

Flash Economie

2 décembre 2016 - 1323

Dans quelles circonstances un pays peut-il avoir sa souveraineté monétaire ?

Certains hommes politiques voudraient que les pays de la zone euro sortent de l'euro et retrouvent leur souveraineté monétaire. Mais on connaît l'irréversibilité de l'appartenance à la zone euro : l'existence de dettes et d'actifs extérieurs bruts en euros de très grande taille rend impossible la sortie de l'euro et la dévaluation. Plus généralement, que faut-il pour qu'un pays puisse avoir sa souveraineté monétaire ?

- il ne faut bien sûr pas qu'il essaie de stabiliser son taux de change vis-à-vis de ses partenaires et concurrents commerciaux ;
- il ne faut pas qu'il ait une dette importante en devises ; si c'est le cas, il est contraint à assurer la stabilité de son taux de change (ce qu'on appelle le « fear of floating »), donc il ne peut pas avoir une politique monétaire autonome ;
- il ne faut pas que les flux de capitaux internationaux qui peuvent rentrer dans le pays ou sortir du pays soient de trop grande taille, si c'est le cas, les mouvements de taux d'intérêt du pays déclenchent des flux de capitaux déstabilisants.

Au total, de moins en moins de pays peuvent en réalité profiter de la souveraineté monétaire.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

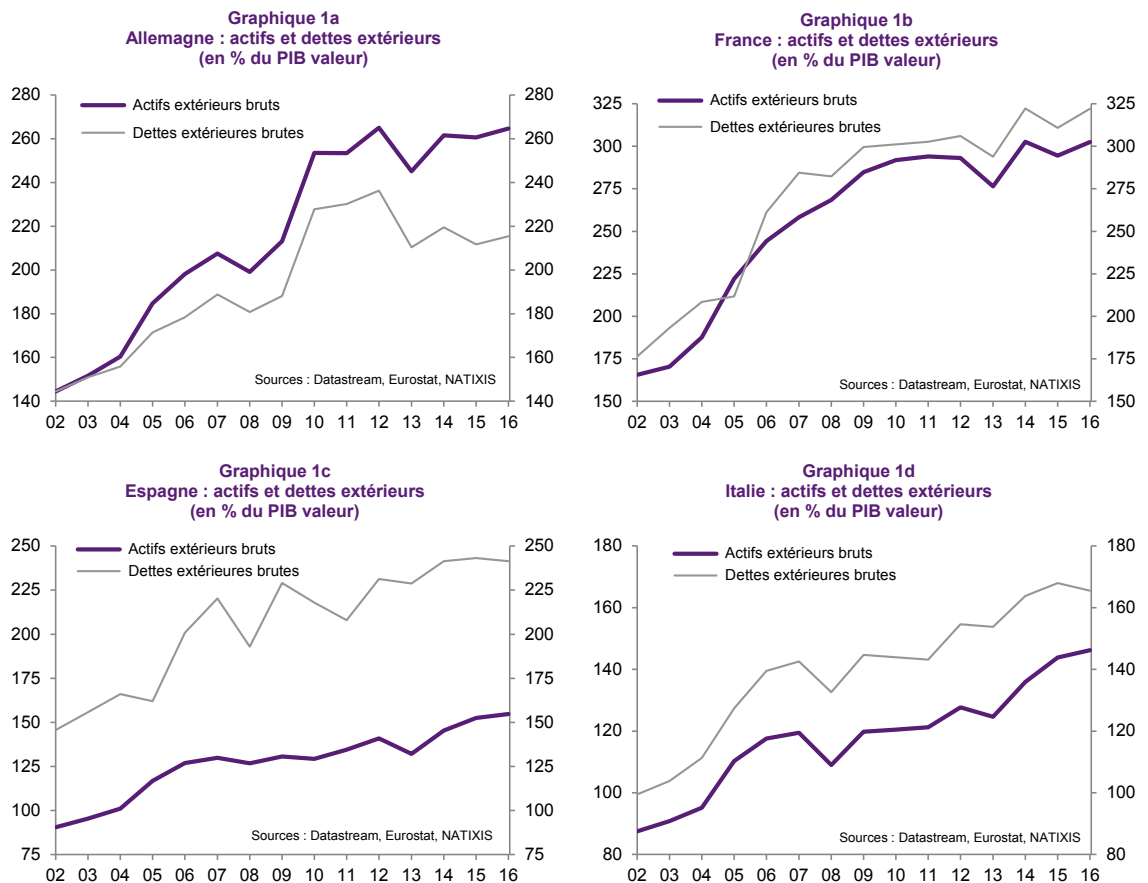
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Le débat sur la souveraineté monétaire dans la zone euro

Certains suggèrent que les pays de la zone euro doivent **quitter l'euro et retrouver leur souveraineté monétaire**, en particulier pour pouvoir déprécier leur taux de change et redresser leur compétitivité.

Mais on connaît **l'irréversibilité de l'appartenance à la zone euro. Les pays de la zone euro ont des dettes et des actifs bruts extérieurs en large partie en euros de très grande taille (graphiques 1a/b/c/d)**. Sortir de l'euro et dévaluer impliquerait une hausse insupportable de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure, qui forcerait tous les agents économiques du pays ayant une dette extérieure à faire défaut.

Mais il faut aller plus loin : **quelles sont les conditions pour qu'un pays dispose de sa souveraineté monétaire ?**

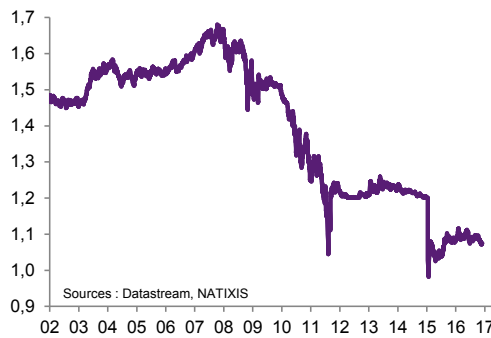


Trois conditions pour qu'un pays dispose de sa souveraineté monétaire

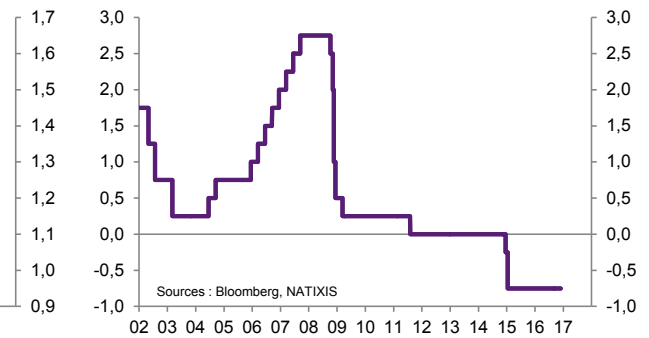
(1) Il ne faut pas qu'il essaie de stabiliser son taux de change

Bien entendu, **si un pays essaie de stabiliser son taux de change vis-à-vis d'un autre pays, il perd sa souveraineté monétaire** puisque sa politique monétaire est seulement utilisée à maintenir la stabilité du taux de change. On voit **aujourd'hui l'exemple de la Suisse** : pour éviter l'appréciation du franc suisse vis-à-vis de l'euro, la Banque Nationale Suisse est obligée d'avoir des taux d'intervention négatifs, d'accumuler une quantité considérable de réserves de change (**graphiques 2a/b/c**).

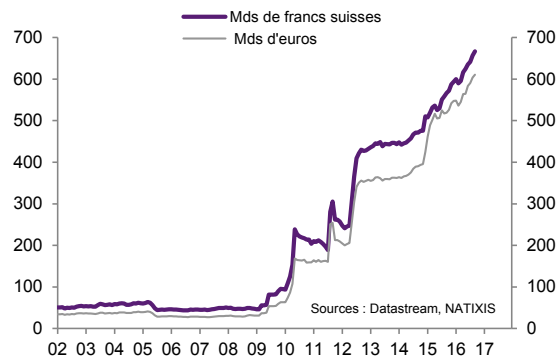
Graphique 2a
Suisse : taux de change par rapport à l'euro
(1€ = ...CHF)



Graphique 2b
Suisse : taux d'intervention de la Banque Centrale
(en %)



Graphique 2c
Suisse : réserves de change



(2) Il ne faut pas qu'il ait une dette importante en devises

Les variations du taux de change provoquent, si la dette extérieure est en devises, des variations insupportables de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure (ceci vient d'être évoqué pour les pays de la zone euro). La politique monétaire est alors assujettie à la stabilisation du taux de change (ce qu'on a appelé « fear of floating »). On peut donner l'exemple de la Hongrie où la dette est majoritairement en devises (tableau 1). Chaque fois que le taux de change du forint se déprécie (graphique 3a), la hausse des paiements d'intérêts sur les dettes conduit à un violent affaiblissement de la demande intérieure (graphique 3b).

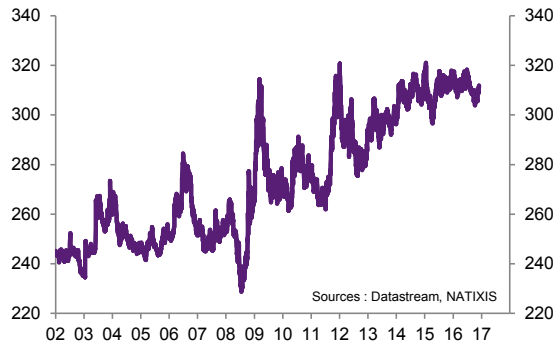
Tableau 1 : part de la dette totale en devises* (en %, Q2 2016)

Hongrie	76,1
Pologne	66,4
Roumanie	88,4
République Tchèque	50,6

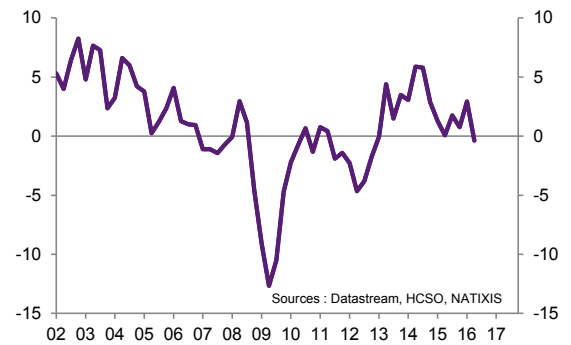
(*) Avec la position extérieure du pays

Sources : Banque mondiale, FMI, BIS, NATIXIS

Graphique 3a
Hongrie : taux de change par rapport à l'euro
(1€ = ... forint)



Graphique 3b
Hongrie : demande intérieure (volume, GA en %)



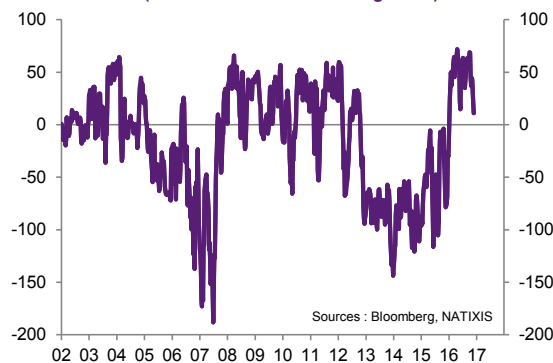
(3) Il ne faut pas que les capitaux internationaux soient de trop grande taille

Si la mobilité internationale des capitaux est très forte, une faible variation du taux d'intérêt du pays peut déclencher de très forts mouvements de capitaux internationaux qui sont déstabilisants pour le taux de change, pour la liquidité... Or nous sommes bien aujourd'hui dans cette situation de forte mobilité des capitaux.

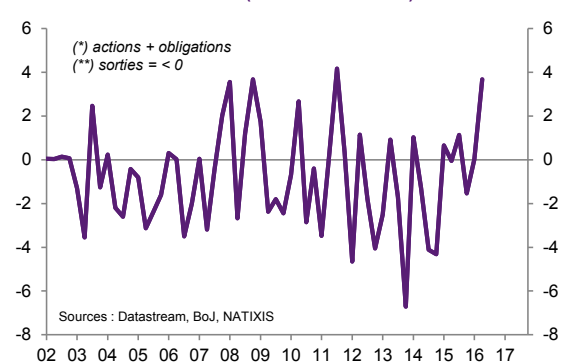
On voit par exemple :

- les sorties de capitaux à court terme et à long terme du Japon lorsque le Japon passe au Quantitative Easing en 2013 (graphiques 4a/b) ;
- les sorties de capitaux à court terme et à long terme de la zone euro lorsque les taux d'intérêt deviennent très bas à partir de 2014 (graphiques 5a/b).

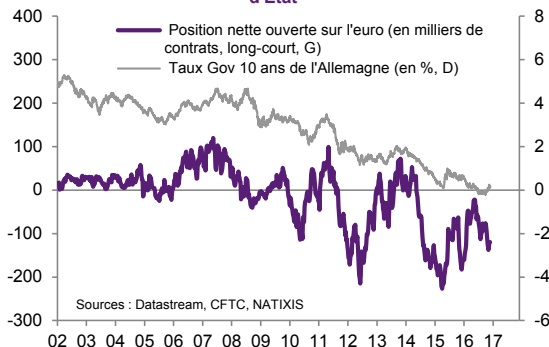
Graphique 4a
Japon : position nette ouverte sur le yen
(en milliers de contrats : long-court)



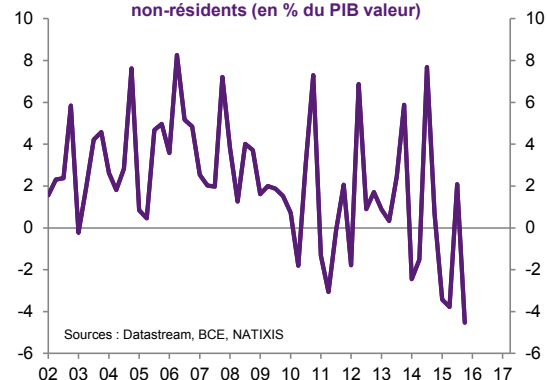
Graphique 4b
Japon : achats nets d'actifs* étrangers par les résidents** (en % du PIB valeur)



Graphique 5a
Zone euro : position à terme nette ouverte sur l'euro et taux d'intérêt à 10ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 5b
Zone euro : achats nets d'obligations totales par les non-résidents (en % du PIB valeur)



Synthèse : en réalité, très peu de pays ont la souveraineté monétaire

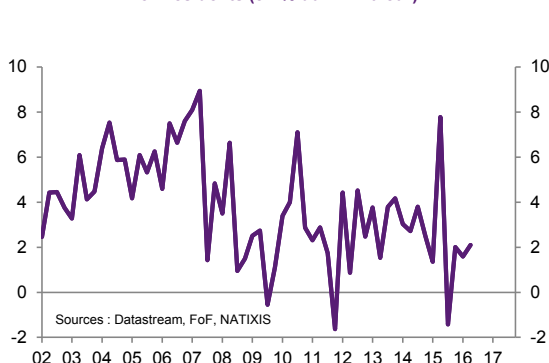
Les pays de la zone euro ne peuvent pas sortir de l'euro sans créer une crise des dettes extérieures en euros.

Mais au-delà, **pour disposer de la souveraineté monétaire :**

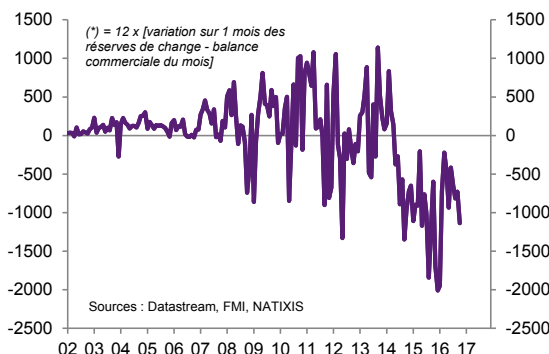
- il ne faut pas essayer de stabiliser son taux de change ;
- il ne faut pas avoir de dette en devises ;
- il ne faut pas que la mobilité internationale des capitaux soit forte vis-à-vis du pays.

Ceci limite considérablement le nombre de pays qui ont leur souveraineté monétaire. Il reste peut-être dans ce groupe les **Etats-Unis**, qui reçoivent du Reste du Monde des flux de capitaux presque automatiques (**graphique 6a**) mais **pas la Chine** qui est confrontée à de très fortes sorties de capitaux (**graphique 6b**).

Graphique 6a
Etats-Unis : achats nets d'obligations totales par les non-résidents (en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Chine : flux de capitaux annualisés* (Mds de \$)



Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque – prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>