

UBS research focus

Résumé



Novembre 2009

L'avenir du dollar US

Les perspectives de dérapage des déficits budgétaires et de l'inflation devraient continuer à peser sur le dollar US. L'euro devrait se renforcer grâce à la stabilisation de son environnement macroéconomique, et les monnaies de certains marchés émergents devraient s'apprécier face à celles des pays développés.

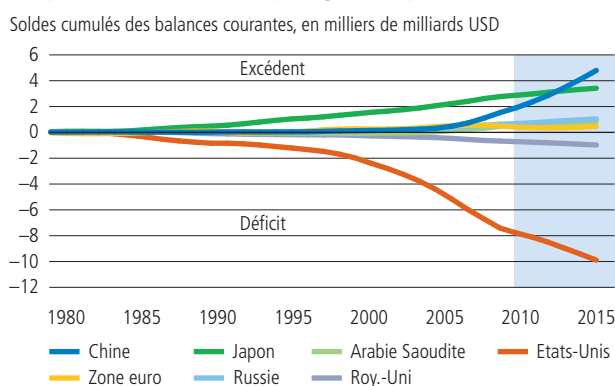
Des tendances de fond minent la solidité du dollar US

Le dollar US a beaucoup souffert dernièrement et son affaiblissement structurel est plus que probable. Nous pensons que la précarité des finances américaines, notamment le niveau élevé et croissant de la dette publique et l'importance du déficit de la balance courante, pèseront sur le dollar dans un futur proche. En outre, nous anticipons une inflation plus élevée aux Etats-Unis que dans d'autres pays, ce qui handicapera d'autant plus le dollar. Cependant, nous ne voyons aucune alternative crédible au dollar en tant que monnaie de transaction et de réserve mondiale. Tant de pays ont placé leurs excédents en dollars que l'ensemble de la planète s'opposerait à l'effondrement du billet vert.

Le financement des déficits américains par les capitaux étrangers est un risque majeur

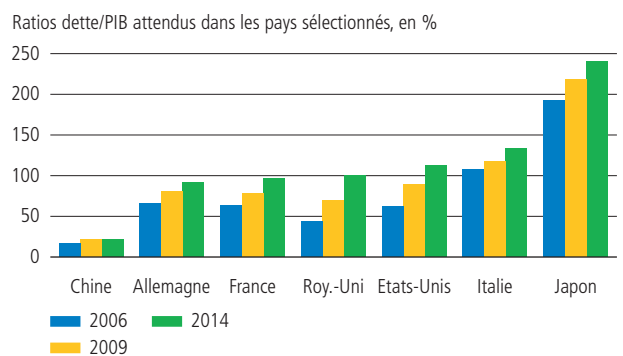
Nous pensons que les déséquilibres mondiaux aigus pèseront plus sur le dollar US que sur n'importe quelle devise de l'OCDE. Le dollar et le yen japonais se heurtent à d'importants obstacles. Le ratio dette/PIB du Japon avoisine 200% et la dépendance américaine vis-à-vis des capitaux étrangers pour financer son déficit budgétaire est inquiétante: le déficit cumulé de la balance courante des Etats-Unis s'élève actuellement à plus de 50% de son PIB 2008 (voir graph. 1). Selon nous, l'euro affiche actuellement les fondamentaux les plus solides et a donc le plus de chance de s'apprécier. Bien entendu, les économies de la zone euro connaissent leurs propres problèmes dans le sillage de la crise financière, mais

Graph. 1: Les Etats-Unis, plus gros emprunteur du monde



Source: Base de données Perspectives de l'économie mondiale du FMI (2009), UBS WMR

Graph. 2: Doublement en vue du ratio dette/PIB au Royaume-Uni et aux Etats-Unis



Remarque: prévisions du personnel du FMI. Source: Horton et al. (2009), Base de données des Perspectives économiques mondiales du FMI (2009), UBS WMR

Le dollar US perd lentement sa position dominante en tant que première monnaie de réserve mondiale. Une nouvelle monnaie de réserve supranationale pourrait apparaître à l'avenir, mais le recours généralisé au dollar comme principal moyen de paiement dans les échanges internationaux ne nous semble pas remis en cause.

le ratio dette/PIB combiné de la région, comparable au ratio américain et nettement inférieur au japonais, est en majorité financé à l'intérieur de la zone (voir graph. 2).

Les monnaies des pays développés qui exportent des ressources naturelles tels l'Australie, le Canada, la Nouvelle-Zélande et la Norvège ont tendance à évoluer en fonction des prix des matières premières. Selon nous, ces monnaies-marchandises peuvent constituer un important réservoir de valeur et s'apprécier face à un dollar américain chancelant.

Appréciation en vue de nombreuses devises émergentes

Les monnaies de nombreux pays émergents se sont stabilisées, voire appréciées en réponse à la solide performance de leurs économies et aux améliorations notables en termes de politique et de gouvernance (voir graph. 3). Nous tablons sur une poursuite de l'amélioration du contexte macroéconomique, avec un fort taux de croissance économique et un recul de l'inflation, ce qui améliorera la productivité, encouragera les investissements, stimulera la consommation intérieure et fera baisser les taux d'intérêt. En conséquence, nous anticipons une rapide appréciation des devises émergentes dans la décennie à venir. Nous ne pensons toutefois pas qu'elles deviendront

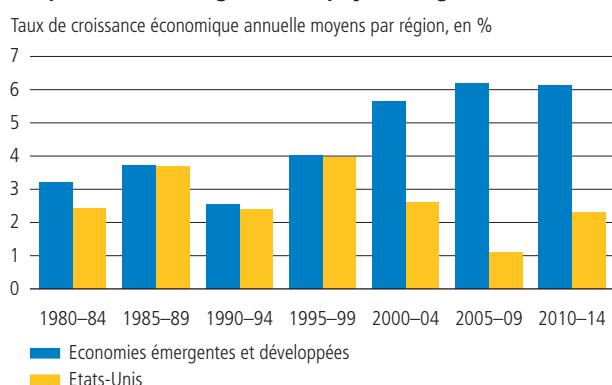
une composante importante des réserves des banques centrales avant au moins une décennie, ni qu'elles concurrenceront directement les devises de l'OCDE en tant que réservoir de valeur ou moyen de transaction.

Les banques centrales chercheront à diversifier leurs réserves de change

Actuellement, seul un bouleversement économique ou géopolitique majeur pourrait déchoir le dollar de son statut de monnaie de réserve mondiale (voir graph. 4). Malgré tous les handicaps du dollar, une raison très simple explique son emprise: les effets de réseau (avantages cumulé) liés à l'existence d'une seule monnaie de réserve dominante sont un atout indéniable pour l'économie mondiale. Etant donné les graves difficultés économiques des Etats-Unis et la demande générale en faveur d'une diversification des portefeuilles monétaires chez les investisseurs privés et institutionnels, nous anticipons un recul du poids du dollar dans les portefeuilles internationaux. En bref, nous pensons qu'il devrait lentement perdre sa position dominante.

Ces 20 dernières années, les Etats-Unis ont pu écouler dans le monde entier des quantités importantes d'actifs libellés en dollar grâce au statut de ce dernier comme monnaie de réserve mondiale

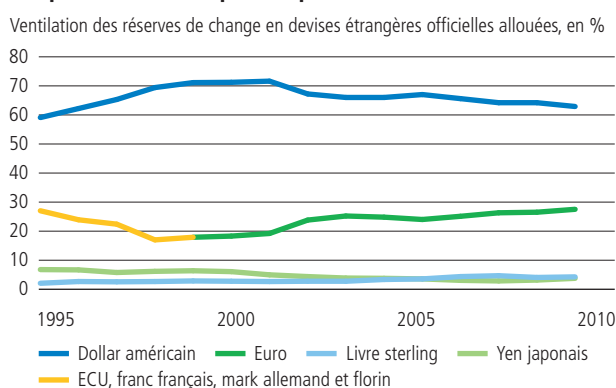
Graph. 3: La convergence des pays émergents s'accélère



Note: prévisions du personnel du FMI.

Source: base de données des Perspectives économiques mondiales du FMI (2009), UBS WMR

Graph. 4: L'USD, la plus importante monnaie de réserve



Remarque: les chiffres de 2009 sont ceux du 2e trimestre.

Source: base de données du FMI (COFER), UBS WMR

(voir graph. 5). Ils continueront malgré tout à faire appel aux capitaux étrangers pour financer leur déficit budgétaire et courant abyssal dans les années à venir. En d'autres termes, toute redistribution des réserves de change devra être volontaire et graduelle afin d'éviter tout effondrement du billet vert.

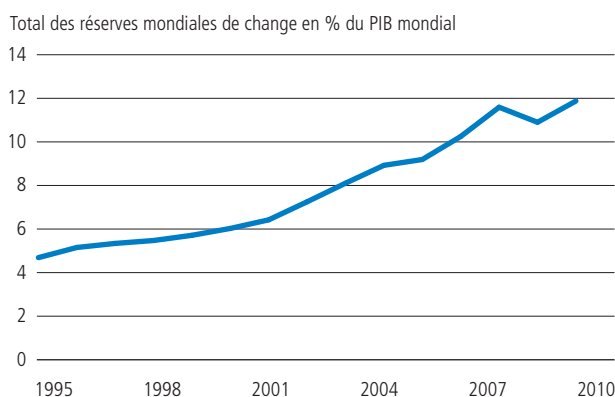
Lente émergence d'un dispositif de réserve de change basé sur un panier de monnaies

L'euro est vraisemblablement le concurrent le plus sérieux du dollar comme monnaie de réserve mondiale, mais l'absence d'unité politique au sein de la zone euro limite ses chances, tout comme le ratio dette/PIB élevé du Japon pénalise le yen et la convertibilité limitée du yuan chinois est un obstacle à son adoption mondiale. Puisqu'aucune monnaie nationale n'est en mesure de prendre la place du dollar, le successeur le plus probable nous semble être un panier de monnaies dans lequel le billet vert jouerait encore un rôle central.

Le dollar US reste le moyen de transaction incontesté

Le rôle du dollar comme moyen de transaction et unité de compte pour les échanges internationaux ne devrait pas être remis en cause. Une monnaie unique et universellement acceptée est gage d'efficacité, tandis que son remplacement impliquerait des coûts prohibitifs. Comme les Etats-Unis restent le premier espace monétaire mondial et que tout changement de la composition des réserves de change mondiales est très difficile à mettre en œuvre, nous estimons que le dollar conservera sa première place dans les échanges internationaux dans un avenir proche (voir graph. 6).

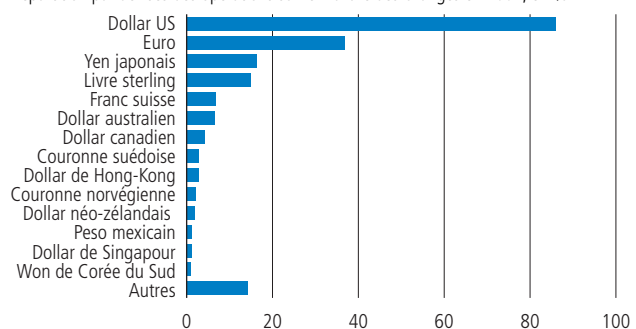
Graph. 5: Progression des réserves en % du PIB



Source: base de données du FMI (COFER), Perspectives économiques mondiales du FMI (2009), UBS WMR

Graph. 6: Le dollar US plébiscité sur le Forex

Répartition par devises des opérations sur le marché des changes en 2007, en %



Remarque: chaque transaction impliquant deux devises, la somme des parts en % de chaque devise totalise donc 200% et non 100%.

Source: Banque des règlements internationaux, enquête triennale des banques centrales (2007); UBS WMR

Publication: UBS SA, Wealth Management Research, Case postale, CH-8098 Zurich

Éditeur en chef: Kurt E. Reiman

Rédaction: Arnaud Perrin

Auteurs: Michael Bolliger, analyste UBS SA; Thomas Flury, analyste UBS SA; Andreas Höfert, économiste UBS SA; Andy Ji, analyste UBS SA; Katherine Klingensmith, analyste UBS Financial Services Inc.; Yves Longchamp, stratège UBS SA; Kurt E. Reiman, stratège UBS SA; Costa Vayenas, analyste UBS SA

Clôture de la rédaction: 28 octobre 2009

Gestion de projet: Valérie Iserland

Mise en page: Basavaraj Gudihal, Pavan Mekala, Virender Negi, Margrit Opplinger

Traduction: 24translate, St-Gall, Suisse

Coordination traduction: Sita L. Chavali



Photo: www.prisma-dia.ch

Impression: Multicolorprint, Baar, Suisse

Langues: français, anglais, allemand, italien, espagnol et portugais

Contact: ubs-research@ubs.com

© UBS SA 2009

Commande ou Abonnement

En tant que client d'UBS, vous pouvez commander une copie de cette publication (SAP No. 82092F-0903) ou vous abonner à «UBS research focus» par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products mailbox: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

Vous pouvez également vous abonner sur Internet via le portail WMR.

Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Les cours de marché mentionnés correspondent aux cours de clôture sur les marchés de cotation respectifs. Cette remarque vaut pour tous les graphiques et tableaux de performance figurant dans cette publication.

Wealth Management Research est publié par Wealth Management & Swiss Bank et Wealth Management Americas, divisions de UBS SA (UBS) ou d'une entreprise associée. Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse qu'il contient s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des révélations en rapport avec UBS et ses sociétés affiliées. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Ces appréciations peuvent s'avérer différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS en raison de l'application d'hypothèses et de critères différents. À tout moment, UBS AG, toutes les sociétés du groupe UBS et leurs employés peuvent détenir des positions longues ou courtes et exercer la fonction de teneur de marché ou d'agent sur les valeurs mobilières mentionnées dans ce document et conseiller ou fournir des services d'ingénierie financière soit à l'émetteur de ces valeurs soit à une société associée à cet émetteur. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS, au sein d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les taux de change peuvent avoir un impact très négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS ou d'une filiale d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS ne pourra pas être tenu pour responsable en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable.

Allemagne: l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Stephanstrasse 14–16, 60313 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** distribué par UBS Wealth Management Australia Ltd (détenteur de la licence australienne pour la fourniture de services financiers n 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubaï:** Recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC, est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). Le teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** distribué aux ressortissants américains par UBS Financial Services Inc., une filiale d'UBS AG. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. accepte la responsabilité du contenu de rapports élaborés par une autre société affiliée non américaine lorsqu'elle distribue lesdits rapports à des ressortissants américains. Toute transaction d'un ressortissant américain concernant les titres mentionnés dans le présent rapport devrait être réalisée par l'intermédiaire d'une société de courtage enregistrée aux Etats-Unis et non par l'intermédiaire d'une société affiliée non américaine. **France:** Cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125.726.944 €, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et de l'Autorité des Marchés Financiers. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 – Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation de la «Commission des Services Financiers» de Jersey dans le cadre de ses activités d'investissement et de compagnie de fiducie conformément à la loi sur les Services financiers de Jersey («Financial Services (Jersey) Law») de 1998 (telle qu'amendée) ainsi que de ses activités bancaires conformément à la loi sur les Activités bancaires de Jersey («Banking Business (Jersey) Law») de 1991 (telle qu'amendée). **Luxembourg/Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois/autrichien, mais de pouvoir être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A./UBS (Luxembourg) S.A. Niederlassung Österreich, une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, autorisé et réglementé au Royaume-Uni par la «Financial Services Authority». Membre de la bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** Pour toute question liée ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». Version valable dès octobre 2009.

© UBS 2009. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.