



Bruxelles, le 5.3.2014
COM(2014) 150 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL ET À L'EUROGROUPE

**Résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) No 1176/2011 sur la
prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques**

La présente communication résume les résultats des bilans approfondis (BA) afin de déterminer si des déséquilibres et des déséquilibres excessifs existent dans un certain nombre d'États membres de l'UE. () Elle examine également la dimension «zone euro» des déséquilibres macroéconomiques et tente de déterminer de quelle manière plusieurs défis politiques doivent être abordés dans le contexte de l'ensemble de la zone euro. De plus, afin de contribuer à la surveillance intégrée, la communication examine également l'évolution budgétaire: pour les pays concernés, la Commission actualise l'évaluation qu'elle avait effectuée en novembre 2013 au moment d'examiner les projets de plans budgétaires. (**)*

Les bilans approfondis examinent les caractéristiques des économies des États membres, en particulier l'évolution des comptes extérieurs, l'épargne et l'investissement, le taux de change effectif, les parts de marchés d'exportation, la compétitivité des coûts et hors coûts, la productivité, la dette publique et privée, les prix du logement, les flux de crédit, les systèmes financiers, le chômage et d'autres variables. L'appréciation des déséquilibres ou des déséquilibres excessifs tient compte de la situation de chaque économie à un moment donné, de la dynamique de chacun de ces phénomènes et, le cas échéant, des mesures adoptées récemment.

Les bilans approfondis montrent que les difficultés auxquelles les économies de l'Union européenne sont confrontées ont changé. Lorsque la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) a été créée, et durant les premiers cycles de sa mise en œuvre, les principaux défis étaient liés aux déficits non viables des comptes courants, à la perte de compétitivité liée à une évolution des coûts salariaux auparavant très dynamique, à la dette privée et aux prix élevés de l'immobilier. Désormais, les principaux défis de nature transfrontière sont également liés aux conséquences du désendettement engagé par bon nombre de pays sur la croissance à moyen terme; à la viabilité de la dette publique et privée et des passifs extérieurs dans un contexte d'inflation très faible; à la nécessité d'assurer un flux de crédit adéquat vers les activités viables - en particulier dans les secteurs non exportateurs - des économies vulnérables, compte tenu de la fragmentation du système financier; et au niveau très élevé du chômage dans de nombreux pays.

*Ces bilans approfondis ont conduit la Commission à identifier des déséquilibres dans les pays suivants: **Belgique, Bulgarie, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Croatie, Italie, Hongrie, Pays-Bas, Slovaquie, Finlande, Suède, et Royaume-Uni.** Parmi ces États membres, la **Croatie, l'Italie et la Slovaquie** enregistrent des déséquilibres excessifs. Dans le cas de l'**Espagne**, la Commission estime qu'un ajustement significatif a été opéré au cours de l'année écoulée et que sur la base des tendances actuelles, les déséquilibres continueront à se résorber au fil du temps; si ces éléments permettent de conclure que les déséquilibres ne sont plus excessifs au sens de la PDM, la Commission souligne que des risques importants subsistent.*

*Les facteurs à l'origine des déséquilibres et les risques qu'ils font peser diffèrent d'un pays à l'autre. Il est nécessaire d'adapter les mesures aux difficultés de chaque économie et de mettre en place une surveillance appropriée. Conformément à la recommandation adressée par le Conseil à la zone euro, la Commission prévoit de mettre en place une surveillance spécifique des politiques recommandées par le Conseil pour les États membres qui enregistrent des déséquilibres excessifs (**Croatie, Italie et Slovaquie**), ainsi que pour les pays dont les déséquilibres requièrent des mesures décisives (**Irlande, Espagne et France**). (***) Dans le cas de l'**Irlande** et de l'**Espagne**, ce suivi spécifique reposera sur la surveillance post-programme.*

*En ce qui concerne le **Danemark** et **Malte**, la Commission estime que par rapport à l'an dernier, les risques se sont résorbés ou sont mieux contrôlés; ces pays n'enregistrent donc plus de déséquilibres au sens de la PDM. Par ailleurs, si un certain nombre de caractéristiques de l'économie du **Luxembourg**, notamment la taille de son secteur financier, nécessitent l'attention, elles ne constituent pas des déséquilibres au sens de la PDM. (****)*

La consolidation de la relance et la mise en œuvre rigoureuse des mesures adoptées devraient faciliter la correction des déséquilibres et des déséquilibres excessifs des autres économies au cours des années à venir. Cela étant, les déséquilibres sont des phénomènes de longue durée et il peut s'écouler du temps avant que des politiques adéquates se traduisent par une réduction décisive des risques macroéconomiques dans le cadre de la surveillance au titre de la PDM. Par conséquent, la constatation de déséquilibres ou de déséquilibres excessifs dans une économie pendant plusieurs années ne constitue pas un jugement des mesures adoptées, mais permet de signaler que des risques subsistent et qu'il est nécessaire de surveiller étroitement les déséquilibres et la mise en œuvre des mesures. Néanmoins, pour certains pays, la persistance de déséquilibres est également liée à la lenteur de la mise en œuvre des recommandations par pays dans le cadre du semestre européen.

*Sur le plan budgétaire, la situation a continué de s'améliorer tant dans l'Union européenne que dans la zone euro grâce à la poursuite des efforts d'assainissement. Toutefois, les dernières prévisions montrent que pour la **France** et la **Slovénie**, il n'est pas certain que l'effort d'assainissement soit suffisant pour garantir que la correction des déficits excessifs reste sur la bonne voie. La Commission adresse donc des recommandations à ces États membres en vertu de l'article 11 du règlement (UE) n 473/2013.*

La Commission s'attend à ce que les États membres tiennent compte des conclusions des bilans approfondis et des prévisions budgétaires dans leurs programmes nationaux de réforme (PNR) et leurs programmes de stabilité ou de convergence (PS et PC). Les États membres en situation de déséquilibre excessif devraient notamment formuler une réponse politique complète et détaillée dans leurs prochains programmes nationaux de réforme et dans leurs programmes de stabilité ou de convergence. La Commission est disposée à collaborer étroitement avec ces États membres pour l'élaboration de ces réponses, en respectant pleinement leurs processus nationaux. Les deux États membres auxquels la Commission adresse une recommandation pour que la correction des déficits excessifs reste sur la bonne voie sont censés rendre compte des actions répondant à cette recommandation dans une section spécifique de leur programme de stabilité. Les programmes nationaux de réforme ainsi que les programmes de stabilité ou de convergence de tous les États membres seront examinés en juin 2014 dans le cadre du semestre européen de coordination des politiques économiques afin de déterminer s'ils sont appropriés compte tenu des problèmes à résoudre. Pour les États membres en situation de déséquilibre excessif (Italie, Croatie, Slovénie), si la Commission estime que le projet de réponse politique est inadéquat au vu des défis à relever, elle recommandera au Conseil d'inviter l'État membre concerné à prendre des mesures correctives au titre du volet correctif de la PDM. Le cas échéant, de nouvelles étapes seront également franchies au titre de la PDE au début du mois de juin.

(*) La présente communication répond à l'obligation de l'article 6, paragraphe 1, et de l'article 7, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1176/2011, selon laquelle la Commission informe le Parlement européen, le Conseil et l'Eurogroupe des résultats des bilans approfondis. Les bilans approfondis concernant dix-sept États membres sont publiés en même temps que la présente communication (voir *European Economy-Occasional Papers*). Au sens de la PDM, les déséquilibres sont des tendances donnant lieu à des évolutions préjudiciables pour le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'union monétaire ou de l'Union dans son ensemble; des déséquilibres excessifs sont des déséquilibres graves, notamment des déséquilibres susceptibles de compromettre le bon fonctionnement de l'union économique et monétaire.

(**) COM(2013) 900 du 15.11.2013.

(***) Voir la recommandation n° 5 des recommandations du Conseil (2013/C 217/24) du 9 juillet 2013 (JO C 217 du 30.7.2013, p. 97).

(****) Dans le rapport sur le mécanisme d'alerte de novembre 2013, la Commission a considéré qu'aucune action spécifique n'était nécessaire dans le contexte de la PDM pour la République tchèque, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, l'Autriche, la Pologne et la Slovaquie. Pour tous ces États membres, la surveillance macroéconomique continuera dans le cadre du semestre européen. En outre, la PDM ne s'applique pas aux États membres qui mettent en œuvre des programmes d'ajustement macroéconomique assortis d'un soutien financier: Grèce, Chypre, Portugal et Roumanie; la surveillance renforcée des déséquilibres et des politiques de ces pays se poursuivra dans le contexte de leurs programmes.

TABLEAU RECAPITULATIF
SURVEILLANCE INTEGREE DES DESEQUILIBRES MACROECONOMIQUES ET BUDGETAIRES
(États membres pour lesquels un bilan approfondi a été dressé)

	PDM		PSC
	Observation	Suivi	
BE	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	Déficit excessif, délai pour la correction: 2013
BG	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	OMT pas encore atteint
DE	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	OMT en cours de dépassement
DK	Pas de déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen	Déficit excessif, délai pour la correction: 2013
IE	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Suivi spécifique: surveillance post-programme	Déficit excessif, délai pour la correction: 2015
ES	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Suivi spécifique: surveillance post-programme	Déficit excessif, délai pour la correction: 2016
FR	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Suivi spécifique à mettre en place	Déficit excessif, délai pour la correction: 2015 La Commission adopte aujourd'hui une recommandation (*)
HR	Déséquilibre excessif	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Décision à adopter en juin concernant les étapes ultérieures dans le cadre de la PDM. Suivi spécifique à mettre en place	Déficit excessif, délai pour la correction: 2016
IT	Déséquilibre excessif	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Décision à adopter en juin concernant les étapes ultérieures dans le cadre de la PDM. Suivi spécifique à mettre en place	OMT pas encore atteint
LU	Pas de déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen	OMT en cours de dépassement
HU	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	OMT pas encore atteint
MT	Pas de déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen	Déficit excessif, délai pour la correction: 2014
NL	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	Déficit excessif, délai pour la correction: 2014
SI	Déséquilibre excessif	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM. Décision à adopter en juin concernant les étapes ultérieures dans le cadre de la PDM. Suivi spécifique à mettre en place	Déficit excessif, délai pour la correction: 2015 La Commission adopte aujourd'hui une recommandation (*)
SE	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	OMT en cours de dépassement
FI	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	OMT pas encore atteint
RU	Déséquilibre	Recommandations à adopter dans le cadre du semestre européen, y compris sur les questions liées à la PDM	Déficit excessif, délai pour la correction: 2014-2015

(*) Les recommandations au titre du «two-pack» (règlement (CE) n° 473/2013) en ce qui concerne les mesures à prendre afin de garantir la correction en temps utile du déficit public excessif ne concernent que les États membres de la zone euro.

OMT: Objectif budgétaire à moyen terme.

Les États membres de la zone euro pour lesquels un bilan approfondi a été établi sont grisés.

1. INTRODUCTION ET PRINCIPALES CONCLUSIONS

Au cours des dernières années, l'Union européenne a renforcé la gouvernance économique de manière significative. Elle prévoit désormais un cycle annuel cohérent de coordination des politiques économiques en Europe, avec des étapes mieux intégrées pour la zone euro. Le semestre européen est devenu essentiel pour la mise en œuvre des réformes, en garantissant que les États membres coordonnent leurs politiques économiques et leurs efforts pour promouvoir la croissance et l'emploi¹.

Avec le pacte de stabilité et de croissance renforcé, qui met l'accent sur la viabilité des finances publiques, la procédure concernant les déficits macroéconomiques (PDM) est au centre de la gouvernance économique renforcée de l'Union européenne. La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) doit contribuer à déceler, prévenir et corriger les problèmes à un stade précoce. Lors du lancement du quatrième semestre européen en novembre 2013, dans son rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA), la Commission a examiné tous les États membres de l'UE en vue d'éventuels déséquilibres macroéconomiques sur la base d'un tableau de bord d'indicateurs, et a recensé 16 cas pour lesquels un examen approfondi était justifié. Après l'arrivée à terme de son programme d'ajustement macroéconomique, l'Irlande figure également sur l'invitation du Conseil «Ecofin» de février 2014. Sur la base de ces analyses approfondies, la Commission a tiré des conclusions sur l'existence de déséquilibres et leur nature.

Dans l'ensemble, l'analyse montre que les déséquilibres macroéconomiques qui se sont accumulés pendant des années se résorbent progressivement. Dans un de ces pays, les déséquilibres ne sont plus considérés comme excessifs, alors que dans deux autres, plus aucun déséquilibre n'est identifié. En revanche, dans certains cas, de nouveaux problèmes sont apparus, qui exigent une plus grande attention. La Commission s'attend à ce que les trois États membres pour lesquels elle a conclu que les déséquilibres sont excessifs agiront rapidement et résolument et feront état de leurs actions globales et détaillées dans leurs prochains programmes nationaux de réforme et dans leurs programmes de stabilité ou de convergence. Les États membres pour lesquels la Commission a conclu que des déséquilibres existent sont invités à tenir compte des conclusions des bilans approfondis dans leurs programmes nationaux de réforme et dans leurs programmes de stabilité ou de convergence. Sur cette base et dans le contexte du semestre européen, la Commission présentera en juin prochain des recommandations pour la correction de ces déséquilibres et la prévention de nouveaux déséquilibres.

Dans le cadre de sa surveillance continue des obligations au titre de la procédure de déficit excessif, la Commission fait également usage aujourd'hui d'un nouvel instrument dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance renforcé et attire l'attention de deux États membres de la zone euro sur le risque de non-conformité avec l'objectif budgétaire recommandé pour cette année. Dans le cadre du semestre européen en juin, la Commission réévaluera la situation générale en ce qui concerne les obligations prévues par le pacte de stabilité et de croissance et, si nécessaire, proposera les mesures appropriées au Conseil.

¹ Communication de la Commission intitulée «Bilan de la stratégie Europe 2020 pour une croissance intelligente, durable et inclusive», COM(2014) 130 du 5.3.2014.

2. LA REPRISE ECONOMIQUE EST LA, MAIS LES REFORMES DOIVENT ETRE POURSUIVIES

La reprise économique gagne du terrain. Sur la base des prévisions les plus récentes², l'économie européenne connaîtra une croissance de 1,5 % en 2014 et de 2,0 % en 2015. Pour la première fois depuis plusieurs années, les projections de croissance ont été revues à la hausse pour plusieurs pays. Un certain nombre de variables reflétant des déséquilibres, notamment les comptes extérieurs et budgétaires, la compétitivité, les indicateurs commerciaux et l'endettement global, sont en voie d'amélioration. Dans de nombreux pays, les prix des logements ont décollé pour une nouvelle phase de croissance modérée. Le taux de chômage s'est stabilisé et diminue lentement dans plusieurs économies, bien que le chômage et d'autres indicateurs reflétant des difficultés sociales restent trop élevés dans de nombreux pays. La correction des déséquilibres, qui est le résultat de mesures complexes du point de vue politique et d'un ajustement douloureux de la part des agents économiques, a contribué à améliorer les fondamentaux et a favorisé une relance progressive, qui permet à son tour de réduire les risques macroéconomiques. Toutefois, la reprise reste fragile et inégale. L'UE et la zone euro ne reviendront à leurs niveaux d'activité de 2007 qu'en 2014 et 2015 respectivement, et pour certains États membres, cela prendra plus de temps.

Les bilans approfondis montrent que les difficultés auxquelles les économies examinées doivent faire face évoluent. Lorsque le règlement instituant la PDM a été proposé par la Commission et adopté, et lors des deux premiers cycles de sa mise en œuvre, les principaux problèmes étaient liés aux déficits non viables de la balance courante, aux pertes de compétitivité liées à l'évolution jusque-là très dynamique des coûts salariaux, à la dette privée et aux prix élevés du logement. Si de nombreux déséquilibres portant sur des flux, notamment les déficits des comptes courants, ont été corrigés, ce n'est pas encore le cas des déséquilibres portant sur des stocks, notamment les passifs extérieurs. Désormais, les principaux défis partagés par les différents pays concernent l'impact des pressions au désendettement dans de nombreux pays sur la croissance à moyen terme; la viabilité de la dette privée et des passifs extérieurs dans un contexte d'inflation très faible et de croissance lente; les implications du passage de la zone euro à un excédent relativement élevé du compte courant; et la nécessité de fournir du crédit à des investissements viables dans les économies vulnérables, dans un système financier fragmenté. En outre, le niveau de chômage très élevé dans de nombreux pays représente un défi politique et social important.

Les réponses politiques apportées à l'évolution des défis devraient également tenir compte de la dimension «zone euro» des déséquilibres. Les déséquilibres macroéconomiques sont d'abord et avant tout néfastes pour les économies des États membres concernés, qui ont donc tout intérêt à réduire les risques qui y sont associés. Ces risques concernent la viabilité de la dette extérieure ainsi que de la dette publique et privée; la capacité à faire face à la concurrence sur les marchés mondiaux et, en fin de compte, la capacité à générer une croissance forte à moyen terme et à créer de l'emploi. Toutefois, compte tenu de l'interdépendance entre les économies, les déséquilibres ont des répercussions au-delà des frontières, et les pertes d'efficacité dans un État membre entraînent également des pertes de bien-être chez ses partenaires. La situation macroéconomique et l'action politique d'un État membre ont des répercussions sur ses partenaires par le biais de plusieurs canaux: commerce, liens financiers et monétaires, réformes structurelles, confiance et incertitude.³

Compte tenu de l'interdépendance des économies, plusieurs difficultés doivent être replacées dans le contexte de l'ensemble de la zone euro dans le cadre de la PDM:

- **Politiques en faveur de la croissance.** Après plusieurs années de récession ou de croissance lente, la zone euro est désormais entrée dans une phase de relance fragile. Compte tenu des liens étroits entre les États membres et des difficultés auxquelles bon nombre d'entre eux sont confrontés, la poursuite des

² Voir les prévisions d'hiver des services de la Commission, publiées le 25 février 2014, *European Economy*, 2(2014).

³ Voir «Cross-Border Spillovers in Confidence,» *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (3), 26-30, et «Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment». *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (2), 7-16, et «The Economic Effects of Policy Uncertainty», encadré I.1. dans *European Economy*, 2014 (2); 28-30.

réformes structurelles de nature à promouvoir la compétitivité et l'ajustement dans les économies vulnérables et des politiques destinées à accroître la demande intérieure et la croissance potentielle dans les États membres de plus grande taille et moins endettés, devrait donner un coup de fouet à l'activité économique et aux perspectives à moyen terme. Les politiques qui contribuent à accroître l'investissement sont essentielles dans la mesure où elles stimulent la demande à court terme et augmentent la croissance potentielle future.⁴

- **La fragmentation financière** est le résultat des différences de fonctionnement et de performances des marchés financiers des différentes juridictions. Elle conduit à des divergences de taux d'intérêt et de conditions de crédit aux entreprises et aux ménages, en fonction de leur pays de résidence, au-delà de ce que les fondamentaux économiques justifient. Il est nécessaire de faire en sorte que le système financier finance les projets d'investissement viables pour la redistribution des ressources entre les secteurs dans les États membres les plus vulnérables et de rétablir sans heurts l'acheminement des flux financiers vers la périphérie de la zone euro.⁵
- **Endettement et inflation très faible.** La stabilité des prix, définie par la BCE comme un taux d'inflation inférieur mais proche de 2 % à moyen terme, est importante pour la croissance à moyen terme. Dans ses prévisions d'hiver, la Commission anticipe une longue période de faible inflation, qui pourrait avoir des effets négatifs pour l'activité économique et les niveaux d'endettement. En outre, une inflation très faible implique un degré adéquat de flexibilité nominale pour permettre l'ajustement des salaires réels nécessaire dans certains cas pour réduire le chômage.
- **Rééquilibrage dans un contexte économique difficile.** La zone euro est actuellement engagée dans un processus de rééquilibrage bien avancé mais pas encore achevé. Pour un certain nombre d'États membres, cela implique de restaurer la compétitivité au moyen d'une dévaluation interne, c'est-à-dire la modération salariale, des gains de productivité et la réduction des autres coûts de production par rapport aux partenaires commerciaux. Cette situation, combinée à un ambitieux programme de réforme, est un processus nécessaire pour restaurer la compétitivité tant au sein de l'union monétaire que dans le monde entier, mais avec des coûts sociaux considérables. Par rapport à l'ajustement économique opéré dans certains pays après la création de l'union monétaire, le défi du rétablissement de la compétitivité est amplifié par la faiblesse de l'activité économique dans l'ensemble de l'UE et dans le monde. Les ajustements nécessaires des coûts salariaux dépendent non seulement de la situation spécifique de chaque État membre, mais aussi du comportement des coûts salariaux chez les concurrents à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, et du taux de change nominal de l'euro. Le taux de change de l'euro n'est pas un objectif politique. Des pressions à la hausse sur le taux de change pourraient être le résultat d'une évolution interne ou externe. Il est à craindre qu'une appréciation du taux de change nominal de l'euro ne remette en cause les gains de compétitivité obtenus par des ajustements très difficiles de politiques. Si la demande globale reste faible, la Commission table néanmoins dans ses prévisions d'hiver sur une reprise qui devrait être alimentée de plus en plus par la demande intérieure et se propager à l'ensemble des États membres, ce qui pourrait contribuer à atténuer les pressions à la hausse.

Des mesures pour corriger les déséquilibres macroéconomiques et les écarts de compétitivité sont nécessaires dans tous les États membres, et plus particulièrement dans la zone euro. Comme établi dans les recommandations spécifiques pour les États membres de la zone euro⁶, ils devraient engager une action individuelle et collective dans le cadre de l'Eurogroupe, et assumer la responsabilité de la

⁴ Voir «The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade» et «The Growth Impact of Structural Reforms,» *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (4), 7-16 et 17-27, et «Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU,» encadré I.2 dans *European Economy*, 2014 (2); 31-4.

⁵ Voir «Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States,» *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (1), 19-25, et «Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions,» encadré I.2, *European Economy*, 2013 (7): 20-3.

⁶ Recommandation 2013/C 217/24 du Conseil du 9 juillet 2013 (JO C 217 du 30.7.2013, p. 97).

position politique globale de la zone euro, afin de garantir le bon fonctionnement de celle-ci et de favoriser la croissance et l'emploi. Cette coordination devrait contribuer à ce que le rythme de l'assainissement budgétaire soit différencié en fonction de la situation budgétaire et macroéconomique des États membres. Des mesures budgétaires et de nature à accroître la productivité devraient promouvoir la poursuite du rééquilibrage dans la zone euro, et remédier aux distorsions de l'épargne et de l'investissement dans les États membres. Pour remédier aux conséquences sociales de la crise et à la hausse du chômage, il convient de mettre en œuvre de nouvelles réformes (notamment pour faciliter l'accès à l'emploi, prévenir les sorties précoces du marché du travail, réduire le coût du travail et lutter contre la segmentation du marché du travail).

L'achèvement de l'union bancaire reste l'élément clé pour rétablir la confiance dans le secteur financier et réduire la fragmentation du marché. Cela favorisera en retour le flux de crédit en faveur de l'économie réelle, en particulier les PME, traditionnellement plus dépendantes des financements bancaires. Les définitions à venir en ce qui concerne les règles de liquidités des banques dans le contexte des actes délégués de la législation sur les exigences de fonds propres devraient également faciliter l'accès de l'économie réelle aux financements. Il convient dès lors d'encourager la poursuite du redressement et de la consolidation des bilans; la prochaine évaluation complète des bilans des banques par la BCE sera essentielle à cet égard.

La contribution des grands États membres à la croissance est importante. Pour les plus grands États membres de la zone euro, les priorités politiques devraient être de stimuler la demande intérieure et la croissance à moyen terme en *Allemagne*, de lever les obstacles à la croissance à moyen terme tout en progressant dans les réformes structurelles et l'assainissement budgétaire en *France* et en *Italie*, et de poursuivre le désendettement ordonné et la transformation structurelle de l'économie en vue d'une croissance durable, tout en traitant les problèmes sociaux en *Espagne*.

3. PRINCIPALES CONCLUSIONS HORIZONTALES DES BILANS APPROFONDIS

Les bilans approfondis donnent une vision plus complète d'un certain nombre d'évolutions communes déjà évoquées dans le rapport sur le mécanisme d'alerte.⁷ Plusieurs risques et déséquilibres continuent de caractériser un certain nombre d'États membres. Les bilans approfondis font notamment ressortir les éléments suivants:

- **L'ampleur des passifs extérieurs reste un facteur de vulnérabilité.** Au cours des derniers trimestres, les déficits des balances courantes ont été encore réduits dans les pays qui présentaient des déficits élevés avant la crise. Dans certains cas, comme en *Bulgarie*, en *Espagne*, en *Croatie* et en *Hongrie*, la balance courante est devenue excédentaire, et même très largement en ce qui concerne l'*Irlande* et la *Slovénie*. Cette amélioration s'explique par les gains de compétitivité qu'a favorisés l'ajustement du coût de la main-d'œuvre, mais aussi par une compression de la demande intérieure dans les pays concernés. En termes de stocks, cependant, les passifs extérieurs nets restent très élevés dans certains des pays examinés. Tel est notamment le cas de l'*Irlande*, de l'*Espagne*, de la *Croatie* et de la *Hongrie*, où la position extérieure globale nette (PEGN) négative approche, voire dépasse, le PIB annuel, mais aussi de la *Bulgarie*, où elle est très élevée. Les craintes concernant la viabilité de la position extérieure sont variables d'un pays à l'autre et dépendent également de la nature de leurs passifs bruts et nets. En particulier, la part élevée des IDE atténue les risques en *Bulgarie*, en *Irlande* et en *Hongrie*⁸. Une grande partie de l'amélioration de la balance courante n'est pas de nature cyclique et, par conséquent, ne devrait pas disparaître avec la reprise⁹. Néanmoins, les économies les plus endettées devront, pour assurer la viabilité de leur position extérieure, poursuivre l'ajustement de leur balance courante et continuer de dégager des excédents ou de faibles déficits sur une longue période. La réduction structurelle de la demande dans les pays les plus vulnérables illustre la nécessité d'accroître les gains de productivité, avec l'appui de réformes visant à soutenir la croissance; à défaut, l'activité économique risque de stagner encore longtemps, en particulier dans les économies les plus endettées.
- **Une dégradation sensible des flux extérieurs s'est produite ces dernières années dans un petit nombre de pays.** Tel est le cas de la *France* et du *Royaume-Uni*, ce dernier affichant pour l'instant le déficit extérieur courant le plus élevé de l'UE. Bien que les passifs extérieurs nets de ces économies se situent à un niveau relativement faible et que leur viabilité extérieure ne soit pas menacée, les divergences croissantes pourraient leur faire courir un risque spécifique si leur déficit continue de se creuser.
- **La persistance de très larges excédents courants traduit souvent un manque de dynamisme de la demande intérieure.** Un pays dont le compte courant est excédentaire peut reporter sa consommation d'aujourd'hui à demain en investissant à l'étranger. Un pays dont le compte courant est déficitaire peut, quant à lui, accroître sa consommation ou ses investissements aujourd'hui, en transférant ses futurs revenus à l'étranger pour rembourser sa dette extérieure¹⁰. La balance courante affiche un excédent considérable en *Allemagne*, au *Luxembourg*, aux *Pays-Bas* et en *Suède*, et élevé également au *Danemark*. Ces excédents sont liés aux bonnes performances des exportations par rapport aux importations, la croissance de ces dernières étant modérée et en phase avec celle de la demande intérieure. L'accumulation d'excédents modérée est une bonne chose compte tenu de la nécessité d'épargner une partie des revenus courants pour faire face aux défis que représentent les perspectives démographiques¹¹ et fournir des ressources à investir à l'étranger. Dans la mesure où les excédents élevés

⁷ COM(2013) 790 final du 13.11.2013.

⁸ Voir «The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (2), pp. 17-25.

⁹ Voir «The Cyclical Component of Current Account Balances», encadré I.3 dans *Économie européenne*, 2014 (2); 35-8.

¹⁰ Voir «Current Account Surpluses in the EU», *European Economy*, 2012 (9).

¹¹ Voir «Ageing Report», *Économie européenne*, 2012 (2) et «Fiscal Sustainability», *Économie européenne*, 2012 (8).

résultent de grands déficits de l'investissement intérieur, ils compromettent également les perspectives économiques à moyen et long terme. La nature des excédents n'est pas identique dans tous ces pays: alors que ces surplus sont associés à une réduction de l'endettement au *Danemark*, aux *Pays-Bas* et en *Suède*, où les ménages et les entreprises non financières sont fortement endettés, cela est bien moins le cas en *Allemagne*. Dans ce pays, l'excédent commercial a progressé à l'égard du reste du monde tandis qu'il a diminué avec le reste de la zone euro. Il s'agit là d'une évolution favorable, mais qui doit être mise en perspective: le changement par rapport à la zone euro doit davantage à une réduction des importations des pays de la périphérie de cette zone qu'à une hausse des importations allemandes. En outre, une partie de la réduction de l'excédent vis-à-vis des autres États membres de la zone euro a à voir avec les autres «pays excédentaires». Une augmentation de la demande intérieure par une accélération des investissements réduirait l'excédent, stimulerait la croissance potentielle et pourrait contribuer à la relance et à l'adaptation en cours dans la zone euro.

- **La compétitivité des coûts demeure un aspect crucial.** Tel est particulièrement le cas dans les pays qui affichaient les déficits de la balance courante les plus élevés et qui doivent assurer la viabilité de leur position extérieure, comme la *Bulgarie*, l'*Espagne* et la *Hongrie*, ou qui ont subi des pertes importantes de parts de marché à l'exportation ces dernières années, comme la *Croatie*, l'*Italie* ou la *Finlande*. La compétitivité et les résultats à l'exportation revêtent une importance particulière pour les perspectives économiques de plusieurs pays, car les exportations nettes, ou les investissements axés sur les exportations, risquent d'être les composantes importantes de la demande qui soutiendront la croissance à moyen terme, étant donné les impératifs de réduction de l'endettement dans le secteur privé et d'assainissement des finances publiques. L'ajustement des coûts unitaires de main-d'œuvre (CUM) se poursuit dans plusieurs États membres qui sont les plus touchés par le chômage et le manque de compétitivité. Parmi les États membres examinés, l'ajustement le plus net, ces dernières années, a eu lieu en *Irlande* et en *Espagne*. Cet ajustement des CUM, qui s'est opéré sous la vive pression du marché et de la concurrence, a conduit à une baisse nominale de la rémunération dans plusieurs secteurs, à des suppressions d'emplois ainsi qu'à une amélioration de la productivité. L'ajustement a été comparativement bien plus faible en *France*, en *Italie* et en *Slovénie*. Dans plusieurs pays, les CUM ont plus reculé que les déflateurs des exportations et du PIB. Cette évolution peut être compatible avec le rééquilibrage dans la mesure où une augmentation des marges ne peut qu'inciter le secteur marchand à se développer.¹² Nonobstant l'adaptation en cours des salaires réels, l'ajustement du marché du travail a principalement pris la forme jusqu'à présent de réductions d'effectifs et d'une baisse très nette des taux d'embauche. Il en a résulté une forte hausse du chômage et un allongement général des périodes sans emploi¹³, avec des conséquences sur le plan social et pour la croissance potentielle dont il convient de tenir compte dans les politiques mises en œuvre.
- **Les bilans approfondis mettent également l'accent sur le rôle de la compétitivité hors coûts.** Dans la plupart des États membres, la compétitivité hors coûts semble être aussi importante que celle des coûts pour expliquer les performances commerciales. Parmi les facteurs non liés aux coûts figurent la composition des exportations et leur contenu technologique, leur diversification géographique, la structure et l'environnement des entreprises ainsi que l'innovation. Les bilans approfondis traitent de la manière dont des États membres comme la *Belgique*, le *Danemark*, l'*Italie*, la *France*, la *Croatie*, la *Hongrie*, la *Finlande* et le *Royaume-Uni* s'efforcent d'améliorer leurs résultats à l'exportation et de rétablir leur compétitivité hors coûts. Dans plusieurs des pays examinés tels la *Belgique*, le *Danemark*, la *Croatie*, le *Luxembourg*, la *Suède*, la *Slovénie* et le *Royaume-Uni*, les exportations de services atténuent souvent les performances plus médiocres des exportations de marchandises. La stagnation de la croissance de la productivité a été épinglée comme constituant un problème de longue durée en *Belgique*

¹² «Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (3), pp. 19-25.

¹³ Voir «Labour Market Developments in Europe», *Économie européenne*, 2013 (6).

et en *Italie*, ce qui aggrave les risques liés aux déséquilibres externes ou internes. L'amélioration à la fois de la compétitivité des coûts et de la compétitivité hors coûts revêt une importance capitale étant donné la tendance à la baisse des parts de marché à l'exportation que détiennent les économies avancées au niveau mondial.

- **Une réduction de l'endettement est en cours dans le secteur privé, mais les stocks de dette privée restent élevés dans plusieurs économies.** La nécessité pour les ménages et les entreprises non financières, de même que les sociétés financières, de réduire la taille de leurs bilans et de couper dans leurs passifs a eu un impact négatif sur la consommation privée et les investissements. Le flux de crédit au secteur privé a pâti des conditions défavorables de l'offre et de la demande¹⁴. On citera notamment la réduction de l'endettement du secteur financier lui-même, la fragmentation de ce secteur, et l'incertitude persistante entourant les politiques qui a gêné les décisions d'investissement. Le faible niveau d'investissement des entreprises constitue un obstacle au transfert de ressources vers les secteurs les plus productifs et les industries axées sur l'exportation et pèse sur la croissance à moyen terme.¹⁵ En même temps, la réduction de l'endettement des ménages et des entreprises non financières et financières a contribué à l'amélioration de la balance courante dans plusieurs États membres examinés, tels que l'*Espagne* et la *Slovenie*, et aidé à dégager de confortables excédents au *Danemark*, aux *Pays-Bas* et en *Suède*. Par ailleurs, le faible taux d'inflation, maillon essentiel dans la stratégie de reconquête de leur compétitivité de plusieurs États membres, est de nature, dans certains pays, à compliquer les efforts du secteur privé pour réduire son endettement.
- **Le marché du logement semble avoir passé le creux de la vague dans un certain nombre de pays.** Après une phase euphorique particulièrement longue, la plupart des marchés du logement de l'UE connaissent actuellement une période d'ajustement. Dans certains pays, notamment le *Danemark*, l'*Irlande*, l'*Espagne* et les *Pays-Bas*, la baisse cumulée du prix réel des actifs résidentiels a été considérable. En *Espagne* et en *Irlande*, l'ajustement des prix du logement est allé de pair avec la contraction du secteur de la construction, ce qui a aggravé le chômage. Cela a contribué à l'augmentation du nombre de prêts improductifs et à la dégradation du bilan des banques, obligeant à étoffer les provisions et à transférer les actifs douteux à des structures spécialisées de gestion d'actifs. Bien que de nouvelles révisions à la baisse ne puissent être exclues dans le cas de certains pays examinés, les données disponibles donnent à penser que, pour la plupart d'entre eux, le creux de la vague est maintenant passé; des hausses modérées ont été enregistrées au *Luxembourg*, à *Malte*, en *Suède* et au *Royaume-Uni*.
- **Le chômage et les autres indicateurs de tension sociale demeurent très élevés¹⁶.** Le chômage a augmenté en flèche, en particulier dans les pays concernés par la correction de leur balance courante, et les divergences entre les États membres sont également très marquées. Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée posent un problème spécifique, et l'inadéquation des compétences exige aussi une réponse. Toutefois, quelques signes de stabilisation et de timides réductions du taux de chômage se font jour depuis la mi-2013 dans certains États membres tels que la *Bulgarie*, l'*Irlande*, la *Hongrie* et le *Royaume-Uni*. Dans la mesure où la correction de la balance courante a entraîné un recul durable de l'investissement et de la productivité, la réduction du chômage pourrait nécessiter que les salaires

¹⁴ Voir «Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (1), pp. 19-25, et «Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (1), pp. 26-32.

¹⁵ Voir «Product Market Review: Financing the Real Economy», *Économie européenne*, 2013 (8), «Financial Dependence and Growth», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (3), pp. 7-18, et «Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States», *Rapport trimestriel sur la zone euro*, 2013 (4), pp. 29-35.

¹⁶ Voir également la communication de la Commission intitulée «Renforcer la dimension sociale de l'Union économique et monétaire», COM(2013) 690 du 2.10.2013 et le «Projet de rapport conjoint sur l'emploi 2014», COM(2013) 801 final du 13.11.2013.

évoluent en fonction de la productivité, ce qui soutiendrait à la fois la compétitivité et la demande globale.

Les dernières prévisions montrent que le rythme de l'ajustement budgétaire devrait se ralentir dans l'UE et dans la zone euro. Ceci est rendu possible par les efforts majeurs d'assainissement consentis ces deux dernières années. Toutefois, l'assainissement budgétaire a encore besoin d'être renforcé dans la plupart des États membres.

- **L'assainissement budgétaire ralentit, tandis que le ratio de la dette publique culmine en 2014.** En 2013, les finances publiques ont continué à s'améliorer, à la fois dans l'UE et dans la zone euro, grâce à la poursuite des efforts d'assainissement. En 2014, on s'attend à ce que le rythme de l'ajustement se ralentisse. Néanmoins, les efforts d'assainissement en cours et la reprise économique devraient permettre une réduction supplémentaire des déficits nominaux. En ce qui concerne l'ajustement structurel, l'action menée par la plupart des États membres en 2013 a été satisfaisante. Tant dans l'UE que dans la zone euro, le ratio d'endettement devrait continuer à augmenter en 2013, puis à un rythme un peu moins soutenu jusqu'à atteindre un pic en 2014.
- **Des doutes subsistent quant à savoir si l'assainissement est suffisamment solide dans certains États membres pour garder le cap de la correction du déficit excessif.** La remarque vaut notamment pour la *France* et la *Slovénie*. La Commission s'apprête à adopter des recommandations concernant ces pays, dans lesquelles elle invite le gouvernement à se pencher sans tarder sur la question. Dans le cas de l'*Italie*, qui n'a pas de déficit excessif, les prévisions indiquent que de nouveaux efforts d'assainissement s'imposent pour assurer l'indispensable réduction de la dette. Quant aux pays qui ne font pas partie de la zone euro, la *Croatie* risque, si la tendance actuelle se poursuit et en l'absence de mesures additionnelles, de ne pas atteindre les objectifs fixés concernant à la fois les déficits nominaux et l'ajustement structurel. En *Hongrie*, qui n'a pas non plus de déficit excessif, le solde structurel donne des signes de relâchement, ce qui met en péril la réduction de la dette.

4. CONCLUSIONS PAR ÉTAT MEMBRE

Les déséquilibres présentés par quatorze États membres sont de natures différentes. Se fondant sur l'analyse décrite en détail dans les bilans approfondis, la Commission considère que la *Belgique*, la *Bulgarie*, l'*Allemagne*, l'*Irlande*, l'*Espagne*, la *France*, la *Croatie*, l'*Italie*, la *Hongrie*, les *Pays-Bas*, la *Slovénie*, la *Finlande*, la *Suède* et le *Royaume-Uni* présentent des déséquilibres. Parmi ces États membres, la *Croatie*, l'*Italie* et la *Slovénie* souffrent de déséquilibres excessifs. Dans le cas de l'*Espagne*, la Commission estime qu'un ajustement substantiel a eu lieu au cours de l'année dernière et que, sur base de la tendance actuelle, les déséquilibres devraient continuer à diminuer avec le temps. Bien que les conditions soient donc réunies pour conclure que les déséquilibres en *Espagne* ne sont plus excessifs au sens de la PDM, la Commission souligne que les risques sont toujours présents. Les différences observées dans la nature des déséquilibres et des déséquilibres excessifs, y compris la marge de manœuvre budgétaire et le stade du processus de surveillance, font que les politiques qui devront être élaborées par les États membres en coopération avec la Commission devront être adaptées précisément aux besoins de chacun.

- La **Belgique** présente encore *des déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. Il convient en particulier de rester attentif à l'évolution de la compétitivité externe des biens, dont une dégradation persistante menacerait la stabilité macroéconomique.

Plus précisément, une poursuite de la détérioration de la compétitivité, y compris dans ses aspects non liés aux coûts, pourrait avoir des conséquences négatives sur l'économie. Comme le montrent l'érosion des marges des producteurs et la suppression d'emplois, l'industrie manufacturière a été gênée dans sa capacité à livrer concurrence au plan international. Concilier des coûts élevés de main-d'œuvre avec une

création d'emplois durables et un haut niveau de vie oblige à progresser vers des produits qui se situent plus haut dans les chaînes de valeur mondiales. En même temps, il importe d'éviter que ne s'aggrave le découplage entre la croissance rapide des salaires et la faible progression de la productivité. La Belgique a pris des mesures dans ce domaine, dont les effets sont attendus dans les années qui viennent. Cependant, une action plus ambitieuse est requise pour préserver la base manufacturière du pays, d'autant que des réformes sont en cours dans les pays concurrents. Ceci concerne l'imposition du travail et l'amélioration de l'adaptation de la formation des salaires aux réalités économiques et sectorielles, ainsi que le traitement des problèmes persistants qui affectent le fonctionnement du marché du travail. Le niveau élevé de la dette publique belge reste préoccupant pour la viabilité des finances publiques. Un point positif, toutefois, est que la Belgique a réussi à stabiliser son ratio de la dette publique, a respecté, selon les estimations, l'objectif recommandé pour son déficit en 2013 et devrait maintenir ce déficit en dessous de 3 % du PIB. En outre, la longueur des échéances moyennes, l'interconnexion assez réduite avec le secteur financier national et la relative bonne santé du secteur privé sont autant de facteurs limitant les risques pour l'économie en général.

- La **Bulgarie** continue d'afficher *des déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. En particulier, l'ajustement prolongé du marché du travail exige une action des pouvoirs publics, alors que la correction de la position extérieure et le désendettement des entreprises progressent de manière satisfaisante.

Plus spécifiquement, la Bulgarie a connu une période d'accumulation très rapide de déséquilibres durant la phase de forte expansion qui a coïncidé avec l'adhésion à l'UE. Des entrées massives de capitaux étrangers ont contribué à la surchauffe de l'économie et à une longue hausse des prix des actifs fixes. Malgré le retournement de la balance courante survenu en 2009, le stock de passifs extérieurs, quoique constitué pour une bonne part d'IDE, reste élevé. L'ajustement semble être principalement non conjoncturel, mais une nouvelle réduction des passifs extérieurs dépend du maintien de la compétitivité extérieure et de bons résultats à l'exportation. Le désendettement en cours des sociétés non financières pourrait limiter l'investissement et la croissance dans certains secteurs à court et à moyen terme. Par ailleurs, la faiblesse et la non-inclusivité du marché du travail freinent la capacité d'ajustement de l'économie et sont un des facteurs qui plombent la croissance potentielle. Le chômage a fortement augmenté, la contraction de l'emploi pendant la crise ayant été plus marquée que ne le laissait supposer le recul de la production. Les travailleurs peu qualifiés et les jeunes ont été les plus touchés par les suppressions d'emplois. Malgré les coûts salariaux relativement bas, après de fortes augmentations ces dernières années, les salaires planchers risquent d'évincer les plus vulnérables du marché du travail. Parallèlement, les politiques actives du marché du travail et le système éducatif n'ont guère réussi jusqu'à présent à faciliter le processus d'ajustement et empêchent la constitution d'une large base de capital humain.

- L'**Allemagne** connaît *des déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. En particulier, son compte courant a systématiquement enregistré un excédent très élevé, qui témoigne d'une forte compétitivité et d'un grand volume d'épargne investi à l'étranger. Cela indique aussi que la croissance intérieure reste faible et que les ressources économiques pourraient ne pas avoir été affectées de façon efficace. Bien que les risques liés à un excédent du compte courant ne soient pas comparables à ceux liés à un déficit important, la persistance de cet excédent en Allemagne doit être suivie de près. Compte tenu du poids de l'économie allemande, il convient tout particulièrement de prendre des mesures pour réduire les risques de retombées négatives sur son fonctionnement et sur celui de la zone euro.

Plus précisément, la faiblesse relative des investissements des secteurs publics et privés ainsi que l'atonie de la consommation privée sur une longue période se sont traduites par une croissance faible, une baisse de la croissance tendancielle, une dépendance accrue de l'économie vis-à-vis de la demande extérieure et un accroissement de l'excédent extérieur. Il conviendrait par conséquent de définir et de mettre en œuvre

des mesures propres à renforcer la demande intérieure et le potentiel de croissance de l'économie. Les grands défis politiques à relever consisteront donc à investir davantage dans le capital humain et physique et à promouvoir les gains d'efficacité dans tous les secteurs de l'économie, notamment en libérant le potentiel de croissance du secteur des services, ce qui contribuerait aussi à accroître l'offre de main-d'œuvre.

- **Irlande:** le programme d'ajustement macroéconomique récemment mené à bien a joué un rôle essentiel dans la gestion des risques économiques et la réduction des déséquilibres. *Les déséquilibres macroéconomiques qui subsistent requièrent cependant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives.* Notamment, l'évolution du secteur financier, l'endettement des secteurs privé et public et les passifs extérieurs bruts et nets élevés qui en découlent, de même que la situation du marché du travail, font peser des risques persistants. La Commission mettra en place un suivi particulier de l'exécution des politiques, et elle fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe. Ce suivi s'appuiera sur une surveillance post-programme.

Plus précisément, à partir de 2007, l'Irlande a souffert d'un effondrement du marché immobilier et les mesures visant à traiter les pertes des banques, conjuguées à une baisse des recettes publiques, ont donné lieu à de graves problèmes budgétaires. En raison d'un moindre accès au marché, l'Irlande a sollicité une aide financière internationale à la fin de 2010. L'Irlande a appliqué sans faillir le programme, qu'elle a bouclé en 2013. Les objectifs d'assainissement budgétaire du programme ont été respectés et l'Irlande a amélioré ses règles et institutions budgétaires nationales. En outre, le déficit nominal devrait atteindre les objectifs en 2013 et 2014. Les objectifs de désendettement bancaire ont été atteints et les ratios d'adéquation des fonds propres se sont améliorés. La surveillance et la régulation financières ont été renforcées. Les ménages ont augmenté leur taux d'épargne pour réduire leur endettement. Les réformes du marché du travail ont contribué à réduire le chômage. Les prix de l'immobilier se sont également stabilisés et montrent des signes de reprise. Des progrès supplémentaires restent cependant nécessaires, étant donné le niveau encore très élevé de la dette publique comme de la dette extérieure, la vulnérabilité du secteur financier, qui détient encore de gros volumes de prêts non productifs, et la persistance du chômage de longue durée et du chômage des jeunes, toujours élevés.

- **L'Espagne** connaît des *déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives.* Sous plusieurs aspects, l'ajustement des déséquilibres épinglés l'année dernière comme étant excessifs a clairement progressé, et le retour à une croissance positive a réduit les risques. Des risques persistent néanmoins, vu l'ampleur et l'interdépendance de ces déséquilibres et, en particulier, le niveau élevé de la dette intérieure et extérieure. La Commission continuera d'exercer un suivi spécifique des mesures recommandées à l'Espagne par le Conseil dans le cadre du semestre européen, et elle fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe. Ce suivi s'appuiera sur une surveillance post-programme.

Plus précisément, l'ajustement a été soutenu par des mesures décisives prises au niveau de l'UE et par l'Espagne. En particulier, la recapitalisation et la restructuration des banques les plus fragiles ont dissipé les craintes d'incidences systémiques sur le secteur financier et permis de clôturer sans accroc le programme d'assistance financière au début de 2014. Le déficit courant s'est mué en un excédent, sous l'effet combiné d'une compression des importations et du dynamisme des exportations, nourri par des gains de compétitivité. Le marché de l'immobilier s'approche de la stabilisation. La destruction d'emplois semble prendre fin. Sur le front politique, le programme global de réformes structurelles exposé dans le programme national de réforme 2013 est quasiment bouclé du point de vue législatif, et l'attention se porte à présent sur une phase de mise en œuvre qui s'annonce délicate. Cette évolution positive a permis un retour en force de la confiance, dont témoignent la baisse des primes de risque sur les marchés, le retour des capitaux étrangers et l'amélioration des indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs.

L'ajustement est cependant loin d'être achevé, et des vulnérabilités subsistent. Plus particulièrement, les niveaux très élevés de la dette privée et de la dette publique, tant intérieures qu'extérieures, continuent de faire peser un risque sur la croissance et la stabilité financière. En dépit d'un recul récent, le chômage reste à un niveau alarmant. La réorientation du système de production vers les secteurs exportateurs et le renforcement de la compétitivité internationale devront être poursuivis pour réduire le stock très élevé de passifs extérieurs et les charges qui en découlent en termes de sorties de capitaux. L'assainissement des bilans du secteur privé est en cours, mais le niveau élevé du chômage et la baisse des revenus ont freiné le désendettement des ménages. Les sociétés non financières se sont désendettées à un rythme un peu plus soutenu. Pour l'avenir, le défi consistera à coupler le désendettement avec des flux de crédit positifs en direction des emprunteurs en bonne santé financière. La levée des obstacles au fonctionnement des marchés des produits et des marchés financiers et la mise en place de procédures d'insolvabilité efficaces pourraient réduire l'impact négatif du désendettement sur la croissance. Sur le marché du travail, des réformes supplémentaires tirant parti des effets positifs des mesures récentes en matière de flexibilité interne et de fixation des salaires pourraient être envisagées. Enfin, en raison de pertes de recettes fiscales significatives, d'une augmentation des dépenses sociales et du coût des recapitalisations bancaires, une forte pression s'exerce sur le déficit public et la dette publique a considérablement augmenté. L'objectif de déficit budgétaire pour 2013 pourrait ne pas être respecté. En revanche, l'amélioration des perspectives macroéconomiques devrait permettre à l'Espagne d'atteindre l'objectif de déficit global pour 2014. La réduction de la dette publique à moyen terme nécessitera un effort budgétaire durable.

- La **France** continue de connaître des *déséquilibres macroéconomiques requérant une surveillance particulière et l'adoption de mesures décisives*. En particulier, la détérioration de la balance commerciale et de la compétitivité, ainsi que les implications du fort endettement du secteur public justifient une attention maintenue. Compte tenu du poids de l'économie française et de ses effets d'entraînement potentiels sur la zone euro, il convient tout particulièrement de prendre des mesures décisives pour réduire les risques de retombées négatives sur son fonctionnement et sur celui de la zone euro. Étant donné le caractère nécessaire des mesures auxquelles appelait déjà le bilan approfondi 2013, la Commission mettra en place un suivi particulier des actions recommandées à la France par le Conseil dans le cadre du semestre européen, et elle fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe.

Plus précisément, l'accroissement du déficit commercial traduit le recul sur le long terme des parts de marché d'exportation lié à une diminution constante de la compétitivité-coûts et de la compétitivité hors prix. En dépit des mesures prises pour améliorer la compétitivité, on ne relève encore que de faibles indices d'un rééquilibrage. Les salaires ont évolué parallèlement à la productivité, mais le coût de la main-d'œuvre reste élevé et obère les marges bénéficiaires des entreprises. La diminution de la rentabilité – déjà faible – des entreprises privées, notamment dans le secteur manufacturier, a peut-être compromis leur capacité à se développer et à améliorer leurs résultats à l'exportation. L'environnement défavorable dans lequel évoluent les entreprises, et en particulier le faible degré de concurrence dans le secteur des services, aggrave encore le défi de la compétitivité. En outre, les entreprises peinent à adapter les salaires à la productivité, en raison de la rigidité du système de fixation des salaires. En dépit des mesures prises pour réduire le déficit public depuis 2010, la dette publique a continué d'augmenter, ce qui justifie la poursuite de l'assainissement budgétaire et, compte tenu du niveau élevé des dépenses publiques, un effort plus particulièrement ciblé sur la réduction de celles-ci, notamment par la recherche de gains d'efficacité. Selon les projections, la France devrait manquer les objectifs de déficit global et d'ajustement structurel sur toute la période couverte par les prévisions.

- La **Croatie** connaît des *déséquilibres macroéconomiques excessifs qui requièrent une surveillance particulière et une action politique forte*. En particulier, une action est requise compte tenu des vulnérabilités résultant de l'importance des passifs extérieurs, de la détérioration des résultats à l'exportation, de l'endettement élevé des entreprises et de la croissance rapide de la dette publique, le tout dans un contexte de croissance économique faible et de capacités d'ajustement insuffisantes. La

Commission mettra en place un suivi particulier de l'exécution de cette action, et elle fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe.

Plus précisément, après une phase d'expansion au cours de laquelle les déséquilibres se sont accumulés, la Croatie traverse actuellement une récession prolongée, qui met en évidence tout un éventail de risques internes et externes. Le rééquilibrage extérieur est compromis par des risques importants, dans l'attente d'une réduction des passifs extérieurs de la Croatie à des niveaux plus sûrs, et dépend d'une amélioration de la compétitivité ainsi que d'un élargissement de la palette des exportations propres à soutenir la croissance en sus des recettes du tourisme. Le désendettement des sociétés non financières en est encore aux prémices, et l'évolution des prêts non productifs dans ce sous-secteur requiert une surveillance. Les entreprises publiques, qui conservent un rôle dominant dans certains secteurs et n'ont souvent pas été restructurées, sont globalement très endettées et peu rentables. La Croatie a les taux d'activité et d'emploi les plus faibles de l'Union européenne. Ceux-ci résultent en partie du cadre institutionnel et politique. Un meilleur fonctionnement du marché du travail sera essentiel à la croissance et aux ajustements nécessaires, compte tenu des vulnérabilités externes et internes. Sur une série presque complète d'indicateurs standard, la qualité de l'environnement des entreprises est, en Croatie, nettement inférieure à la moyenne des États membres d'Europe centrale et orientale. Ces facteurs s'ajoutent à une croissance potentielle plus faible, qui fait obstacle à l'assainissement des bilans dans le secteur privé et alourdit l'effort d'assainissement budgétaire requis. D'importants efforts d'assainissement budgétaire supplémentaires seront nécessaires pour réduire le déficit et pour empêcher la dette publique de croître de façon non viable. La Croatie relève de la procédure de déficit excessif et doit prendre des mesures suivies d'effets pour remédier à cette situation au plus tard le 30 avril 2014. Selon les tendances actuelles, en l'absence de mesures supplémentaires, la Croatie risque de manquer largement ses objectifs en 2014.

- **L'Italie** connaît des *déséquilibres macroéconomiques excessifs qui requièrent une surveillance particulière et une action politique forte*. En particulier, les implications d'une dette publique très élevée et d'une compétitivité extérieure faible, enracinées l'une et l'autre dans une croissance trop lente de la productivité, appellent une action politique urgente. Compte tenu du poids de l'économie italienne, il convient tout particulièrement de prendre des mesures décisives pour réduire les risques de retombées négatives sur son fonctionnement et sur celui de la zone euro. La Commission entend mettre en place un suivi particulier des mesures recommandées à l'Italie par le Conseil dans le cadre du semestre européen, et elle fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe.

Plus précisément, le niveau élevé de la dette publique fait peser une lourde charge sur l'économie, en particulier dans le contexte d'une croissance chroniquement faible et d'une inflation modérée. Un défi majeur consistera à atteindre et à maintenir des excédents primaires très élevés – supérieurs aux moyennes historiques – ainsi qu'une croissance soutenue du PIB sur une longue période, le tout étant nécessaire pour replacer le ratio de la dette au PIB sur une trajectoire fermement descendante. En 2013, l'Italie a progressé dans la voie de son objectif budgétaire à moyen terme. L'ajustement du solde structurel en 2014 risque toutefois d'être insuffisant, compte tenu de la nécessité de réduire à un rythme satisfaisant le ratio, très élevé, de la dette publique au PIB. La crise a érodé la capacité d'adaptation initiale du secteur bancaire italien et elle affaiblit son rôle de soutien à la relance de l'économie. Les pertes de compétitivité trouvent leur origine dans le décalage persistant entre les salaires et la productivité, le niveau élevé des prélèvements obligatoires sur les revenus du travail, une composition défavorable du panier des exportations et un pourcentage élevé de petites entreprises, qui ont du mal à faire face à la concurrence internationale. Les rigidités du système de fixation des salaires empêchent une différenciation suffisante des salaires en fonction de l'évolution de la productivité et des conditions locales du marché du travail. L'inefficacité durable de l'administration publique et du système judiciaire, la mauvaise gestion des entreprises et les niveaux élevés de corruption et de fraude fiscale font obstacle à une bonne affectation des ressources dans l'économie et aux effets positifs des réformes adoptées. L'importante inadéquation du capital humain – qui reflète la faible rentabilité de l'éducation pour les

jeunes générations, la spécialisation du pays dans les secteurs à intensité technologique faible ou moyenne et les faiblesses structurelles du système éducatif – ajoute encore au défi de la productivité.

- **La Hongrie** continue de connaître des *déséquilibres macroéconomiques requérant une surveillance et l'adoption de mesures décisives*. Il convient notamment, pour atténuer les risques sérieux de retombées négatives sur le fonctionnement de l'économie, de continuer à suivre de très près l'ajustement en cours de la position extérieure globale nette fortement négative, le niveau élevé de l'endettement public et privé dans un contexte marqué par la fragilité du secteur financier, ainsi que la détérioration des résultats à l'exportation.

Plus précisément, malgré la médiocrité des résultats à l'exportation, la position extérieure globale nette du pays s'est améliorée, principalement sous l'effet du désendettement du secteur privé. En dépit des signes encourageants relevés récemment dans l'industrie manufacturière, cela ne suffira pas à inverser significativement la courbe des résultats à l'exportation. Bien que le niveau d'endettement ait diminué, le déséquilibre et les risques liés à la dette privée demeurent, le désendettement ayant été freiné par une proportion élevée d'emprunteurs en difficulté, un marché immobilier déprimé, un secteur financier fragile, un fort pourcentage de prêts libellés en monnaies étrangères et l'incertitude économique qui règne. Pour rétablir durablement le financement normal de l'économie, il conviendrait d'améliorer l'environnement opérationnel des banques. Le niveau élevé de la dette publique constitue une autre source importante de préoccupation. Malgré une amélioration substantielle du solde budgétaire structurel, la faiblesse des taux de change et du potentiel de croissance ainsi que la hauteur des coûts de financement ont empêché cette dette de diminuer. La Hongrie ne devrait pas atteindre son objectif à moyen terme et son solde structurel devrait se détériorer en 2014.

- **Les Pays-Bas** continuent à connaître des *déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. Il convient tout particulièrement d'être attentif aux développements macroéconomiques concernant la dette du secteur privé et du processus de désendettement en cours, couplés aux facteurs d'inefficacité non encore éliminés sur le marché du logement. Bien que les risques liés à l'excédent important du compte courant ne soient pas similaires à ceux liés à un déficit important, la Commission suivra l'évolution du compte courant aux Pays-Bas dans le cadre du semestre européen.

Plus spécifiquement, les rigidités et les facteurs de distorsion qui se sont accumulés au fil des décennies expliquent les modes de financement des achats immobiliers et les schémas de l'épargne sectorielle. Les crédits immobiliers occupent une place très importante dans les bilans des banques, les ménages ayant emprunté en donnant comme garantie leur patrimoine immobilier. Parallèlement, les sociétés non financières enregistrent, depuis le milieu des années 1990, un excédent d'épargne structurel. Il en résulte une situation dans laquelle un ample excédent persistant du compte courant coexiste avec un niveau élevé de la dette brute et des actifs nets des ménages. L'atonie de la demande intérieure qui a suivi la crise mondiale a encore accru l'excédent extérieur, mais ces dernières années ont été marquées par une amélioration de la situation, avec la mise en œuvre de politiques visant à limiter le financement des prêts hypothécaires. Le désendettement continuera de peser sur l'activité économique, mais la stabilisation en cours du marché du logement et le patrimoine net largement positif des ménages réduisent les risques. En ce qui concerne les finances publiques, les Pays-Bas ne devraient pas atteindre leur objectif de déficit nominal en 2014, date limite pour la correction du déficit, même s'ils adoptent les mesures structurelles recommandées en 2013 et 2014.

- **La Slovaquie** continue à connaître des *déséquilibres macroéconomiques excessifs qui requièrent une surveillance spécifique et la poursuite d'une action politique forte*. Un rééquilibrage s'est amorcé au cours de l'année écoulée, sous l'effet de l'ajustement macroéconomique et des mesures décisives prises par le pays. Cependant, l'ampleur de la correction nécessaire est le signe de la persistance de risques importants. La Commission poursuivra la surveillance spécifique des politiques recommandées par le Conseil à la Slovaquie dans le cadre du semestre européen, et fera régulièrement rapport au Conseil et à l'Eurogroupe.

Plus spécifiquement, le risque découlant d'une structure économique caractérisée par une mauvaise gouvernance d'entreprise, d'une forte participation de l'État dans l'économie, du recul de la compétitivité-coûts, de l'endettement excessif des entreprises et de l'augmentation de la dette publique exigent une attention toute particulière. Si des progrès considérables ont été faits en matière d'assainissement des bilans des banques, une action résolue concernant la mise en œuvre intégrale d'une stratégie générale pour le secteur bancaire, prévoyant notamment une restructuration, des privatisations et une amélioration de la surveillance, reste nécessaire.

La Slovénie n'a pas encore soldé l'héritage de sa phase précédente de forte expansion, l'endettement de ses entreprises se maintenant à des niveaux difficilement soutenables. Le transfert de prêts improductifs à la société de gestion des actifs bancaires a permis d'améliorer les bilans des banques, mais l'encours de ces prêts reste élevé et doit encore faire l'objet d'une restructuration durable sur la base du cadre d'insolvabilité récemment modifié. Compte tenu de la forte contraction de la demande intérieure, et notamment de l'investissement, le compte courant s'est nettement amélioré; il s'est mué en un large excédent, mais la compétitivité-coûts reste dégradée et les réformes menées jusqu'à présent n'ont pas totalement remédié au manque de flexibilité du marché du travail et au problème de compétitivité. La mauvaise gouvernance des entreprises, en particulier – mais pas seulement – dans le secteur public, réduit l'efficacité globale de l'économie en compromettant vraisemblablement l'affectation des ressources. Un retrait massif de l'État des secteurs privé et financier, combiné à une stratégie générale en matière de gestion des actifs essentiels et de cession des actifs non stratégiques, pourrait améliorer la capacité d'ajustement de l'économie. Enfin, le niveau de la dette, qui était relativement bas mais a considérablement augmenté, crée de nouveaux défis. Les objectifs de déficit budgétaire nominal pour les années 2013 et 2014 ne devraient pas être atteints, en raison des dépenses importantes liées à la recapitalisation des banques; dans l'hypothèse de politiques inchangées, l'objectif pour 2015 ne sera pas atteint non plus. L'objectif en matière d'ajustement structurel est aussi manqué de peu. L'effet combiné de ces insuffisances et ces défis pèse sur les performances macroéconomiques à court terme. La diminution récente du rendement des obligations souveraines est une bouffée d'oxygène, mais la mise en œuvre du programme de réforme structurelle doit être accélérée.

- **La Finlande** continue à connaître des *déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. Il convient tout particulièrement de rester attentif à l'évolution des exportations, dont les résultats ont été mauvais ces dernières années, en raison de la restructuration du secteur industriel et de facteurs de compétitivité-coûts et hors coûts.

Plus spécifiquement, la forte croissance des importations avant la crise et le repli des exportations par la suite expliquent l'érosion du solde extérieur. Toutefois, le compte courant s'est stabilisé récemment et l'évolution de la viabilité extérieure n'est plus une source de préoccupation. Le pays a continué à perdre des parts de marchés d'exportation à un rythme rapide, malgré le redressement des échanges mondiaux. L'intégration de la Finlande dans les chaînes de valeur mondiales a joué un rôle dans la dégradation des résultats à l'exportation, alors que la restructuration du secteur industriel n'a pas encore été capable de compenser la réduction drastique de la taille des secteurs de l'électronique et de la sylviculture. De ce fait, la capacité d'ajustement de l'économie est entravée par les faibles niveaux de productivité et de concurrence du secteur des services, ainsi que par l'augmentation des coûts causée par le dynamisme des salaires et la forte consommation d'énergie. Ainsi, pour rester compétitifs sur les prix, les exportateurs ont dû avant tout réduire leurs marges bénéficiaires, ce qui a limité leur capacité à traduire le haut potentiel d'innovation en nouveaux produits. Les facteurs hors coût, en l'occurrence un nombre limité de grandes entreprises exportatrices à l'éventail de produits peu large, une plus faible propension des petites entreprises à exporter et des dépenses de R&D moins efficaces, semblent expliquer l'essentiel de la dégradation de la compétitivité. La faiblesse de l'investissement, la diminution de la population en âge de travailler et une baisse significative de la productivité pèsent à leur tour sur la croissance potentielle. En ce qui concerne les finances publiques, le déficit structurel devrait être légèrement supérieur à l'objectif à

moyen terme en 2014, tandis que la dette publique devrait augmenter et dépasser 60 % du PIB en raison notamment de la dynamique de croissance défavorable.

- Le **Suède** continue à connaître des *déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. Il convient tout particulièrement de rester attentif à l'évolution de l'endettement des ménages, couplée aux sources d'inefficacité sur le marché du logement. Bien que les risques liés à l'excédent important du compte courant ne soient pas similaires à ceux liés à un déficit important, la Commission suivra l'évolution du compte courant en Suède dans le cadre du semestre européen.

Plus spécifiquement, la dette des ménages a augmenté de nouveau après une période de stabilisation, étant donné que ses principaux déterminants – faibles taux des emprunts hypothécaires, incitations fiscales favorisant l'endettement, lent amortissement des crédits hypothécaires et offre limitée de logements – subsistent. Les différents indicateurs relatifs aux conditions de l'offre et de la demande de crédit ne font état d'aucune pression en faveur du désendettement. Après s'être stabilisés ces dernières années, les prix de l'immobilier ont de nouveau augmenté en 2013, en raison des conditions défavorables de la demande et de sources d'inefficacité du côté de l'offre. En outre, les sources d'inefficacité sur le marché de la location, la lourdeur des procédures de planification et le manque de concurrence dans le secteur de la construction ont également contribué à cette hausse des prix. Une plus grande stabilité des prix de l'immobilier est nécessaire pour limiter l'endettement du secteur privé et réduire les risques macroéconomiques, dès lors que les coûts du service de la dette augmentent. Les mesures macroprudentielles adoptées récemment sont indispensables, mais probablement insuffisantes, pour réduire les risques macroéconomiques. En particulier, les fortes incitations fiscales en faveur du financement par l'emprunt sont considérées comme des déterminants clés des prix de l'immobilier. Une augmentation de l'investissement résidentiel améliorerait également l'équilibre épargne-investissement. En ce qui concerne l'endettement des sociétés non financières, l'analyse permet de constater qu'il ne crée pas de risques macroéconomiques. De plus, les récentes réformes de la fiscalité des entreprises sont susceptibles de réduire encore le niveau d'endettement des entreprises en limitant l'optimisation fiscale des entreprises multinationales.

- Le **Royaume-Uni** continue à connaître des *déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures*. Il convient notamment de rester attentif à l'évolution de l'endettement des ménages, lié au niveau élevé de l'endettement hypothécaire et aux caractéristiques structurelles du marché du logement, ainsi qu'à l'évolution défavorable des parts de marché à l'exportation.

Plus précisément, même si la croissance de l'activité économique constatée récemment est la bienvenue, elle est portée essentiellement par la consommation des ménages et s'accompagne d'un accroissement du déficit de la balance courante. Les niveaux de l'investissement des entreprises et des exportations nettes sont encore bas. Pour limiter les risques à moyen terme et la vulnérabilité à la hausse du coût de l'emprunt, il conviendrait de maîtriser le niveau élevé de l'endettement, notamment dans le secteur des ménages, tout en réduisant au maximum les effets d'une telle politique sur l'investissement et la croissance. La croissance des prêts hypothécaires a été certes modérée, mais elle s'inscrit dans le contexte d'un niveau d'endettement déjà élevé des ménages. Les risques dans le secteur du logement sont liés à la persistance de la pénurie structurelle de logements; la relative lenteur de l'adaptation de l'offre à la hausse de la demande s'explique par les prix élevés de l'immobilier, notamment à Londres et dans le Sud-Est, et par l'endettement hypothécaire des ménages. Si le recul des parts de marché à l'exportation ne devrait pas représenter un risque à court terme, il traduit néanmoins, avec le déficit courant actuel, l'existence de difficultés structurelles, liées aux déficits de qualifications et au niveau insuffisant des infrastructures. En ce qui concerne les finances publiques, il semble que le Royaume-Uni manquera de nouveau largement ses objectifs de déficit nominal et d'ajustement structurel.

Aucun déséquilibre macroéconomique n'a été constaté pour trois pays soumis à un bilan approfondi. Dans le cas du *Danemark* et de *Malte*, les bilans approfondis montrent que les risques macroéconomiques

ont diminué et sont mieux maîtrisés. Aucun élément ne laisse supposer non plus l'existence de déséquilibres au sens de la PDM au *Luxembourg*. Toutefois, une surveillance étroite et la coordination des politiques sont nécessaires pour chaque État membre afin de recenser les nouveaux risques et de mettre en œuvre les politiques qui favorisent la croissance et l'emploi. Cette surveillance se poursuivra dans le cadre du semestre européen.

- Les défis macroéconomiques du **Danemark** *ne constituent plus des risques macroéconomiques et ne sont plus considérés comme des déséquilibres au sens de la PDM*. L'ajustement du marché du logement et les effets du niveau élevé de l'endettement du secteur privé sur l'économie réelle et la stabilité du secteur financier semblent maîtrisés. Il y a lieu toutefois de rester attentif à l'évolution de ces paramètres, ainsi qu'aux facteurs de la compétitivité extérieure.

Plus spécifiquement, les risques macrofinanciers découlant du niveau élevé de la dette privée semblent limités, même face aux risques extrêmes que constituerait, par exemple, la combinaison d'un choc sur les taux d'intérêt et une évolution défavorable du marché du travail. Le niveau élevé de la dette des ménages est compensé par les actifs importants de ceux-ci, conséquence d'une épargne abondante dans des fonds de pension et l'immobilier. Jusqu'à présent, les ménages ont été capables financièrement de faire face à l'ajustement des prix de l'immobilier qui dure depuis 2007, comme l'indique le nombre toujours très bas d'arriérés. Par ailleurs, différents tests de résistance et différentes études ont conclu que les ménages résisteraient bien en cas de chocs. Le secteur financier est stable, des mesures renforcées de réglementation et de surveillance ayant été prises pour traiter ses difficultés persistantes. En ce qui concerne la compétitivité, le Danemark perd des parts de marché à l'exportation, du fait de la forte progression des salaires et de la faible croissance de la productivité. Ce décalage entre la productivité et les salaires semble toutefois de nature conjoncturelle. Compte tenu des excédents courants importants, la diminution tendancielle des parts de marché à l'exportation ne comporte pas de risques à court terme. En ce qui concerne les finances publiques, le Danemark devrait avoir corrigé durablement son déficit excessif en 2013.

- Les défis macroéconomiques du **Luxembourg** *ne sont pas considérés comme des déséquilibres au sens de la PDM*. Ils sont liés au modèle de croissance fondé sur un secteur financier efficace, qui a bien résisté à la crise. Il convient néanmoins de continuer à surveiller la perte de compétitivité du secteur manufacturier, l'évolution du marché du logement et le niveau élevé de l'endettement du secteur privé.

Plus précisément, il ressort de l'analyse de l'excédent courant actuel que celui-ci n'est pas dû à une demande intérieure atone, mais au modèle de croissance particulier du pays, fondé essentiellement sur les services financiers. Cette situation masque toutefois l'accroissement constant du déficit des échanges de marchandises, conséquence d'exportations décevantes. Si le Luxembourg perd des parts de marché à l'exportation, c'est essentiellement parce que ses coûts salariaux unitaires ont augmenté plus vite que ceux de ses partenaires commerciaux, situation qui s'explique dans une certaine mesure par le mécanisme de fixation des salaires. Dans ce contexte, la recherche d'une solution structurelle à la modulation temporaire de l'indexation automatique des salaires constitue un défi. La taille importante du secteur financier fait peser des risques sur la stabilité financière du pays, mais ceux-ci sont relativement limités du fait de la diversification et de la spécialisation du secteur. En outre, la situation des banques nationales en matière de fonds propres et de liquidités est solide. Le niveau élevé de l'endettement du secteur privé et, en particulier, des sociétés non financières, s'explique principalement par le fait qu'un grand nombre d'entreprises multinationales utilisent leurs succursales ou filiales implantées au Luxembourg pour mener des opérations de financement intragroupe. La vigueur des prix de l'immobilier est source de préoccupation croissante. Enfin, la situation actuellement favorable des finances publiques est fortement tributaire de la viabilité du modèle de croissance fondé sur le dynamisme du secteur financier; de ce fait, des risques importants à long terme pèsent sur les finances publiques du Luxembourg. À cet égard, les réformes récemment mises en œuvre dans le domaine des retraites sont insuffisantes pour faire face à ce risque. Le solde structurel se situe toutefois au-dessus de l'objectif à moyen terme.

- Les défis macroéconomiques de **Malte** *ne constituent plus des risques macroéconomiques et ne sont plus considérés comme des déséquilibres au sens de la PDM*. Bien que l'endettement demeure élevé, les risques pesant sur le caractère soutenable de la dette des secteurs privé et public et sur la stabilité du secteur financier semblent maîtrisés, même s'il convient d'y rester attentif.

Plus précisément, il ressort du bilan approfondi que les indicateurs de la stabilité financière restent solides. Néanmoins, compte tenu de la nature structurelle des risques qui pèsent sur le secteur financier, il est indispensable de poursuivre les pratiques prudentes actuelles en matière de surveillance et de prise de risques. Le marché du logement s'étant stabilisé, les risques liés à une surexposition des banques au crédit immobilier sont limités. La dette du secteur privé tend à diminuer; le désendettement des entreprises se poursuit de manière ordonnée et les pressions sur les marchés du crédit sont limitées. En ce qui concerne les finances publiques, Malte devrait atteindre ses objectifs de déficit nominal pour les années 2013 et 2014. Quant à la viabilité extérieure, les résultats commerciaux ont été positifs, grâce à une orientation favorable des produits et des marchés géographiques ainsi qu'à des facteurs de compétitivité hors coûts; le solde du compte courant est excédentaire. Toutefois, la compétitivité extérieure aurait tout à gagner d'une politique active visant à faire face aux ajustements de coûts qui se sont produits dans les pays concurrents.
