

Fin de partie

Malheureusement, aucun homme politique n'a jamais été récompensé pour avoir évité une crise. A travers le monde, nous assistons à une crise dont la résolution nécessite l'absorption d'une potion amère à base d'austérité, édulcorée de création monétaire, qu'un transfert de richesses conflictuel ne manquera pas de faire pétiller - un cocktail que j'appelle 'Fin de partie'.



Curt Custard

Responsable Global Investment Solutions
UBS Global Asset Management
curt.custard@ubs.com





Réactions possibles à la crise financière

	Etats-Unis	Zone euro	Chine
1^{ère} solution : Se serrer la ceinture	Réduction des dépenses publiques, augmentation limitée des prélèvements fiscaux (probabilité élevée)	Fortes réductions des dépenses publiques et augmentations des prélèvements fiscaux dans la moitié sud de la zone euro (probabilité élevée)	La proportion des dépenses d'investissement dans le PIB s'écarte de ses niveaux exceptionnellement élevés (probabilité moyenne / élevée)
2^{ème} solution : La planche à billet	QE3, c'est-à-dire une troisième vague d'assouplissement quantitatif (probabilité moyenne / élevée)	Changement fondamental de politique de la BCE, qui crée de la monnaie pour acheter des obligations d'Etat (probabilité moyenne)	Mise en place de politiques destinées à déprécier le renminbi et laisser courir l'inflation (probabilité moyenne / faible)
3^{ème} solution : Le plan Marshall Merkel	Les Etats-Unis font pression sur l'Allemagne pour sauver le sud de la zone euro (probabilité moyenne / élevée)	Transfert de richesse de l'Allemagne et des autres pays créditeurs de la zone euro vers les pays endettés de la zone (probabilité moyenne / élevée)	La Chine augmente ses contributions au FMI pour soutenir le plan de sauvetage de la zone euro (probabilité moyenne)
Le cocktail 'Fin de partie'	Ralentissement de la croissance, stagnation du niveau de vie, angoisse nationale, politique qui s'envenime	Une ou plusieurs décennies perdues, troubles sociaux, tensions latentes entre souveraineté nationale et poursuite de l'intégration européenne	Croissance ralentie mais influence internationale accrue, efforts vigoureux pour maintenir la stabilité du climat social

La politique et les marchés entrent en collision

2011 a été une année calamiteuse pour la classe politique. Aux Etats-Unis, le 'Super Comité' chargé du plafond de la dette ne s'est accordé que sur sa discordance, donnant lieu à des coupes budgétaires arbitraires et automatiques. Les profonds différends politiques se traduisent par de nombreux affrontements, le dernier en date ayant porté sur la réduction des prélèvements sur les salaires. Les opérations 'Occupy Wall Street' se multiplient. En Europe, les responsables politiques chutent paisiblement aux élections, alors que ceux encore au pouvoir éprouvent manifestement toutes les peines du monde à défendre auprès des électeurs et des parties prenantes les décisions difficiles qu'ils doivent prendre. Au Moyen Orient, le Printemps Arabe voit le pouvoir renversé de façon plus violente par un peuple exaspéré par la pauvreté qu'il subit. Et tandis qu'en Russie les dirigeants politiques semblent avoir accepté de façon plus civilisée de rester au pouvoir en suivant la loi au pied de la lettre grâce à la rotation de leurs titres, les récents événements qui ont eu lieu dans les rues de Moscou laissent entrevoir la possibilité d'une version hivernale russe du Printemps Arabe. En résumé, les dirigeants politiques en ont pris pour leur grade.

« La classe politique a l'impression d'être à la merci des marchés... Les investisseurs estiment que les politiques ont pris le pas sur les marchés. »

Dans certaines régions, et en particulier dans la zone euro, la classe politique a l'impression d'être à la merci des marchés. Certains protestataires se plaignent que le capitalisme l'emporte sur la démocratie. Cependant, il ressort des conversations que j'ai avec mes clients et mes confrères le sentiment que les politiques ont pris le pas sur les marchés, et que les cours de certains actifs financiers fluctuent davantage au gré des

décisions politiques que des fondamentaux économiques. Il semble que les systèmes politique et financier, qui étaient jusqu'ici dissociés, soient désormais imbriqués. Malgré le temps qui passe, les dirigeants politiques sont

« Depuis 2008, les dirigeants politiques sont toujours aux prises avec de multiples déséquilibres : entre créanciers et emprunteurs, entre l'est et l'ouest, et entre possédants et démunis. »

toujours aux prises avec les mêmes crises qu'en 2008, c'est-à-dire les déséquilibres entre créanciers et emprunteurs, entre l'est et l'ouest, et entre possédants et démunis. Ces crises présentent des symptômes différents selon les régions, mais se traduisent toutes par un malaise commun aux politiciens et aux électeurs. Quand la marée ne monte plus, il faut savoir dans quel bateau on se trouve.

La crise mondiale préoccupe tous les investisseurs. Les discussions se sont déplacées des domaines traditionnels, tels l'économie ou les fondamentaux des entreprises et des pays, vers des domaines auxquels les investisseurs sont plus étrangers comme la philosophie politique et économique, la culture et l'Histoire. Alors que les politiques tergiversent et que les marchés s'agitent, les consommateurs et les investisseurs, rendus trop nerveux, rechignent à dépenser et l'économie commence à s'en ressentir. Le manque d'investissement alimente l'anxiété, et entretient le cercle vicieux.

L'éventail des solutions est limité. Chacune d'entre elles est susceptible d'être douloureuse pour certaines catégories de la population, et nécessitera donc du courage politique – ce qui semble manquer aujourd'hui. En ce qui concerne les pays développés, je ne vois que trois moyens de s'attaquer aux problèmes actuels (cf. tableau ci-dessus).

1^{ère} solution : se serrer la ceinture

On dit que toutes les choses ont une fin, et cela vaut aussi pour le désendettement. Les pays occidentaux pourraient se résoudre au fait que la croissance des années à venir ne ressemblera pas à celle des reprises précédentes. Les Etats-Unis et l'Europe pourraient connaître des taux de croissance à long terme bien inférieurs à ceux observés jusqu'ici. Au bout du compte, la dette sera remboursée à son échéance, et les excès du marché immobilier américain pourraient être purgés. Toutefois, cela se traduirait par un chômage structurel plus élevé tant que durerait le désendettement, moins de protection sociale (ou de prestations sociales) et, probablement, plus d'impôts. Il reviendra aux électeurs de chaque pays de décider si l'effort d'austérité en vaut le coût social. Selon toute vraisemblance, l'Occident suivra la voie du Japon, même si les facteurs démographiques aideront certains pays, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, dont les populations vieillissent moins rapidement

« Il reviendra aux électeurs de chaque pays de décider si l'effort d'austérité en vaut le coût social. »

Si les Etats-Unis ont opté pour un désendettement lent en raison de leur réticence à diminuer les dépenses publiques ou à augmenter les impôts, le Royaume-Uni a adopté une approche plus radicale. La coalition au pouvoir a réduit les dépenses publiques de manière drastique en taillant dans les budgets et les effectifs du secteur public, et en réformant les retraites. Ces décisions n'ont pas été sans conséquences, et le pays a connu ses grèves les plus importantes depuis 30 ans. Qui plus est, le ralentissement européen pourrait projeter le Royaume-Uni en récession. Face à ce ralentissement économique annoncé, il sera important d'observer si les décideurs politiques ont suffisamment de volonté pour mener à bien les réformes.

D'autres pays se voient imposer de l'extérieur la thérapie économique de 'choc bref et intense' du Royaume-Uni. Comme lors de la crise asiatique de 1997-98, le FMI (avec le soutien de l'Allemagne cette fois) oblige les pays en difficulté de la zone euro à mettre en place des plans d'austérité qui impliquent d'importantes coupes budgétaires. Touchées par ces mesures, les populations ont réagi par des manifestations et des émeutes. Pour l'Italie et la France, ce processus ne fait que commencer – même si jusqu'ici ils n'ont pas eu recours au FMI. Si la tendance à l'austérité venait à s'intensifier au niveau mondial, l'économie du globe tomberait dans une version du paradoxe de l'épargne de Keynes, la baisse de la demande entraînant celle des revenus alors que les gouvernements ne pourront ou ne voudront pas briser le cercle vicieux. C'est ce qui se passe en Grèce, où les recettes fiscales chutent plus vite que le gouvernement ne peut réduire les dépenses publiques.

Si la situation se dégradait trop dans les pays souffrant de l'austérité, leurs habitants décideraient de migrer vers des pays plus riches. En Irlande, on assiste à un exode vers les Etats-Unis

et ailleurs. Ironie du sort, il aura fallu, en Europe, qu'une crise éclate pour engendrer la mobilité du travail qui, selon les critiques, constitue un facteur essentiel du succès de l'union monétaire.

2^{ème} solution : la planche à billets

Depuis quelques temps, les autorités monétaires mènent des politiques peu orthodoxes. La Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre ont lancé un 'assouplissement quantitatif' destiné à faire baisser les taux d'intérêt et stimuler la croissance du crédit. Le champ d'action de la Banque Centrale Européenne n'a pas été aussi large. Elle s'est restreinte à l'achat d'un nombre limité d'obligations tout en stérilisant son intervention. Compte tenu de l'expérience d'hyperinflation vécue par l'Allemagne au début des années 20, son gouvernement actuel est très réticent à l'idée que la BCE donne l'impression qu'elle fait tourner la planche à billets. Malgré les fortes pressions qu'il subit, Mario Draghi, le Président de la BCE, reste fermement opposé à une politique d'intervention illimitée et de monétisation (connue plus familièrement sous le nom de planche à billets). Mais la situation est très mouvante, et il ne faut pas partir du principe que la BCE pourra résister à ces pressions indéfiniment.

Toutefois, les autorités monétaires devraient peut-être se résoudre à cette solution. Si les banques centrales engageaient une monétisation coordonnée de la dette en finançant les déficits publics, l'économie mondiale bénéficierait d'un puissant stimulus budgétaire. Cela comporte un certain nombre de risques, à commencer par un emballement de l'inflation, issue de deux circuits : l'un monétaire, l'autre keynésien. Du point de vue monétaire, si la croissance de l'économie incitait les banques à prêter davantage cela augmenterait la masse monétaire. (Il y aurait plus de dollars, d'euros et de livres disponibles pour acheter la même quantité de biens et services réels.) La poussée inflationniste keynésienne, elle, serait la conséquence de l'immense stimulus budgétaire sur la demande totale, qui viendrait combler l'excédent d'offre et créer de l'inflation par la demande.

« Cette idée semble formidable, mais elle ne marche qu'une fois. »

Dans ces deux cas, un choc inflationniste pourrait détruire la valeur réelle des prêts bancaires et des obligations, ce qui punirait les prêteurs et récompenserait les emprunteurs. Par exemple, dans une économie endettée comme celle des Etats-Unis où l'inflation dépend dans une large mesure des salaires nominaux, un choc inflationniste de 6 % effacerait une grande partie des encours de dette à long terme.

En effectuant cette manœuvre de manière coordonnée, les principaux pays développés pourraient minimiser la dépréciation de leur monnaie les uns par rapport aux autres tout en dévalorisant leur monnaie par rapport à celles des pays créditeurs.

Cette idée semble formidable, mais elle ne marche qu'une fois, et elle ne peut marcher que par effet de surprise.

Une fois le choc passé, les taux d'intérêt augmenteraient rapidement, à la fois dans le secteur public et dans le secteur privé, les investisseurs exigeant des taux nominaux plus élevés pour compenser l'inflation attendue.

Beaucoup pensent que ce serait un moindre mal puisque les banques centrales pourraient essayer d'optimiser la quantité de stimulus dans l'économie, comblant ainsi l'excédent d'offre en évitant un stimulus excessif générateur d'inflation. Mais ce point de vue ignore l'autre problème majeur : l'aléa moral que représente la création monétaire de la part d'une banque centrale. Une telle action porterait gravement atteinte à son statut de rempart contre l'inflation et compromettrait son indépendance. Cela reviendrait aussi à une politisation flagrante de la politique monétaire, les dirigeants politiques exigeant le recours à la création monétaire dès que le chômage grimperait et que l'inflation diminuerait.

3^{ème} solution : le plan Marshall Merkel

Une troisième option serait le pardon et l'oubli de la part des pays créditeurs riches. Les prêteurs pourraient annuler tout ou partie de la dette des débiteurs, soit dans l'intérêt de la stabilité du climat social, soit en échange de garanties futures qui comprendraient probablement une perte limitée de souveraineté. Pourquoi feraient-ils cela ? Pour éviter une pire éventualité. C'est exactement le même principe que le plan Marshall après la Seconde Guerre mondiale, qui consistait à aider les pays européens à reconstruire leur économie afin de contenir le développement du communisme. La réunification de l'Allemagne en est un autre exemple.

« Les euro-obligations consistent en une version plus élaborée de ce plan. »

Pourquoi l'Allemagne en ferait-elle autant pour les autres pays européens ? Si certains grands pays de la zone euro abandonnaient la monnaie unique, les exportations allemandes vers ces pays s'effondreraient et les retraits massifs de dépôts bancaires dans les pays sortants pourraient provoquer une crise du système financier mondial. L'idée des « euro-obligations » revient à une version plus élaborée de ce plan. L'Allemagne prêterait son statut d'emprunteur à faible risque à ses voisins européens plus faibles, ce qui aurait pour effet d'améliorer les notes de crédit de ces derniers tout en augmentant le coût de l'emprunt pour Berlin. De la même façon, la Chine pourrait laisser sa monnaie s'apprécier plus rapidement pour éviter que les Etats-Unis ne tombent dans une récession si profonde qu'elle provoque l'effondrement de la demande d'importations ou une augmentation des droits de douane destinée à protéger les emplois menacés par les importations bon marché.

Le problème, mis à part la réticence évidente au transfert de richesse, est que cette solution peut, elle aussi, créer un aléa moral pour la partie la plus faible. L'Allemagne a raison de s'en inquiéter. C'est pour cela qu'elle a poussé les pays périphériques à mettre en place des plans d'austérité douloureux.

Il semble peu probable que la Chine efface la dette des Etats-Unis. La Réserve fédérale pourrait toutefois le faire à sa place en conservant une politique monétaire extrêmement accommodante par le biais de l'assouplissement quantitatif, ce qui dévaloriserait (en monnaie chinoise) la dette publique américaine libellée en dollars US.

Un cocktail, je vous prie

Plutôt que d'adopter une des solutions ci-dessus, il semble que les responsables politiques aient choisi de concocter un mélange des trois. C'est ce que j'appelle le cocktail 'Fin de partie'. La potion amère d'austérité empruntée à la 1^{ère} solution lui donne du mordant. La BCE, en assouplissant sa politique monétaire sans exclure de plus amples achats d'obligations d'Etat destinés à soulager les pays endettés de la zone euro, extrait de la 2^{ème} solution de quoi édulcorer le breuvage. Quant à la perspective d'un transfert de richesse de l'Allemagne prospère vers l'Europe du sud, évoquée dans la 3^{ème} solution, elle ne manquerait pas de faire pétiller le cocktail.

Au moment d'écrire ce texte, il semble qu'un durcissement des règles budgétaires fixées pour la zone euro dans les années 90 fasse partie de la solution proposée. Malheureusement, ces règles, qui avaient été soigneusement élaborées alors, ont été en grande partie ignorées ou manipulées par les dirigeants politiques qui ont suivi. A l'époque, elles avaient été justement critiquées pour leur caractère « pro-cyclique » qui permettait difficilement aux Etats de relancer l'économie par la demande en cas de récession. Elles ne faisaient rien non plus pour résoudre les différences de productivité entre les différents pays d'Europe ou pour encourager la circulation des travailleurs. Hélas, il existe bien peu d'initiatives pour résoudre ces problèmes aux Etats-Unis, peut-être parce qu'il n'y a pas de crise là-bas.

La chance sourit aux audacieux

Ce dont l'économie mondiale a besoin, c'est une classe politique courageuse – ce qui semble cruellement manquer en ce moment. A travers la planète, les électeurs bouillonnent de colère. Alors que la cote de popularité du Congrès américain est proche de son plus bas historique, les mouvements *Tea Party* et *Occupy Wall Street* proposent deux visions diamétralement opposées pour la première économie mondiale, et les partis politiques se radicalisent. En Europe, la volonté de punir les récidivistes coupables de politique économique laxiste aggrave davantage la situation pour des millions d'habitants et crée des tensions entre les nations. Au nord comme au sud de la Méditerranée, les habitants en colère renversent leurs dirigeants ou les sanctionnent dans les urnes.

Malheureusement, aucun homme politique n'a jamais été récompensé pour avoir évité une crise. Il faut s'attendre à ce que les politiques ne proposent aucun changement radical tant qu'ils n'auront pas le dos au mur. Pendant ce temps, la frustration des électeurs et des marchés persistera, et les incertitudes aussi. Il est temps de boire ce cocktail.

Les publications Global Investment Solutions

La série Perspectives Actuelles

Perspectives Actuelles, de Curt Custard, est une série d'articles périodiques.

La série complète est disponible sur http://www.ubs.com/1/e/globalam/current_perspectives.html

Juillet 2011 - Whose inflation is it anyway?

Curt Custard évoque le casse-tête que doivent résoudre les dirigeants politiques face aux tendances divergentes de l'inflation sous-jacente, de l'inflation globale et de l'inflation des cours des actifs. Il explique également les problèmes rencontrés par deux zones monétaires qui représentent les deux tiers de l'économie mondiale, la zone euro et le bloc dollar US – et prédit la montée des troubles sociaux.

Avril 2011 - To infinity and beyond

La Chine est récemment devenue la deuxième puissance économique mondiale. Beaucoup de commentateurs estiment que sa croissance rapide et soutenue lui permettra de devenir la première économie mondiale devant les Etats-Unis dans environ 20 ans. En comparant la Chine d'aujourd'hui avec le Japon des années 80, Curt Custard nous met en garde de ne pas extrapoler la croissance récente de la Chine trop loin dans l'avenir.

Octobre 2010 - Learning to love risk

La volatilité est partie pour durer tant que régneront croissance faible et incertitudes quant à la direction et à l'efficacité des politiques macroéconomiques. Le marché actuel regorge d'opportunités, mais il nécessite d'être plus agile que d'habitude, de faire plus attention aux faits et aux fondamentaux qu'au bruit et aux agitations ambiantes, et de bien comprendre les risques auxquels sont exposés les portefeuilles.

Autres publications GIS

Janvier 2012 - Global Asset Views (« Perspectives mondiales pour la gestion d'actifs »)

Le Forum sur les Marchés Cycliques, organisé par UBS Global Asset Management, se réunit tous les trimestres. Il est composé de représentants de chaque équipe d'investissement. Le forum consiste en un débat et un vote sur la probabilité de trois scénarios économiques et leurs implications pour chaque classe d'actifs. Global Asset Views expose les prévisions de croissance et d'inflation pour les principales économies mondiales selon chaque scénario, et présente leurs implications pour différentes classes d'actifs dont les actions, les obligations et les devises.

Novembre 2011 - Investing in 2012 (« Investir en 2012 »)

Notre publication phare annuelle analyse l'année à venir dans le monde pour les investisseurs, à la fois pour les stratégies cycliques et à long terme. Parmi les sujets étudiés cette année figurent les fonds souverains, la gestion active d'actions, la crise de la zone euro, les changements de gouvernement et la probabilité de récession en 2012.

Octobre 2011 - Riding the cycle (« En selle sur le cycle »)

Cet article illustre les avantages de la diversification et de l'allocation d'actifs flexible. Matthew Richards and Marc Schaffner, spécialistes en stratégie, expliquent comment les investisseurs doivent modifier leur allocation d'actifs lorsque le cycle économique aborde une nouvelle phase, de la même façon qu'un cycliste doit changer de vitesse pour s'adapter au terrain. Les auteurs nous offrent une description des phases de « reprise », de « boom économique », de « ralentissement » et de « récession », et une sélection des classes d'actifs qui réalisent en général les meilleures performances dans chacune de ces phases.

Pour obtenir ces publications, merci de contacter matthew.richards@ubs.com ou de visiter notre site http://www.ubs.com/global/en/asset_management/research.html

Des solutions axées sur la performance.

Pour vous.

L'historique d'UBS Global Asset Management dans le domaine des fonds diversifiés, couvrant trois décennies, est un des plus longs du secteur de l'investissement. Nous avons initié des services qui vont au-delà de la gestion de fonds en fournissant à nos clients, quels que soient leurs besoins, des solutions axées sur la performance.

Notre équipe Global Investment Solutions réunit des spécialistes de l'investissement et de la gestion des risques aux compétences multiples, basés dans sept fuseaux horaires. Elle s'appuie sur les ressources internationales d'UBS tout en proposant une expertise locale.

Nos clients ont accès à des conseils en placement sur mesure, ainsi qu'à une gamme de fonds diversifiés répondant aux besoins les plus divers. L'offre continue d'évoluer au rythme des attentes des investisseurs.

Selon que ces derniers recherchent du rendement dans un environnement faiblement rémunérateur, une exposition aux actions assortie d'une protection structurée contre les risques de baisse des cours, ou un package complet répondant aux besoins des fonds de pension, nous pouvons offrir une solution adaptée à chacun.

Offre Global Investment Solutions

Solutions axées sur les produits	Solutions axées sur le conseil
<ul style="list-style-type: none">• Equilibre international et régional• Préservation du capital• Revenu diversifié• Allocation d'actifs, couverture de change• Produits thématiques• Solutions structurées	<ul style="list-style-type: none">• Gestion des risques liés aux régimes de retraite• Solutions multi-gérants• Conseil en matière de risques• Externalisation CIO• Conseil en matière de portefeuilles stratégiques• Solutions de <i>family office</i>

Pour de plus amples informations, veuillez contacter :

International	+41-44-2346707	stefan.lecher@ubs.com
Asie-Pacifique	+852-29718832	edward.bang@ubs.com
Australie	+61-2-93243033	mark.rider@ubs.com
Europe	+41-44-2347141	daniel.rudis@ubs.com
Japon	+81-3-52933662	yoji.ota@ubs.com
Suisse	+41-44-2345287	marc.schaffner@ubs.com
Royaume-Uni	+44-20-79015271	helen.roughsedge@ubs.com
Etats-Unis	+1-312-5257923	lowell.yura@ubs.com

Les avis exprimés dans ce document valent à compter de janvier 2012 et reflètent l'orientation générale des opinions d'UBS Global Asset Management. Ce document ne remplace pas les informations propres aux portefeuilles et aux fonds. Les commentaires qui y figurent sont d'ordre macroéconomique ou stratégique et ne font référence à aucun fonds commun de placement enregistré ou de quelque autre nature que ce soit.

Ce document est réservé aux clients et associés d'UBS Global Asset Management. Son utilisation ou sa distribution par toute autre personne est interdite. Toute copie, même partielle, de cette publication sans l'autorisation écrite d'UBS Global Asset Management est interdite. UBS Global Asset Management a pris soin d'assurer l'exactitude du contenu du document mais ne saurait être tenu responsable de toute erreur ou omission.

Les performances passées ne sont pas indicatives des résultats futurs. Un potentiel de profits s'accompagne toujours d'une possibilité de pertes. La valeur des investissements tout comme celle de leurs revenus peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et l'investisseur encourt le risque de ne pas récupérer le montant initial de son investissement.

Cette publication est un support marketing. Aucun des avis exprimés sur les marchés ou les investissements ne doit s'entendre comme relevant de la recherche en investissement. Le document n'a pas été élaboré conformément aux dispositions de quelque juridiction que ce soit visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement, et n'est soumis à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de rapports de recherche en investissements.

Les informations communiquées dans ce document ne constituent pas une distribution, ni ne doivent être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente de quelque titre ou fonds que ce soit. Les informations et opinions contenues dans ce document ont été réunies ou établies sur la base d'informations issues de sources considérées comme fiables, et de bonne foi. De telles informations et opinions sont toutes susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Certains commentaires de ce document sont fondés sur des prévisions actuelles et considérés comme des « déclarations prospectives ». Les résultats futurs pourront toutefois, en réalité, se révéler différents des prévisions. Les opinions exprimées reflètent le jugement éclairé d'UBS Global Asset Management à l'heure où le document est élaboré ; UBS Global Asset Management décline toute obligation d'actualiser ou de modifier ses déclarations prospectives en raison de nouvelles informations, d'événements à venir, ou de tout autre facteur. En outre, ces opinions n'ont vocation à prédire ou garantir la performance future d'aucun titre individuel, d'aucune classe d'actifs ni des marchés en général, et ne visent pas non plus à anticiper la performance future d'un compte, d'un portefeuille ou d'un fonds UBS Asset Management quels qu'ils soient. Les services destinés aux clients résidant aux Etats-Unis, s'agissant des stratégies évoquées ici, sont assurés par UBS Global Asset Management (Americas) Inc., qui est enregistré en tant que conseil en investissement auprès de la Securities and Exchange Commission américaine en vertu de la loi Investment Advisers Act de 1940.

www.ubs.com

