

2022 : VERS LA GRANDE NORMALISATION

Après la récession soudaine, profonde et atypique de 2020, provoquée par la pandémie de Covid-19, l'année 2021 a également inédite à plusieurs égards. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, thèmes dominants en 2021, ont freiné la croissance, directement mais aussi indirectement, entraînant une remontée de l'inflation à des niveaux inédits depuis des décennies. Dans l'hypothèse d'une maîtrise progressive de la pandémie grâce à une meilleure couverture vaccinale, nous devrions assister en 2022 à une normalisation en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire.

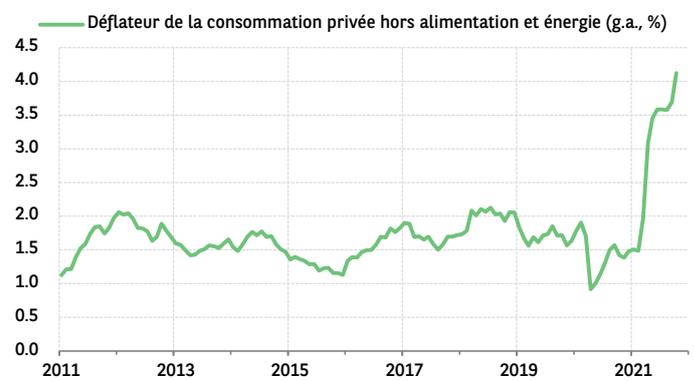
Dans les économies avancées, nous tablons sur une croissance du PIB réel supérieure au potentiel avec des dépenses des ménages portées par des conditions de financement bon marché, la poursuite de l'amélioration du marché du travail et une croissance plus rapide des salaires. Les investissements des entreprises devraient, pour leur part, bénéficier d'une meilleure rentabilité, de conditions de financement très attractives, d'un accroissement de l'utilisation des capacités et de perspectives de demande favorables.

Dans la zone euro, la politique budgétaire devrait également soutenir la croissance, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) jouant un rôle-clé. La croissance pourrait néanmoins marquer progressivement le pas. La reprise mécanique, observée dans certains secteurs après la levée des restrictions liées à la Covid-19, touche à sa fin. Les inquiétudes entourant le variant Omicron pourraient induire un comportement de précaution et peser sur certaines catégories de dépenses de ménages. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre devraient continuer à brider la croissance à court terme. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la politique budgétaire pourrait également freiner l'activité. Enfin, dans plusieurs pays, les enquêtes auprès des ménages font ressortir des inquiétudes grandissantes face à une inflation élevée, qui ampute le revenu disponible réel. Ce problème se pose, en particulier, pour les ménages à bas revenus.

Cependant, après son envolée surprise de cette année, l'inflation devrait refluer en 2022. Les effets de base n'y seront pas étrangers – la stabilisation attendue des cours du pétrole devrait entraîner une baisse de l'inflation annuelle en 2022 – tandis que les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement devraient se réduire en raison de l'accroissement de l'offre et d'un léger tassement de la croissance de la demande. Quoi qu'il en soit, la dynamique sous-jacente de l'inflation est orientée à la hausse avec des marchés du travail sous tension. Cela entraîne une accélération de la croissance salariale, susceptible de pousser les entreprises à augmenter leurs prix de vente. Aux États-Unis, les entreprises ont nettement relevé les salaires pour pourvoir les postes vacants et, à en juger par les pénuries de main-d'œuvre, la croissance salariale devrait également s'accélérer en zone euro.

Il faut donc s'attendre aussi à une normalisation de la politique monétaire, quoiqu'avec d'importantes différences de calendrier entre pays. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a commencé à baisser le rythme des achats mensuels d'actifs. Ce *tapering* devrait être suivi par plusieurs relèvements des taux à compter du milieu de l'année prochaine afin de ralentir l'économie et de ramener l'inflation en ligne avec l'objectif de la banque centrale. Cela pourrait aboutir à un environnement de marché plus volatil. La recherche montre, en effet, que le taux des fonds fédéraux est un facteur-clé du cycle financier mondial et de l'appétit des investisseurs pour le risque. Dans la zone euro, la politique monétaire devrait rester très accommodante. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à

ÉTATS-UNIS : INFLATION SOUS-JACENTE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) devraient prendre fin en mars 2022, mais il faudra plus de temps pour que les conditions d'un relèvement des taux directeurs soient réunies. Nous tablons donc sur une première hausse du taux de dépôt en juin 2023. La divergence monétaire entre la Réserve fédérale et la BCE devrait se traduire par une appréciation du dollar face à l'euro.

Plus que jamais, les résultats économiques sont susceptibles de s'écarter des prévisions actuelles sous l'effet de risques potentiels à la hausse comme à la baisse. Parmi les risques à la hausse figurent la maîtrise complète de la pandémie et une baisse plus rapide que prévu de l'inflation. Les risques à la baisse sont plus nombreux : l'incertitude liée à la pandémie pourrait devenir endémique, les perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient se poursuivre, l'inflation pourrait rester durablement élevée en raison des effets de second tour et les préoccupations entourant les relèvements de taux aux États-Unis pourraient peser sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises, et pénaliser la confiance ainsi que l'économie réelle.

William De Vijlderwilliam.devijlder@bnpparibas.com