

UBS Outlook Suisse

Prévoyance professionnelle

Janvier 2020

Chief Investment Office GWM
Analyse financière



Version courte

Pour les investisseurs domiciliés en Suisse

UBS Outlook Suisse
Premier trimestre 2020

Veuillez tenir compte des informations juridiques importantes à la fin de la publication.

CIO de la région Suisse
Daniel Kalt

Rédactrice en chef
Sibille Duss
E-mail: sibille.duss@ubs.com

Clôture de la rédaction
21 janvier 2020

Desktop
CIO content design

Photo en couverture
Gettyimages

Langues
Paraît chaque trimestre en français, anglais, allemand et italien.

Contact
ubs.com/cio

Vous trouverez le PDF à l'adresse suivante:
ubs.com/outlook-ch-fr

Editorial



Daniel Kalt
Economiste en chef Suisse

Chère lectrice,
Cher lecteur,

«Il nous faut une Greta de l'AVS», titrait récemment la NZZ... A quoi j'ajouterais: et une «Greta de la LPP»! Parce qu'on aurait vraiment besoin de quelqu'un qui secoue sérieusement les jeunes générations au sujet de la prévoyance vieillesse. Le système suisse des trois piliers – naguère salué comme exemplaire par le monde entier – subit des pressions massives dues au vieillissement démographique, aux taux d'intérêt négatifs et au manque de volonté de réforme.

Pour les entrepreneurs, le choix d'une solution de prévoyance est une décision stratégique et cruciale de gestion du personnel. Cela implique toutes sortes de questions concernant la forme d'assurance, l'offre de prestations, les risques et l'évolution démographique ou conjoncturelle future. Les choix, complexes et intriqués, ont des conséquences profondes pour les salariés comme pour les employeurs.

Les initiatives politiques actuelles visant à réformer notre système de prévoyance et renforcer ses assises financières soulèvent elles aussi des interrogations. Malheureusement, le projet de réforme de la prévoyance

professionnelle soumis à consultation brouille la distinction, jusqu'ici claire, entre le financement par répartition du 1^{er} pilier et la couverture par capitalisation du 2^e pilier. Or, toute réforme devrait renforcer les fondations de la prévoyance professionnelle, et réduire la charge qui pèsera sur les générations futures.

Autant de raisons qui nous amènent à consacrer à ce thème complexe notre dernier numéro d'UBS Outlook Suisse. En plus de la présente publication, vous trouverez sur notre site web www.ubs.com/outlook-ch-fr des analyses plus approfondies de l'économie, des taux d'intérêt, des devises et des marchés financiers.

Bonne lecture!



Rapport détaillé (en allemand):
ubs.com/outlook-ch-fr

La réforme de la LPP, aux dépens des jeunes et des entreprises

Jackie Bauer et Veronica Weisser, économistes

La force du système de prévoyance suisse est qu'il repose sur trois piliers indépendants, avec des principes de financement différents. Or le projet de réforme de la prévoyance professionnelle, soumis à consultation publique, conduit à mélanger le financement par répartition du 1^{er} pilier et la couverture par capitalisation du 2^e pilier, jusqu'ici clairement distincts. Pourtant, la réforme devait renforcer les fondements de la prévoyance professionnelle et réduire la charge pesant sur les générations futures.

Selon la loi, les prestations de rente individuelles du 2^e pilier doivent être financées par les bonifications de vieillesse épargnées, composées des cotisations des salariés et des employeurs, auxquelles s'ajoutent les gains obtenus sur les marchés des capitaux. La rente versée annuellement est déterminée au moyen du taux de conversion minimum (TCM) fixé par la Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP); son montant dépend de l'espérance de vie et du rendement attendu des placements.

Accord sur le taux de conversion

Avec l'augmentation de l'espérance de vie et l'érosion des rendements, le TCM doit être abaissé – tout le monde en convient. Or il n'a été réduit que de 7,2% à 6,8% depuis l'introduction de la LPP, et est donc encore beaucoup trop élevé. En conséquence, il se produit aujourd'hui, au sein de la prévoyance professionnelle, une redistribution non prévue et inéquitable des jeunes vers les personnes âgées; son montant est estimé à 6,7 milliards de francs suisses par an par la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP).

Le projet de réforme soumis à consultation par le Conseil fédéral prévoit une réduction du TCM à 6%. A l'heure actuelle, il ne semble pas politiquement faisable de faire davantage, même s'il faudrait un taux de 5% – voire moins – pour éliminer complètement la redistribution.

Des objectifs contradictoires

Un TCM plus bas entraîne, pour des avoirs de vieillesse inchangés, une diminution des rentes versées. Or c'est indispensable pour renforcer les bases du système de capitalisation et réduire la redistribution intergénérationnelle, comme on le souhaitait. Si l'on opte pour maintenir le niveau des pensions avec un TCM inférieur – autre objectif –, il faut épargner davantage. Cela est particulièrement difficile pour les cotisants proches de la retraite, qui n'ont plus le temps

de se préparer à la réforme prochaine. C'est pourquoi le projet de loi prévoit un supplément de rente viager comme mesure compensatoire. La contradiction est que cette prime doit être versée non seulement à la génération dite «de transition», mais à tout le monde, ce qui ne freinerait guère la redistribution.

Des petits morceaux ou un plus gros gâteau

Pourtant, selon les estimations du Conseil fédéral, seulement 37% de tous les assurés sont directement touchés par une réduction du TCM; pour tous les autres, les caisses de pension «enveloppantes» appliquent déjà un taux de conversion inférieur. Pour cette raison, beaucoup de gens n'auraient même pas besoin du supplément de rente.

Celui-ci doit être financé par un prélèvement salarial supplémentaire de 0,5 point de pourcentage, assumé à parts égales par les employeurs et les salariés. Cela légitimerait le financement par répartition au sein du 2^e pilier et entraînerait des coûts supplémentaires pour les entreprises et, surtout, les jeunes actifs, mais ne répond pas à l'ambition d'une réforme durable qui éliminerait la redistribution actuelle. Si, sur fond d'augmentation de l'espérance de vie, nous voulons vivre plus longtemps sur un gâteau de taille inchangée – ou qui rétrécit avec la baisse des rendements – il faudra se contenter de morceaux plus petits – économiser nettement plus.

Qu'est-ce que la solidarité du 2^e pilier?

Le principe du 2^e pilier consiste dans le fait que certains ont une vie plus longue que d'autres, et que les jeunes décédés cofinancent les personnes dont la durée de vie est supérieure à la moyenne. Cette imprévisibilité est le principe de base de l'assurance. Dans un système par capitalisation, la solidarité ne signifie pas que les assurés actifs doivent cofinancer systématiquement les personnes à la retraite.

2^e pilier: une décision complexe pour tout employeur

Jackie Bauer et Veronica Weisser, économistes

Le choix d'une solution de prévoyance professionnelle est un élément stratégique de la gestion du personnel d'une entreprise. Cela implique de nombreuses questions concernant la forme d'assurance, la gamme de prestations, les risques et les changements futurs. Les décisions sont complexes et imbriquées, avec des conséquences importantes pour les salariés comme pour l'employeur.

Pour la plupart des Suisses, la prévoyance professionnelle est la principale source de revenus une fois à la retraite. En outre, elle offre une sécurité financière en cas d'invalidité ou de décès. Pour les employeurs, le 2^e pilier représente un facteur de coût majeur mais aussi un critère de différenciation potentiel: un régime de prévoyance professionnelle judicieusement conçu peut attirer les travailleurs qualifiés et ajouter ainsi à la compétitivité d'une entreprise.

Les diverses solutions de prévoyance offrent différentes formes de couverture des risques, nécessitent plus ou moins d'engagement et de responsabilité de la part des employeurs et des salariés, et comportent des coûts différents. Des facteurs tels que la taille de l'entreprise, l'expertise interne, les ressources temporelles et la structure du personnel sont également déterminants.

L'indépendance, pour plus de souplesse

Une caisse de pension indépendante offre une liberté maximale dans l'organisation et les prestations offertes en matière de prévoyance professionnelle. L'entreprise a en outre plus de liberté pour décider du moment et de l'étendue des mesures d'assainissement éventuelles. Cependant, la gestion d'une propre caisse de pension nécessite beaucoup de savoir-faire et de temps, et convient mal aux petites entreprises, en raison des coûts qui en résultent.

Les économies d'échelle, pour plus d'efficacité

Les fondations communes et collectives sont des caisses de pension auxquelles plusieurs entreprises sont affiliées. Elles offrent moins de flexibilité, mais nécessitent en même temps moins d'efforts qu'une caisse autonome. En fonction de la structure choisie, une entreprise affiliée à une fondation collective peut supporter son propre risque financier, mettre en place différents plans de retraite avec des prestations auto-définies, et préparer son propre rapport annuel (pas d'affiliation collective). Une institution commune diffère d'une fondation collective en ce que toutes les tâches et décisions, telles que l'offre de presta-

tions ou le choix de la stratégie de placement, sont prises au niveau de la fondation.

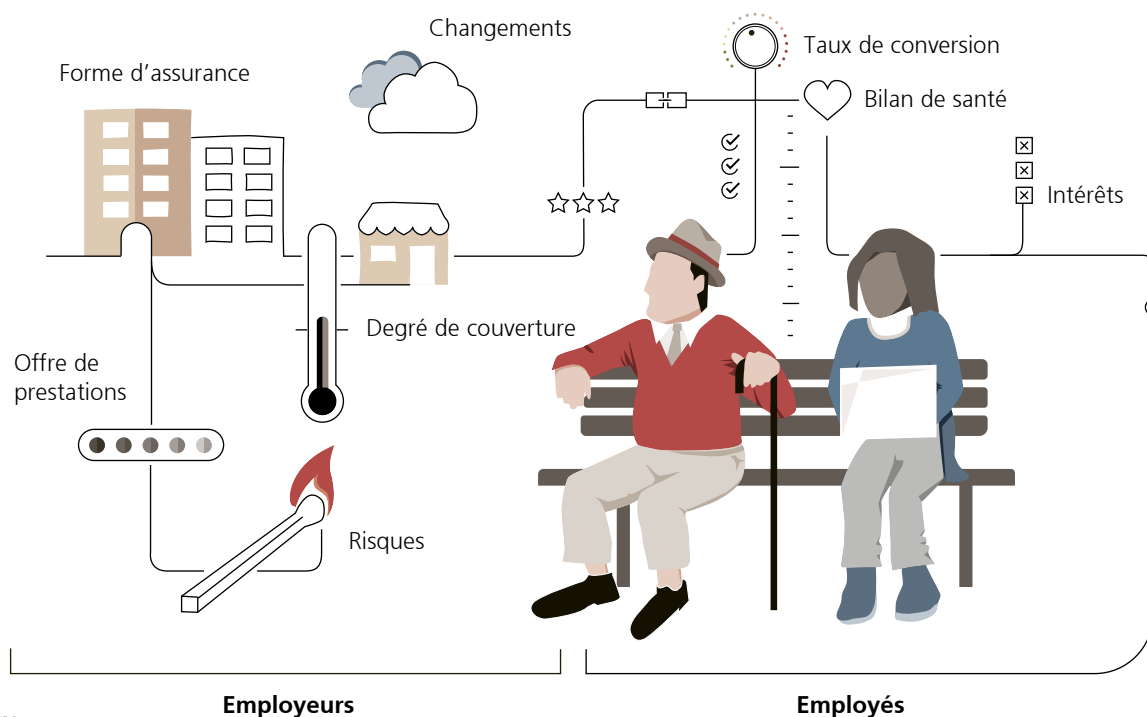
L'arrivée d'un nouveau membre dans une caisse collective ou commune a un impact sur les affiliés existants, car il est généralement incorporé, du point de vue comptable, avec un degré de couverture de 100%. Si le degré de couverture réel de la nouvelle affiliation est plus faible, il faut apporter suffisamment de réserves pour combler l'écart. Le degré de couverture global d'une fondation collective peut être dilué par de nouvelles affiliations comportant un degré de couverture plus faible; cela peut entraîner une insuffisance de couverture, et donc obliger les affiliés existants à des mesures d'assainissement.

Eviter les risques à son prix

Dans le cas d'une assurance complète, une compagnie d'assurance-vie assume entièrement les risques de longévité, d'invalidité, de décès et d'investissement financier. Cela permet d'écartier toute insuffisance de couverture chez l'institution de prévoyance. Or c'est justement pour cette raison – et aussi à cause des taux d'intérêt bas actuellement – que l'assurance complète est un modèle coûteux. Les assureurs compensent leurs pertes (rentes de retraite) en exigeant des primes de risque plus élevées et en rémunérant moins bien le capital vieillesse. Cela a pour conséquence que les assurés actifs subventionnent les retraités, ce qui contredit le principe de couverture du capital.

Mettre les points sur les i

Lors du choix de la solution de prévoyance, la liberté de conception est un critère important. Des taux de contribution volontairement plus élevés et la prise en compte du salaire total (au-delà du régime obligatoire LPP) sont intéressants pour les salariés, car ces deux facteurs augmentent le capital vieillesse ainsi que les possibilités de rachat et le potentiel d'optimisation fiscale. Etant donné la tendance à l'individualisation de la prévoyance professionnelle, le droit à l'information et à la codécision des assurés



Source: UBS

gagne en importance. Cela comprend le choix entre différentes options de cotisation, ou encore l'offre de solutions 1^e ou pour cadres.

Concilier les intérêts divergents

L'un des plus grands défis dans le choix d'une institution de prévoyance est la conciliation des intérêts des diverses parties prenantes. En général, l'employeur s'efforce de limiter ses obligations financières et ses risques, tandis que les assurés sont surtout intéressés par l'obtention de prestations les plus généreuses possible. Mais là aussi, il y a des différences selon les groupes d'âge. Pour les jeunes actifs, un faible taux de conversion est avantageux, car il réduit la redistribution systémique, diminue le risque de mesures d'assainissement, et permet une meilleure rémunération du patrimoine de prévoyance. En revanche, les assurés qui sont proches de la retraite ont intérêt à ce que le taux de conversion soit le plus élevé possible, afin de maximiser leur rente. Les retraités profitent d'un taux de conversion élevé pour eux-mêmes, joint à un taux inférieur pour les générations suivantes, car cela améliore la situation financière de l'institution de prévoyance.

Souvent, les employeurs ont recours à des courtiers pour choisir leur solution de prévoyance; ceux-ci sont généralement rétribués par l'institution qui obtient le mandat. Or cela crée une incitation perverse pour le courtier: au lieu de proposer le meilleur plan de retraite, il préférera promouvoir l'institution qui le rémunère le mieux.

Tenir compte de la santé et de la durabilité

En faisant le bilan de santé des institutions de prévoyance, il faut évaluer conjointement le degré de couverture et le taux d'intérêt technique. En effet, les institutions ont une

certaine latitude dans l'estimation des engagements en matière de retraite: elles présentent un degré de couverture nettement plus haut si les obligations de versement sont calculées avec un taux d'intérêt technique élevé. D'autres facteurs, tels que la proportion de retraités, la rémunération garantie du capital assuré ou le taux de conversion, doivent également être pris en compte.

Garder les objectifs à l'œil

Un changement dans le modèle de prévoyance – entre caisse de pension indépendante, fondation collective ou commune, ou assurance complète – peut être judicieux si la situation de l'entreprise ou les conditions cadres juridiques se modifient. Un changement de fournisseur, à prestations constantes, peut également s'avérer avantageux à l'expiration du contrat (d'une durée en général de trois à cinq ans), si le régime se révèle inapproprié ou n'est plus compétitif. Par ailleurs, il est bon de régulièrement remettre en question les arguments en faveur de l'indépendance, de l'autonomie partielle ou de l'assurance complète. Une caisse de pension peut à tout moment être partiellement ou totalement liquidée, les actifs étant alors transférés vers un autre modèle, mais le processus peut prendre un certain temps.

Les solutions de prévoyance font plus que jamais partie d'une offre d'embauche attrayante, et doivent donc être bien réfléchies. Apprenez-en plus dans notre publication *2^e pilier, une décision complexe – un guide pour les entreprises*.

L'économie mondiale se stabilise

Daniel Kalt, économiste en chef Suisse

L'an passé, la conjoncture industrielle dans le monde a perdu beaucoup de son élan. Globalement, cependant l'économie mondiale devrait se stabiliser au premier semestre, et ainsi amorcer une phase de croissance légèrement inférieure à la tendance.

Début 2020, la conjoncture mondiale sera déterminée essentiellement par deux facteurs. D'une part, les tensions géopolitiques qui perdurent depuis 2018 (conflit commercial, Brexit, Moyen-Orient...) découragent beaucoup d'entreprises d'investir, et pèsent donc sur le commerce mondial. D'un autre côté, dans presque toutes les grandes économies, l'économie intérieure est tirée par la politique monétaire, redevenue très expansionniste, et par la bonne dynamique de l'emploi et de la consommation.

Aux États-Unis, le président Donald Trump, attaqué politiquement, agit de manière quelque peu erratique en cette année d'élection. Mais l'économie américaine elle aussi traverse actuellement une période de faiblesse – principalement dans l'industrie manufacturière et exportatrice. Cela dit, l'industrie ne représente plus qu'environ 15% du PIB américain; les secteurs beaucoup plus importants que sont la consommation, les services et le bâtiment sont soutenus par les baisses récentes – et peut-être prochaines – des taux d'intérêt de la banque centrale américaine. Nous estimons donc que le ralentissement économique sera surmonté d'ici l'été, lorsque la campagne électorale battra son plein.

Comme les États-Unis, les pays européens connaissent actuellement un trou d'air économique. Celui-ci est beaucoup plus marqué dans les économies fortement industrielles et exportatrices, telle l'Allemagne, que dans les pays plus tournés vers le marché intérieur comme la France, l'Espagne ou l'Italie. Sous la direction de sa nouvelle présidente, Christine Lagarde, la Banque centrale européenne devrait continuer de mener une politique monétaire très accommodante.

L'industrie ne représente plus qu'environ 15% du PIB américain.

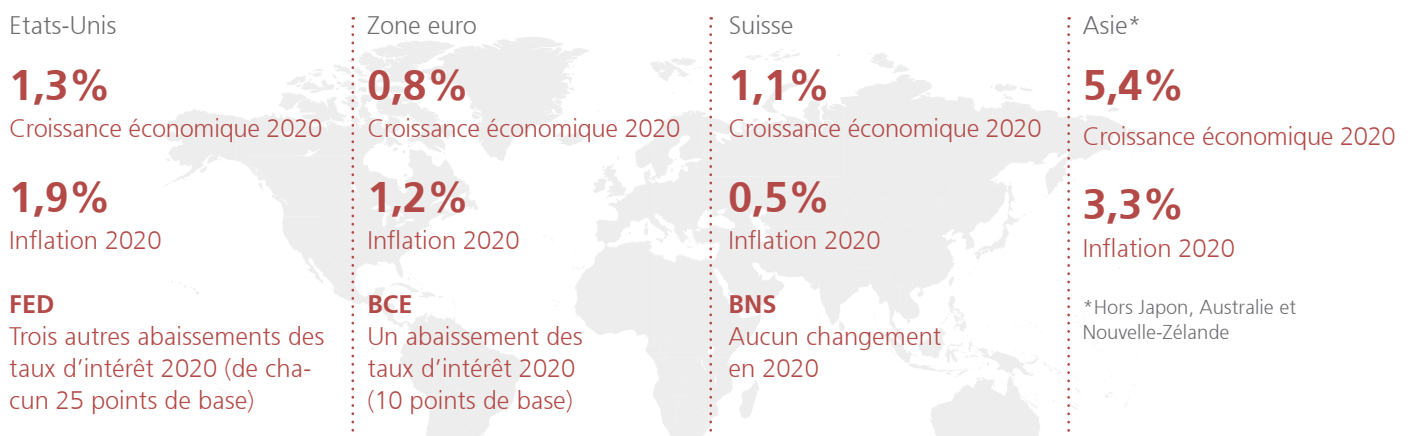
En Asie, la Chine, pays le plus durement touché par le conflit commercial, engage des mesures de relance mesurées pour maintenir la croissance du PIB (réel) à son objectif d'environ 6%. Même si certains pays, les plus exposés, sont particulièrement affectés par le fléchissement du cycle d'investissement, nous tablons sur une stabilisation de la croissance en Asie au second semestre.

Aperçu de nos prévisions économiques

21 janvier 2020

Vous trouverez des prévisions détaillées sur l'économie suisse sous:

www.ubs.com/outlook-ch-fr



Source: UBS

Perspectives incertaines pour 2020

Alessandro Bee, économiste

Cette année, l'économie suisse devrait progresser de 1,1%, en dessous de son potentiel, après une croissance de 0,8% en 2019. La politique économique mondiale continuera de jeter une ombre sur la conjoncture en Suisse. L'économie suisse sera néanmoins soutenue par un marché du travail robuste et une inflation faible, d'environ 0,5%.

L'année dernière, elle a été affectée par le différend commercial sino-américain, les tergiversations du Brexit et la morosité conjoncturelle dans la zone euro. Un atterrissage brutal a pu être évité grâce aux baisses de taux pratiquées par les banques centrales et au dynamisme du marché du travail en Suisse. Pour 2019, nous estimons la croissance du PIB suisse à 0,8%, soit nettement moins que l'année précédente, où il avait progressé de 2,8%.

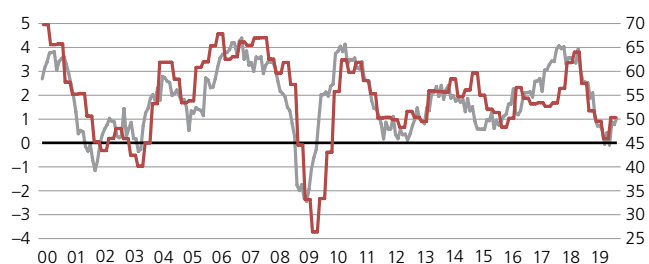
En 2020 aussi, l'économie mondiale – et peut-être la géopolitique – continuera de menacer l'économie suisse. Nous tablons sur une légère accélération de sa croissance (+1,1%), encore bien en deçà de son potentiel de long terme, entre 1,5 et 1,75%. Il est toutefois difficile d'estimer dans quelle direction l'économie et la géopolitique évolueront effectivement; aussi, les pronostics pour l'économie suisse sont fragiles.

Le commerce extérieur, un terrain miné

Les effets des taxes douanières imposées l'an dernier perdureront ces prochains trimestres, pesant sur la croissance en Chine comme aux États-Unis. Cela ne manquera pas d'affecter les exportations et les investissements suisses.

Légère amélioration du moral de l'industrie – légère accélération de la croissance du PIB

Croissance du produit intérieur brut suisse sur un an (en %) et indice des directeurs d'achat de l'industrie



— Croissance du PIB, en rythme annuel (éch. de gauche)
— Indice des directeurs d'achat (éch. de droite)

Sources: Macrobond, UBS

Cependant, l'accord commercial provisoire (phase 1 de l'accord) laisse espérer que le pire du conflit commercial est derrière nous, et que l'incertitude économique diminuera en 2020. Ce serait une lumière au bout du tunnel pour le commerce mondial et les exportateurs suisses.

1,1%
Croissance du PIB suisse attendue pour 2020.

Dans la zone euro, le moral de l'industrie était morose en 2019. Outre les incertitudes alimentées par le Brexit et le différend commercial, cela s'explique par le trou d'air de l'industrie automobile européenne. Une fin rapide au différend commercial sino-américain et un Brexit réussi devraient remonter le moral des entreprises, ce qui profiterait également au commerce extérieur de la Suisse. Une entente entre les États-Unis et la Chine comporte toutefois le risque que le protectionnisme américain récemment réveillé se retourne vers l'Europe.

Le consommateur, acteur de la relance

Dans un contexte de commerce international difficile, la consommation est un pilier crucial de soutien à la conjoncture. Elle devrait pouvoir assumer ce rôle, grâce à un marché du travail toujours robuste. Pour 2020, nous prévoyons une inflation modeste (+0,5%), ce qui signifie que les ménages verront leurs salaires réels augmenter. La croissance économique en Suisse, l'an passé mais aussi cette année, est nettement inférieure à son potentiel de long terme. En raison du faible taux d'exploitation des capacités, il n'y a pas de pression sur les prix, et donc pratiquement aucune inflation.



Rapport détaillé:
ubs.com/outlook-ch-fr

La baisse des taux directeurs se poursuivra-t-elle?

Alessandro Bee, économiste, Thomas Flury, stratège

Si la BCE et la Fed réduisent encore leurs taux d'intérêt en mars, la BNS n'aura pas d'autre choix que de les imiter. Si la BCE y renonce ou repousse une réduction des taux directeurs, la question ne sera plus à l'ordre du jour pour la BNS. Toute augmentation semble toutefois exclue; les taux à long terme resteront eux aussi très modestes. Si l'économie est fragile, le franc tend à s'apprécier, cette année face au dollar US plutôt qu'à l'euro.

Le revirement de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) a marqué l'année 2019. L'intensification des risques économiques et l'inflation toujours très faible ont incité les banques centrales à abandonner pour l'instant la normalisation de la politique monétaire, et à abaisser leurs taux d'intérêt – la Fed à trois reprises de 0,25%, la BCE de 0,1%.

Si l'économie américaine faiblit notablement ces prochains trimestres, la Fed devrait encore réduire son taux directeur. L'atonie des données économiques dans la zone euro pourrait également amener la BCE à annoncer une nouvelle baisse des taux en mars. Dans ce contexte, la Banque nationale suisse (BNS) devrait, de nouveau, réduire ses propres taux d'intérêt de 25 points de base, à -1%, et reprendre ses interventions sur les marchés des changes pour empêcher une remontée du franc suisse. Si, en revanche, le ralentissement économique de la zone euro s'avère modéré, et que la BCE décide de ne pas abaisser ses taux en mars ou de repousser la baisse de ses taux, il n'en serait plus non plus question pour la BNS.

Si l'économie américaine faiblit notablement ces prochains trimestres, la Fed devrait encore réduire son taux directeur. L'atonie des données économiques dans la zone euro pourrait également amener la BCE à annoncer une nouvelle baisse des taux. Dans ce contexte, la Banque nationale suisse (BNS) devrait, de nouveau, réduire ses propres taux d'intérêt de 25 points de base, à -1%, et reprendre ses interventions sur les marchés des changes pour empêcher une remontée du franc suisse. Si, en revanche, le ralentissement économique de la zone euro s'avère modéré, et que la BCE décide de ne pas abaisser ses taux, il n'en serait plus non plus question pour la BNS.

La hausse des taux d'intérêt, une chimère

Même si les banques centrales s'abstiennent d'abaisser davantage leurs taux d'intérêt cette année, toute hausse des taux en Europe est hautement improbable. Avec le ralentissement économique en 2019 et 2020, l'espoir d'une normalisation rapide de la politique monétaire a été anéanti. La politique de taux d'intérêt négatifs devrait se poursuivre dans la zone euro – et donc en Suisse – à moyen terme.

Cela se reflétera dans le rendement des obligations d'Etat suisses, qui devrait rester minimale en 2020. Seul un nouveau revirement des banques centrales – cette fois dans le sens d'une hausse – donnerait un coup de fouet au rendement des obligations d'Etat. Néanmoins, au vu de l'attitude très prudente des protagonistes (en particulier la BNS), ce serait une grosse surprise. Une stagnation des taux d'intérêt des obligations de long terme est plus vraisemblable.

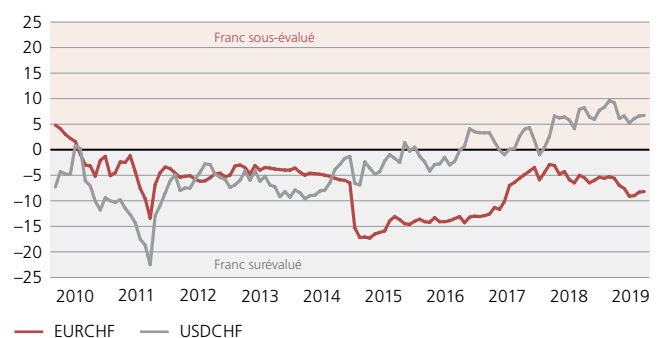
Appréciation du franc – face à l'USD plus que face à l'EUR

Dans un contexte de baisse possible des taux directeurs et d'une croissance du PIB mondial inférieure à la moyenne, le franc suisse devrait tendre à la hausse ces prochains trimestres. La BNS est toutefois prête à intervenir au besoin contre une forte appréciation du franc vis-à-vis de l'euro. Cependant, le franc est déjà surévalué par rapport à ce dernier, ce qui signifie que le cours EURCHF tournerait autour de son niveau actuel à moyen terme.

Il en va différemment par rapport au dollar US. Le franc étant aujourd'hui largement sous-évalué face au billet vert, il recèle un fort potentiel d'appréciation. A cela s'ajoute qu'après les baisses de taux de la Fed l'an dernier, l'écart avec les taux directeurs suisses s'est rétréci; le dollar pourrait donc bien se déprécier vis-à-vis du franc suisse.

Le franc surévalué par rapport à l'euro et sous-évalué par rapport au dollar US

Ecart du franc suisse par rapport à sa juste valeur (parité de pouvoir d'achat) vis-à-vis de l'euro et du dollar US (en %)



Sources: Macrobond, UBS

Le secteur tertiaire stabilise l'économie

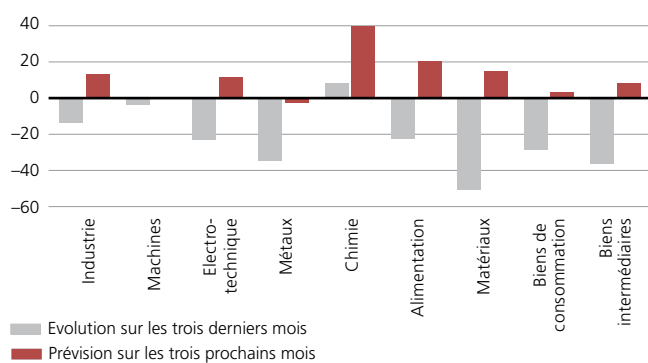
Sibille Duss, économiste

Au 4^e trimestre, la situation économique s'est dégradée dans l'industrie. En revanche, elle est jugée bonne par les prestataires de services. Si les recettes ont légèrement augmenté dans l'industrie, la pression sur les marges s'est encore accentuée dans le secteur des services.

Depuis août 2018, la situation économique s'est régulièrement dégradée pour les entreprises industrielles, qui ne la jugeaient plus que «bonne» en novembre 2019. La dégradation se fait notamment sentir dans le recul, sur un an, des commandes, des recettes et du niveau de production. En outre, le ralentissement conjoncturel dans les marchés d'exportation et le conflit commercial sino-américain pèsent sur les commandes de l'étranger, à leur niveau le plus bas depuis mi-2017.

Entrée des commandes dans le secteur de l'industrie

Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

Tendance baissière dans l'industrie

La baisse tendancielle se fait également sentir dans les différents sous-secteurs industriels, quoique à différents degrés. Ce sont les entreprises MEM (métaux, machines, appareils électriques) qui jugent la situation la plus défavorable, la métallurgie étant la plus affectée. De l'autre côté, la plupart des entreprises agroalimentaires estiment leur situation économique plutôt bonne. Comme la branche MEM est plus cyclique que la chimie ou l'agroalimentaire, elle est naturellement plus touchée par le ralentissement actuel.

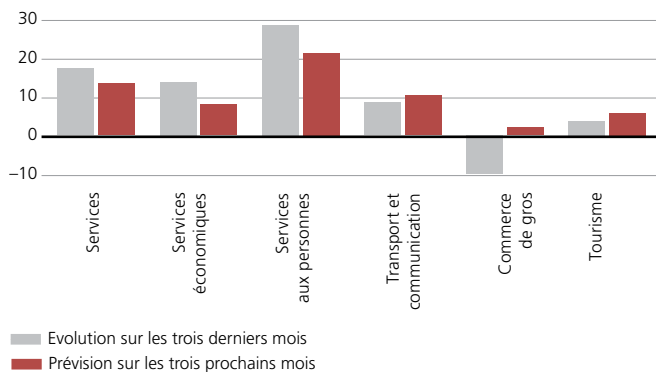
Bonne dynamique dans le commerce de détail

La situation des entreprises de services est un peu meilleure que dans l'industrie au 4^e trimestre. Leur situation économique est jugée un peu meilleure, de même que les chiffres d'affaires et la demande.

Dans le tertiaire également, la dynamique varie selon les sous-secteurs. Si beaucoup d'entreprises – surtout dans le commerce de gros – n'ont pas été épargnées par le ralentissement conjoncturel, le commerce de détail est reparti à la hausse. La situation économique s'est quelque peu détendue, et les chiffres d'affaires se sont améliorés pour la première fois depuis mi-2018. Néanmoins, les entreprises craignent une baisse des ventes au 1^{er} trimestre 2020 (corrigée des variations saisonnières de la période de Noël) et des prix en légère baisse, ce qui se reflétera sur les chiffres d'affaires et pourrait mettre fin à la remontée.

Demande dans le secteur des services

Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par l'activité Global Wealth Management d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse ou ses entreprises associées («UBS»)).

Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales conçues pour favoriser **l'indépendance de la recherche financière**.

Informations générales sur la recherche financière et les risques:

Cette publication vous est adressée 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 figurant ici ne constitue pas une recommandation personnelle ni ne prend en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins particuliers de chaque destinataire de ladite publication. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Elle repose sur de nombreuses hypothèses. 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 informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations et opinions ainsi que les prévisions, estimations et prix du marché indiqués correspondent à la date du présent rapport et peuvent varier sans préavis. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires.

Dans aucune circonstance, ce document ou toute information y figurant (y compris les prévisions, valeurs, indices ou autre montant calculé («Valeurs»)) ne peut être utilisé aux fins suivantes: (i) fins d'évaluation ou de comptabilisation; (ii) pour déterminer les montants dus ou payables, le prix ou la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) pour mesurer la performance d'un instrument financier, notamment aux fins de suivre le rendement ou la performance d'une Valeur, définir l'allocation d'actifs d'un portefeuille ou calculer les commissions de performance. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il renferme, il sera considéré que vous certifiez à UBS que vous n'utiliserez pas ce document, ou que vous ne vous appuyez pas sur lesdites informations, quelles qu'elles soient, pour aucune des fins susmentionnées. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, soit pour l'instrument de placement lui-même, soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. 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 vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. 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 fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients 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. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité 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. Pour obtenir des informations sur la façon dont CIO gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Information importante relative à la stratégie d'investissement durable: les stratégies d'investissement durable visent à prendre en considération et à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement et la construction du portefeuille. Les différentes stratégies sur le plan géographique et des styles impliquent des analyses ESG et une intégration des résultats en conséquence. L'intégration de facteurs ESG ou de considérations dictées par l'investissement durable peut entraver la capacité du gestionnaire de portefeuille de saisir certaines opportunités de placement qui seraient sinon conformes à son objectif de placement et à d'autres stratégies de placement traditionnelles. Les rendements d'un portefeuille composé essentiellement d'investissements répondant aux critères ESG ou d'investissements durables peuvent être inférieurs ou supérieurs à ceux des portefeuilles qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG, de critères d'exclusion ou d'autres questions liées à l'investissement durable. En outre, dans ces portefeuilles, les opportunités d'investissement disponibles peuvent différer. Les entreprises peuvent ne pas nécessairement satisfaire aux normes de performance élevées pour tous les aspects ESG ou toutes les questions liées aux investissements durables; en outre, il n'existe aucune garantie que les entreprises répondent aux attentes dans le domaine de la responsabilité d'entreprise, du développement durable et/ou de la performance en termes d'impact.

Distribué aux US Persons par UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, filiales d'UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd et UBS Menkul Degerler AS sont des filiales d'UBS SA. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico est une filiale de UBS Financial Services Inc. **UBS Financial Services Inc. assume la responsabilité du contenu d'un rapport préparé par une filiale non américaine lorsqu'elle distribue des documents aux US Persons. Toutes les transactions d'une US Person dans les titres cités dans le**

présent document doivent être réalisées par un courtier/négociant enregistré aux Etats-Unis et affilié à UBS et non par le biais d'une filiale non américaine. Le contenu du présent document n'a pas été et ne sera pas approuvé par une autorité pour les instruments financiers ou pour les placements aux Etats-Unis ou ailleurs. UBS Financial Services Inc. n'agit pas en qualité de conseiller municipal en faveur de sociétés municipales ou de personnes obligées au sens de la Section 15B du Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») et les opinions et les vues exprimées dans le présent document ne doivent pas être interprétées comme un conseil ni ne constituent un conseil, au sens de la Municipal Advisor Rule.

Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces.

Allemagne: cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique selon le droit allemand. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information à la clientèle d'UBS Europe SE, Allemagne, dont le siège social est sis Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francfort-sur-le-Main. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisé par la Banque centrale européenne (BCE) et soumis à la surveillance de la BCE, de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank) et de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, dont le siège est sis Wächtergasse 1, A-1010 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité autrichienne des marchés financiers (Finanzmarktaufsicht), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **Bahreïn:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et d'investissement. **Brésil:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit brésilien ou une analyse financière selon la définition figurant dans le document Comissão de Valores Mobiliários («CVM») Instruction 598/2018. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. et/ou d'UBS Consenso Investimentos Ltda., des entités relevant de l'autorité de CVM. **Chine:** le présent document a été préparé par UBS Switzerland AG, sa filiale ou société affiliée offshore (collectivement «UBS Offshore»), une entité dont le siège est en dehors de Chine et qui n'est pas agréée, supervisée ou réglementée en Chine en vue de l'exercice d'activités bancaires ou sur titres ou de l'offre de conseils de placement sur titres en Chine. Le présent rapport ne doit pas être interprété comme une analyse concernant des titres spécifiques fournie par UBS Offshore. Le destinataire ne doit pas s'adresser aux analystes ou à UBS Offshore en vue d'un conseil en placement ni utiliser ce document ou les informations figurant dans le présent rapport pour prendre ses décisions de placement; UBS décline toute responsabilité à cet égard. **Danemark:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit danois. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhague, Danemark, enregistré auprès de l'Agence danoise du commerce et des sociétés, sous le numéro 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'Autorité danoise de surveillance financière (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **EAU:** UBS n'est pas autorisée dans les Emirats arabes unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats. UBS AG Dubai Branch est agréée dans le DIFC par le Dubai Financial Services Authority. **Espagne:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit espagnol. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid. UBS Europe SE, Sucursal en España est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité de surveillance espagnole (Banco de España), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. Elle est par ailleurs autorisée à fournir des services d'investissement en valeurs et instruments financiers, activité pour laquelle elle est aussi supervisée par la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea dûment autorisée par la BCE. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 132 974 556 euros, 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 des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Grèce:** UBS Switzerland AG et ses filiales («UBS») ne sont pas agréées en tant qu'établissement bancaire ou financier en vertu du droit grec et ne fournissent pas de services bancaires et financiers en Grèce. Par conséquent, UBS ne fournit ces services qu'au départ de succursales établies hors de Grèce. Ce document ne peut être considéré comme une offre publique faite ou à faire aux résidents de la Grèce. **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». UBS AG Hong Kong Branch est enregistrée en Suisse avec une responsabilité limitée. **Inde:** UBS Securities India Private Ltd. (numéro d'identification de l'entreprise U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Téléphone: +912261556000. Elle fournit des services de courtage avec le numéro d'enregistrement SEBI INZ000259830; des services bancaires d'investissement avec le numéro d'enregistrement SEBI: INM000010809 et des services d'analyse financière avec le numéro d'enregistrement SEBI: INH000001204. UBS SA, ses filiales et sociétés affiliées peuvent posséder des dettes ou positions dans la société/les sociétés indienne(s) mentionnée(s). Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses filiales et sociétés affiliées peuvent avoir reçu une indemnisation pour des services liés à des titres ne relevant pas de la banque d'affaires et/ou des services non liés à des titres de la société/des sociétés indienne(s) mentionnée(s). La société/les sociétés en question peut/peuvent avoir été un client/des clients d'UBS SA, ses filiales ou sociétés affiliées durant les douze mois précédant la date de distribution du rapport d'analyse dans le cadre de services liés à des titres relevant ou non de la banque d'affaires et/ou des services non liés à des titres. S'agissant des informations sur les associés, veuillez vous reporter au rapport annuel disponible à l'adresse: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html. **Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande:** ce document vous a été fourni en réponse à une demande que vous ou des personnes habilitées à agir en votre nom avez faite à UBS. Si vous avez reçu le document par erreur, UBS vous demande de bien vouloir le détruire/supprimer et en informer UBS immédiatement. Toute transaction exécutée par UBS et tout conseil fourni par UBS à ce sujet en vertu du document ne vous aura été fourni qu'à votre demande

spécifique ou exécutée selon vos instructions spécifiques, le cas échéant, et peut être considéré(e) comme tel(le) par UBS et par vous. Il se peut que le document n'ait pas été examiné, approuvé, désapprouvé ou validé par une autorité financière ou réglementaire de votre juridiction. Les investissements concernés seront soumis à des restrictions et obligations en matière de transfert, comme indiqué dans le document; en recevant ledit document, vous vous engagez à respecter pleinement ces restrictions et obligations. Nous vous conseillons d'étudier attentivement votre objectif d'investissement, votre propension au risque et votre situation personnelle au regard du risque de l'investissement et de vous assurer que vous comprenez et faites preuve de diligence et de jugement dans l'examen de ces différents éléments. Nous vous recommandons de consulter des professionnels indépendants en cas de doute. **Israël:** UBS est un établissement financier international de tout premier ordre qui offre des services de gestion de fortune, de gestion d'actifs et d'investissement banking à partir de son siège en Suisse et dans plus de 50 pays aux particuliers, aux entreprises et aux investisseurs institutionnels. En Israël, UBS est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd., une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd. est un Portfolio Manager titulaire d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. La présente publication est fournie à titre d'information uniquement et ne constitue aucune incitation ou offre d'achat. En outre, cette publication ne constitue pas un conseil en placement et/ou marketing d'investissement et ne saurait se substituer à un conseil en placement et/ou marketing d'investissement fourni par le titulaire de la licence concerné, et adapté aux besoins de chaque personne. Le terme «conseil» et/ou ses dérivés doivent être lu et interprété au regard de la définition du terme «marketing d'investissement» tel que défini dans la réglementation israélienne du conseil en investissement, marketing d'investissement et loi relative à la gestion de portefeuille, 1995 (Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 1995). **Italie:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit italien. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Succursale Italia, dont le siège est sis Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Milan. UBS Europe SE, Succursale Italia est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité italienne des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de la Banque d'Italie (Banca d'Italia) et de l'autorité de surveillance des marchés financiers (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, l'établissement principal de Jersey Branch est situé 1, IFC Jersey, Saint-Héliér, Jersey, JE2 3BX. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, dont le siège est sis 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de la Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg, auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **Mexique:** le présent document est distribué par UBS Asesores México, S.A. de C.V. («UBS Asesores»), une société affiliée d'UBS Switzerland AG, constituée en tant que conseiller en investissements non indépendant en vertu de la loi régissant le marché des valeurs mobilières du fait de sa relation avec une banque étrangère. UBS Asesores est une entité réglementée soumise à la surveillance de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores («CNBV»), qui réglemente exclusivement UBS Asesores concernant la fourniture de services de gestion de portefeuille, ainsi qu'en regard aux services de conseil en matière d'investissements en titres, d'analyse et d'émission de recommandations de placement individuelles, de sorte que la CNBV ne dispose d'aucun pouvoir de surveillance, notamment sur tout autre service fourni par UBS Asesores. UBS Asesores est enregistrée devant la CNBV sous le numéro 30060. La présente publication ou documentation d'UBS vous a été fournie car vous avez indiqué à UBS Asesores être un Investisseur qualifié sophistiqué établi au Mexique. La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par les cadres dirigeants du service d'analyse et par la direction d'une entité d'UBS Groupe à laquelle ledit/lesdits analystes est/sont rattaché(s). **Nigeria:** UBS Switzerland AG ainsi que ses filiales («UBS») ne sont pas agréées, supervisées ni réglementées au Nigeria par la Banque centrale du Nigeria (CBN) ou par la Commission boursière nigériane (SEC); elles n'exercent pas d'activités bancaires ou d'activités d'investissement au Nigeria. **Portugal:** UBS Switzerland AG n'est pas agréée pour exercer des activités bancaires et financières au Portugal et UBS Switzerland AG n'est pas non plus placée sous la surveillance des autorités de réglementation portugaises (Banque du Portugal «Banco de Portugal» et Commission des opérations de bourse «Comissão do Mercado de Valores Mobiliários»). **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Veuillez faire savoir à UBS si vous ne souhaitez plus recevoir de communication. **Royaume-Uni:** le présent document a été émis par UBS Wealth Management, une division d'UBS SA, autorisée et réglementée en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Au Royaume-Uni, UBS AG est autorisée par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de la réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle de détail d'UBS Wealth Management. **Singapour:** ce document vous a été fourni en réponse à une demande que vous ou des personnes habilitées à agir en votre nom avez faite à UBS. Si vous avez reçu le document par erreur, UBS vous demande de bien vouloir le détruire/supprimer et en informer UBS immédiatement. Les clients d'UBS AG Singapour Branch sont priés de contacter UBS AG Singapour Branch, laquelle est un conseiller financier exempté en vertu du Singapore Financial Act (Cap. 110), une banque de commerce en gros autorisée par le Singapore Banking Act (Cap. 19) et une entité réglementée par la Monetary Authority of Singapore, pour toute question liée à, ou résultant de, l'analyse ou du rapport. **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois. Elle est distribuée uniquement aux clients d'UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects.

Version 06/2019. CIO82652744

© UBS 2020. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.