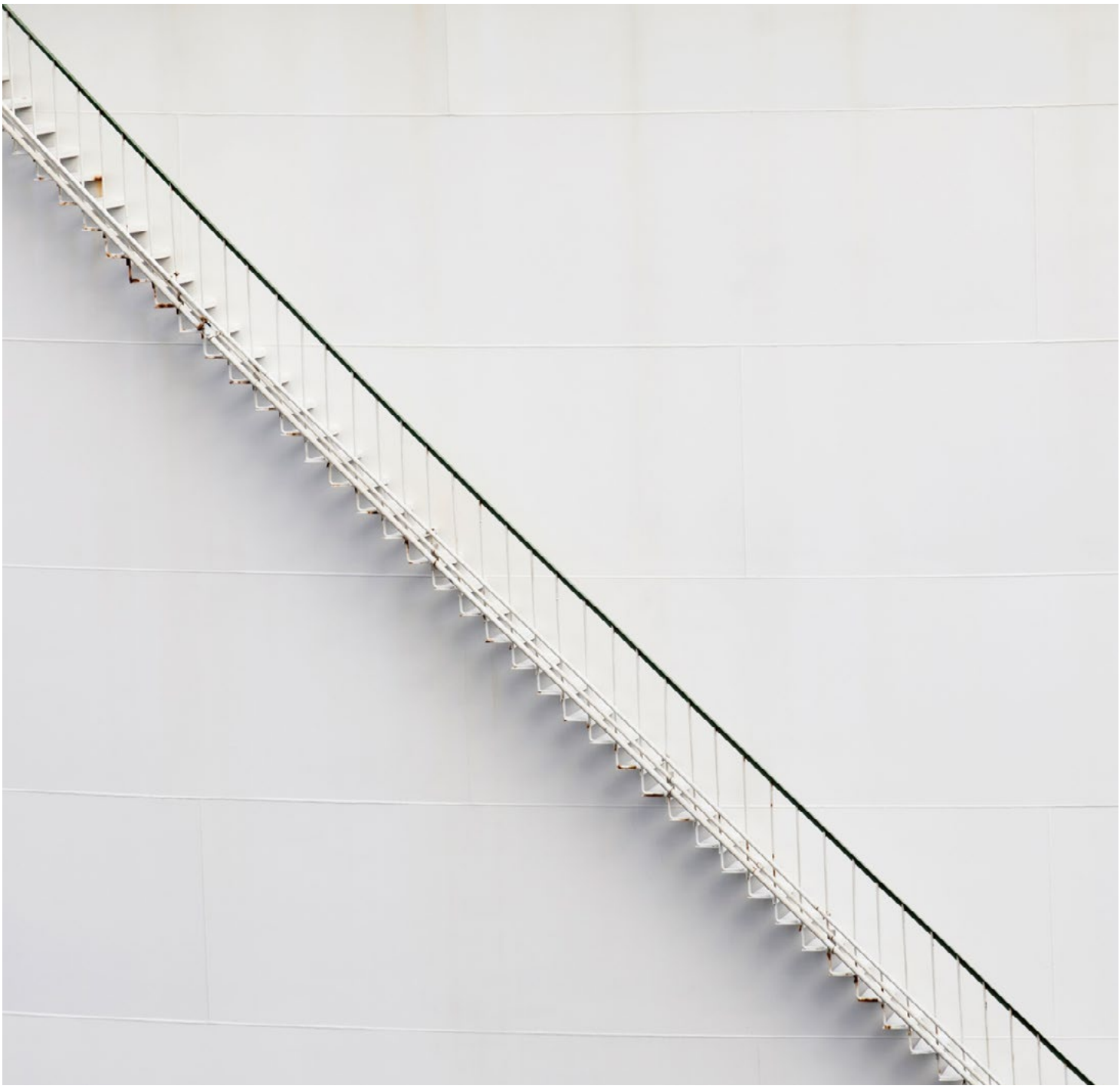
UBS Outlook Suisse

Sujet principale: Taux d'intérêt négatifs

Novembre 2019
Chief Investment Office GWM
Analyse financière



Version courte
Pour les investisseurs domiciliés en Suisse

UBS

UBS Outlook Suisse
Quatrième trimestre 2019

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
22 octobre 2019

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,

Les taux d'intérêt négatifs, introduits en 2015 en tant que mesure d'urgence temporaire, se sont bel et bien installés pour durer – et constituent désormais un sérieux problème pour l'économie suisse. C'est la conclusion qui ressort clairement de notre enquête auprès de quelque 2500 PME suisses à propos des taux d'intérêt négatifs:

Seule une fraction des répondants estime que l'objectif originel des taux d'intérêt négatifs – protéger le franc d'une appréciation excessive – est encore pertinent. Premièrement, parce que le taux de change, en grande partie, n'en est pas directement affecté; deuxièmement, parce que pour tout exportateur qui se réjouit d'un affaiblissement du franc suisse, il y a un importateur qui, lui, en souffre. D'après la majorité des entreprises interrogées, les bénéfices toujours plus ténus des taux d'intérêt négatifs sont remplacés par des effets toujours plus délétères. Outre les distorsions du marché immobilier, beaucoup considèrent que la charge pesant sur les épargnants privés et le système de prévoyance suisse – notamment le deuxième pilier – est particulièrement dangereuse. Même si, dans le contexte économique actuel, il semble difficile de sortir rapidement de la politique de taux d'intérêt négatifs, les résultats de l'enquête donnent à penser que la poursuivre à long terme n'est pas dans l'intérêt général de la Suisse.

Ce numéro d'*UBS Outlook Suisse* vous parvient pour la première fois en mini-format, comprenant de brèves descriptions des principaux contenus ainsi que des liens et codes QR renvoyant aux articles sur notre plateforme en ligne. La publication en ligne nous permet de mettre à jour nos pronostics en continu et en temps réel, de sorte qu'ils ne soient pas déjà dépassés lors de la livraison de la version imprimée (comme cela a déjà été le cas plus d'une fois). Par ailleurs, cela contribue à réduire la consommation de ressources de plus en plus précieuses – bois et énergie.

Vous trouverez les résultats détaillés de notre enquête ainsi que toutes nos autres analyses et prévisions sur l'économie, les taux d'intérêt et les marchés des changes sous www.ubs.com/outlook-ch-fr.

Bonne lecture!

Les entreprises jugent les taux d'intérêt négatifs nuisibles

Sibille Duss, économiste

La plupart des entreprises suisses ne sont affectées ni en bien ni en mal par la politique monétaire actuelle de la Banque nationale suisse. Cependant, pour l'économie dans son ensemble, la majorité d'entre elles estiment que ses coûts dépassent ses bénéfices. En particulier, la situation financière de la prévoyance professionnelle et la faible rémunération de l'épargne suscitent des inquiétudes.

Après cinq années de taux d'intérêt négatifs imposés par la Banque nationale suisse (BNS), rien n'indique que cela s'achèvera dans un avenir proche. Au contraire, les principales banques centrales dans le monde ont récemment adopté des mesures encore plus expansionnistes. Dans ce contexte, nous avons effectué un sondage auprès de 2500 cadres dirigeants et chefs d'entreprises suisses, pour connaître leur avis sur l'impact des taux d'intérêt négatifs sur leur entreprise et sur l'ensemble de l'économie suisse.

Le plus grave problème: la faible rémunération des liquidités

Interrogées sur l'impact des taux d'intérêt négatifs sur leur exploitation, la majorité des entreprises affirment ne pas être directement affectées. 25% souffrent des taux d'intérêt faibles voire négatifs sur leurs liquidités et les dépôts d'épargne, et un tiers environ en ressentent les effets indirectement, par le biais de leur caisse de pension. Peu d'entreprises se déclarent affectées – en bien ou en mal – par la hausse des prix de l'immobilier et par la diminution des charges d'intérêts sur les emprunts non garantis. Quel que soit le secteur d'activité, la faible rémunération des actifs liquides est le sujet dominant.

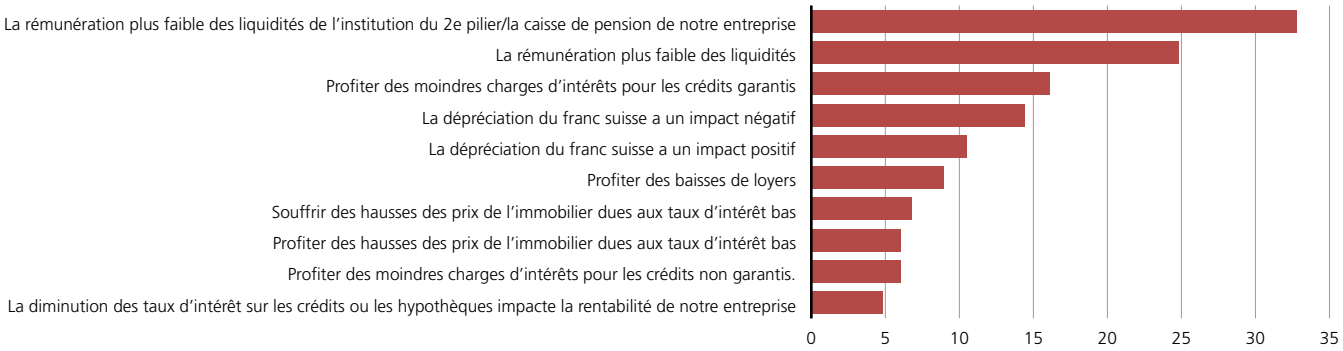
Sans grande surprise, 51% des entreprises du secteur de l'immobilier s'estiment avantagées par les taux d'intérêt bas sur les prêts garantis. La plupart n'ont toutefois pas contracté de prêts garantis ou non garantis, ce qui correspond aux études du Secrétariat d'État à l'économie.[1] En outre, la phase actuelle de taux d'intérêt ultrabas a peu d'impact sur les activités d'investissement des entreprises: pour environ 80% d'entre elles, celles-ci n'ont pas varié ces cinq dernières années, par rapport aux cinq années précédentes.

[1] Etude sur le financement des PME en Suisse 2016, Secrétariat d'État à l'économie, Berne, 2017

Figure 1

Dans quels domaines votre entreprise est-elle impactée par les taux d'intérêt bas ou négatifs?

2504 réponses, plusieurs réponses possibles; en %



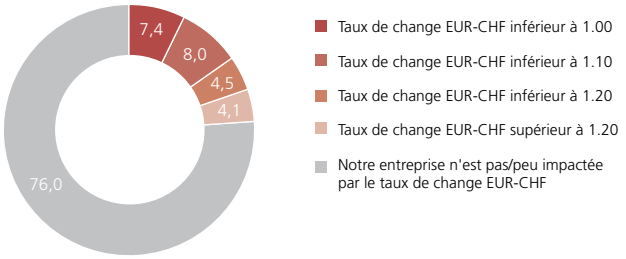
Sources: Intervista AG, UBS

La majorité des entreprises non concernées par les fluctuations des taux de change
La BNS justifie sa politique monétaire par la faiblesse de l'inflation et la surévaluation du franc suisse. 81% des entreprises interrogées sont orientées exclusivement vers le marché intérieur ou exportent moins de 10% de leur chiffre d'affaires. Celles qui en exportent plus de la moitié représentent moins de 10% des répondants à l'enquête. Aussi, les trois quarts des entreprises interrogées ne sont pas directement affectées par le taux de change EURCHF, et même 86% pour le taux USDCHF. Le fait que davantage sont concernées par l'EURCHF plutôt que par l'USDCHF reflète l'importance de la zone euro en tant que premier partenaire commercial de la Suisse.

Figure 2

Quel taux de change occasionne des pertes pour votre entreprise?

2194 réponses, en %



Sources: Intervista AG, UBS

Figure 3

Votre entreprise verse-t-elle des intérêts négatifs à au moins l'une de vos banques?

2185 réponses, en %

Sources: Intervista AG, UBS

Parmi les entreprises dépendantes du taux de change EURCHF, environ 15% tomberaient dans le rouge s'il descendait en dessous de 1.10, contre près de la moitié des entreprises très orientées vers l'export. Sans surprise, la proportion d'entreprises qui souffriraient d'un taux EURCHF inférieur à 1.10 augmente avec la part des exportations dans leur chiffre d'affaires.

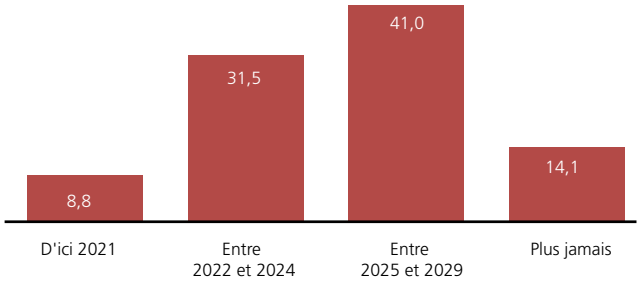
Peu d'entreprises paient des intérêts négatifs
Seulement 14% des répondants paient des intérêts négatifs à leur banque sur leurs liquidités et leurs dépôts d'épargne. Néanmoins, ce taux augmente avec la taille de l'entreprise. Ainsi, pour des effectifs entre 50 et 250 salariés, il atteint 20%, et 25% pour les entreprises comptant plus de 250 salariés. Les prestataires de services financiers sont à peine un tiers à se déclarer affectés par les paiements d'intérêts négatifs.

Un cinquième des entreprises payant des intérêts négatifs (21%) ont agi en conséquence et retiré leurs liquidités de la banque. Parmi les entreprises qui ne paient pas encore d'intérêts négatifs, près de la moitié procéderaient de la même manière si le cas se présentait.

Figure 4

Quand tablez-vous sur le retour à des taux directeurs positifs par la BNS?

1687 réponses, en %

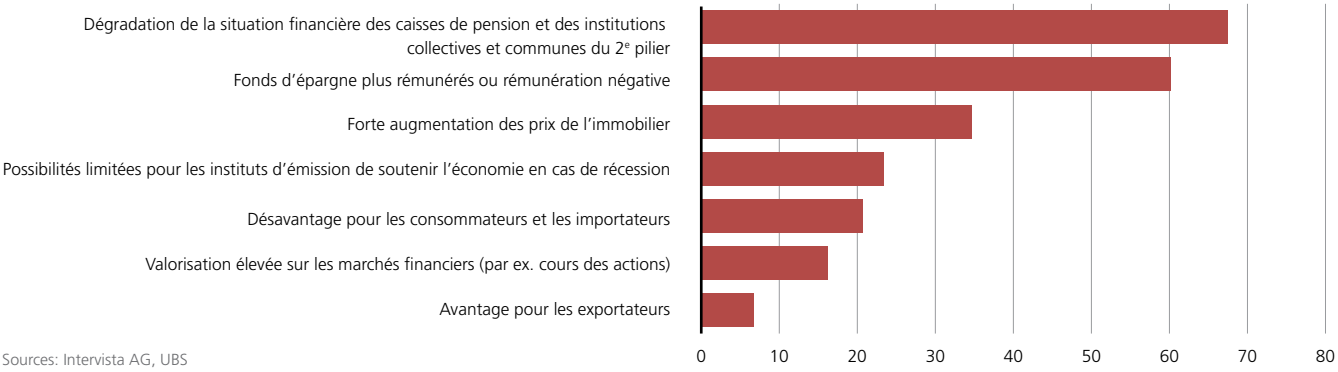


Sources: Intervista AG, UBS

Figure 5

Quels impacts des taux d'intérêt bas vous inquiètent pour l'avenir?

2504 réponses, plusieurs réponses possibles; en %



Sources: Intervista AG, UBS

La situation financière des CP, principale préoccupation

En remontant le montant exonéré en septembre, la BNS a quelque peu atténué l'impact de sa politique de taux négatifs, tout en soulignant que ceux-ci allaient perdurer encore longtemps. Environ un tiers des entreprises interrogées ne tablent pas sur des taux directeurs positifs avant 2022; 41% situent la remontée entre 2025 et 2029.

Interrogées sur les inquiétudes suscitées par les taux négatifs, environ les deux tiers mentionnent la dégradation de la situation financière des institutions de prévoyance du 2e pilier. Le fait que l'épargne n'est plus rémunérée arrive en deuxième place (60%). Une éventuelle redistribution et l'avantage conféré aux exportateurs par la politique monétaire actuelle ne dérangent toutefois que 7% des entreprises. De même, la redistribution au détriment des consommateurs est peu mentionnée (21%). La valorisation élevée des marchés financiers n'est perçue comme un problème que par 16% des répondants; en revanche, la hausse des prix de l'immobilier inquiète près d'un tiers des entreprises. On affirme souvent qu'avec la politique de taux d'intérêt négatifs actuelle, les banques centrales ne disposent plus des outils nécessaires pour soutenir l'économie en cas de récession. C'est aussi l'avis d'un quart des entreprises interrogées.

Des effets négatifs sur l'économie nationale

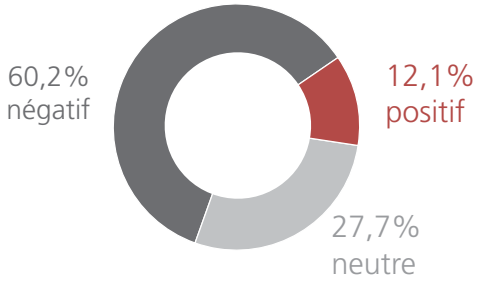
Interrogés sur les coûts et bénéfices de la politique de taux d'intérêt négatifs, la plupart des répondants ont qualifié l'impact de neutre ou d'équilibré pour leur entreprise (59%). Pour un tiers des entreprises toutefois, les coûts sont supérieurs aux avantages. Cette proportion est la plus élevée dans le secteur manufacturier et les services financiers (29% et 42% respectivement). Parmi les entreprises qui exportent plus de la moitié de leur chiffre d'affaires, un tiers à peine constatent des effets négatifs directs et seulement 18% un effet positif. Plus les entreprises sont grandes, plus elles jugent sévèrement la politique monétaire actuelle.

Pour ce qui est de l'impact sur l'ensemble de l'économie, les entreprises interrogées sont là aussi beaucoup plus critiques. Pour près des deux tiers d'entre elles, les coûts sont supérieurs aux bénéfices; seulement 12% sont de l'avis contraire. Les secteurs des transports et communications (68%) et de la santé (64%) sont les plus sévères envers la politique actuelle. Les entreprises dont la part des exportations dépasse 50% sont les plus nombreuses (20%) à juger globalement profitable la politique actuelle. Ce sont d'ailleurs elles qui ont le plus à y gagner.

Figure 6

Comment jugez-vous l'impact global des taux d'intérêt négatifs (y compris de la dépréciation du franc suisse associée) sous l'angle du profil coûts/bénéfices sur l'économie suisse?

2116 réponses, en %



Sources: Intervista AG, UBS

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

Récession dans l'industrie, risque de contagion

Daniel Kalt, économiste en chef Suisse

Malgré les mesures de la Réserve fédérale américaine, la croissance économique aux États-Unis devrait continuer de s'affaiblir. En Europe aussi, le risque de ralentissement conjoncturel augmente, sur fond d'incertitudes géopolitiques. La Banque centrale européenne devrait donc abaisser de nouveau ses taux d'intérêt.

L'intensification du conflit commercial au cours de l'été a entraîné une véritable récession dans plusieurs branches de l'industrie cet automne. Comme le secteur manufacturier ne représente que 15 à 25% du PIB des économies développées, et que la consommation des ménages et le secteur tertiaire restent relativement robustes, le monde n'a pas encore basculé dans une récession généralisée. Il reste à voir dans quelle mesure les banques centrales parviendront à éviter cette issue, à force de mesures toujours plus expansionnistes.

L'économie américaine, généralement considérée comme très dépendante de la consommation et relativement peu vulnérable au commerce extérieur, a jusqu'à présent remarquablement bien résisté face aux menaces de récession. Or, c'est cela même qui semble encourager le président Donald Trump à attiser les tensions commerciales. A cela s'ajoute que la Réserve fédérale – contrairement à ses homologues européennes – dispose encore d'une certaine latitude dans la réduction de ses taux directeurs. Si l'économie américaine a affiché une croissance respectable en 2018 (un peu moins de 3%), celle-ci devrait retomber à moins de 2% cette année et ne devrait pas dépasser 1,5% l'an prochain.

Or, la situation en Europe est encore moins réjouissante. L'économie allemande, fortement axée sur les exportations et les biens d'équipement, commence à souffrir de l'incertitude liée au conflit commercial et au laborieux Brexit, et est au bord d'une véritable récession. Entre-temps, plusieurs pays d'Europe méridionale semblent mieux s'en sortir que l'ancien élève modèle de l'UE. Même si, en toute probabilité, la Banque centrale européenne abaissera encore davantage ses taux d'intérêt, il y a peu de chances qu'elle parvienne à empêcher la croissance économique de tomber en dessous de 1%.

L'intensification du conflit commercial au cours de l'été a entraîné une véritable récession dans plusieurs branches de l'industrie cet automne.

D'un point de vue relatif, c'est en Chine que, l'économie a le plus fortement ralenti; le gouvernement tente de maintenir la croissance du PIB au-dessus de 6% au moyen de mesures de relance monétaires et budgétaires modérées, qui risquent de ne pas porter pleinement leurs fruits.

Aperçu de nos prévisions économiques

22 octobre 2019

Vous trouverez des prévisions détaillées sur l'économie suisse sous: **www.ubs.com/outlook-ch-fr**

Etats-Unis	Zone euro	Suisse	Asie*
1,2% Croissance économique 2020	**0,7%** Croissance économique 2020	**0,9%** Croissance économique 2020	**5,4%** Croissance économique 2020
2,0% Inflation 2020	**1,2%** Inflation 2020	**0,5%** Inflation 2020	**2,7%** Inflation 2020
FED Trois autres abaissements des taux d'intérêt 2020 (de chacun 25 points de base)	**BCE** Un abaissement des taux d'intérêt 2020 (10 points de base)	**BNS** Un abaissement des taux d'intérêt 2020 (25 points de base)	*Hors Japon, Australie et Nouvelle-Zélande

Source: UBS

Orages en vue

Alessandro Bee, économiste

Les perspectives de l'économie suisse s'assombrissent face à la multiplication des risques politiques et économiques. La consommation intérieure robuste devrait permettre au pays d'éviter la récession, mais ne suffira pas à donner un coup de fouet à l'économie nationale. Nous prévoyons une croissance anémique pour cette année et la prochaine, ce qui devrait réprimer l'inflation.

Après l'escalade du conflit commercial sino-américain cet été, l'incertitude politique s'est fortement accentuée et pèse désormais sur l'économie mondiale. En Europe notamment, la conjoncture s'est nettement essoufflée, ce qui affectera tôt ou tard la Suisse. A cela s'ajoute la nette appréciation du franc vis-à-vis de l'euro.

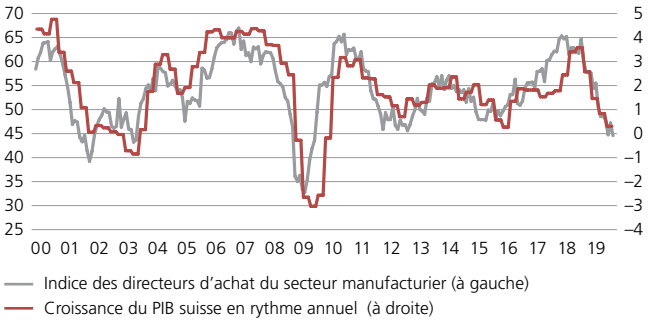
Le refroidissement actuel affecte principalement les exportations et les investissements. L'appréciation du franc suisse et le fléchissement conjoncturel dans la zone euro donnent du fil à retordre aux exportateurs de machines et d'appareils électriques, très orientés vers l'Europe. Cela plombe également les investissements, qui souffrent par ailleurs des incertitudes politiques.

Un ralentissement, mais pas de récession

Les perspectives économiques en Suisse s'assombrissent; nous ne prévoyons toutefois pas de récession, plutôt une croissance anémique en 2019 et 2020. En effet, au niveau mondial, un atterrissage brutal semble peu probable. Les considérations politiques – et surtout économiques – devraient prévenir une escalade des conflits commerciaux et du problème du Brexit.

Nette baisse du moral des entreprises et de la dynamique conjoncturelle

Croissance du PIB suisse en rythme annuel (en %) et indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier



Sources: Macrobond, UBS

La résilience de l'économie suisse devrait contribuer à protéger le pays d'une récession. La consommation intérieure est soutenue par la forte croissance de l'emploi ces derniers trimestres et par la baisse correspondante du chômage. A cela s'ajoute la faiblesse de l'inflation cette année, ce qui soutient les salaires réels en Suisse.

0,9%
Croissance du PIB suisse attendue pour 2020.

Pas de reprise rapide

Mais cela ne suffira pas à permettre une reprise vigoureuse en 2020. Même si l'on échappe à une nouvelle escalade du conflit commercial, l'économie mondiale (et donc suisse) devra digérer au cours des prochains trimestres les répercussions de la surenchère protectionniste entre la Chine et les États-Unis. Nous prévoyons une croissance du PIB suisse de 0,7% cette année et de 0,9% en 2020 – des chiffres nettement inférieurs à la moyenne de long terme.

Si en 2018, l'inflation en Suisse a brièvement dépassé 1%, il est peu probable que les prix à la consommation augmentent substantiellement en 2019 et 2020; nous tablons sur un taux d'inflation de 0,4% pour cette année et de 0,5% l'an prochain. En raison du ralentissement de l'économie, nous prévoyons une baisse des prix du pétrole à moyen terme. De plus, le franc s'est nettement apprécié face à l'euro l'an dernier, ce qui rend les importations moins chères; enfin, l'inflation sera bridée par la faiblesse de l'économie.

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

Des mesures monétaires en sursis

Alessandro Bee, économiste, Thomas Flury, stratège

La BNS a réagi à la récente appréciation du franc par des interventions sur les marchés des changes, mais sans réduire ses taux. Un abaissement des taux n'est toutefois pas hors de question, car le ralentissement de l'économie européenne pourrait contraindre la BCE à y recourir de nouveau. Son homologue suisse devrait alors faire de même pour contrer l'appréciation de sa monnaie.

Les principales banques centrales ont réagi vigoureusement au ralentissement de la conjoncture mondiale. La banque centrale américaine (Fed) a réduit ses taux directeurs de 75 points de base depuis cet été; la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé les siens de dix points de base et repris son programme d'achats obligataires.

Pour la Suisse, ces baisses de taux sont à double tranchant. D'une part, l'expansionnisme monétaire de la Fed et de la BCE stimule l'économie mondiale, ce qui profite aussi aux exportateurs suisses. D'autre part, une nouvelle baisse des taux d'intérêt dans le monde réduira le différentiel de rémunération entre le franc et les autres monnaies, rendant celui-ci plus attrayant. En période de risques politiques et économiques, cela devrait doper le cours du franc.

Des interventions oui, des baisses de taux non
Depuis août, le franc s'échange autour de 1.10 euro. Si la Banque nationale suisse (BNS) a combattu cette appréciation en intervenant sur le marché des changes, elle a décidé, lors de son évaluation de septembre, de ne pas abaisser ses taux d'intérêt. Les mesures de politique monétaire communiquées par la BCE le même mois ont été neutralisées par des divergences internes; plusieurs pays ont en effet publiquement critiqué cette politique monétaire à leurs yeux trop accommodante. En conséquence, le franc suisse ne s'est pas apprécié, ce qui a permis à la BNS de ne pas réduire ses propres taux.

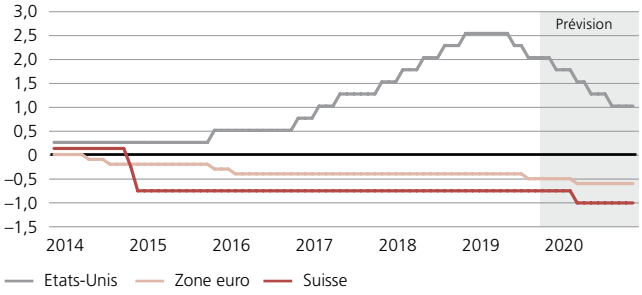
Mais cela ne signifie pas qu'une baisse des taux directeurs de la BNS est à présent hors de question. Si la conjoncture mondiale continue à s'essouffler, la BCE va vouloir réagir vigoureusement; aussi, nous prévoyons de nouvelles baisses des taux d'intérêt au printemps prochain. Dans ce cas, la BNS serait finalement obligée d'abaisser les siens, afin de maintenir le différentiel de rémunération avec l'euro.

La BNS continue de lutter contre l'appréciation du franc
La BNS n'est pas obligée de répliquer à l'identique la politique de la BCE, mais elle ne permettra pas de divergence excessive par crainte de voir sa monnaie bondir. C'est pourquoi nous prévoyons à moyen terme une stagnation du cours du franc par rapport à l'euro. Une appréciation temporaire est toutefois possible car, en période de refroidissement conjoncturel et de risques politiques élevés, les investisseurs se tournent vers le franc, valeur refuge.

Les perspectives actuelles laissent penser que la phase de taux d'intérêt négatifs perdurera un certain temps, ce qui influera aussi sur la partie longue de la courbe des rendements. Nous n'attendons pas, à court ou moyen terme, de nette remontée des taux d'intérêt des emprunts d'État suisses, actuellement à un plancher record.

La stabilité du différentiel de rémunération bride l'appréciation du franc suisse

Taux directeur et prévisions UBS (en %)



Sources: Macrobond, UBS

EURCHF

USDCHF

Taux d'intérêt et politique monétaire

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

Lueurs d'espoir pour le secteur des services

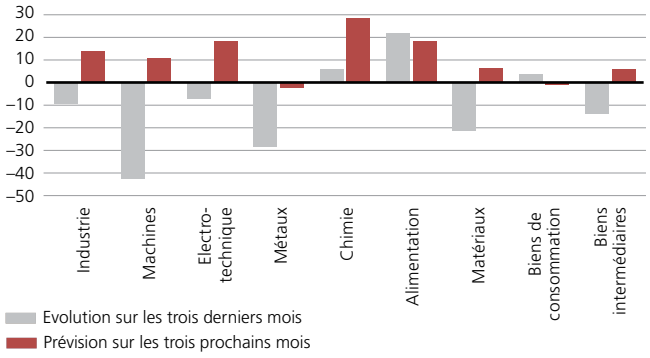
Sibille Duss, économiste

Pour les entreprises industrielles, la situation économique s'est encore dégradée. En revanche, après trois trimestres moroses, les prestataires de services voient poindre des signes d'amélioration à l'horizon.

Dans l'ensemble, les entreprises industrielles ont subi de forts vents contraires cet automne, sous l'effet conjugué des incertitudes politiques et du ralentissement économique. Si leur situation économique s'est dégradée, elle était toujours jugée satisfaisante. Les difficultés se faisaient également voir parmi les sous-indicateurs. En août, les carnets de commandes étrangères, les recettes ainsi que les entrées de commandes et le niveau de production (ce dernier en glissement annuel) ont continué de baisser pour les entreprises industrielles, quoique moins rapidement.

Entrée des commandes dans le secteur de l'industrie

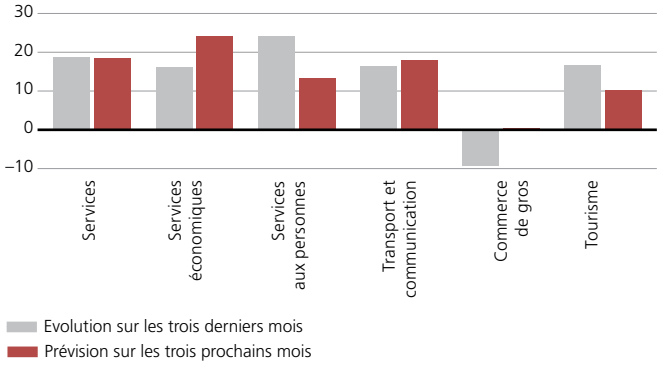
Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

Demande dans le secteur des services

Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

Des divergences entre les secteurs industriels

Malgré le contexte difficile pour l'ensemble de l'industrie, la situation économique était toujours considérée comme bonne par tous les sous-secteurs industriels. Cela dit, les tendances divergent entre ces sous-secteurs. L'industrie électrique a même connu une récente amélioration, tandis que l'agroalimentaire s'est stabilisé à un niveau élevé. En revanche, rien ne laisse espérer une amélioration prochaine pour la chimie, la métallurgie ou les fabricants de machines, leur situation s'étant dégradée en août.

Dans la construction, la situation économique s'est stabilisée à un niveau solide au troisième trimestre, et les carnets de commandes ne désemplissent plus. Après un léger trou d'air au deuxième trimestre, l'activité de construction est remontée au trimestre suivant. Les bureaux d'architecture et d'ingénierie ont connu une légère reprise en août, même si le taux d'exploitation des capacités et la demande ont quelque peu reculé. Tant dans les bureaux d'architecture et d'ingénierie que pour les entreprises de la construction, la situation bénéficiaire s'est encore dégradée au troisième trimestre.

Légère reprise chez les prestataires de services

Dans le secteur tertiaire, la situation économique s'est améliorée au troisième trimestre, après une période de disette. La demande a encore augmenté, et la situation bénéficiaire s'est également améliorée, tout en restant fragile. Même si la tendance négative a ralenti, les entreprises restent pessimistes quant aux prix de vente; elles s'attendent à une légère diminution sur les trois prochains mois.

Tous les sous-secteurs du tertiaire jugent la situation économique toujours satisfaisante au troisième trimestre. Toutefois, dans le commerce de gros et dans le secteur des transports et des communications, la dynamique a sensiblement ralenti ces derniers trimestres. Après un léger recul au deuxième trimestre, le secteur touristique devrait avoir inversé la tendance. Dans les services à la personne et aux entreprises, la situation s'est quelque peu améliorée par rapport au trimestre précédent.

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 appuierez 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 tient 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 reponsabilité 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 règlementation 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'investment 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 de surveillance 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-Hélier, 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 Comision Nacional Bancaria y de Valores («CNBV»), qui réglemente exclusivement UBS Asesores concernant la fourniture de services de gestion de portefeuille, ainsi qu'eu égard 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 Singapore 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. **Taïwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taïwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects.

Version 06/2019. CIO82652744
© UBS 2019. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.