

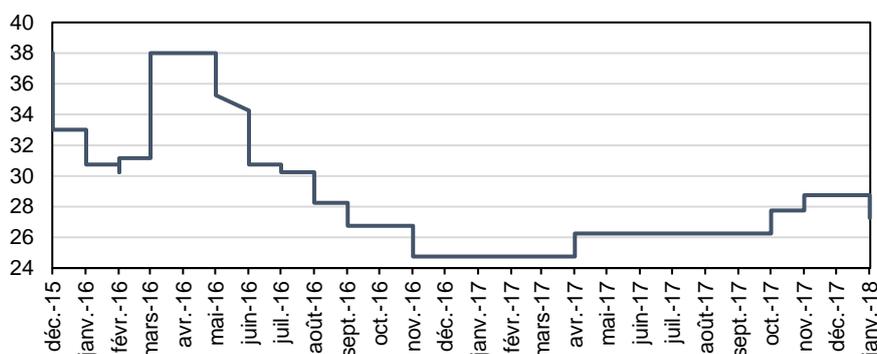
ARGENTINE : Changement de cap de la politique monétaire

La fin de l'année 2017 a été marquée par l'annonce d'un changement de cap majeur dans la conduite de la politique monétaire. Alors que l'inflation a été de 25% en 2017, un chiffre largement supérieur à la cible de 17% initialement visée¹, le gouvernement a décidé d'ajuster les objectifs d'inflation à la hausse, à 15% en 2018 (contre un objectif initial de 8 à 12%), de 10% en 2019 et de 5% en 2020.

1) La politique monétaire menée par la Banque Centrale de la République d'Argentine (BCRA) - fortement restrictive et pro-cyclique - n'a pas eu les effets escomptés en termes de désinflation.

Durant deux ans, la BCRA a mené une politique monétaire nettement restrictive, privilégiant le ciblage de l'inflation. Elle a ainsi maintenu ses taux d'intérêt à des niveaux très élevés (38% durant plusieurs semaines). Après une période de baisse puis de stabilité de novembre 2016 à avril 2017, de nouvelles hausses ont régulièrement été appliquées. Le taux directeur a ainsi atteint 28,75% en novembre 2017, soit une hausse de quatre points au total sur 6 mois.

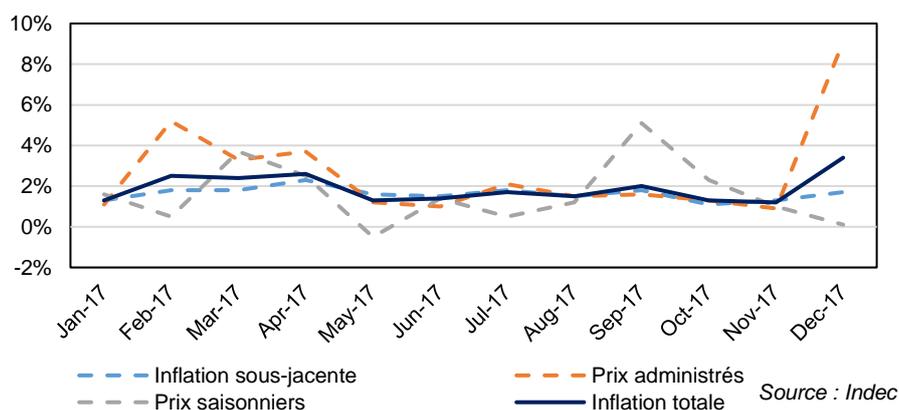
Graphique 1 : Evolution du taux directeur



Source : BCRA

L'année 2017 a confirmé que le canal des taux d'intérêt n'était pas une courroie de transmission efficace de la politique monétaire en Argentine. Les variations de taux d'intérêt ont en fait surtout joué sur les entrées et sorties de capitaux, y compris via des comportements d'arbitrage des Argentins eux-mêmes. La politique de taux élevés a surtout conduit à une appréciation réelle du change, conséquence indirecte non souhaitée par les autorités argentines. Par ailleurs, le ciblage d'inflation fonctionne d'autant moins que le processus d'élimination des subventions pour les tarifs publics est long et a des effets « de second tour » importants, les hausses des tarifs étant généralement reportées sur l'ensemble des prix des biens avec un effet retard alimentant le cycle inflationniste.

Graphique 2 : Evolution de l'inflation mensuelle



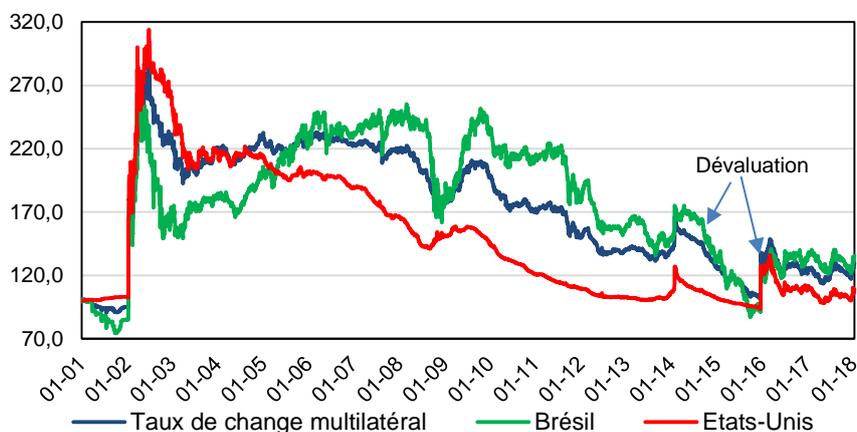
Source : Indec

¹ Ce qui représente malgré tout un ajustement de 15 points de pourcentage en un an par rapport aux 40% de 2016.

2) La lutte contre l'inflation sans prise en compte du niveau du peso a conduit à une forte appréciation réelle du change.....

Les données publiées par la BCRA sur le taux de change réel multilatéral² rendent compte de la dégradation de la compétitivité continue du peso par rapport aux principaux partenaires commerciaux argentins depuis 2004.

Graphique 3 : Evolution du taux de change réel multilatéral

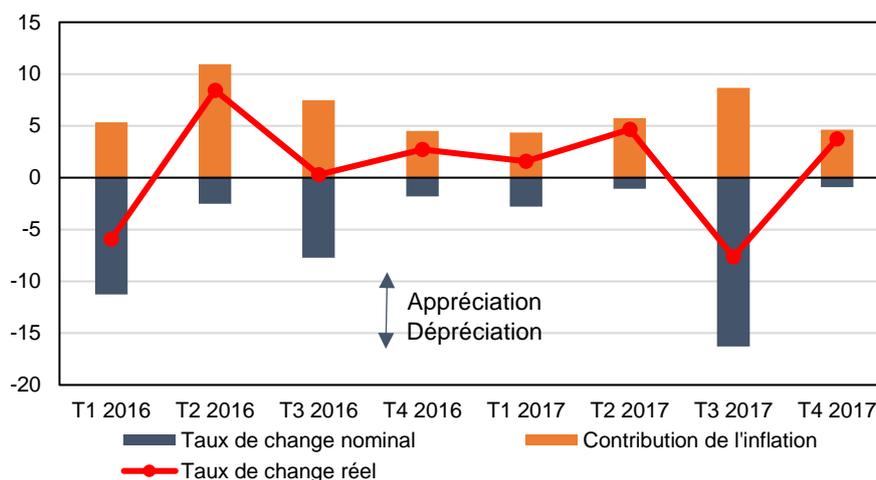


Source : BCRA

Le graphique 4 ci-dessous retrace l'évolution du taux de change réel depuis 2016 et de ses deux composantes (évolution du change nominal et différentiel d'inflation). Sur cette période, il apparaît que :

- toute phase de stabilisation nominale du change s'est immédiatement traduite par une appréciation réelle très nette ;
- la contribution de ce différentiel d'inflation a été proche de 5 points d'appréciation réelle par trimestre en moyenne; autrement dit, le maintien d'un taux de change réel à peu près constant aurait nécessité une dépréciation du peso de l'ordre de 20% par an en nominal.

Graphique 4 : Inflation, taux de change nominal et taux de change réel³



Source : BCRA

² Le taux de change effectif est mesuré comme une somme pondérée des taux de change avec les différents partenaires commerciaux et concurrents. Le taux de change effectif réel prend de surcroît en compte les indices de prix et leurs évolutions.

³ Le taux de change réel s'est apprécié de 10% en 2016 et s'est déprécié de 1,2% en 2017, le taux de change nominal s'est déprécié de 25,7% en 2016 et de 27,9% en 2017

3) ...et à une rapide détérioration des équilibres de la balance courante

Le commerce extérieur a ainsi eu une contribution négative durant les trois premiers trimestres de 2017 (-1,6 point au T1, -2,7 point au T2, -5,5 points au T3).⁴ Le déficit commercial s'est établi à 8,5 milliards de dollars, soit 1,5% du PIB, un plus haut depuis 1994.

4) Face à l'absence de résultats rapides sur le front de la désinflation et du coût supporté en termes de perte de compétitivité, le gouvernement a décidé de modifier le cap de la politique monétaire.

Fin décembre, le gouvernement a annoncé un changement de cap radical dans la conduite de la politique monétaire. Ce changement passe par deux principales mesures.

- La modification des cibles d'inflation : la cible est fixée à 15% au lieu de 10% ($\pm 2\%$) pour 2018, à 10% en 2019 (au lieu de 5%) et à 5% en 2020. L'ajustement est donc reporté d'un an.
- La baisse graduelle des taux directeurs : la BCRA s'est engagée depuis janvier dans une politique de baisse des taux. Deux baisses de 75 pb chacune ont déjà eu lieu, permettant de faire passer le taux directeur de 28,75% à 27,25%. Dans un contexte d'inefficacité du canal des taux dans la transmission de la politique monétaire, un plus grand expansionnisme monétaire pourrait au moins permettre de soutenir l'activité.

Les premiers effets sur l'évolution du change ne se sont pas fait attendre, sous l'effet de changement des anticipations. Ainsi, depuis l'annonce du gouvernement, le peso s'est déprécié de 14% en nominal par rapport au dollar.

Conclusion : Devant les résultats décevants du commerce extérieur (déficit commercial de 1,5% du PIB en 2017) et une inflation supérieure à la cible, le gouvernement a jugé qu'un changement de paradigme s'imposait. Si la baisse de l'inflation demeure la priorité, sa trajectoire de ciblage apparaît désormais plus réaliste et prend mieux en compte les évolutions du taux de change. Elle devrait laisser un peu plus de marge pour affermir la croissance.

⁴ Les exportations ont très légèrement progressé sur l'année (+0,9%), alors que les importations ont enregistré une forte hausse (+19,6%).