



Perspectives 2022-2023  
**Normalisation  
graduelle**

1<sup>er</sup> décembre 2021

Par l'équipe Core Investment  
Recherche Macroéconomique

Gilles Moëc – AXA Group Chief Economist and AXA IM Head of Research

---

# Perspectives macro – Compression, décompression, absorption

Par Gilles Moec

## Points clefs

- Nous anticipons une diminution progressive de la pression sur l'offre mondiale, permettant un ralentissement de l'inflation
- Cela autoriserait un maintien de l'approche prudente des banques centrales quant au rythme de normalisation des politiques monétaires
- Il est devenu impossible de réfléchir aux perspectives macroéconomiques sans prendre en compte l'impact de la lutte contre le changement climatique. Sur 2022-2023, nous prévoyons une contribution positive au PIB, grâce à des efforts d'investissement tangibles

## Recul de la pression sur l'offre

2020 a été une année de compression massive de l'activité économique. 2021 a été une année de décompression rapide, avec un rattrapage tout aussi rapide de la demande grâce à la réouverture, exerçant une pression forte sur l'offre, déclenchant une hausse des prix à la consommation sans équivalent depuis des décennies. Sous l'hypothèse bien évidemment incertaine au moment où nous écrivons ces lignes que le variant Omicron ne provoque pas de retour généralisé à des mesures de restriction sévères, nous pensons que 2022 sera une année d'absorption progressive du choc de la pandémie, avec des chiffres du PIB robustes mais moins spectaculaires, car une grande partie du rattrapage est maintenant derrière nous, et une normalisation des conditions d'offre permettant à l'inflation de ralentir.

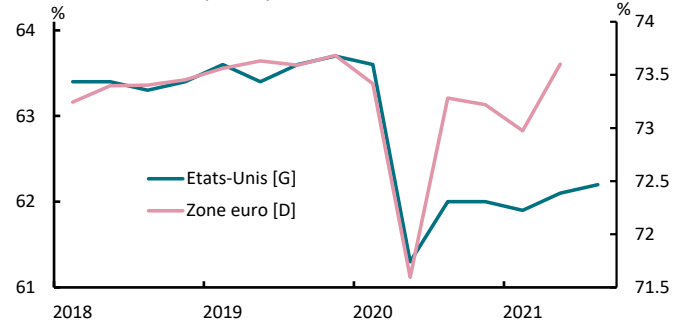
Les perturbations persistantes de l'offre liées à la pandémie ont largement contribué à l'apparition de goulets d'étranglement mondiaux, mais la demande a également joué un rôle majeur. Partout, les foyers ont réalloué leur consommation des services vers les biens échangeables, qui dépendent souvent de chaînes de valeur internationales longues et tortueuses. Ce phénomène a été particulièrement marqué aux États-Unis. Dans ce pays, au troisième trimestre 2021 (3T 2021), les dépenses des ménages en biens avaient augmenté de 15% par rapport à leur niveau d'avant la pandémie, soit la plus forte hausse depuis 1947, date à laquelle les données sont disponibles. Compte tenu de la prédominance des États-Unis dans la consommation mondiale – 30% en termes nominaux en 2019 – cette surabondance de la demande de biens a eu un impact massif sur l'offre mondiale. En supposant que la pandémie ne force plus de compression généralisée de l'activité des services, ce phénomène devrait être derrière nous maintenant. La consommation de biens aux États-Unis a reculé – enfin – au 3T 2021.

Certains prix internationaux clés sont déjà en train de diminuer – par exemple, le minerai de fer, le coût du fret maritime – et les discussions sur la libération des réserves stratégiques semblent avoir finalement plafonné les cours du pétrole. La capacité de cette amélioration des pressions inflationnistes à freiner les prix à la

consommation, en amont, dépendra du résultat d'une "course" aux effets de second tour, passant par le marché du travail.

La normalisation du taux de participation au marché du travail aux États-Unis, qui atténuerait la pression sur les salaires, est une hypothèse clé de notre scénario central. En effet, nous pensons qu'une part importante de sa baisse persistante reflète des problèmes liés à la COVID – en particulier autour de la garde d'enfants. En Europe, la reprise des difficultés d'embauche est encore dans une large mesure un retour à des défauts structurels, le plus souvent des inadéquations de compétences, mais contrairement aux États-Unis aucun signe d'accélération des salaires ne peut être observé alors que le taux de participation est revenu à son niveau d'avant la pandémie (Figure 1).

Figure 1 : Pas de baisse de la participation en Europe  
Rebond du taux de participation



Source : Bureau of Labor Statistics, OCDE et AXA IM Research, novembre 2021

## Divergence des politiques Nord-Sud

Dans les économies avancées, les politiques économiques resteront accommodantes. Il est vrai que les nouveaux paquets fiscaux, en particulier aux États-Unis, sont beaucoup moins massifs qu'au cours des deux dernières années. Mais une grande partie de l'effort budgétaire passé a été "stockée" sous forme d'épargne excédentaire des ménages, créant ainsi une réserve de demande bienvenue.

Alors que les banques centrales commencent à réduire progressivement leurs mesures de relance, nous pensons qu'elles resteront prudentes, conformément à notre scénario de convergence progressive de l'inflation vers leur objectif, après des chiffres annuels attendus encore élevés au premier semestre 2022. La première hausse des taux n'interviendrait qu'à la fin 2022 aux États-Unis, reflétant l'engagement de la Réserve Fédérale (Fed) à tolérer un certain dépassement de l'inflation. Avec une pression endogène sur les prix encore plus faible et un cycle moins avancé qu'aux États-Unis, nous pensons que cela prendra encore plus de temps dans la zone euro et nous ne prévoyons pas de hausse des taux de la banque Centrale Européenne (BCE) avant 2023. En ce qui concerne la BCE, l'accent est probablement moins mis sur les taux directeurs que sur la suppression progressive de l'assouplissement quantitatif. Dans notre scénario de base, le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP)

prendrait fin en mars 2022 mais serait partiellement compensé par un recalibrage du programme d'achats d'actifs (APP) à 40 milliards d'euros par mois jusqu'à la fin de 2022 au moins.

Dans le monde émergent cependant, la crédibilité des banques centrales n'est pas aussi forte, les obligeant s'engager dans un resserrement monétaire important, freinant la demande. Dans certains pays qui, pour l'instant, s'opposent à cette tendance – comme la Turquie, où la banque centrale réduit ses taux – les conséquences sont fortes en termes de dépréciation de la monnaie. Les pays émergents devront également faire face à d'une demande chinoise moins favorable, à laquelle ils sont plus sensibles que la plupart des économies avancées.

En effet, pour une fois, la Chine ne joue pas le rôle de "moteur de la croissance mondiale". Pékin tente de remédier à des années d'excès dans le secteur de l'immobilier, ce qui va ralentir la croissance, tandis que sa politique de Covid "zéro cas" peut être très coûteuse pour la reprise. Alors que 5% est probablement un "plancher" pour la croissance du PIB en Chine et que nous prévoyons un certain assouplissement politique en 2022, l'économie mondiale devra faire face à une demande chinoise bien plus tiède.

Dans notre scénario de référence, alors que la COVID resterait un problème, avec la poursuite de "poussées" régulières dans l'une ou l'autre région économique clé du monde, nous considérons que le schéma établi en 2020-2021 – chaque nouvelle vague pandémique étant moins dommageable pour l'activité économique que la précédente – continuerait à être observé. Dans l'Union européenne (UE), nous pensons que le modèle "franco-italien", qui consiste à subordonner l'accès à des activités clés au statut vaccinal, sera adopté par un nombre croissant d'États membres initialement sceptiques, afin de protéger l'économie contre des blocages de grande ampleur et d'inciter les citoyens hésitants à se faire vacciner (y compris les rappels).

Sur le plan politique, les deux prochaines années seront actives. Dans notre scénario de référence, en 2022, l'orientation politique actuelle ne serait pas sensiblement affectée par les résultats électoraux (pas de "bouleversement" lors des élections présidentielles françaises), mais bien sûr, aux États-Unis, le résultat des élections de mi-mandat pourrait être une "paralysie politique" pendant deux ans si les républicains reprennent le Congrès, ce qui est conforme aux sondages au moment de la rédaction de ces lignes. En 2023, les élections en Espagne et en Italie seront à surveiller.

Au-delà de la COVID, les risques autour de ce scénario central sont probablement équilibrés. L'inflation pourrait s'avérer plus difficile à juguler dans les économies avancées, ce qui obligerait à un resserrement beaucoup plus important des politiques au détriment de la demande. Symétriquement, une normalisation

plus rapide que prévu de l'excès d'épargne pourrait permettre une nouvelle année faste pour la consommation.

## **La lutte contre le changement climatique va stimuler la croissance (pour l'instant)**

Enfin, nous pensons qu'il est devenu impossible d'élaborer des perspectives macroéconomiques sans prendre en compte l'impact de la lutte contre le changement climatique.

La COP26 n'a pas été à la hauteur. Les objectifs intermédiaires promis par les gouvernements pour 2030 sont toujours compatibles avec une augmentation moyenne de la température de 2,4 degrés d'ici la fin du siècle, selon le *Climate Action Tracker*. À l'exception de l'accord sur le méthane, qui créera de nouvelles contraintes pour l'industrie pétrolière et gazière, et peut-être de celui sur les forêts, aucune des annonces faites à Glasgow n'a d'impact tangible sur le comportement des entreprises, et donc sur l'activité économique. La lacune la plus flagrante est l'absence de progrès vers une tarification du carbone au niveau mondial. En effet, les investisseurs et les entreprises ont besoin de visibilité sur la trajectoire future du prix du carbone.

Pourtant, il serait faux de considérer que la lutte contre le changement climatique n'a pas déjà un impact sur l'économie. Elle est souvent perçue comme un coût. Mais la notion de coût est ambiguë lorsqu'il s'agit de décarboniser le monde. Une partie essentielle du processus consiste à réaffecter le capital vers les secteurs et les entreprises qui effectuent la transition vers une économie nette zéro. Cela entraînera une certaine destruction de capital dans les secteurs et les entreprises qui ne se sont pas adaptés, mais le PIB ne se soucie que de l'investissement brut. Or, l'effort d'investissement nécessaire pour parvenir à une économie nette zéro va être massif, et il devient tangible. Grâce au programme européen *Next Generation*, dont 30% des fonds sont dédiés à la transition verte, couplé aux initiatives nationales, on peut s'attendre à un effort d'investissement de 2 à 6% du PIB dans les pays clés de la zone euro d'ici 2026 pour la lutte contre le changement climatique.

À l'avenir, il faudra également prendre des mesures préjudiciables à la croissance du PIB. Il sera tentant d'essayer de pousser les pays émergents et en développement, réticents à faire davantage d'efforts pour se décarboniser, en imposant une "taxe frontalière" sur le carbone aux importations de l'UE. Cela aura un effet néfaste sur le pouvoir d'achat. Il en va de même pour l'extension de la tarification du carbone à davantage de secteurs dans l'UE. Il sera impossible d'éviter un effet néfaste sur le pouvoir d'achat des ménages. On fait souvent l'éloge du passage de l'Allemagne aux énergies renouvelables, mais le développement de ces énergies a été financé par un prélèvement sur la facture d'électricité des ménages qui a pu représenter jusqu'à 1% du revenu disponible. Toutefois, à l'horizon de nos prévisions actuelles, la lutte contre le changement climatique est susceptible d'apporter une contribution positive au PIB.

[Lien vers le document complet de nos Perspectives macroéconomiques 2022 \(en anglais\)](#)

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	-3.2	5.7		4.2		3.6	
<b>Economies avancées</b>	-5.0	5.0		3.8		2.4	
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.7	3.5	4.1	2.7	-
Zone euro	-6.7	5.0	5.1	3.9	4.4	2.1	-
Allemagne	-4.9	2.6	2.8	3.5	4.4	1.9	-
France	-8.0	6.7	6.1	3.6	3.8	2.0	-
Italie	-8.9	6.2	5.9	3.7	4.3	1.9	-
Espagne	-10.8	4.3	5.6	5.5	6.1	3.0	-
Japon	-4.9	1.9	2.3	3.5	3.0	1.6	-
Royaume-Uni	-10.0	6.9	6.9	5.2	5.1	2.3	-
Suisse	-2.5	3.5	3.4	3.0	3.1	1.6	-
Canada	-5.3	4.9	5.1	3.5	4.1	2.6	-
<b>Economies émergentes</b>	-2.0	6.2		4.4		4.3	
<b>Asie</b>	-0.8	6.8		5.1		5.1	
Chine	2.3	7.9	8.2	5.0	5.5	5.3	-
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.1	2.6	3.2	2.1	-
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.5		5.3	
<b>LatAm</b>	-7.1	6.2		2.6		2.5	
Brésil	-4.1	5.1	5.0	1.2	1.7	2.0	-
Mexique	-8.5	6.0	6.1	2.6	2.8	2.2	-
<b>Europe émergente</b>	-2.1	5.9		3.8		2.8	
Russie	-3.0	4.5	4.2	3.2	2.5	2.0	-
Pologne	-2.7	5.1	5.2	5.0	5.1	3.6	-
Turquie	1.8	9.5	8.7	3.6	3.6	3.0	-
<b>Autre EMs</b>	-2.4	4.2		4.1		3.9	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM - 30 novembre 2021

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economies avancées</b>	0.7	3.1		2.9		2.1	
Etats-Unis	1.2	4.7	4.4	4.1	3.4	2.9	-
Zone euro	0.3	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	-
Japon	0.0	-0.2	-0.2	0.7	0.5	0.6	-
Royaume-Uni	0.9	2.4	2.3	3.8	3.3	1.9	-
Suisse	-0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	-
Canada	0.7	3.4	3.1	3.1	2.7	2.3	-

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM - 30 novembre 2021

\* Prévisions

Politique des banques centrales						
Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)						
		Actuel	4T -21	1T -22	2T -22	3T -22
<b>Etats-Unis - Fed</b>	Dates		2-3 nov	25-26 janv	3-4 mai	26-27 juil
	Taux	0-0,25	14-15 déc	15-16 mars	14-15 juin	20-21 sept
			inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)
<b>Zone euro - BCE</b>	Dates		28 oct	20 janv	14 avril	21 juil
	Taux	-0,50	16 déc	10 mars	9 juin	8 sept
			inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)
<b>Japon - BoJ</b>	Dates		27-28 nov	17-18 janv	27-28 avril	20-21 juil
	Taux	-0,10	16-17 déc	17-18 mars	16-17 juin	21-22 sept
			inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
<b>Royaume-Uni - BoE</b>	Dates		4 nov	3 fév	5 mai	4 août
	Taux	0,10	16 déc	7 mars	16 juin	15 sept
			+0,15 (0,25)	inch (0,25)	+0,25 (0,50)	inch (0,50)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 30 novembre 2021

## Calendrier des événements 2022

2021	Dates	Evènements	Commentaires	
<b>Novembre</b>	27-28 nov.	Réunion Banque du Japon	Inchangé (0,10)	
	Début déc.	Plafond de la dette américaine		
	Déc.	Chine : Congrès pour discuter de l'agenda économique et financier		
	3 déc.	Etats-Unis : renégociation du plafond de la dette américaine		
	14-15 déc.	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	<b>Décembre</b>	15 déc.	Date butoir identifiée par J. Yellen sur le plafond de la dette	
		16 déc.	Réunion BCE	Inchangé (-0,5)
		16 déc.	Réunion Banque d'Angleterre	Inchangé (0,1)
16-17 déc.		Réunion Banque du Japon	Inchangé (-0,1)	
31 déc.		Quotation LIBOR abandonnée		
2022	Dates	Evènements	Commentaires	
	Q3-Q4 2022	Référendum Constitutionnel au Chili		
<b>Janvier</b>	Janv.	Election Présidentielle – Italie		
	1 janv.	UE-RU : l'UE applique la règle d'origine sur les produits		
	20 janv.	Réunion BCE	Inchangé (-0,5)	
	25-26 janv.	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	<b>Février</b>	Fév.	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	Inchangé (0,1)
6 fév.		Elections générales aux Costa Rica		
<b>Mars</b>	Mars	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	Mars	Congrès national annuel du peuple chinois		
	9 mars	Elections présidentielles en Corée du Sud		
	13 mars	Elections législatives colombiennes		
	31 mars	Fin de l'allègement des taux d'imposition des entreprises au R-U		
	31 mars	Fin de la TVA réduite pour l'hôtellerie et le tourisme au Royaume-Uni		
<b>Avril</b>	6 avr.	R-U : les cotisations à l'assurance nationale augmentent de 1,25%		
	6 avr.	R-U : augmentation de l'impôt sur les dividendes de 1,25ppt		
	6 avr.	R-U : début de la super-déductibilité pour les investissements		
	10 & 24 avr.	Elections présidentielles françaises		
<b>Mai</b>	Mai	Elections générales aux Philippines		
	5 mai	R-U : élections en Ecosse, Pays de Galles, et Irlande du Nord ; élections locales en Angleterre		
	29 mai	Elections présidentielles en Colombie		
<b>Juin</b>	12 & 19 juin	Elections législatives françaises		
<b>Juillet</b>	1 Juil.	R-U : reprise des contrôles frontaliers sur les importations de l'UE		
<b>Août</b>	Août	Etats-Unis : Symposium Jackson Hole		
<b>Octobre</b>	Oct.	20ème Congrès National du Parti communiste chinois - Président Xi devrait être réélu		
	2 oct.	Elections générales brésiliennes		
<b>Novembre</b>	8 nov.	Elections de mi-mandat aux Etats-Unis		

Notre recherche est disponible sur internet: <http://www.axa-im.com/en/insights>



## Insights Hub

The latest market and investment  
insights, research and expert views  
at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

### AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2021

### AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France  
Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826