ils sont réduits de manière permanente en raison des prix de l'énergie –, l'augmentation des niveaux de coûts peut exercer une pression supplémentaire sur le plan extérieur, jusqu'à ce que la demande s'ajuste à un niveau inférieur. Lorsque la croissance a aussi été atone, il peut être difficile de juguler de nouvelles tensions inflationnistes une fois que la demande reprend. À mesure que les conditions économiques se normalisent, la faiblesse économique sous-jacente, telle que des soldes extérieurs structurellement plus faibles, peut devenir visible.

Les prix élevés de l'immobilier résidentiel restent une préoccupation majeure dans plusieurs pays, malgré la modération observée ces derniers temps. Ils ont ralenti après des années de forte croissance, qui, dans la plupart des cas, s'était accélérée pendant la pandémie. Ces corrections ne constituent pas en elles-mêmes une réduction substantielle du risque lié à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel. Au contraire, elles sont la manifestation de vulnérabilités: si, dans certains pays, les prix des logements baissent fortement, c'est parce que des dynamiques sous-jacentes les avaient portés à des niveaux insoutenables. Dans l'ensemble, ces dynamiques sous-jacentes n'ont pas changé. Une fois que la demande de logements se sera pleinement ajustée aux taux d'intérêt plus élevés, on peut s'attendre à une nouvelle flambée des prix de l'immobilier résidentiel, compte tenu de l'écart persistant entre la demande de logements soutenue et l'offre limitée, écart que la réduction des investissements dans l'immobilier résidentiel observée récemment pourrait encore creuser dans un contexte marqué par un solde migratoire net historiquement élevé vers certains États membres. Les prix des logements, de moins en moins abordables dans de nombreux pays, risquent de continuer à augmenter. Dans les zones métropolitaines de certains États membres, les prix des logements ont atteint des niveaux qui pourraient freiner la capacité de l'économie à attirer des travailleurs, ce qui peut devenir une contrainte de plus en plus lourde pour leur modèle de croissance. Dans certains pays, la croissance des prix des logements reste très forte et s'accélère de nouveau. Dans certains cas, cette forte croissance s'accompagne d'une dynamique inflationniste puissante qui pourrait être difficile à enrayer sans conséquences graves pour l'économie.

Conclusions par pays et surveillance de suivi

En 2025, des bilans approfondis seront élaborés pour les neuf États membres qui ont été identifiés comme présentant des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs en 2024([4]). Le rapport sur le mécanisme d'alerte présente une vue d'ensemble de l'évolution des données clés qui sous-tendent ces déséquilibres. Une évaluation économique visant à déterminer si ces déséquilibres s'aggravent, sont en voie de correction ou ont été corrigés, en vue de mettre à jour les évaluations existantes et d'évaluer si de nouvelles mesures restent nécessaires, sera réalisée dans le cadre des bilans approfondis de 2025 qui seront publiés au premier semestre de 2025. Les pays concernés seront **Chypre, l'Allemagne, la Grèce, l'Italie, la Hongrie, les Pays-Bas, la Roumanie, la Slovaquie** et **la Suède**.

En outre, la lecture économique du tableau de bord montre la nécessité de soumettre l'Estonie à un bilan approfondi en raison des risques particuliers de nouveaux déséquilibres qu'elle présente. Cette approche est cohérente avec la démarche prospective suivie ces dernières années. Dans le cadre de cette approche, les bilans approfondis devraient être réalisés à mesure que les signaux inquiétants s'accumulent, sans attendre d'avoir la certitude que des déséquilibres existent. En Estonie, de fortes pressions sur les coûts ont été observées ces dernières années, tandis que les prix de l'immobilier résidentiel ont fortement augmenté et que l'emprunt des ménages a lui aussi légèrement progressé. L'Estonie se distingue par la persistance de ces tendances et par la présence d'autres facteurs inquiétants qui posent des risques supplémentaires.

En Estonie, les pertes de compétitivité-coûts continuent de s'accumuler et la balance courante s'est dégradée; dans le même temps, les prix des logements continuent d'augmenter sensiblement. L'Estonie avait fait l'objet d'un bilan approfondi au printemps 2023, mais aucun déséquilibre n'avait été constaté à l'époque: les vulnérabilités liées à la compétitivité, aux soldes extérieurs et aux prix de l'immobilier résidentiel étaient déjà présentes, mais il avait été estimé qu'elles étaient limitées et devraient s'atténuer rapidement. Le tableau de bord actuel pour l'Estonie montre qu'en 2023, deux indicateurs dépassaient leurs seuils indicatifs, à savoir le taux de change effectif réel et les coûts salariaux unitaires. La lecture économique du tableau de bord fondée sur les évolutions et perspectives récentes n'est pas suffisamment rassurante. Les tensions sur les coûts se sont atténuées, mais elles figurent parmi les plus élevées de la zone euro. Le pays continue d'enregistrer une inflation élevée, nettement supérieure à la moyenne de la zone euro, et l'inflation sous-jacente a récemment augmenté. En Estonie, les prix et les coûts ont fortement augmenté malgré la faible croissance de l'économie. L'économie ne s'est pas remise de la crise déclenchée par la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine et a connu une récession marquée en 2023 et 2024; en termes réels, le PIB se situe juste autour des niveaux d'avant la pandémie, ce qui constitue la plus mauvaise performance de l'Union. Les exportations ont fortement chuté récemment, de même que les parts de marché à l'exportation. Le déficit de la balance courante s'est réduit par rapport à son niveau de 2022, mais aucune nouvelle amélioration n'est attendue. En outre, ce déficit survient à un moment où l'activité est atone, ce qui semble indiquer une position extérieure sous-jacente plus faible, et une amélioration de l'activité économique entraînant une augmentation de la demande réduirait le solde courant. Dans le même temps, les prix des logements ont considérablement augmenté ces dernières années et les prix nominaux ont progressé de plus de 7 % au premier semestre 2024, ce qui a aggravé les risques de surévaluation des prix des logements. Les emprunts des ménages ont ralenti en 2023, mais ils sont restés importants malgré le niveau des coûts d'emprunt, qui est le plus élevé de la zone euro.

([4]) Communication de la Commission intitulée «Semestre européen 2024 – Paquet de printemps» [COM(2024) 600 final].

Pour les autres États membres, il n'est pas nécessaire, à ce stade, de procéder à des bilans approfondis.

Encadré: Résultats de l'examen 2024 du tableau de bord de la PDM

Conformément au règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, la Commission évalue régulièrement la pertinence du tableau de bord de la PDM et le met à jour si nécessaire [article 4, paragraphe 7, du règlement (UE) nº 1176/2011]. Le présent RMA introduit un certain nombre de modifications dans le tableau de bord, en ce qui concerne tant les indicateurs clés que les indicateurs auxiliaires. Comme lors des précédents examens du tableau de bord, les révisions envisagées ont été communiquées au Parlement européen, au Conseil (y compris à ses comités d'experts) et au CERS avant leur adoption définitive.

Les révisions adoptées tiennent compte des dernières évolutions des indicateurs statistiques et visent à rendre le tableau de bord plus compact, en assurant un meilleur équilibre entre les différents blocs thématiques, et à le rendre plus prospectif. Elles ont été guidées par les principes suivants: i) la stabilité (pour éviter les révisions trop fréquentes); ii) la non-prolifération des variables (en principe, le nombre de variables ne devrait pas augmenter, afin de respecter la parcimonie requise par le règlement pour le tableau de bord); iii) la pertinence et l'importance pour la surveillance de la PDM; et iv) la nécessité de tenir compte de l'amélioration continue de la qualité des statistiques. Les principales modifications apportées aux indicateurs clés sont exposées ci-dessous; de plus amples informations sont fournies dans le document de travail des services de la Commission([5]) qui accompagne la présente communication.

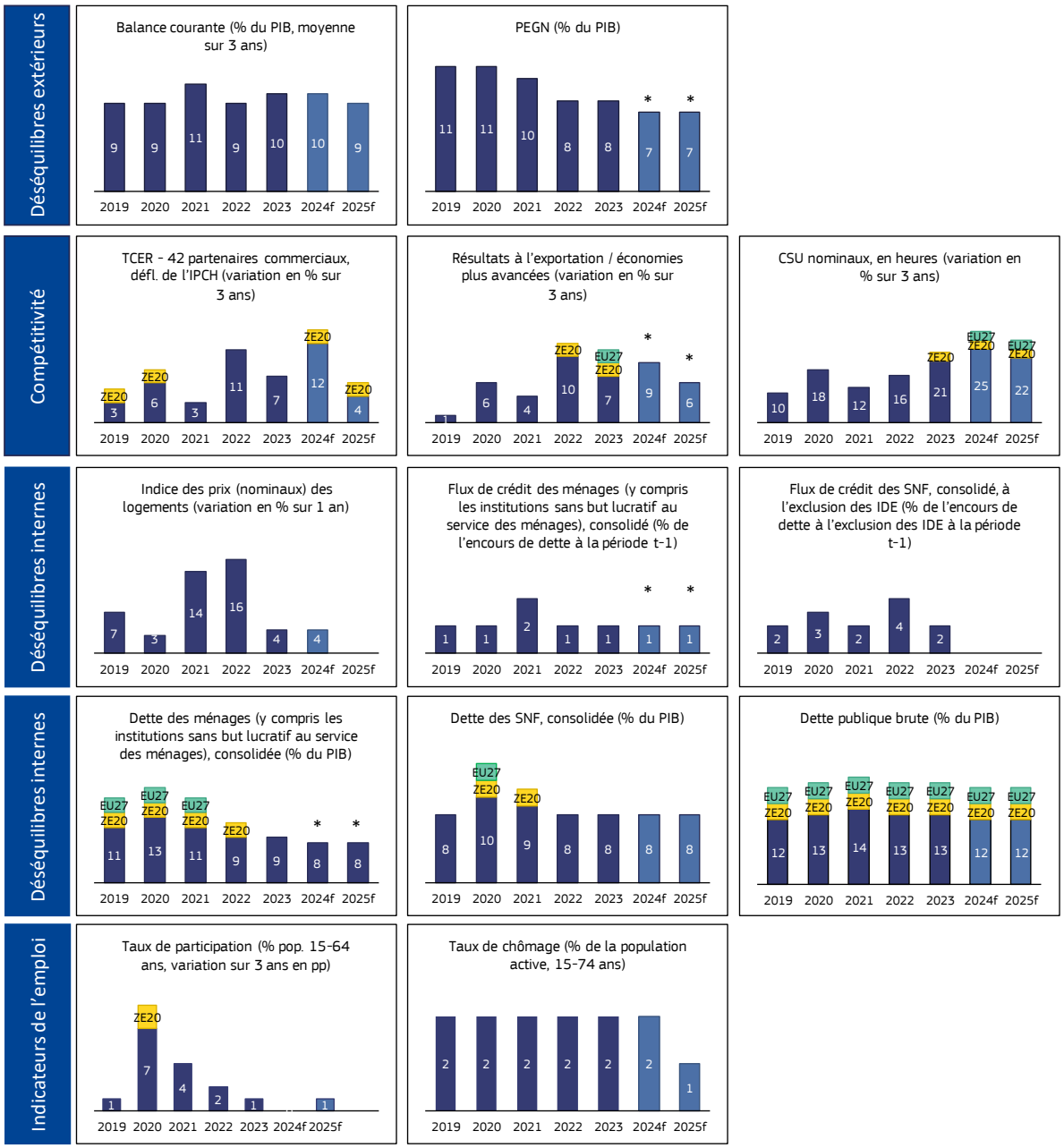
- L'indicateur relatif aux «résultats à l'exportation par rapport à d'autres économies avancées» passe d'indicateur auxiliaire à indicateur clé, mesuré comme l'évolution sur trois ans. Un nouveau seuil (- 3 %), est fixé pour cet indicateur. L'indicateur relatif aux «parts de marché à l'exportation», quant à lui, est rétrogradé au rang d'indicateur auxiliaire.
- Les indicateurs relatifs aux encours de dette du secteur privé et aux flux de crédit sont ventilés en indicateurs distincts pour les ménages et les sociétés non financières. Les flux de crédit seront mesurés en pourcentage des encours de l'année précédente, et le flux de crédit aux sociétés non financières exclura les investissements directs étrangers dans son numérateur et son dénominateur. Les nouveaux seuils s'élèvent, respectivement, à 55 % et 85 % du PIB pour les encours de la dette des ménages et des sociétés non financières, et à 14 % et 13 % de l'encours de la dette de l'année précédente pour les flux de crédit.
- L'indicateur clé relatif aux passifs du secteur financier est abandonné compte tenu de l'impossibilité de définir raisonnablement un seuil pour un indicateur global du secteur financier, ainsi que de l'existence de plusieurs autres mécanismes indépendants de surveillance du secteur financier au niveau européen qui ont été mis en place après l'instauration de la PDM. Le secteur bancaire fera l'objet d'un suivi plus étroit grâce à trois indicateurs auxiliaires: les prêts non performants bruts (en % des prêts bruts), le ratio de fonds propres de catégorie 1 du secteur bancaire (en % des actifs pondérés en fonction des risques) et le rendement des fonds propres du secteur bancaire (en %). Ces indicateurs fournissent des informations importantes, mais il est difficile de définir des seuils macroéconomiques significatifs. L'absence d'indicateur clé dans le tableau de bord ne signifie nullement qu'une importance moindre est accordée au secteur financier dans le cadre de la surveillance macroéconomique exercée par la Commission.
- Le taux de chômage de longue durée et le taux de chômage des jeunes deviendront des indicateurs auxiliaires.
- Le seuil de l'indicateur du taux de change effectif réel sera ramené de ± 5 % à ± 3 % pour la zone euro et de ± 11 % à ± 10 % pour les pays hors zone euro et afin de tenir compte des caractéristiques de distribution des données les plus récentes.
- Certains ajustements sont apportés aux définitions à certains indicateurs clés, notamment:

([5]) Document de travail des services de la Commission sur les modifications apportées au tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques [SWD(2024) 702].

- l'indice du coût unitaire nominal de la main-d'œuvre ne sera plus mesuré par personne occupée mais par heure;
- l'indice des prix des logements ne sera plus mesuré en termes réels mais en termes nominaux, ce qui nécessite également une modification du seuil à + 9 %;
- le taux de chômage sera présenté en données annuelles plutôt qu'en moyenne sur 3 ans.

Plusieurs modifications sont également mises en œuvre pour les indicateurs auxiliaires, y compris une réduction significative de leur nombre, comme indiqué dans le document de travail des services de la Commission qui accompagne la présente communication. Le tableau de bord révisé comportera 1 indicateur clé et 5 (+ 5) indicateurs auxiliaires de moins que la version utilisée jusqu'à présent.

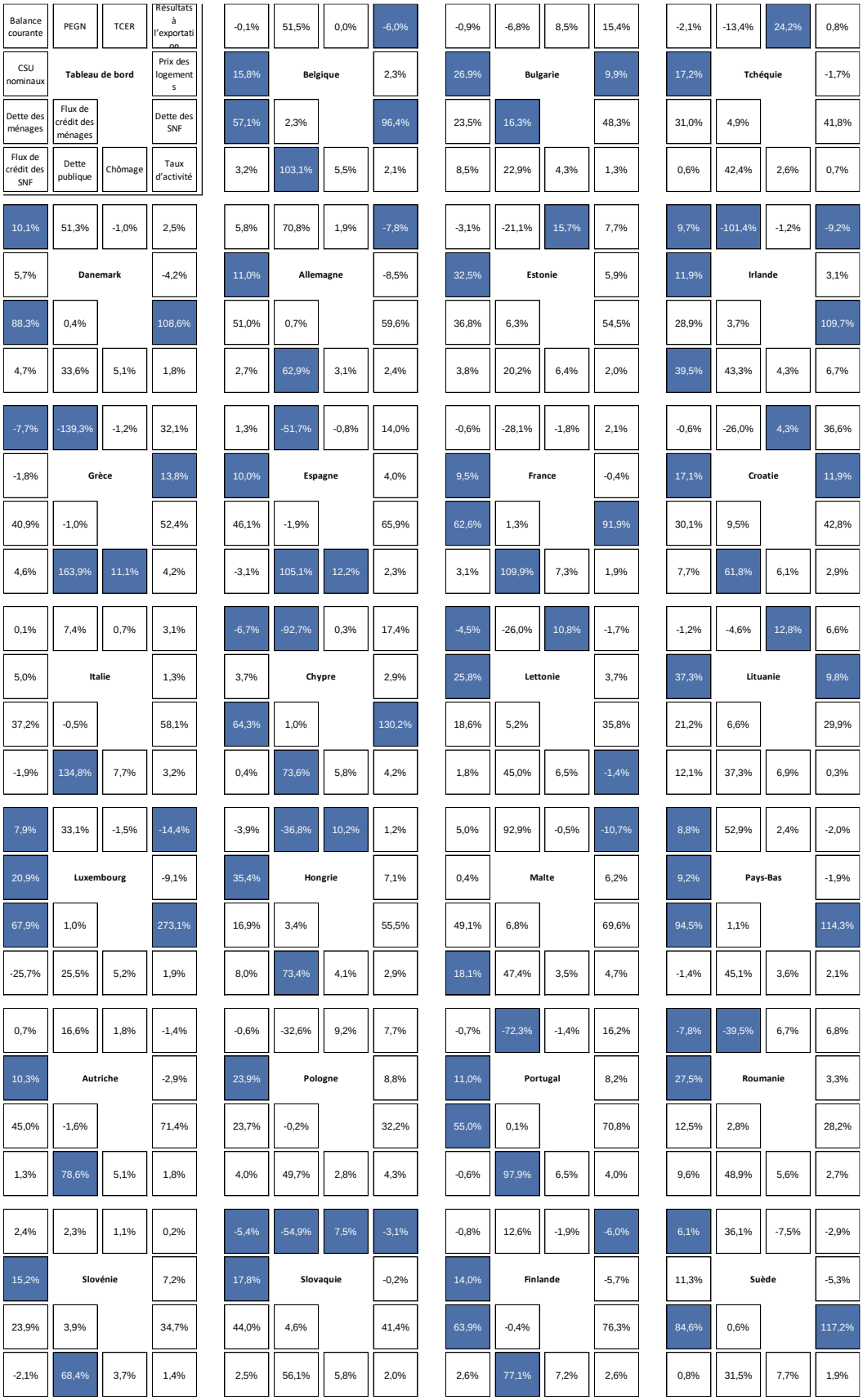
Graphique 1: **nombre d'États membres enregistrant des résultats dépassant les seuils**



Le nombre d'États membres enregistrant des résultats dépassant les seuils pertinents au cours d'une année donnée résulte des données disponibles à la date butoir fixée pour le RMA de 2025 (31 octobre 2024). D'éventuelles révisions ex post des données peuvent entraîner une différence dans le nombre de valeurs dépassant les seuils calculé à l'aide de millésimes antérieurs des variables du tableau de bord, telles que publiées dans les éditions antérieures du RMA. * Données non disponibles pour les agrégats sur la période de prévision.

Sources: prévisions d'Eurostat et de la Commission européenne.

Graphique 2: **indicateurs du tableau de bord du RMA en 2023, par pays**



Sources: Eurostat