





# 1. Économie internationale

- 1.1 L'inflation totale a continué de ralentir en 2023, tandis que l'inflation sous-jacente a atteint son pic seulement cette année et toutes deux sont restées élevées d'un point de vue historique 49
- 1.2 Les banques centrales ont mis un terme à la hausse des taux d'intérêt 54
- 1.3 Les déficits publics sont restés à des niveaux élevés dans les principales économies 60
- 1.4 Les gouvernements cherchent à soutenir des secteurs stratégiques par le biais de la politique industrielle et du protectionnisme 64  
Encadré 1 – Résurgence de la politique industrielle axée sur une plus grande autonomie stratégique, une position plus compétitive et une transition verte plus rapide
- 1.5 Bien que l'économie mondiale ne se soit pas complètement remise des chocs successifs, la croissance a mieux résisté que prévu en 2023 72



## 1.1 L'inflation totale a continué de ralentir en 2023, tandis que l'inflation sous-jacente a atteint son pic seulement cette année et que toutes deux sont restées élevées d'un point de vue historique

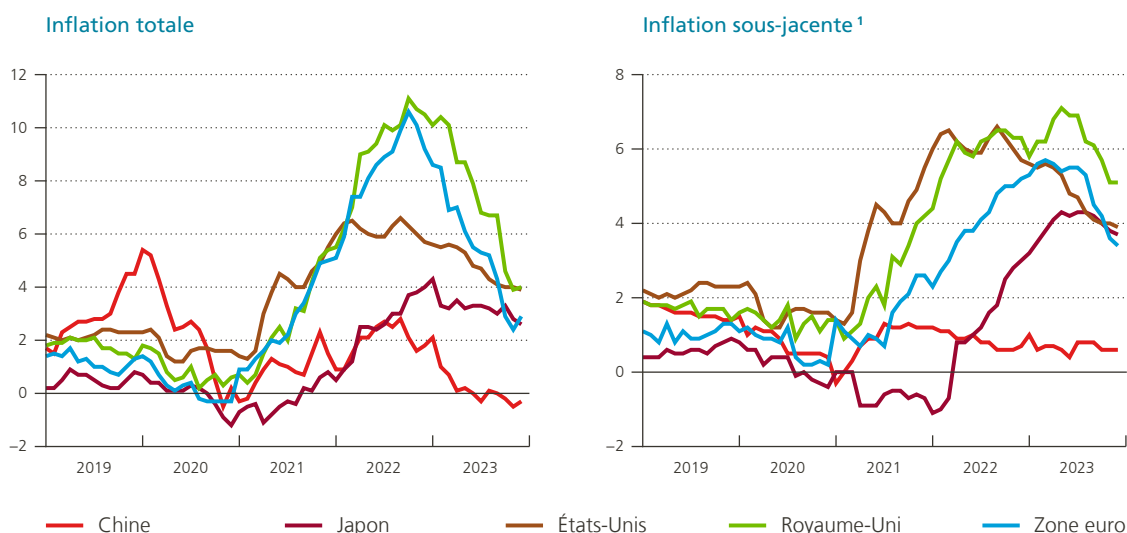
Après trois années très mouvementées, jalonnées de chocs majeurs auxquels les gouvernements ont réagi de diverses manières, les principales économies sont entrées dans des eaux plus calmes en 2023. Si la pandémie de COVID-19 n'est bien entendu pas entièrement résolue, le coronavirus est désormais une maladie

endémique qui n'a plus guère d'incidence sur l'activité économique. L'invasion de l'Ukraine par la Russie et la guerre à Gaza ont certes causé des pertes tragiques mais, sur le plan économique, le monde n'a pas subi de choc majeur en 2023. L'incertitude n'en demeure pas moins grande et trouve en partie son origine dans les choix politiques qui s'imposent.

### Graphique 1.1

**L'inflation totale n'a cessé de refluer cette année, là où l'inflation sous-jacente n'a atteint son apogée qu'en cours d'année**

(pourcentages, croissance annuelle)



Sources: Eurostat, LSEG.

<sup>1</sup> L'inflation sous-jacente se définit comme suit: Japon: toutes les composantes à l'exclusion des produits alimentaires frais et de l'énergie; États-Unis et Chine: toutes les composantes hormis l'alimentation et l'énergie; Royaume-Uni et zone euro (EA): toutes les composantes exception faite de l'alimentation, de l'énergie, de l'alcool et du tabac.



Comment les autorités feront-elles face aux défis structurels tels que la numérisation (et l'intelligence artificielle), la politique climatique et la transition énergétique, et quels bouleversements ces gageures pourraient-elles engendrer dans l'équilibre des pouvoirs économiques ?

**Dans toutes les grandes économies avancées, l'inflation totale a considérablement ralenti cette année tout en demeurant élevée dans une perspective historique.** Hormis au Japon, où le taux d'inflation total n'a atteint son pic qu'en janvier 2023, les taux d'inflation dans les grandes économies ont poursuivi la tendance baissière qu'ils avaient amorcée à la fin de 2022. Dans la zone euro, le taux annualisé s'est établi à 5,4 % en 2023, tandis qu'il est ressorti à 4,1 % aux États-Unis. Au Japon, les taux d'inflation sont demeurés beaucoup plus faibles que dans les autres économies avancées, avec une inflation totale de 3,2 % en glissement annuel en 2023. La hausse des prix y a pourtant aussi enregistré au début de cette année son niveau le plus élevé en 32 ans, voire depuis le début des années 1980 si l'on fait abstraction des périodes de relèvement des taux de TVA. Historiquement parlant, l'inflation est aussi demeurée forte dans les autres grandes économies. Les taux annuels sont restés bien supérieurs aux objectifs fixés par les banques centrales des États-Unis, de la zone euro et du Royaume-Uni, malgré le resserrement inédit de leurs politiques monétaires (cf. section 1.2). La Chine, en proie à une crise immobilière et à d'autres problèmes économiques structurels qui ont érodé la confiance des consommateurs après la réouverture de l'économie à la fin de 2022 (cf. section 1.5), a fait figure d'exception. L'inflation y a dégringolé avec un taux moyen de seulement 0,2 % en base annuelle pour 2023, restant ainsi nettement en deçà de l'objectif d'environ 3 % fixé par le Conseil des Affaires de l'État de la Chine.

**Les taux d'inflation dans les pays de la zone euro ont continué de présenter des évolutions hétéroclites, bien que moins marquées que l'année précédente, et sont demeurés beaucoup plus élevés qu'avant la pandémie.** Plusieurs raisons expliquent ces écarts d'inflation : des motifs d'ordre administratif (divergences quant à l'ampleur et au calendrier du retrait progressif des mesures de soutien adoptées en réponse à la crise énergétique de 2022), des effets de débordement et de base, des compositions différentes du panier de consommation (de sorte que l'inflation alimentaire, par exemple, a un poids plus important dans certains pays), des structures

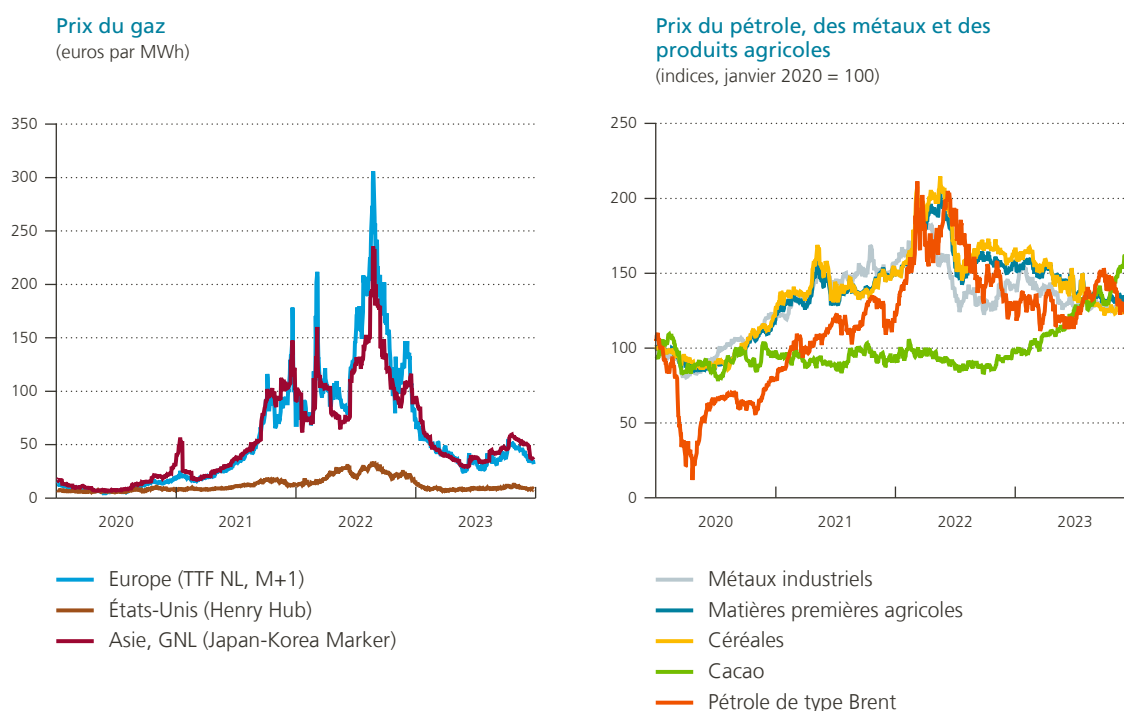
économiques différentes et des évolutions diverses du cycle conjoncturel et de la croissance des revenus.

**En 2023, tandis que des facteurs internes et l'inflation alimentaire ont soutenu la croissance des prix, l'inflation totale a été freinée par le recul des prix de l'énergie, par le resserrement de la politique monétaire et par la perte de robustesse de la demande.** L'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué une crise aiguë sur les marchés de l'énergie et sur ceux des matières premières dès février 2022. Outre la réduction concrète des livraisons de gaz en provenance de Russie, la course qui s'est engagée afin d'approvisionner les stocks de gaz européens suffisamment avant l'hiver a également joué un rôle important dans l'augmentation massive des prix du gaz et, dans la foulée, de ceux de l'électricité. Cependant, les réponses politiques vigoureuses de l'UE et de plusieurs pays fortement touchés, associées à un léger déclin de la consommation d'énergie, ont considérablement comprimé les prix élevés de l'énergie vers le début de 2023 (cf. graphique 1.2). Toutefois, les cours du pétrole et

du gaz sont restés nettement plus hauts qu'avant la pandémie. Les prix structurellement supérieurs du gaz en Europe, surtout par rapport aux États-Unis, risquent de nuire à la compétitivité-coût de l'Europe, en particulier dans l'industrie énergivore (cf. chapitre 6). La chute vertigineuse des prix de l'énergie après le pic atteint à la mi-2022 a entraîné une croissance annuelle très négative des prix de l'énergie, apportant une contribution baissière aux taux d'inflation totaux pendant une grande partie de l'année. À la suite des attaques perpétrées par le Hamas le 7 octobre et de la riposte israélienne qui s'est ensuivie dans la bande de Gaza, la nervosité s'est brièvement intensifiée sur les marchés pétroliers. De manière générale, l'incidence est restée limitée en 2023 et les cours du pétrole se sont rapidement normalisés. Ils ont clôturé l'année à un niveau à peu près équivalent à celui qu'ils affichaient au début de 2023. Les dérèglements des chaînes de valeur mondiales causés par la pandémie, qui ont influé sur l'offre et donc sur les prix jusqu'en 2022, se sont en grande partie dissipés en 2023. Ce constat explique pourquoi les États-Unis, qui avaient beaucoup souffert de ces

## Graphique 1.2

**Les prix de l'énergie et des matières premières baissent, mais des facteurs structurels les maintiennent à des niveaux plus élevés qu'avant la pandémie**



Sources : BCE, Bloomberg, LSEG.

problèmes logistiques mais avaient été moins touchés par les renchérissements de l'énergie, ont été la première grande économie à voir l'inflation totale atteindre un point d'inflexion lorsque ces perturbations d'approvisionnement s'étaient résorbées et que la demande de rattrapage après la pandémie avait également culminé. Vers la fin de l'année, le conflit au Moyen-Orient a eu des retombées sur la navigation et sur les échanges commerciaux: depuis la mi-décembre, la plupart des grandes sociétés d'armateurs ont décidé de ne plus transiter par la mer Rouge après plusieurs attaques des rebelles houthis. Or, dans la mesure où 12 % du commerce de marchandises outre-mer (et environ 30 % du volume mondial de conteneurs) sont normalement acheminés par cette route et où les coûts d'expédition augmentent fortement en raison de primes d'assurance accrues et/ou d'un contournement du cap sud de l'Afrique (sans compter sur des retards de livraison), une incidence sur les prix de consommation est à craindre.

**La montée continue des prix des denrées alimentaires, bien que nettement moins prononcée que l'année précédente, tient à plusieurs facteurs: principalement des conditions météorologiques extrêmes et inhabituelles, qui ont eu de fortes répercussions sur les récoltes en plusieurs endroits, mais aussi la croissance des salaires et**

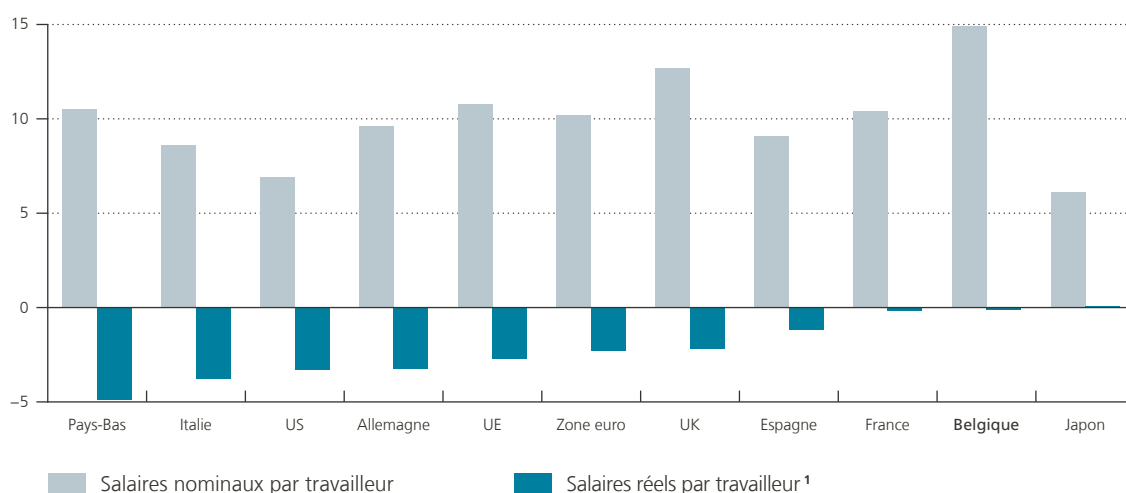
**les retombées de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.** L'exemple le plus cité cette année a été le prix mondial de l'huile d'olive, qui a atteint un sommet sans précédent en décembre. La principale raison de cette flambée des prix réside dans l'extrême sécheresse causée par des vagues de chaleur en Espagne, premier producteur mondial d'huile d'olive, tandis qu'une bactérie a touché des millions d'arbres déjà affaiblis par la chaleur en Italie. En 2023, le cours du cacao a également atteint un pic mondial en raison des conditions météorologiques exceptionnellement humides qui ont endommagé les récoltes en Afrique de l'Ouest. Les prix d'autres matières premières agricoles et de plusieurs céréales ont en revanche baissé au cours de l'année. Le tassement de la demande, la disparition des problèmes d'approvisionnement et le ralentissement de l'industrie et de la construction (cf. section 1.4) ont également rendu les métaux industriels légèrement moins onéreux. Cependant, les prix restent structurellement plus élevés qu'avant la pandémie, en partie du fait de la demande accrue de métaux découlant de politiques climatiques et industrielles plus ambitieuses (cf. encadré 1).

**La croissance des salaires nominaux par travailleur réagit avec un certain décalage à l'augmentation du coût de la vie. Pour autant, la croissance**

### Graphique 1.3

#### Les salaires réels ont baissé dans la plupart des pays entre 2021 et 2023

(croissance cumulée, pourcentages, 2021-2023)



Source: CE.

1 Les salaires réels par travailleur ont été déflatés par le déflateur de la consommation privée.

**vigoureuse enregistrée jusqu'ici ne semble pas avoir déclenché de spirale salaires-prix.** Un tel phénomène se produit lorsque les coûts salariaux s'accroissent sous l'effet d'une poussée inflationniste, qu'ils se répercutent ensuite sur les prix et que ce renchérissement entraîne à son tour une hausse des revendications salariales, et ainsi de suite. Sur la base des chiffres actuels, tel ne semble pas être le cas à ce stade : dans la plupart des pays, les salaires réels ont diminué ou se sont stabilisés depuis le début de 2021. Les salaires nominaux ont certes rattrapé leur retard cette année, mais ils restent en retrait par rapport à l'inflation. Ce rattrapage s'est produit sur fond de marchés du travail très résilients, tant dans la zone euro qu'en dehors. En Belgique, la croissance des salaires réels en 2023 a presque entièrement compensé la baisse de 2022, principalement par le mécanisme d'indexation automatique, en vertu duquel la croissance des salaires nominaux reflète rapidement et presque intégralement l'alourdissement du coût de la vie. L'élévation des salaires nominaux ne s'est pas traduite par une inflation soutenue ou par des anticipations d'inflation plus élevées. Au contraire, comme indiqué précédemment, les taux de croissance de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente se sont repliés en cours d'année.

**L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix des produits alimentaires ni de ceux de l'énergie, généralement volatils,**

**a également commencé à marquer le pas cette année, suivant en cela l'inflation totale, fût-ce plus lentement et de manière moins prononcée.** Aux États-Unis, l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont culminé simultanément. Les producteurs américains ont subi nettement moins de pression sur les prix sous l'effet de l'augmentation des coûts de production s'exerçant par le canal des prix de l'énergie. Les tensions sur le marché du travail ont diminué aux États-Unis en 2023, même si la demande de main-d'œuvre est restée élevée. Au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon, la transmission du renchérissement des denrées alimentaires et de l'énergie à d'autres prix dans l'économie, d'une part, et les pénuries continues sur les marchés du travail, d'autre part, sont les principales raisons expliquant la persistance de l'inflation de base élevée. L'inflation dans le secteur des services, en particulier, est restée relativement tenace et a apporté une contribution positive à l'inflation de base. Pourtant, même s'agissant de l'inflation sous-jacente, le point de basculement semble avoir été atteint dans tous les grands blocs économiques. Le resserrement sensible de la politique monétaire (cf. section 1.2 et chapitre 2), la répercussion du recul des cours de l'énergie sur les prix à la consommation, le relâchement des contraintes d'approvisionnement et le tassement général de la demande de biens et de services sont autant de facteurs qui expliquent ce constat.



## 1.2 Les banques centrales ont mis un terme à la hausse des taux d'intérêt

**L'inflation étant restée nettement supérieure aux objectifs dans les économies avancées, les banques centrales de la plupart de ces pays ont poursuivi le durcissement de leur politique monétaire en 2023.** Après plus de dix ans de politiques monétaires accommodantes, ces banques centrales ont maintenu la dynamique du processus accéléré de normalisation entamé en 2022. La reprise économique post-COVID et l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont engendré des taux d'inflation élevés et persistants. Confrontées à cette réalité, les banques centrales ont intensifié le resserrement de leur politique monétaire pour prévenir des effets de second tour et éviter un désancrage des attentes d'inflation susceptible de déclencher une dynamique autoréalisatrice.

**Bien que les banques centrales des économies avancées n'aient pas toutes commencé à durcir leur politique monétaire simultanément, la plupart d'entre elles ont mis fin au cycle d'augmentation des taux directeurs à partir de la mi-2023.** Les disparités dans l'origine, la sévérité et la persistance de l'inflation entre les pays ont entraîné des variations dans le déclenchement et le rythme de ce processus. Depuis le milieu de l'année 2023, en raison de la diminution en cours de l'inflation et de l'alignement graduel des prévisions d'inflation sur les objectifs fixés, la fin du cycle de resserrement monétaire a été entamée et un assouplissement monétaire est envisagé durant l'année 2024.

**Parmi toutes les banques centrales, la Banque d'Angleterre a adopté une approche particulièrement proactive dans le domaine de la vente des obligations acquises en vue de soutenir l'économie pendant l'ère de l'assouplissement quantitatif.** Lors de sa réunion de septembre 2022, la Banque d'Angleterre a approuvé la réduction du

stock d'obligations « gilts » de 80 milliards de livres sterling au cours des douze mois suivants. Cette diminution avait été postposée d'un mois à la suite de la publication du « mini-budget » et de la forte volatilité sur les marchés qui s'est ensuivie. Elle s'est poursuivie en 2023, avec l'annonce, en septembre, d'une nouvelle série de ventes d'obligations visant à alléger le bilan de 100 milliards de livres sterling sur la période allant d'octobre 2023 à septembre 2024, le but étant d'afficher un total bilanciel de 658 milliards de livres sterling. Parallèlement, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur à cinq reprises au cours de l'année, le portant de 3,5 % à 5,25 % en août 2023. Le taux a depuis lors été maintenu à ce niveau.

**La Réserve fédérale a maintenu sa politique de resserrement monétaire.** Les actifs du bilan de la Réserve fédérale ont atteint un pic historique de 8,96 billions de dollars au printemps 2022, soit l'équivalent de 36 % du PIB. En juin 2022, la banque centrale américaine a commencé à comprimer la taille de son bilan en cessant le réinvestissement intégral des titres du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires d'agences arrivés à échéance. À la fin de décembre 2023, le bilan de la Réserve fédérale s'est établi à environ 7,7 billions de dollars (29 % du PIB). Plusieurs gouverneurs de la Réserve fédérale ont laissé entendre que la fin du processus de réduction du bilan n'était vraisemblablement pas imminente. Pendant l'année 2023, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 points de base à quatre reprises, portant la fourchette du taux cible des fonds fédéraux à 5,25-5,5 % depuis juillet 2023. Vu que les États-Unis font face à un contexte de pressions sur les prix en déclin continu, la banque centrale est probablement parvenue au terme de son cycle de hausses des taux d'intérêt.

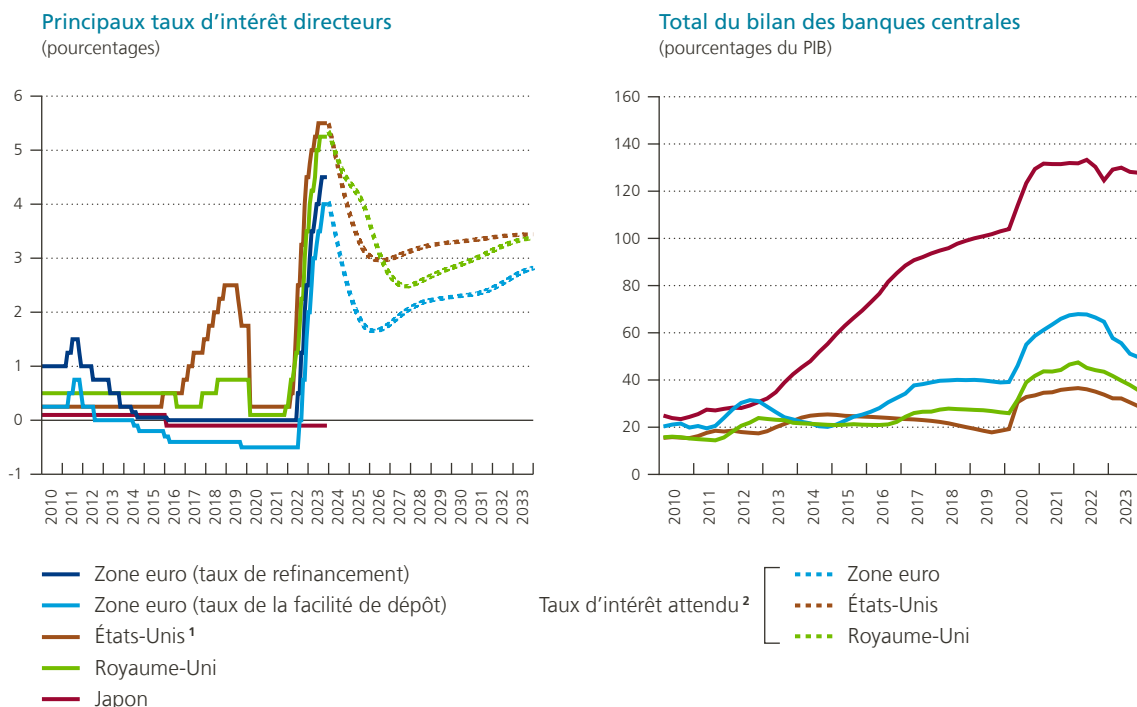
**Bien que le processus de resserrement de la politique monétaire par la BCE se soit poursuivi, la diminution graduelle du bilan se déroule de manière plus passive.** En décembre 2022, la BCE avait annoncé que, à partir de mars 2023, le portefeuille du programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme, APP) serait réduit à un rythme mesuré et prévisible, en ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. À partir de juillet 2023, elle a mis un terme à ces réinvestissements. En ce qui concerne le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), l'approche de la banque centrale n'a pas changé fondamentalement en 2023, les remboursements devant être au moins partiellement réinvestis jusqu'à la fin de 2024 au moins. Comme elle a entamé le relèvement des taux directeurs un peu plus tard que les autres banques centrales, la BCE a augmenté ses taux directeurs de manière plus marquée en 2023, portant

le taux de la facilité de dépôt de 1,5 à 4 % (pour plus de détails, cf. chapitre 2).

**La Banque du Japon s'efforce de conserver une politique aussi accommodante que possible tout en permettant des ajustements face aux pressions du marché.** Vu les pressions inflationnistes qui y sont plus modérées, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur négatif à -0,1 %. Après avoir surpris les marchés une première fois en décembre 2022 en autorisant une fluctuation des rendements des obligations publiques japonaises à dix ans, la banque centrale a une nouvelle fois introduit un changement notable en octobre 2023. Elle a en effet modifié sa limite de 1 % sur ces rendements, abandonnant un plafond strict au profit d'une « référence » autour de laquelle elle effectuera des achats d'actifs à long terme de manière plus souple et plus réactive. La banque centrale a déclaré suivre une approche lente et prudente de normalisation de sa politique monétaire ultra-accommodante.

Graphique 1.4

**Les banques centrales de la plupart des économies avancées ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire pour contrer une inflation forte et persistante**



Sources : Eurostat, LSEG, OCDE.

1 Borne supérieure de la fourchette cible.

2 Anticipations de taux à la fin de décembre.

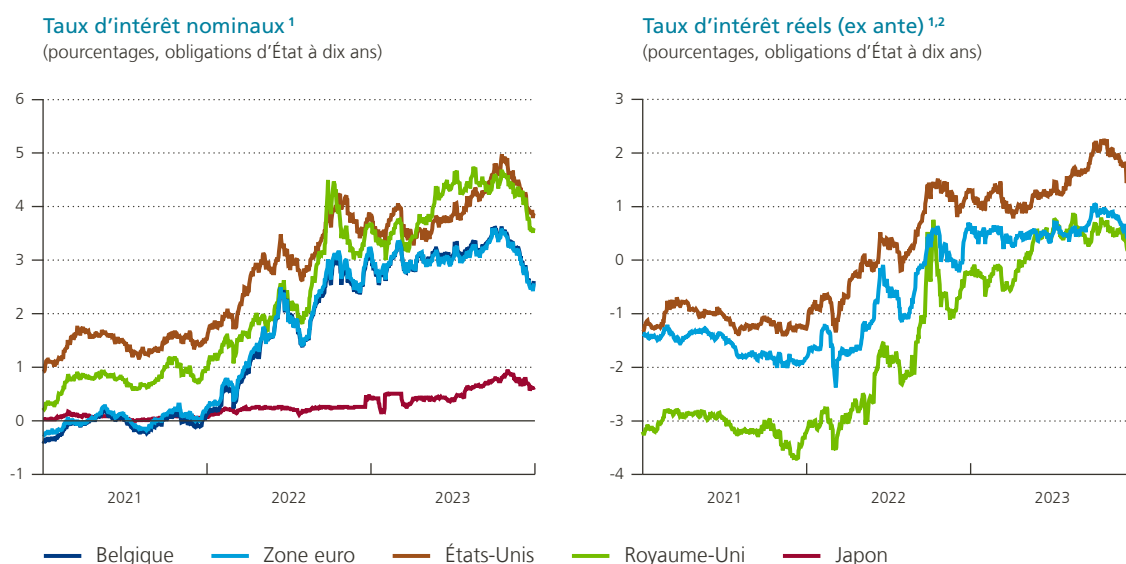
**La majorité des pays émergents ont achevé leur période de resserrement de la politique monétaire, à l'exception de la Chine, de la Turquie et de la Russie.** La Banque centrale du Brésil et la Banque centrale du Mexique ont été parmi les premières à engager ce processus dès mars 2021, le clôturant respectivement en mai 2023 pour le Mexique et en septembre 2022 pour le Brésil. En août 2023, la Banque centrale du Brésil a amorcé un processus de desserrement monétaire, une décision motivée par les avancées en matière d'inflation et de réformes monétaires. Afin de stimuler la reprise économique et compte tenu de son taux d'inflation moyen largement inférieur à l'objectif, la Banque centrale de Chine a diminué ses taux directeurs en juin et en août 2023. Cependant, face à des indicateurs économiques témoignant d'une stabilisation, la Chine a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés depuis lors. Après avoir conservé sa position face à un resserrement de la politique monétaire en 2022 malgré une inflation à deux chiffres, la Banque centrale de Turquie a finalement entamé un cycle de resserrement « agressif » en juillet 2023, portant le taux directeur à 42,5 % en décembre. En Russie, la Banque

centrale a procédé à plusieurs augmentations de son taux dans le but de lutter contre l'inflation et le déclin du rouble.

**La poursuite du resserrement de la politique monétaire dans les économies avancées a fait grimper les rendements des obligations souveraines durant les trois premiers trimestres de l'année; cependant, le ralentissement de l'inflation ainsi que de ses anticipations ont inversé l'orientation des rendements vers la fin de l'année.** La continuation de l'augmentation des taux directeurs par les banques centrales des économies avancées s'est traduite par une hausse des rendements des obligations d'État. Durant les deux premiers trimestres de 2023, le relèvement des taux d'intérêt à long terme a stagné. Toutefois, à partir de mai, une montée s'est manifestée, qui s'est accélérée durant l'été, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cette évolution résulte de l'anticipation par le marché obligataire qu'aucun assouplissement monétaire imminent n'était à prévoir de la part de la Réserve fédérale américaine ni de la Banque d'Angleterre. Cependant, cette progression s'est

### Graphique 1.5

#### Le resserrement de la politique monétaire a entraîné une hausse des rendements des obligations souveraines



Sources: Eurostat, LSEG.

1 L'agrégat pour la zone euro est la moyenne pondérée par le PIB.

2 Taux d'intérêt nominaux à dix ans diminués de l'inflation attendue dérivée des contrats de swap couvrant le risque d'inflation pendant une période de dix ans.

inversée au quatrième trimestre, grâce à une convergence des anticipations d'inflation vers les objectifs. La volatilité des rendements des obligations souveraines, est, quant à elle, restée élevée cette année. Ce constat reflète l'incertitude qui entoure l'évolution de l'inflation, même si cette dernière a diminué vers la fin de l'année, les prévisions de croissance et les implications de la politique monétaire. Dans la zone euro, les écarts de taux entre les États méridionaux et l'Allemagne sont restés limités en 2023, malgré les tensions survenues au niveau du secteur bancaire. La présence de l'instrument de protection de la transmission (IPT), de même que la flexibilité offerte par le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), pourraient expliquer cette limitation de la fragmentation. L'ancrage des anticipations d'inflation à long terme a entraîné une hausse des taux d'intérêt réels ex ante aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Cependant, au sein des économies avancées, à l'exception des États-Unis où le taux d'intérêt réel avoisinait les 1,5 % à la fin de l'année, les taux d'intérêt réels ex ante ne se maintiennent que légèrement au-dessus de zéro.

**Les rendements obligataires ont reflué sur plusieurs marchés émergents, tandis que, dans le même temps, un resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprise a été observé à l'échelle mondiale.** Sous l'effet des anticipations de baisse des taux dans les pays émergents, notamment au Brésil, les rendements des obligations souveraines dans ces pays ont diminué. Les divergences en matière de politique monétaire entre les États-Unis et la Chine, de même que la vive appréciation du dollar, ont continué d'entraîner une importante fuite de capitaux des non-résidents du marché obligataire chinois. Concernant les obligations d'entreprise, une hausse des rendements, en ligne avec les taux sans risque, a été constatée à l'échelle mondiale à partir d'avril 2023. Cependant, les écarts se sont réduits, surtout dans des segments à haut rendement tels que les secteurs technologiques et cycliques de la consommation.

**À la suite de l'augmentation des taux hypothécaires, les emprunteurs ont fait face à des charges de remboursement plus lourdes, entraînant un ralentissement de l'activité immobilière et des baisses des prix des logements.** Les taux hypothécaires dans les pays avancés ont continué de grimper dans le sillage du durcissement de la politique monétaire, passant de 2,9 à 4,1 % entre décembre 2022

et novembre 2023 dans la zone euro et atteignant environ 6,8 % aux États-Unis en décembre 2023, ce qui a conduit à une décroissance des prix nominaux des logements dans certaines régions. Ainsi, durant le troisième trimestre de 2023, les prix immobiliers dans la zone euro ont affiché une diminution de 2,1 % par rapport à l'année précédente. La situation est néanmoins mitigée entre les régions et au sein de celles-ci, reflétant des degrés variables de durcissement de la politique monétaire et une sensibilité différente des marchés du logement aux hausses des taux d'intérêt. Il convient également de noter que, bien que des taux hypothécaires plus élevés et une accessibilité réduite aient entravé la demande, des contraintes du côté de l'offre ont contribué à maintenir les prix immobiliers au-dessus des niveaux d'avant la pandémie dans plusieurs pays. À l'issue de la pandémie de COVID-19 et de la généralisation du télétravail qui en a découlé, le secteur de l'immobilier commercial demeure confronté à des défis considérables. Les fragilités dans le secteur de l'immobilier commercial constituent une source majeure de risque de crédit pour le secteur financier. Au début de 2023, les volumes de transactions dans l'immobilier commercial ont chuté de 55 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente à travers le monde.

**Les marchés des changes ont été caractérisés par la force persistante du dollar et par une moindre volatilité par rapport à l'année 2022.** Le dollar des États-Unis est demeuré significativement fort par rapport à la quasi-totalité des autres monnaies tout au long de l'année. Certains pays ont enregistré une remontée relative de leur monnaie à la suite du resserrement de leur politique monétaire et de la réduction des écarts de taux d'intérêt qui en a résulté. Ainsi, l'euro et la livre sterling ont affiché un léger rebond. Toutefois, le dollar est resté robuste, grâce à la politique monétaire mais aussi à sa position refuge face à l'escalade des tensions géopolitiques et des conflits armés. De son côté, le yen japonais a poursuivi sa baisse par rapport au dollar.

**Dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis, les marchés d'actions ont maintenu la trajectoire ascendante qu'ils avaient entamée à la fin de l'année 2022.** Cette tendance est attribuable à l'anticipation que les banques centrales pourraient prochainement assouplir leur politique monétaire. Les valorisations des actions ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie de COVID-19. La progression des actions technologiques (« Magnificent Seven »), alimentée par

l'essor de l'intelligence artificielle, a continué d'entraîner une hausse soutenue des marchés boursiers, en particulier aux États-Unis. Au Japon, les performances des actions ont été supérieures à celles des autres économies avancées. Les marchés émergents tels que le Chili, l'Inde et le Mexique ont également enregistré des hausses notables des prix des actions. L'optimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques a contribué à comprimer la volatilité du marché, particulièrement sur les marchés boursiers américains.

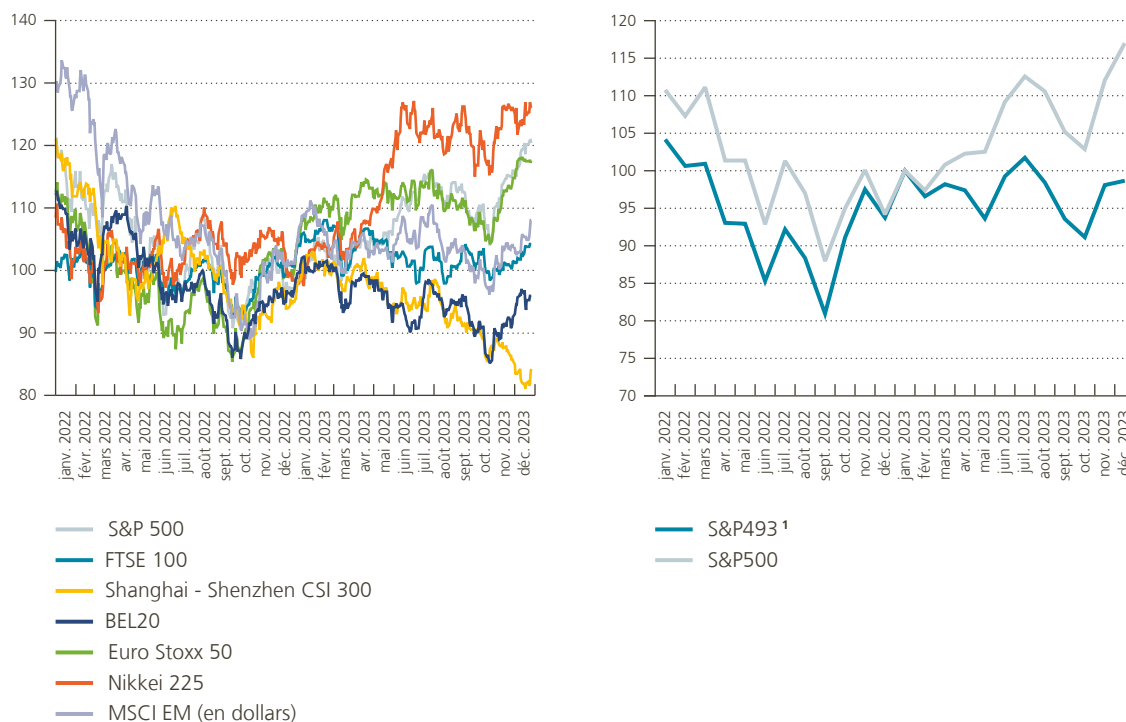
**Malgré les turbulences survenues en mars à la suite de défaillances bancaires aux États-Unis et en Suisse, les valorisations boursières des banques se sont montrées résilientes.** En mars 2023, les valorisations boursières des banques aux États-Unis et en Europe ont été mises sous pression après des défaillances bancaires aux États-Unis (Silicon Valley Bank, Silvergate Bank et Signature Bank) et en Suisse (Credit Suisse), ainsi qu'en raison de

préoccupations plus générales concernant la situation financière des banques régionales américaines. Plus particulièrement, les problèmes de la Silicon Valley Bank ont mis en lumière les risques liés à la gestion des taux d'intérêt et à la concentration des actifs. Pendant la période de la pandémie de COVID-19, cette banque a enregistré une augmentation significative des dépôts, principalement de la part d'entreprises technologiques et de start-ups. Ces fonds ont été investis dans des obligations à long terme. Toutefois, avec la hausse des taux d'intérêt, la valeur de ces obligations a chuté, entraînant des pertes financières considérables pour la banque. Les difficultés économiques qu'ont rencontrées ses clients technologiques ont conduit à des retraits massifs de fonds, lesquels l'ont contrainte à vendre ses obligations à perte, ce qui a suscité des inquiétudes concernant sa santé financière. Face à l'aggravation de la situation financière de cette banque et à la crainte d'une crise bancaire systémique, les régulateurs américains sont

Graphique 1.6

**Dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis, les marchés d'actions ont maintenu une trajectoire ascendante**

(indices des prix, janvier 2023 = 100)



Sources: Bloomberg, LSEG.

1 S&P493: S&P500 sans les « Magnificent Seven » (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla).

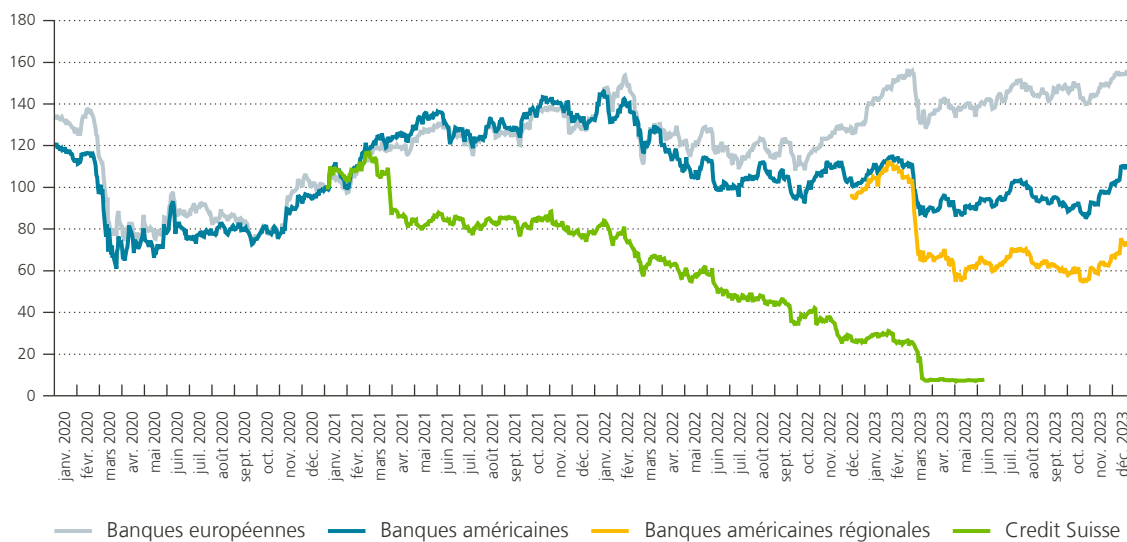
entrés en piste et ont pris le contrôle de la banque en mars 2023. De plus, afin d'atténuer le risque de contagion aux États-Unis, une intervention des autorités a été nécessaire pour assurer la couverture de l'ensemble des dépôts de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank, une autre banque qui a fait faillite peu après, et introduire un nouveau programme de liquidité, notamment pour les banques régionales telles que la First Republic Bank. Malgré cette intervention, la fragilité du sentiment du marché s'est maintenue, ce qui a conduit le régulateur à prendre en charge la First Republic Bank à la fin d'avril, qui a ensuite été vendue à JP Morgan. En Europe, à la suite d'une perte de confiance consécutive à plusieurs scandales et à une gestion du risque défaillante, le Credit Suisse a d'abord tenté de renforcer sa liquidité par des emprunts importants auprès de la banque centrale suisse. Cependant, ces mesures n'ont pas été suffisantes, conduisant à son acquisition ultérieure par son rival UBS pour éviter la banqueroute.

**Plusieurs facteurs ont atténué le retentissement de ces tensions sur les banques de la zone euro et des États-Unis.** Tout d'abord, les investisseurs ont reconnu que des vulnérabilités spécifiques aux institutions plutôt que des vulnérabilités généralisées expliquaient la fragilité de ces banques américaines et suisses. Ensuite, des différences significatives dans certains aspects des cadres réglementaires et de supervision respectifs des juridictions concernées ont également été mises en évidence. Dans l'ensemble, le secteur bancaire a démontré sa résilience face aux défis depuis la pandémie, affrontant des conditions difficiles marquées par une incertitude économique, une inflation élevée, une augmentation des taux d'intérêt et une crise de confiance pendant le printemps de 2023.

### Graphique 1.7

#### Malgré les turbulences survenues en mars aux États-Unis et en Suisse, les valorisations boursières des banques se sont montrées résilientes

(indices des prix, 1<sup>er</sup> janvier 2021 = 100)



Source : LSEG.

## 1.3 Les déficits publics sont restés à des niveaux élevés dans les principales économies

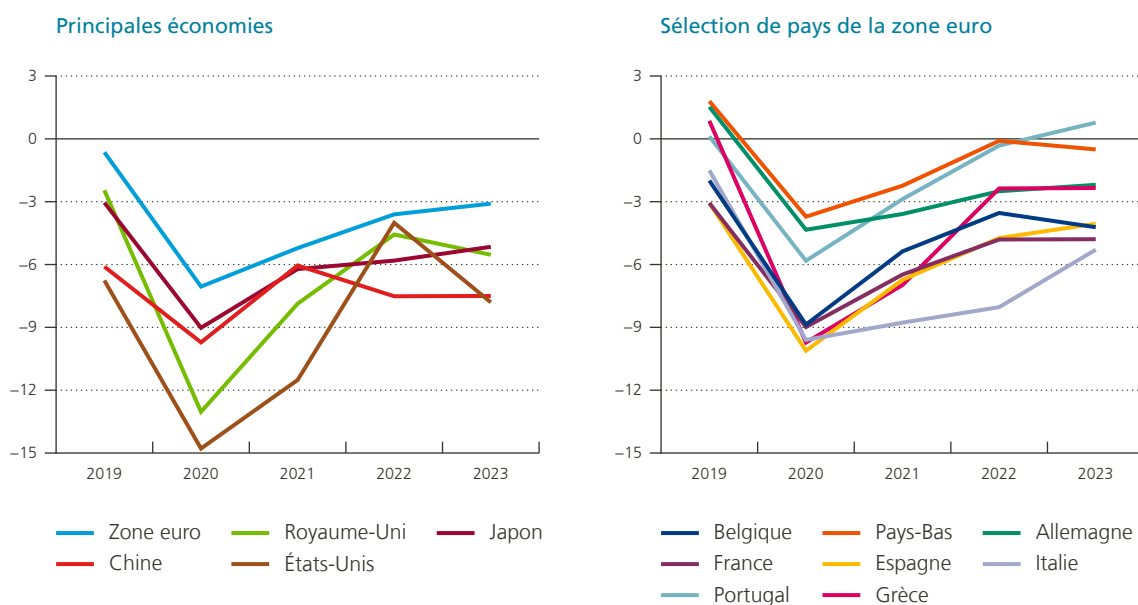
La politique budgétaire a évolué en sens divers dans les grandes économies mais n'a pas aidé à freiner l'inflation dans la plupart des pays. Après avoir enflé considérablement en 2020 sous l'effet de la pandémie de COVID-19, les déficits publics ont, dans certains pays avancés, poursuivi en 2023 la décrue amorcée dès 2021. En 2021, l'amélioration avait résulté de l'effet mécanique du redémarrage de l'économie. En outre, les mesures de soutien induites

par la pandémie avaient déjà pu être relâchées partiellement ou totalement, selon les branches. En 2022, dans la plupart des économies, le PIB avait continué de croître et les mesures COVID-19 subsistantes avaient pu être levées. Dans les pays importateurs nets d'énergie tels que ceux de l'UE et le Japon, la réduction des déficits avait toutefois été limitée par les mesures adoptées pour contenir les effets de l'inflation sur les ménages et sur les entreprises. En 2023, la moindre

Graphique 1.8

Le déficit américain est le seul à avoir augmenté de manière considérable en 2023

(pourcentages du PIB)



Sources : CE (automne) pour les pays de la zone euro, Eurosystem (décembre) pour l'ensemble de la zone euro, FMI (2023 Article IV) pour la Chine, ICN-BNB pour la Belgique, OCDE (décembre) pour les autres pays avancés.

ampleur de ces mesures a contribué à résorber davantage les déficits des administrations publiques dans ces économies. Le plus souvent, ceci a amplement compensé l'alourdissement de leurs charges d'intérêts ainsi que, dans l'UE, une conjoncture moins porteuse qui a grevé leurs recettes. Dans d'autres pays avancés tels les États-Unis, la politique budgétaire a été expansionniste et les déficits publics s'y sont à nouveau détériorés. Dans les principales économies, le niveau du déficit était toujours plus élevé qu'en 2019.

**De manière générale, et en particulier dans la zone euro, les déficits publics ont évolué en 2023 dans une mesure plus limitée que durant les années écoulées depuis 2019.** Les soldes de financement des administrations publiques se sont améliorés dans moins de la moitié des vingt pays que compte la zone euro depuis l'entrée de la Croatie le 1<sup>er</sup> janvier 2023. Parmi les principaux pays, les besoins de financement ont diminué en Allemagne, en Italie et en Espagne, tandis qu'il a stagné en France. Le déficit en Italie a été moins plombé par les primes octroyées aux ménages pour rénover leur maison. Dans les autres économies de la zone euro, dont la

Belgique, une hausse des dépenses primaires courantes et un alourdissement des charges d'intérêts ont contribué à creuser les déficits, comme indiqué dans le chapitre 8. Dans l'ensemble, les investissements publics ont augmenté vu qu'ils ont bénéficié de la facilité pour la reprise et la résilience ou des fonds de la politique de cohésion.

**En 2023, huit pays de l'Union européenne, parmi lesquels l'Italie, la France, la Belgique et l'Espagne, n'avaient pas encore ramené leur solde de financement en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB inscrite dans le protocole du Traité de Maastricht.** En 2019, la plupart des pays affichaient un déficit inférieur à cette valeur. Au printemps de 2023, les autorités européennes ont décidé que la clause dérogatoire générale appliquée depuis le début de la première vague de la pandémie de COVID-19 ne serait plus en vigueur en 2024, de sorte que les règles du Pacte de stabilité et de croissance prévaudront dès 2024. En décembre 2023, le Conseil Ecofin a trouvé un accord pour modifier substantiellement ces règles. La révision du cadre de gouvernance européen fait l'objet d'un encadré dans le chapitre 8.





**Au Japon comme en Chine, le déficit a été quelque peu réduit grâce à une expansion de l'activité économique.** Au Japon, pour aider les ménages à faire face à la crise de l'énergie, des subside pour l'électricité, le gaz et le pétrole ont été reconduits en cette année électorale, tandis que des aides financières ont été octroyées aux familles avec enfants. À l'automne, la prolongation des mesures de soutien est allée de pair avec des aides aux PME. En novembre, un nouveau paquet de mesures a entre autres comporté une baisse des impôts sur le revenu et sur l'immobilier qui n'entrera en vigueur qu'en 2024. En Chine, l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire a été quelque peu renforcée par la politique budgétaire. En octobre, le gouvernement central de la Chine a adopté une révision budgétaire intra-annuelle. Les mesures consistaient principalement en aides financières pour la reconstruction après les inondations de l'été dans le nord du pays et en investissements afin d'améliorer la résilience au changement climatique. Les finances des autorités locales sont demeurées précaires.

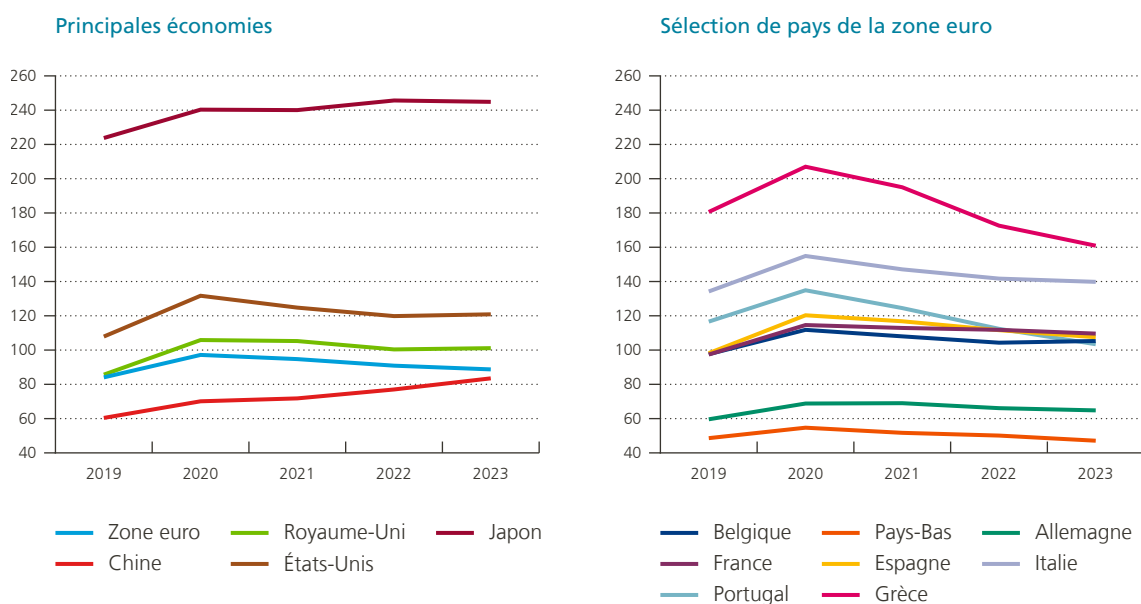
**Aux États-Unis, la politique monétaire restrictive s'est accompagnée d'une forte impulsion de la politique budgétaire.** Plusieurs facteurs ont contribué au substantiel élargissement du déficit public américain : moindres recettes fiscales, notamment sur les plus-values, dépenses accrues dans des programmes sociaux obligatoires, renchérissement des charges d'intérêts, augmentation des dépenses militaires et coûts des politiques industrielles (Infrastructure Investment and Jobs Act, Inflation Reduction Act).

**Au Royaume-Uni, la politique budgétaire a été quelque peu expansionniste et le déficit public s'est à nouveau creusé.** Le gouvernement a certes gelé les barèmes de l'impôt sur le revenu et relevé le taux d'imposition des sociétés. Aussi, le plafond sur les prix de l'énergie n'est plus contraignant et les autres mesures de soutien sont en voie d'extinction ou ont été éliminées. Mais les dépenses militaires se sont alourdies, les cotisations à l'assurance nationale ont été réduites et les entreprises ont bénéficié de déductions accrues pour leurs investissements. En outre,

Graphique 1.9

**À de rares exceptions près, la dette publique a reculé depuis 2020, tout en restant à un niveau supérieur à celui d'avant la pandémie**

(pourcentages du PIB)



Sources : CE (automne) pour les pays de la zone euro, Eurosystem (décembre) pour l'ensemble de la zone euro, FMI (2023 Article IV) pour la Chine, ICN-BNB pour la Belgique, OCDE (décembre) pour les autres pays avancés.

le net ralentissement de l'activité a pesé sur le solde de financement des administrations publiques.

**À l'instar de celle des déficits, l'évolution des dettes publiques a été moins prononcée dans les principales économies qu'au cours des années précédentes.** De manière globale, le PIB nominal avait baissé en 2020 et avait mécaniquement tiré les taux d'endettement vers le haut. En 2021 et en 2022, l'effet dénominateur avait, dans une large mesure, joué en sens inverse. En 2023, les évolutions plus modestes du PIB nominal ont limité l'incidence de cet effet. Le rebond des taux d'intérêt a également contribué à un effet boule de neige moins favorable sur la variation endogène de la dette. En 2023, la vigueur de l'activité a permis de limiter le creusement du ratio de la dette aux États-Unis, malgré l'ampleur du déficit qui a amené l'agence Fitch à dégrader la notation de ce pays en mai et en août. La Chine est la seule principale économie à avoir vu son endettement augmenter de manière substantielle cette année.

**Au sein de la zone euro, les dettes publiques ont reculé dans la plupart des pays en 2023, à l'exception notable de la Belgique, mais elles restent en général supérieures à leur niveau d'avant la pandémie et élevées au regard du passé.** Les baisses ont été les plus remarquables dans des pays méditerranéens dont la dette particulièrement substantielle avait déjà diminué significativement depuis 2021. Au Portugal et en Grèce, la dette est maintenant inférieure à son niveau d'avant la pandémie, et les obligations souveraines ont bénéficié de réévaluations de leur notation au cours de l'année sous revue.

## 1.4 Les gouvernements cherchent à soutenir des secteurs stratégiques par le biais de la politique industrielle et du protectionnisme

**Au-delà de la politique budgétaire au sens strict, d'autres politiques économiques ont été actionnées.** Il s'agit de politiques énergétiques, environnementales ou industrielles, ou encore de réformes structurelles dans certains pays, notamment celles menées dans l'UE au travers de la facilité pour la reprise et la résilience. L'encadré 1 donne un aperçu du rôle accru joué par la politique industrielle. De manière plus spécifique, les politiques climatiques et énergétiques sont devenues des enjeux plus importants que dans le passé, vu les manifestations plus tangibles du réchauffement de la planète (sécheresses, inondations, épisodes de chaleur extrême, etc.) et la concentration des combustibles fossiles et de certaines matières premières critiques pour la transition énergétique dans des pays avec lesquels les relations se sont tendues ou à l'égard desquels une

dépendance excessive peut s'avérer dangereuse. Les principales économies, qui sont aussi les plus gros pollueurs de la planète, avancent à des rythmes différents vers les objectifs de réduction des gaz à effet de serre et de décarbonation de l'économie<sup>1</sup>. L'UE a fait montre d'une grande ambition dans ce domaine en adoptant en 2021 la loi européenne sur le climat, en vertu de laquelle elle devrait atteindre une émission nette nulle d'ici 2050. L'élaboration et la réalisation de cet objectif ambitieux sont examinées plus en détail au chapitre 6.

<sup>1</sup> Cf. De Sloover F., D. Essers et T. Stoerk (2023), « Tous les chemins mènent à Paris ? Politiques d'atténuation du changement climatique dans les plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde », BNB, *Revue Economique*.



## Résurgence de la politique industrielle axée sur une plus grande autonomie stratégique, une position plus compétitive et une transition verte plus rapide

**Ces dernières années ont été marquées par une intensification des tensions géopolitiques et par des remaniements entre les différents blocs économiques en matière de compétitivité.**

Le conflit technologique et commercial permanent qui oppose les États-Unis et la Chine, la pandémie de COVID-19, l'invasion de l'Ukraine par la Russie et, plus récemment, l'explosion du conflit au Moyen-Orient ont mis les relations politiques et économiques internationales à rude épreuve. La rapide montée des prix de l'énergie a affecté la compétitivité-coût des entreprises européennes, notamment dans les secteurs à forte intensité énergétique. Bien que les prix du gaz et de l'électricité en Europe soient sensiblement retombés par rapport à leurs pics de l'été de 2022, ils restent largement supérieurs à ceux en vigueur aux États-Unis (cf. chapitre 6). Les rapports de compétitivité entre les blocs économiques sont en outre influencés par les différentiels en matière de productivité et de capacité d'innovation. Même si la croissance de la productivité s'essouffle depuis un certain temps dans la plupart des économies avancées, elle semble décliner davantage en Europe. Cette situation résulterait de la combinaison d'une modération des investissements et d'un ralentissement relatif du développement technologique, en particulier dans les secteurs de la fabrication électronique et des services TIC. Si l'Europe enregistre de bons résultats dans des secteurs tels que la construction de machines, la biotechnologie, les produits pharmaceutiques et les nouveaux matériaux, elle est à la traîne par rapport aux États-Unis et au Japon sur le plan de l'innovation dans quelques domaines stratégiquement critiques, parmi lesquels l'intelligence artificielle, la robotique et la micro-électronique. Sur ces fronts, la Chine commence, elle aussi, à gagner de plus en plus de terrain.

**La nécessaire transition vers une économie à «zéro émission nette» éprouvera également la compétitivité européenne.** À l'échelle internationale, des différences majeures subsistent en matière de politique climatique. L'UE est actuellement le quatrième plus gros émetteur de gaz à effet de serre au monde (responsable d'un peu moins de 7 % du total mondial) et affiche les objectifs les plus ambitieux au niveau de l'atténuation du changement climatique. L'approche politique européenne repose principalement sur la tarification du carbone, au travers du système d'échange de quotas d'émission de l'UE, de même que sur des réglementations et des normes pour les secteurs qui ne relèvent pas de ce système. La loi européenne sur le climat confère un ancrage juridique aux objectifs européens sur le plan climatique, qui ont par ailleurs récemment été confirmés ou renforcés dans la jurisprudence de plusieurs pays (notamment en Belgique et en Allemagne). A contrario, en Chine et en Inde – respectivement numéros un et trois (29 et 7 %) des émissions mondiales de gaz à effet de serre –, les ambitions climatiques actuelles sont incompatibles avec l'objectif de l'Accord de Paris qui consiste à limiter l'élévation de la température moyenne mondiale bien en dessous de 2°C. Toutefois, l'hégémonie de la Chine dans les chaînes de valeur vertes, allant des panneaux solaires aux batteries et aux voitures électriques, et son impressionnant déploiement d'énergies renouvelables devraient permettre une réduction plus rapide des émissions chinoises. Les États-Unis restent le deuxième plus grand émetteur de gaz à effet de serre (11 %) et ont récemment effectué un rattrapage bienvenu en matière d'ambitions et de politiques climatiques. Le pays renonce cependant à fixer un prix fédéral du carbone et mise principalement sur des subventions pour stimuler les investissements dans les énergies propres et leur chaîne d'approvisionnement, si bien qu'il ne respecte pas encore à l'heure actuelle



ses objectifs climatiques dans le cadre de l'Accord de Paris. De tels écarts d'ambitions et de politiques risquent de placer l'Europe dans une situation de handicap concurrentiel. Le mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières (MACF), qui sera introduit par étapes, protège les producteurs européens d'éléments à forte intensité d'émissions (ciment, fer et acier, aluminium, engrais, électricité et hydrogène) contre les importations concurrentes en provenance de régions où les règles visant les émissions sont moins strictes. Toutefois, contrairement à l'allocation de quotas gratuits, qui est progressivement supprimée, le MACF n'implique pas de soutien aux exportations européennes de produits à forte intensité d'émissions, un choix qui a été opéré dans le souci d'assurer la compatibilité de ce mécanisme avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

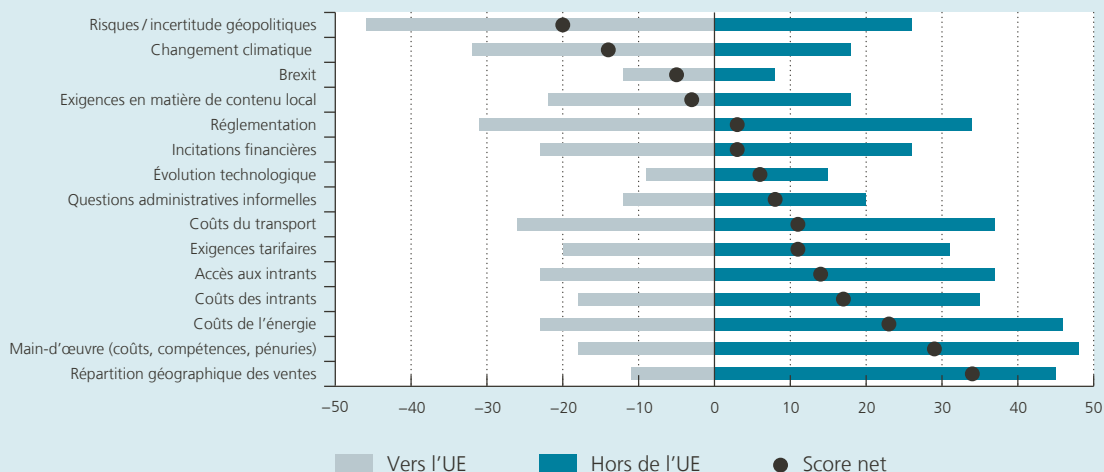
**L'endroit où les entreprises décident de produire et les stratégies d'approvisionnement qu'elles adoptent sont déterminés par la disponibilité et les coûts des intrants, de même que par les risques géopolitiques.** À ce jour, les statistiques commerciales agrégées au niveau de l'UE n'ont pas encore révélé de tendances claires de fragmentation selon des lignes géopolitiques. Influencée par des mesures tarifaires bilatérales, la part de la Chine dans les importations américaines s'est toutefois significativement réduite depuis 2018. Cependant, les pays qui ont pris la place de la Chine, en particulier le Mexique et le Viêtnam, sont largement intégrés dans les chaînes d'approvisionnement chinoises, si bien qu'un véritable découplage entre les États-Unis et la Chine ne semble pas encore se dessiner. Procéder à des ajustements significatifs dans les chaînes d'approvisionnement des entreprises prend néanmoins du temps, et il est possible que ces ajustements ne deviennent visibles qu'après une longue période. Plusieurs enquêtes récentes menées auprès d'entreprises européennes font état d'une plus grande volonté de délocaliser des activités de production dans un avenir proche. Dans le groupe des grandes entreprises interrogées par la BCE, celles qui prévoient de délocaliser leur production hors de l'UE sont plus nombreuses que celles qui envisagent le mouvement inverse. Les entreprises multinationales qui délocalisent leur production en dehors de l'UE, ou qui envisagent de le faire, sont principalement influencées par les coûts de l'énergie, le coût et la disponibilité de certains profils de main-d'œuvre et d'autres intrants, de même que par les glissements dans la répartition géographique des ventes. Par ailleurs, les risques géopolitiques sont cités comme un déterminant important dans la décision des entreprises de (re)localiser plus de production vers l'UE. S'agissant de leurs stratégies d'approvisionnement, les entreprises elles-mêmes prévoient de diversifier plus largement leur réseau de fournisseurs et/ou de procéder davantage à de la délocalisation à proximité (« nearshoring ») ou à de la délocalisation amicale (« friendshoring ») dans les années à venir.



## Les différences de coûts de l'énergie et d'autres intrants contribuent à déterminer l'attractivité relative des régions économiques

### Importance de différents facteurs pris en compte pour déplacer les activités économiques vers l'UE ou hors de l'UE<sup>1</sup>

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

<sup>1</sup> Réponses de 62 entreprises de premier plan opérant dans la zone euro à la question : « Parmi les facteurs suivants, quels sont ceux que vous considérez comme particulièrement importants en relation avec les déplacements récents ou prévus de la production/ des opérations vers l'UE ou hors de l'UE ? ». Cf. Attinasi M.G., D. Ioannu, L. Lebastard et R. Morris (2023), « Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises », BCE, *Bulletin économique*, 7/2023, 33-41.

### Les pays avancés, en particulier les États-Unis, se tournent de plus en plus vers la « politique industrielle », c'est-à-dire des soutiens publics ciblés visant à stimuler des secteurs stratégiques.

Les différents blocs tentent chacun de renforcer la compétitivité et la résilience de leur économie. La politique industrielle, dans le cadre de laquelle les administrations publiques soutiennent des secteurs bien définis – notamment par le biais de subventions, d'avantages fiscaux, de prêts à taux réduits, de garanties et de participations de l'État –, n'est plus un tabou à cet égard. À l'heure actuelle, l'accent est mis principalement sur les secteurs jugés stratégiques en raison de leur importance pour la sécurité nationale, la sécurité d'approvisionnement et/ou la transition climatique. Aux États-Unis, la politique industrielle est considérée comme nécessaire pour parvenir à une plus grande autonomie vis-à-vis de la Chine et pour protéger les emplois existants ou en créer de nouveaux dans le secteur manufacturier. Les deux principaux trains de mesures américains sont le CHIPS and Science Act, qui vise à soutenir l'industrie des semi-conducteurs, et l'Inflation Reduction Act (IRA), pièce maîtresse de la politique climatique américaine, tous deux entrés en vigueur en août 2022. L'IRA prévoit notamment des crédits d'impôts pour les investissements dans les énergies propres et pour la production de ces énergies (et les technologies y afférentes), ainsi que pour l'achat de voitures électriques et hybrides. Différentes mesures de soutien figurant dans l'IRA sont liées à des exigences en termes de valeur ajoutée produite localement.

**L'Europe a, elle aussi, désormais entamé le déploiement de sa politique industrielle, largement inspirée de celle des États-Unis.** La réponse européenne au CHIPS and Science Act et à l'IRA englobe,

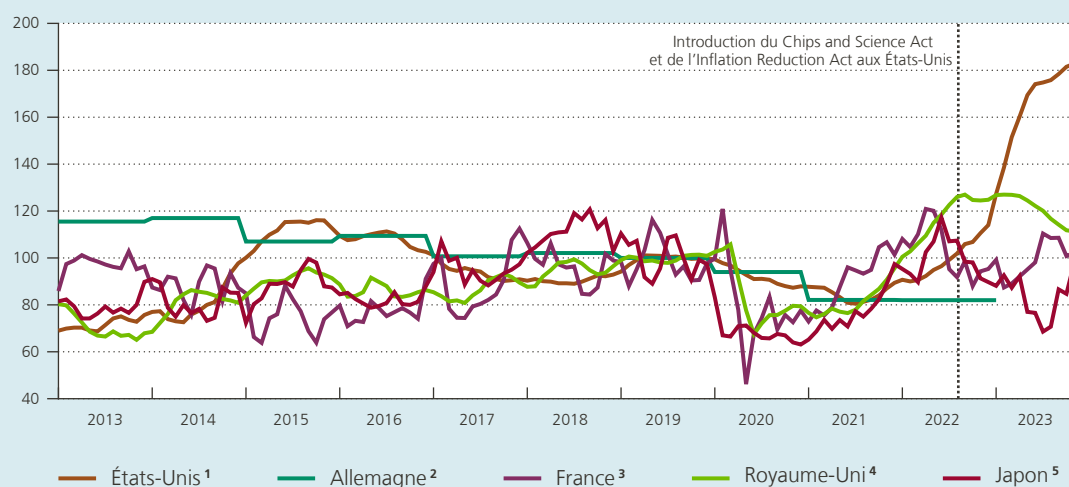


respectivement, la loi européenne sur les puces, en vigueur depuis septembre 2023, et le plan industriel du pacte vert (Green Deal Industrial Plan), dont certains pans doivent encore être formellement adoptés. À l’instar des États-Unis, l’Europe vise une plus grande autosuffisance. Ainsi, la loi européenne sur les puces précise l’objectif de doubler la part de l’UE dans la production mondiale de semi-conducteurs pour la porter à 20 % d’ici 2030. Le règlement sur l’industrie à zéro émission nette et le règlement sur les matières premières critiques, qui font, tous deux, partie du plan industriel du pacte vert, contiennent des objectifs similaires pour la production locale de technologies vertes telles que les énergies solaire et éolienne, les batteries, la capture et le stockage du carbone, de même que pour l’extraction, la transformation et le recyclage des matières premières critiques nécessaires. Pour ce faire, ces initiatives s’appuient sur des incitations à la recherche et au développement, sur la rationalisation des procédures bureaucratiques, sur la mise en commun de fonds privés et publics entre les différents États membres et sur l’assouplissement des règles en matière d’aides d’État<sup>1</sup>. Un certain nombre de grands pays européens, dont l’Allemagne, la France et l’Italie, ont élaboré leurs propres plans de politique industrielle pour les transitions numérique et verte. Pour l’heure, les ressources financières au titre du budget de l’UE

1 Cf. Essers D. (2023), « The US Inflation Reduction Act and Europe’s response », Forum financier belge, *Revue bancaire et financière*.

### Les politiques industrielles de soutien ont contribué à une augmentation exceptionnelle de la construction d’installations de production aux États-Unis

(construction d’usines, indices 2019 = 100, moyenne mobile sur trois mois)



Sources : BLS, Destatis, INSEE, Ministère japonais de l’aménagement du territoire, des infrastructures, des transports et du tourisme, ONS, Trésor américain, US Census Bureau.

1 Valeur des travaux de construction privés pour l’industrie manufacturière ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières, déflatés par l’indice des prix à la production des matériaux et éléments de construction.

2 Nombre d’usines et d’ateliers récemment achevés, chiffres annuels.

3 Surface au sol des constructions récemment commencées de bâtiments industriels ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières.

4 Production de nouvelles constructions industrielles privées ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières, déflatés par l’indice des prix à la production pour la construction.

5 Surface au sol des constructions récemment commencées dans l’industrie manufacturière ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières.





disponibles pour poursuivre les politiques industrielles sont limitées. Les projets de la Commission visant à collecter davantage de ressources communes se heurtent à la résistance de plusieurs États membres.

**Si la politique industrielle peut contribuer à remédier à certaines formes de défaillance du marché, elle ne constitue pas pour autant une solution miracle.** Le débat sur l'efficacité de la politique industrielle est loin d'être clos. Il reste très difficile d'établir des liens de causalité, et les résultats semblent largement tributaires du contexte spécifique dans lequel la politique est menée. La politique industrielle est généralement justifiée par des externalités positives et/ou négatives et par des défaillances de coordination. Il n'est pas exclu que les entreprises privées individuelles sous-investissent dans des innovations et des technologies qui rendraient l'ensemble du secteur ou de l'économie plus compétitif et moins dépendant d'un point de vue stratégique. Lorsqu'il est politiquement impossible de fixer un prix correct pour les émissions de gaz à effet de serre, les subventions publiques ou d'autres incitants à la production et à la consommation d'énergie propre peuvent faire la différence. Il existe également une certaine complémentarité entre les deux approches. La disponibilité et l'accessibilité financière accrues des alternatives énergétiques vertes rendent plus acceptables des prix du carbone plus élevés ou une réglementation plus stricte, de même qu'ils renforcent la réaction des émissions. Le soutien apporté par le CHIPS and Science Act et par l'IRA semble déjà avoir donné un sérieux coup de pouce à la construction de nouvelles installations de production aux États-Unis. L'IRA devrait réduire considérablement le coût des énergies solaire et éolienne, entre autres, de même qu'il devrait faire baisser les émissions américaines d'environ 10 points de pourcentage supplémentaires par rapport à un scénario sans l'IRA. En revanche, les subventions de l'IRA, notamment parce qu'elles ne sont pas plafonnées, pourraient absorber une grande partie de la marge de manœuvre budgétaire des États-Unis, tandis qu'elles n'ont entraîné jusqu'à présent qu'une création d'emplois limitée. Les dispositions protectionnistes telles que les exigences de fabrication locale associées aux subventions américaines à l'achat de voitures électriques sont contraires aux règles de l'OMC et risquent de susciter des mesures de rétorsion de la part d'autres blocs et pays, ce qui affecterait la vitesse et le coût de la transition climatique mondiale. Une surenchère internationale de subventions, alimentée par les lobbies des entreprises et aux frais du contribuable, est un autre risque réel. Au sein de l'UE, un assouplissement à long terme des règles en matière d'aides d'État pour la politique industrielle est susceptible d'attiser la fragmentation économique entre les États membres et d'affaiblir le marché unique.



**Les tensions géopolitiques et les préoccupations quant à la sécurité d'approvisionnement sont également à l'origine de politiques commerciales plus protectionnistes.** Après la crise financière mondiale, l'ère de libéralisation des échanges et d'élargissement de l'OMC a pris fin. Les crispations entre la Chine et ses partenaires commerciaux, qui lui reprochent des pratiques commerciales déloyales, ont culminé dans la guerre commerciale sino-américaine sous la présidence de Donald Trump. L'éclatement de la pandémie de COVID-19, qui s'est accompagnée de nombreuses restrictions (temporaires) à l'exportation de produits médicaux et pharmaceutiques, puis l'invasion russe en Ukraine, à laquelle les pays occidentaux ont réagi en infligeant des sanctions commerciales, ont à leur tour fait grimper à des niveaux inédits le nombre de nouvelles barrières aux échanges observées chaque année. Parallèlement, les tensions croissantes entre les grandes puissances que sont la Chine et les États-Unis se répercutent de plus en plus souvent sur des secteurs stratégiques. Ainsi, les États-Unis n'ont cessé de renforcer les contrôles sur les exportations vers la Chine de puces électroniques de haute technologie utilisées dans les applications

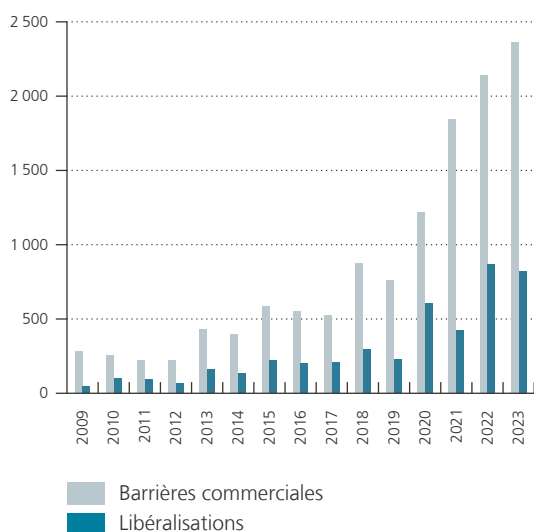
de l'intelligence artificielle ainsi que sur les machines permettant de les fabriquer. La Chine a rétorqué en limitant les exportations de matières premières essentielles à la production, entre autres, de puces et de batteries destinées aux véhicules électriques.

**L'accentuation du protectionnisme commercial ne se fait pas encore clairement ressentir au niveau des flux commerciaux totaux.** La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a surtout entraîné une réorientation des échanges, tandis que de nombreuses entraves au commerce imposées durant la pandémie ont été de nature temporaire. En revanche, les interventions commerciales motivées par les tensions géopolitiques et par les rivalités entre les grandes puissances, qui visent le plus souvent les biens de haute technologie et les matières premières critiques, sont un phénomène nouveau. Leur incidence sur le commerce n'est donc pas encore évidente. Le degré d'ouverture élevé de l'UE rend cependant celle-ci vulnérable à ces mesures protectionnistes, et plus particulièrement aux quotas d'exportations de biens pour lesquels il n'existe pas d'autres fournisseurs et qui sont essentiels aux transitions verte et numérique.

Graphique 1.10

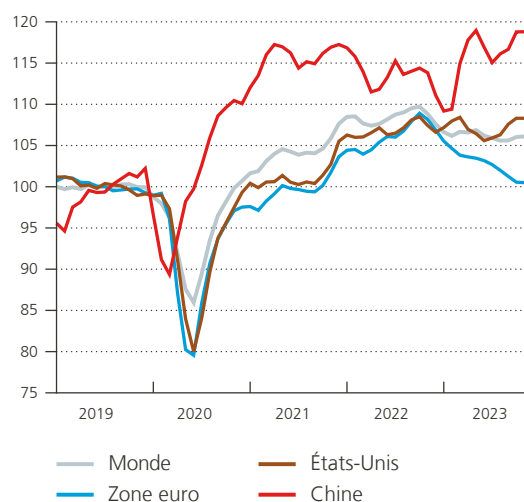
**L'augmentation des barrières commerciales ne conduit (pour le moment) pas à la démondialisation**

Mesures commerciales<sup>1</sup> adoptées par les pays du G20 (commerce de biens)



Le commerce a stagné en 2023

(moyenne des importations et des exportations, volumes, indices, 2019 = 100, moyenne mobile sur trois mois)



Sources : Centraal Planbureau (Pays-Bas), Global Trade Alert, LSEG.

1 Nouvelles barrières commerciales adoptées au cours d'une année et communiquées avant la fin de cette même année.

**L'effritement du commerce en 2023, patent principalement dans la zone euro, reflète surtout le ralentissement de l'activité industrielle dans le monde.** Au moment de la réouverture partielle des économies en 2021, le commerce a été soutenu de manière inattendue par une forte augmentation de la demande de biens de consommation durables, notamment aux États-Unis. En 2023, un glissement inverse s'est produit au profit de la consommation de services, tandis que les achats de biens de consommation durables sont restés à la traîne. Face à la faible demande de biens, les entreprises ont réduit leurs stocks. La remontée des taux d'intérêt a en outre pesé sur les secteurs plus sensibles à ces derniers, tels ceux des biens d'investissement et de la construction, qui présentent également une haute intensité commerciale. Le renchérissement du crédit commercial a lui aussi contribué à l'érosion des échanges. Toutefois, il n'est pas exclu qu'à terme, la multiplication de nouvelles barrières commerciales, évoquée ci-avant, comprime encore la progression tendancielle des échanges.

## 1.5 Bien que l'économie mondiale ne se soit pas complètement remise des chocs successifs, la croissance a mieux résisté que prévu en 2023

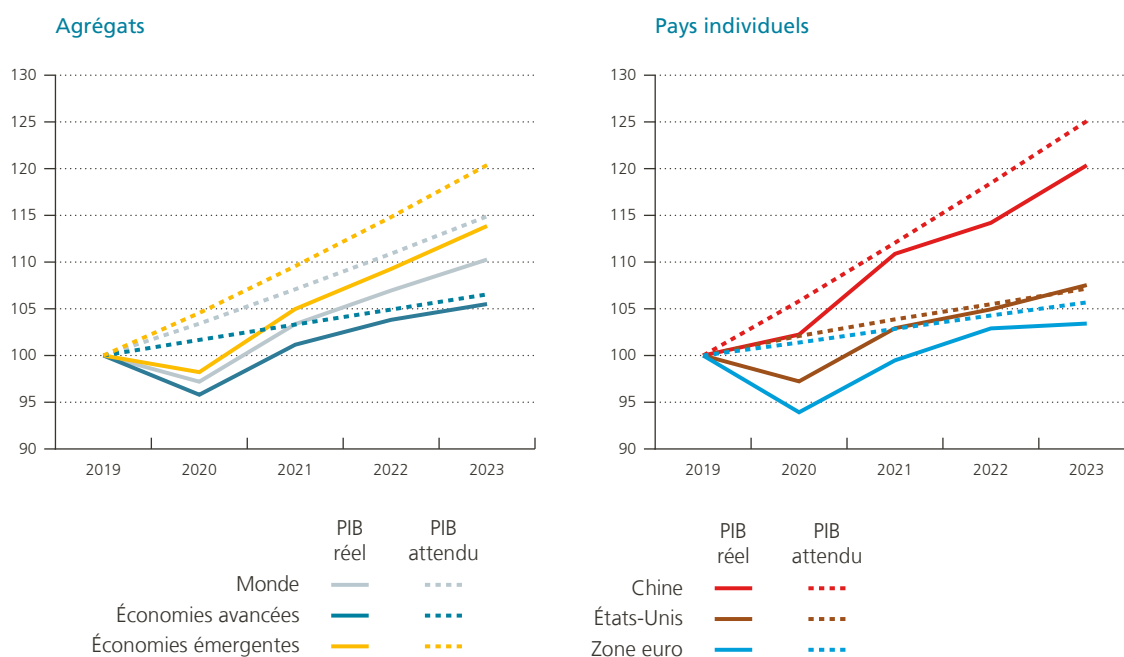
La reprise qui a fait suite à la pandémie de COVID-19 et à l'invasion russe en Ukraine est presque partout incomplète. Si les projections établies à l'automne de 2019 s'étaient réalisées, le PIB mondial serait actuellement plus élevé de 5%. La perte est plus importante pour le groupe des économies émergentes et des pays en développement que pour celui des pays avancés. Les premiers disposaient

d'une marge de manœuvre plus étroite pour soutenir leur économie durant la pandémie, alors même que leur tissu économique était vulnérable aux assauts du virus. Ils ont également rouvert leurs économies plus tard que les pays avancés. Ces facteurs ont freiné le rétablissement de la consommation dans ces pays. Le redressement a aussi été contrarié par les chocs ultérieurs, parmi lesquels le renchérissement

Graphique 1.11

L'évolution du PIB a été moins favorable qu'on ne le prévoyait avant l'apparition de la pandémie

(indices, 2019 = 100)



Source: FMI.

des denrées alimentaires et de l'énergie dans le sillage de l'invasion russe en Ukraine, ces postes représentant une part plus grande de la consommation dans les pays émergents et en développement, ainsi que par l'alourdissement des coûts de financement dû au resserrement de la politique monétaire américaine à partir de 2022. Enfin, la nette décélération de la croissance chinoise en 2022 a également nui à l'expansion des autres économies émergentes. En conséquence, le rythme de convergence du PIB par habitant entre les pays émergents et les pays avancés a diminué.

**Les États-Unis ont été la seule grande économie à s'être remise complètement des deux chocs.** L'économie américaine a bénéficié, entre autres, d'une forte impulsion politique pendant la pandémie et d'un choc positif des termes de l'échange après l'invasion russe en Ukraine. Dans la zone euro, la dépendance élevée vis-à-vis des importations d'énergie (russe) a par contre provoqué un choc négatif des termes de l'échange en 2022. Dans un premier

temps, la Chine semblait également bien placée pour combler les pertes causées par la pandémie et, tout comme les États-Unis, elle n'était pas très exposée aux retombées de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Cependant, sa politique stricte de tolérance zéro à l'égard des contaminations au COVID-19 et de récents problèmes sur son marché de l'immobilier ont plombé le redémarrage de son activité.

**Après un rebond plus robuste que prévu au premier semestre, l'économie mondiale a graduellement perdu de sa vigueur en fin d'année.** La réouverture de l'économie chinoise, la normalisation des chaînes d'approvisionnement et une consommation assez résiliente, caractérisée par une nouvelle embellie de la demande de services, ont soutenu l'activité internationale durant les premiers mois de l'année. Les problèmes rencontrés par les banques suisses et américaines ont été rapidement maîtrisés sans qu'ils n'aient d'incidence significative sur l'économie réelle. Toutefois, l'économie mondiale a également

Tableau 1.1

### PIB des principales économies

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente)

	2021	2022	2023	p.m. Croissance moyenne 2000-2019	p.m. Contribution à la croissance mondiale 2023	p.m. Part du PIB mondial <sup>1</sup> 2022
<b>Économies avancées</b>	5,6	2,6	1,6	1,9	0,7	41,7
dont:						
États-Unis	5,8	1,9	2,5	2,1	0,4	15,4
Japon	2,2	1,0	1,9	0,8	0,1	3,7
Zone euro	5,9	3,4	0,6	1,4	0,1	12,0
Royaume-Uni	8,7	4,3	0,5	1,8	0,0	2,2
<b>Économies émergentes et pays en développement</b>	6,9	4,1	4,1	5,5	2,4	58,3
dont:						
Chine	8,4	3,0	5,2	9,0	1,0	18,8
Inde <sup>2</sup>	9,1	7,2	6,7	6,9	0,5	7,5
Russie	5,6	-1,2	3,0	3,7	0,1	2,3
Brésil	5,3	3,0	3,1	2,4	0,1	2,9
<b>Monde</b>	6,3	3,5	3,1	3,8	3,1	100,0
<i>p.m. Commerce mondial</i>	10,9	5,2	0,4	4,9		

Sources: BCE, FMI.

1 Selon la définition du FMI et calculée sur la base des parités de pouvoir d'achat (version 2017).

2 Pour l'Inde, les chiffres de croissance couvrent l'année budgétaire, qui débute au deuxième trimestre de l'année en cours.

dû faire face à de puissants vents contraires, comme le resserrement des conditions financières, qui a bridé les investissements, l'apathie du commerce international et un regain d'incertitude géopolitique induit par le conflit au Moyen-Orient au dernier trimestre de l'année. Globalement, l'économie mondiale a progressé de 3,1 % en 2023, dépassant ainsi les prévisions établies en début d'année. Il s'agit néanmoins d'un ralentissement substantiel par rapport aux 3,5 % enregistrés en 2022 et, surtout, comparativement au taux de croissance moyen de 3,8 % observé sur la période 2000-2019.

**Les économies émergentes et les pays en développement ont affiché une expansion stable par rapport à l'année précédente.** Ils ont été les moteurs de l'économie mondiale, contribuant à hauteur d'un peu plus de 75 % à la croissance mondiale. Les pays asiatiques émergents, en particulier, ont enregistré une solide progression de leur activité. Les mesures de confinement ayant été maintenues plus longtemps dans cette région, la reprise post-pandémique de l'économie y a débuté plus tard qu'ailleurs. Du fait de ce décalage dans le cycle économique, la demande a moins stimulé l'inflation dans ces pays, de

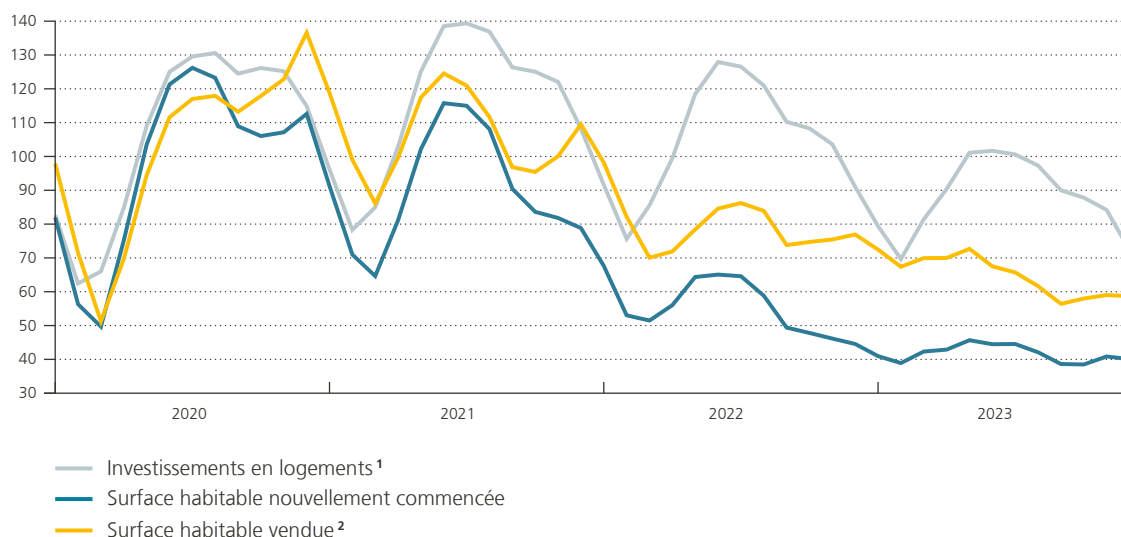
sorte qu'un resserrement monétaire plus léger a suffi à y préserver la stabilité des prix. La poursuite de la normalisation du tourisme international en Asie et la forte demande de services en général ont également soutenu un certain nombre de pays, dont l'Inde. À l'inverse, beaucoup d'économies d'Amérique du Sud, du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord se sont essouffées sous l'effet d'une politique monétaire nettement plus restrictive et de la baisse des prix des matières premières causée par l'effondrement de la production industrielle à l'échelle mondiale. Enfin, des phénomènes météorologiques extrêmes ont causé des dommages économiques considérables dans certaines parties de l'Inde et de la Chine, entre autres.

**Le rebond économique de la Chine a été moins vigoureux qu'escompté.** À la fin de 2022, la Chine a annoncé mettre un terme à sa politique de tolérance zéro à l'égard du virus, suscitant des attentes ambitieuses. L'euphorie n'a cependant duré que quelques mois, avant que les faiblesses structurelles bien connues, notamment la forte dépendance à l'égard des investissements financés par la dette dans l'immobilier et dans les infrastructures, ne reprennent le dessus. À l'été de 2023, *Country Garden*, une société

## Graphique 1.12

### Le secteur chinois de la construction de logements s'est encore affaibli

(indices, 2019 = 100, moyennes mobiles sur trois mois)



Source: CEIC.

1 Investissements exprimés en valeur (renminbis).

2 90 % des ventes sur le marché de l'immobilier concernent l'acquisition d'un logement neuf sur plan.

immobilière privée jouissant d'une bonne réputation, a été confrontée à des difficultés financières. La confiance dans le secteur s'est à nouveau détériorée, tirant les ventes vers le bas et accentuant encore la réticence des entreprises à lancer de nouveaux projets de construction de logements. En dépit de nouvelles mesures gouvernementales, le marché de l'immobilier n'a pas tout à fait retrouvé sa stabilité. À cela s'ajoute une confiance des consommateurs toujours en berne, si bien que les ménages ont privilégié l'épargne de précaution au détriment de la consommation. Cette dernière a certes progressé de 5 à 6 % mais, compte tenu du modeste poids de la consommation privée dans l'économie chinoise, cela n'a pas permis de compenser le repli des investissements en logements. Étant spécialisée dans la production de biens électroniques et d'autres biens de consommation durables destinés à l'exportation, la Chine s'est également heurtée à l'atonie de la demande extérieure et du commerce de ces biens.

**La résilience de l'économie américaine a surpris, tandis que la plupart des économies avancées ont effectué un atterrissage en douceur.** Aux États-Unis, la consommation et les investissements ont mieux résisté que prévu. Un marché du travail tendu, où l'emploi s'est inscrit en hausse, la situation financière plus saine des ménages, la grande proportion de prêts (hypothécaires) assortis d'un (faible) taux d'intérêt fixe, les prix élevés des logements et la solidité des marchés d'actions ont compensé le resserrement de la politique monétaire et soutenu la consommation. Les nouveaux investissements industriels, entre autres dans les énergies propres et dans les semi-conducteurs, se sont fortement intensifiés, encouragés par le CHIPS and Science Act et par l'Inflation Reduction Act (cf. encadré 1). La politique budgétaire est aussi restée globalement très accommodante. En revanche, ces facteurs ont exercé une influence plus discrète, voire nulle, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

**L'économie japonaise, après avoir bien commencé l'année, s'est essoufflée au second semestre, tandis que l'économie britannique est demeurée languissante tout au long de l'année.** Au premier trimestre, la demande intérieure a soutenu la croissance nipponne, mais l'accélération de l'inflation et la montée des incertitudes ont ensuite fait refluer la consommation privée et les investissements. Le ralentissement de la demande intérieure a pesé sur les importations, et les exportations de voitures ont,



pour leur part, augmenté, permettant aux exportations nettes de présenter un solde positif. Bien que le Royaume-Uni ait évité une récession, son économie est restée atone, ce qui tient à une inflation plus persistante, à des coûts de financement élevés et à un ralentissement progressif du marché du travail, qui ont pesé sur la demande intérieure, ainsi qu'à une position commerciale toujours déficitaire.

**En 2023, à l'échelle de l'ensemble de la zone euro, la plupart des moteurs de la demande se sont éteints, surtout la consommation, qu'elle soit privée ou publique, mais aussi les exportations.** En effet, les recherches de la BCE<sup>1</sup> ont montré que les ménages de la zone euro ont largement conservé l'épargne additionnelle qu'ils avaient accumulée pendant la pandémie (achats rendus impossibles par les fermetures partielles ou généralisées ou par la peur des contaminations, épargne de précaution). Les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs montrent que leur comportement a été influencé par le climat de grande incertitude. Le frein à la consommation provient également

du resserrement des conditions de financement et de la baisse des salaires réels. La hausse des taux d'intérêt et la nécessité pour les gouvernements de réduire les déficits dans un contexte d'endettement élevé ont pesé sur la consommation publique dans la zone euro. La consommation a constitué la principale différence entre les États-Unis et la zone euro en 2023. Les investissements ont été quelque peu plus résilients, notamment grâce à la mise en œuvre des plans de relance. Les investissements en logements et, partant, l'activité de construction ont toutefois été affectés par le renchérissement abrupt du crédit et par les pénuries de main d'œuvre. La croissance dans la zone euro a aussi été modestement soutenue par les exportations nettes en 2023, mais cela s'explique principalement par un repli des importations. Les exportations ont quasiment stagné, sur fond de demande extérieure apathique. L'incidence négative du choc des prix de l'énergie sur les coûts de production a également affecté la compétitivité de l'industrie européenne, entraînant une perte de parts de marché extérieures en 2023. D'après des enquêtes récentes menées par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, ceux-ci estiment que la compétitivité de leurs firmes sur les marchés étrangers se dégrade. La CE a chargé Mario Draghi de conduire une étude plus

<sup>1</sup> Cf. notamment Battistini N. et J. Gareis (2023), *Excess savings: To spend or not to spend*, ECB Blog, 2 November.



approfondie sur la compétitivité de l'UE, en particulier par rapport aux États-Unis et à la Chine, mais les résultats ne sont pas encore disponibles.

**L'essoufflement de la croissance économique dans la zone euro en 2023 retarde ainsi la perspective de rejoindre la tendance dessinée avant le COVID-19.** Grâce aux effets mécaniques de la réouverture des activités qui avaient été fermées ou interrompues pendant les vagues de la pandémie et aux politiques fortement expansionnistes adoptées en réaction à celles-ci, le PIB de la zone euro avait rebondi en 2021 et en 2022. En 2022, il avait effacé le recul de 2020 et semblait être en mesure de rejoindre cette tendance. Mais la hausse des prix de l'énergie, sa diffusion à travers les économies et l'effet amplificateur joué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont freiné l'activité dans la zone euro. C'est d'abord l'industrie, et spécialement les branches intensives en énergie, qui a trinqué. Les services ont été plus résilients mais ont également fini par voir leur activité se tasser. En 2023, le ralentissement a touché tous les

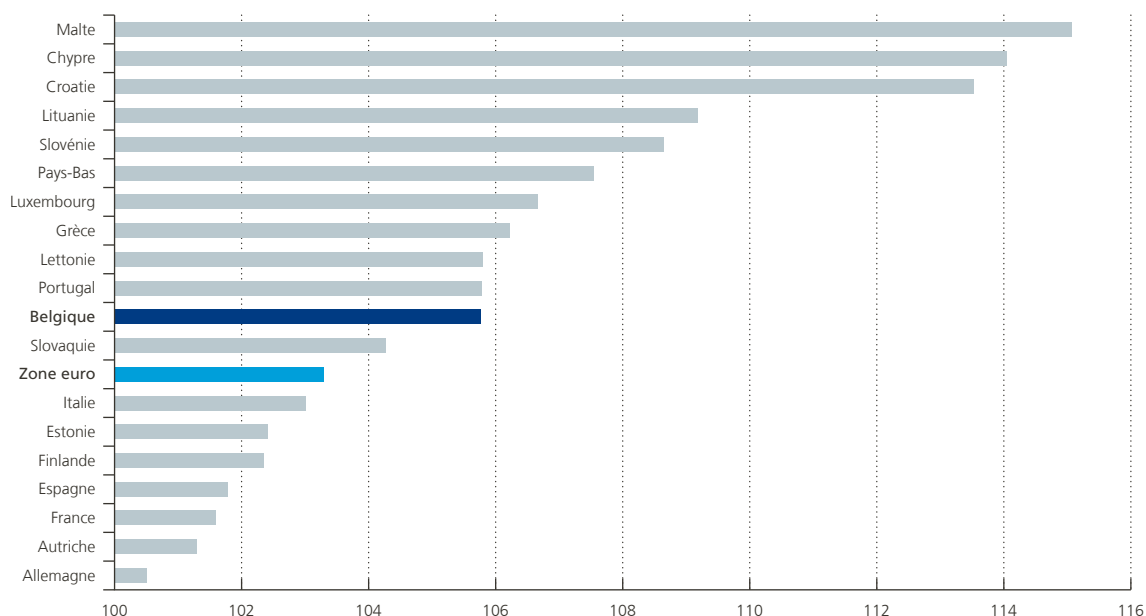
pays de l'union monétaire européenne, le PIB reculant même en Allemagne, en Autriche, au Luxembourg, en Irlande, en Finlande et dans les trois pays baltes.

**L'Allemagne affiche la progression du PIB la plus basse de la zone euro depuis 2019.** Cette grande économie très ouverte et axée sur les exportations a d'abord largement pâti des blocages logistiques et des problèmes d'approvisionnement recensés en 2020 et en 2021. Ensuite, l'industrie à haute intensité énergétique, qui joue un rôle important dans l'économie de ce pays, a souffert de la flambée des prix de l'énergie en 2022. Enfin, l'économie allemande a également été plus exposée au ralentissement de la croissance en Chine, qui est un partenaire commercial très important, et à l'affaiblissement généralisé du commerce mondial en 2023. Enfin, l'industrie automobile allemande a tardé à passer aux véhicules électriques et reste actuellement très dépendante des intrants provenant de Chine, en particulier des batteries. Enfin, l'Allemagne est également à la traîne en termes d'investissements dans les infrastructures et dans la numérisation.

### Graphique 1.13

#### Depuis 2019, le PIB en volume a quasi stagné en Allemagne, alors qu'il a crû plus franchement dans de nombreux petits États membres de la zone euro<sup>1</sup>

(variation cumulée entre 2019 et 2023, indices 2019 = 100)



Source : BCE.

<sup>1</sup> L'Irlande n'est pas illustrée ici pour des raisons de lisibilité. Son PIB en volume s'est en effet accru de plus de 30 % entre 2019 et 2023 en raison d'opérations au niveau de certaines multinationales d'ampleur mondiale.



**L'économie française n'a pas non plus brillé au cours de cette période.** Le plongeon des exportations en 2020, le plus important de la zone euro après ceux observés dans les touristiques Espagne et Grèce, n'a pas été pleinement récupéré depuis. Au-delà de l'effondrement temporaire des marchés à l'exportation, la France a perdu des parts de marché. En 2022, la mise à l'arrêt de plusieurs réacteurs nucléaires a réduit la production d'énergie et contraint la France à devenir importateur net d'électricité, détériorant plus avant sa balance commerciale. Comme évoqué à l'encadré 4 (chapitre 4), la consommation publique et les investissements en logements ont également concouru au fait que la France n'a pas retrouvé sa trajectoire de croissance d'avant la crise.

**D'autres pays, comme l'Italie et l'Espagne, qui avaient davantage été impactés par la pandémie, ont pu bénéficier des fonds européens pour financer leur reprise.** À cette fin, ils ont dû mettre en œuvre des jalons de réformes structurelles de nature à stimuler leur croissance potentielle à long terme. En 2022 et en 2023, les touristes sont aussi revenus en masse dans ces deux pays. Mais, au total, leur PIB a évolué moins vite que celui de

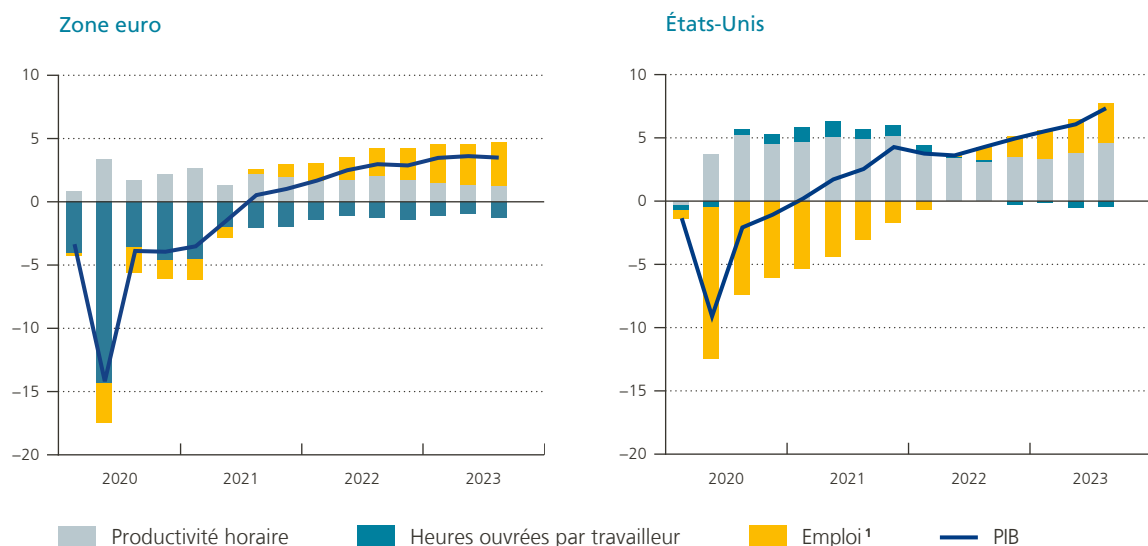
l'ensemble de la zone euro. En revanche, les plus petits pays, dont la Belgique, ont mieux tiré leur épingle du jeu.

**De manière générale, la croissance dans la zone euro s'est avérée riche en emplois depuis la pandémie, et la résilience de l'emploi a également été un facteur important pour expliquer la croissance plus élevée en 2023 qu'attendu au début de l'année.** En effet, au plus fort de la pandémie, les programmes de chômage temporaire ont permis aux entreprises de licencier peu de personnel. Avec la vigoureuse reprise post-COVID-19, les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées dans un nombre croissant de branches. Cela a aussi incité les entreprises à garder leur personnel existant en dépit du récent ralentissement de l'activité. Aux États-Unis, les employeurs ont procédé à des licenciements plus massifs lors des vagues de COVID-19, et ce n'est que plus récemment qu'ils ont embauché de manière substantielle. Les marchés du travail aux États-Unis et dans la zone euro sont restés tendus tout au long de l'année mais, selon les derniers chiffres, le point d'inflexion pourrait avoir été atteint dans les deux économies.

Graphique 1.14

**La reprise est soutenue par une hausse de l'emploi**

(variations cumulées depuis le quatrième trimestre de 2019, pourcentages)



Sources : BCE, BEA, BLS, LSEG.

<sup>1</sup> Emploi en personnes.

**Le rebond économique s'est par contre caractérisé, en particulier dans la zone euro, par de faibles gains de productivité du travail, mesurée par la production par heure ouvrée.** Celle-ci y a même diminué au cours des derniers trimestres. Comme indiqué dans l'encadré 1, plusieurs facteurs structurels peuvent justifier la médiocre progression tendancielle de la productivité dans la zone euro. Une explication supplémentaire réside dans le phénomène de rétention de main-d'œuvre, qui a été plus prononcé dans la zone euro. L'industrie, dont le poids économique est plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis, a vu sa production se réduire ces dernières années, en raison de perturbations dans les chaînes d'approvisionnement internationales en 2021 et en 2022, de la crise énergétique en 2022 (qui a principalement touché les secteurs énergivores en Europe) et du tassement de la production industrielle à l'échelle mondiale, faute de demande, en 2023. Pourtant, les entreprises industrielles se sont montrées réticentes à licencier des travailleurs, par crainte d'être confrontées ultérieurement à des problèmes de recrutement amplifiés par le vieillissement de la population. La productivité du travail mesurée dans l'industrie s'est par conséquent repliée. Les nouveaux emplois ont quant à eux principalement été créés dans les secteurs des services, généralement moins productifs.