Perspectives

N°21/153 – 29 avril 2021

INFLATION EN ASIE – Inflation, désinflation, déflation ?

C'est la question qui agite les marchés financiers depuis la présentation du plan de relance américain : 2021 sera-t-elle l'année du retour de l'inflation ? Certains économistes craignent en effet que le plan de relance déclenche une spirale inflationniste en ramenant le chômage à un taux trop bas, pariant ainsi sur le retour de la courbe de Phillips aux États-Unis.

Si ce scénario se matérialisait, reste encore à savoir si l'on assisterait alors à des phénomènes de contagion et au retour d'une inflation structurellement plus élevée dans les économies émergentes, notamment asiatiques.

Il faut dire que, pour l'instant, les dynamiques de hausse des prix en Asie sont à l'image de la situation macro-économique globale de la zone : hétérogènes. Pour compliquer l'analyse, elles ne reflètent pas nécessairement les trajectoires de reprise, mais semblent parfois liées à des facteurs structurels plus profonds (équilibre des changes, part de la consommation dans la croissance, taux d'ouverture).

Un point de départ commun…

Comme dans la plupart des économies émergentes, la crise a dans un premier temps provoqué un fort ralentissement de l'inflation dans les pays d'Asie, en raison d'une part de la chute du prix des matières premières – notamment énergétiques, pétrole en tête – et, d'autre part, de la baisse de la consommation liée aux différentes mesures sanitaires (allant de la fermeture des frontières au confinement général).

Les pays d'Asie se caractérisaient déjà par un niveau d'inflation relativement bien maîtrisé, reflet des politiques monétaires plutôt orthodoxes – généralement assorties de cibles d'inflation – menées par les différentes Banques centrales, et des régimes de change flottants introduits à la suite des crises asiatiques. Ces dernières années, seules les Philippines et l'Inde avaient connu de légères poussées inflationnistes, en raison de chocs sur les denrées alimentaires pour l'Inde, et de tensions sur le change du côté des Philippines.

La crise sanitaire a accentué ce phénomène de ralentissement des prix. Chine, Corée, Hong-Kong, Malaisie, Singapour, Taïwan, Thaïlande : toutes ces économies ont connu au moins un mois de déflation durant l'année 2020. Les Philippines et l'Indonésie, qui partaient de niveaux plus élevés sont uniquement rentrés en désinflation, tandis que l'Inde a été le seul pays à connaître une hausse de l'inflation, une fois de plus liée à des problèmes de pénuries alimentaires.

… Mais des trajectoires divergentes depuis deux semestres

Peu ou prou, toutes les économies ont connu un creux dans leur trajectoire d'inflation au cours du deuxième trimestre 2020, qui correspond au choc de croissance lié à la crise sanitaire. Le décalage des courbes chinoise et hongkongaise s'explique par la persistance de tensions sur le prix du porc, qui se sont progressivement calmées, mais l'inflation sous-jacente (c'est-à-dire l'inflation ne prenant pas en compte les composantes les plus volatiles comme les biens alimentaires et énergétiques) avait déjà commencé à décroître au premier trimestre par rapport au deuxième.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

La divergence est apparue à partir du quatrième trimestre 2020, c'est-à-dire en sortie de crise sanitaire, entre les pays qui réussissaient à s'extraire de la déflation/désinflation et ceux qui n'y parvenaient pas.

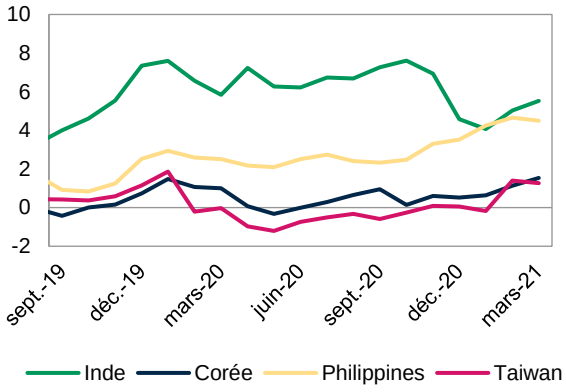
Bien sûr, on peut globalement dire que les économies dans lesquelles l'inflation repart sont celles qui ont le mieux résisté à la crise (Corée, Taïwan et dans une moindre mesure Singapour), tandis que celles dans lesquelles la reprise est plus poussive (Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Thaïlande) restent avec des niveaux de prix plus bas.

Des cas particuliers existent cependant et reflètent des problèmes plus profonds et des dommages irréversibles de la crise sur les modèles de croissance.

D'abord, les Philippines, où l'inflation a nettement accéléré, sans que la reprise ne se matérialise réellement pour l'instant, faisant craindre un risque de « stagflation » (c'est-à-dire d'inflation sans croissance). Si la Banque centrale se veut rassurante, en attribuant cette accélération des prix à des tensions du côté de l'offre (hausse du prix de la viande en raison d'une nouvelle épidémie de peste porcine africaine), il s'agit tout de même d'une mauvaise nouvelle supplémentaire pour ce pays. Récession de 9,5% cette année, effondrement du taux d'investissement, maîtrise très difficile de l'épidémie (nouveau confinement décidé fin mars), campagne de vaccination très lente : les problèmes sont déjà nombreux.

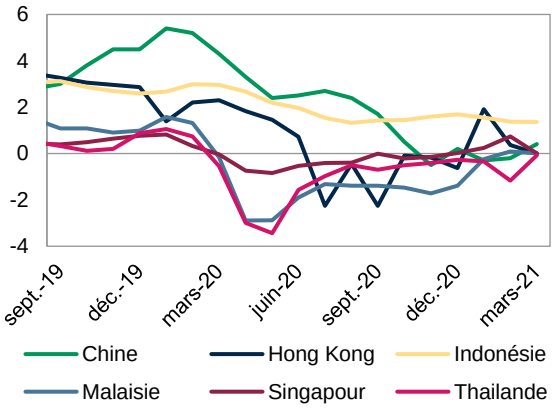
Autre cas particulier, celui de la Chine. Le pays a affiché une croissance historique au premier trimestre (+18,4% en glissement annuel !). Mais sa courbe d'inflation tranche avec la rapidité de la reprise. L'inflation sous-jacente n'a pas dépassé les 1% depuis janvier 2020, et le pays a même connu plusieurs épisodes déflationnistes au cours de l'année. En cause, la lente reprise de la consommation privée, le ralentissement de la hausse des salaires et la constitution d'une épargne de précaution par les ménages chinois. Et si la croissance semble se rééquilibrer depuis un mois, le retour d'une inflation sous-jacente plus élevée (autour de 2%, comme entre 2017 et 2020) n'est pas prévu pour tout de suite.

Asie : redémarrage de l'inflation



Sources : nationales

Asie : désinflation persistante



Sources : nationales

Pourquoi la déflation fait-elle si peur ?

Au premier abord, la déflation semble être un phénomène positif, puisqu'elle permet de faire baisser les prix et donc d'accroître le pouvoir d'achat des consommateurs. Elle serait alors, dans un scénario optimiste, à l'origine de la stimulation de la consommation, de la relance de la demande et des perspectives d'embauche et donc de la sortie de la crise.

Mais le problème est que la déflation alourdit aussi le poids des dettes, notamment des entreprises (les salaires des ménages étant généralement protégés de la déflation à court terme). Ces dernières voient ainsi leurs charges se maintenir, mais leurs recettes diminuer du fait de la baisse des prix. Sur les marchés, les acteurs financiers endettés doivent vendre toujours plus d'actifs pour payer leurs dettes, ce qui active un cercle vicieux de baisse des prix (tout le monde vend, donc les prix baissent et on est obligé de vendre encore plus, c'est la théorie de la « déflation par la dette » développée par Irving Fisher).

À moyen terme, elle conduit donc au ralentissement du crédit, et donc de l'investissement et à la baisse de la croissance potentielle.

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

L'autre problème de la déflation est qu'il s'agit d'un phénomène difficile à inverser. Car si la forte hausse des taux est généralement suffisante pour faire ralentir l'inflation, la forte baisse des taux, de manière à décourager l'épargne pour soutenir le crédit et la consommation, n'est pas aussi efficace. Ce sont les situations bien connues de « trappe à liquidités », dont on sait qu'il est difficile de sortir.

Un retour de l'inflation en Asie est-il possible ?

On l'a vu, la déflation est dangereuse lorsqu'elle provoque des spirales de désendettement et de contraction du crédit. Ce risque est encore plus problématique dans les pays émergents, où la part de l'investissement dans le PIB est en moyenne plus élevée que dans les pays développés.

Les prévisions du FMI pour l'année 2021 font état d'une sortie de la zone de déflation, sans accélération manifeste de l'inflation. Cette dernière devrait ainsi rester sous la barre des 2%-3%, cible souvent privilégiée par les Banques centrales. C'est le scénario qui semble le plus probable, même en cas d'accélération de l'inflation américaine, qui justifierait également une remontée plus rapide des taux.

Depuis les crises asiatiques, les Banques centrales ont en effet renforcé leurs outils d'intervention et leurs politiques macro-prudentielles, si bien que les pays de la zone semblent relativement plus épargnés par les phénomènes de contagion.

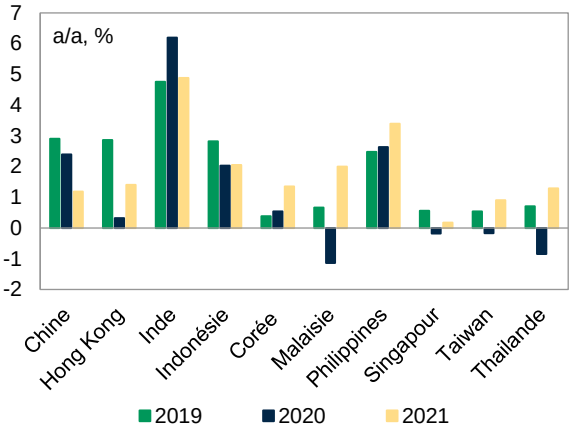
Cela se manifeste par plusieurs canaux :

1 - **Par le biais des taux de change** : ceux des pays de l'Asean (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande) n'ont pas pu éviter le choc sur leur devise au début de la crise, mais ont par la suite réussi à le résorber, si bien qu'aucune de ces devises ne s'est dépréciée de plus de 5% par rapport à début 2020 – on est loin des cas turc ou brésilien ;

2 - **Par la conduite de la politique monétaire :** les baisses de taux directeurs ont parfois été plus fortes dans ces pays qu'aux États-Unis, si bien que les *spreads* sur les taux directeurs sont plus bas qu'avant la crise – même si on a du mal à imaginer un monde dans lequel les taux directeurs de Banques centrales émergentes soient plus bas que ceux de la Fed.

3 - **Par la dynamique actuelle de l'inflation :** le taux d'inflation américain est passé de 0,1% en glissement annuel en mai 2020 à 2,6% en mars 2021, sans qu'une accélération équivalente ne se manifeste dans les économies asiatiques.

Asie : inflation



Source : FMI

☑ **Notre opinion –** *Le chemin idéal entre inflation, déflation et désinflation est souvent étroit. Avant la crise, ce sujet n'en était pas vraiment un en Asie – Inde et Philippines exclus – tant les pays de la zone semblaient gérer le sujet. À court terme, c'est plutôt la déflation qui inquiète : en Malaisie et en Thaïlande notamment, deux économies où la reprise de l'activité est encore loin d'être consolidée.*

À ce jour, rien n'indique en tous cas que cette zone pourrait connaître une brusque accélération de l'inflation. Les phénomènes de contagion, notamment sur le change, y sont pour le moment bien contenus, l'inflation importée d'autant plus faible que ces pays dégagent généralement de confortables excédents courants. De tous les risques, et de toutes les incertitudes qui pèsent sur l'année 2021, celui de l'inflation nous apparait donc comme plutôt modéré.

Article publié le 23 avril 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Sophie WIEVIORKA
sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
28/04/2021	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-agro
28/04/2021	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : des perspectives revues à la hausse grâce à la vaccination	Royaume-Uni
28/04/2021	Zone euro – La BCE en mode prudent	UE
27/04/2021	Inflation en France	France
27/04/2021	Chili – Rapide survol pré-électoral	Amérique latine
23/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/04/2021	Zone euro – Scénario 2021-2022 : Sortie uniforme de la crise sanitaire, sortie différenciée de la crise économique	Zone euro
22/04/2021	Inflation aux États-Unis	Etats-Unis
22/04/2021	Pérou – Gauche radicale contre droite populiste	Amérique latine
21/04/2021	Chine – La croissance se rééquilibre : passe-passe statistique ou réalité économique ?	Asie
20/04/2021	Europe – Entreprises européennes : invasion de zombies ou résurrection de Lazare ?	UE
20/04/2021	Espagne – Scénario 2021-2022 : un début d'année encore perturbé	Espagne
20/04/2021	États-Unis – Une semaine riche en très bonnes nouvelles conjoncturelles	Etats-Unis
20/04/2021	Inflation et prix à la consommation	Monde
19/04/2021	Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer	UE
19/04/2021	Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance sur les starting-blocks mais toujours bridée par la crise sanitaire	UE
19/04/2021	Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer	UE
16/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/04/2021	France – Scénario 2021-2022 : comme une lueur au bout du tunnel	France

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille
Rédacteur en chef : Armelle Sarda
Documentation : Dominique Petit – **Statistiques :** Robin Mourier
Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com/
iPad : application Etudes ECO disponible sur App store
Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.