

Economie suisse

Indicateur de compétitivité des cantons 2019: Mise à jour concernant la réforme fiscale (RFFA)

Chief Investment Office GWM | 23 mai 2019 3:12 pm BST | Traduction: 23 mai 2019

Katharina Hofer, Economist, katharina.hofer@ubs.com; Matthias Holzhey, Economist, matthias.holzhey@ubs.com; Maciej Skoczek, CFA, CAIA, Economist, maciej.skoczek@ubs.com

- Après l'adoption de la réforme fiscale (RFFA) le 19 mai 2019, Zoug reste le canton le plus compétitif, comme en 2018. Bâle-Ville dépasse le canton de Zurich.
- Les cantons d'Appenzell, Rhodes-Intérieures et Glaris offrent l'environnement le plus attractif en termes de coûts. En revanche, le canton de Berne a perdu en attractivité fiscale.
- La réforme fiscale ne pèse pas de la même manière sur les finances des différents cantons. À court terme, des cantons comme Genève et Bâle-Ville devraient enregistrer une baisse de leurs revenus provenant de l'impôt sur les bénéfices.

Après l'acceptation de la réforme fiscale (RFFA) par les urnes, les cantons sont tenus de mettre en œuvre au niveau cantonal la nouvelle réglementation concernant l'impôt sur les bénéfices. Si certains cantons ont annoncé en amont du vote des baisses substantielles de l'impôt sur les bénéfices, d'autres se sont montrés plutôt hésitants. Il en résultera une modification de la compétitivité fiscale des cantons. Nous avons saisi cette occasion pour recalculer l'indicateur de compétitivité des cantons (ICC) d'UBS.

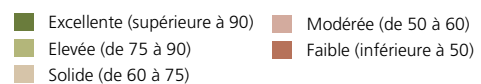
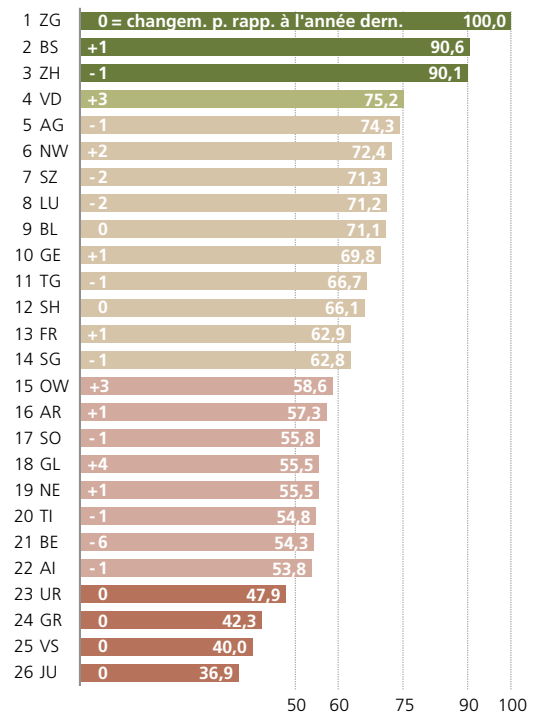
Les baisses de l'impôt cantonal sur les bénéfices modifient la compétitivité relative

Le canton de Zoug occupe la première place de l'ICC 2019. Il distance assez nettement les cantons de Bâle-Ville et Zurich qui occupent respectivement la deuxième et la troisième place. Les trois premiers du classement se détachent du reste du peloton. Le canton de Vaud présente toutefois aussi une forte compétitivité. Un groupe de dix cantons présente de solides perspectives de croissance. Il s'agit des cantons de Nidwald, Schwytz et Lucerne en Suisse centrale, des cantons de Thurgovie et de St-Gall en Suisse orientale, des cantons de Genève et Fribourg en Suisse occidentale ainsi que des cantons d'Argovie, de Bâle-Campagne et de Schaffhouse. Dans les petits cantons de montagne - Obwald, Glaris et les deux cantons d'Appenzell - les perspectives de croissance sont modérées. Il en va de même pour les cantons de Soleure, Neuchâtel, Berne et du Tessin. Les cantons d'Uri, des Grisons, du Valais et du Jura ont une faible compétitivité.

La réforme fiscale rebat les cartes

La nette réduction du taux cantonal d'imposition des bénéfices a permis au canton de Bâle-Ville de prendre la place du canton de Zurich par rapport à l'ICC 2018. Mais c'est le canton de Glaris, qui présente par rapport à l'an dernier un environnement de coûts plus attractif, qui a fait le plus gros bond en avant et gagné quatre places. Les cantons de Vaud et d'Obwald ont progressé chacun de trois places.

Indicateur de compétitivité des cantons 2019



Les résultats s'entendent sous réserve de la mise en œuvre par les cantons des plans qu'ils ont communiqués. Dans certains cantons, les plans de mise en œuvre pourraient être soumis à des référendums cantonaux ou vont l'être. Source: UBS

Interprétation et méthodologie

L'ICC renseigne sur la compétitivité relative d'un canton sur le long terme. Les cantons affichant une compétitivité relative élevée devraient enregistrer à long terme une croissance plus forte que l'économie suisse dans son ensemble. En revanche, les cantons affichant une faible compétitivité relative doivent s'attendre à une croissance inférieure à la moyenne. L'ICC de chaque canton correspond à la moyenne des scores obtenus dans huit piliers thématiques, normalisée de telle manière que la valeur moyenne cantonale maximale s'élève à 100.

Nidwald a gagné deux places. Appenzell Rhodes-Extérieures et Genève, Fribourg et Neuchâtel, en Romandie, ont progressé chacun d'une place. La compétitivité à long terme a néanmoins diminué dans quelques cantons. Après le rejet du projet cantonal, le taux d'imposition des bénéfices du canton de Berne est le plus élevé de Suisse, ce qui lui a fait perdre six places dans l'ICC. Le canton de Soleure a également cédé une place après le refus lors du référendum cantonal. Les cantons de Schwytz et de Lucerne, qui n'ont abaissé les impôts sur les bénéfices que faiblement pour le premier, et pas du tout pour l'autre, perdent chacun deux places. Les cantons d'Argovie, de Thurgovie, de Saint-Gall, du Tessin et d'Appenzell Rhodes-Intérieures ont reculé d'une place.

Les finances publiques cantonales plus ou moins impactées

La suppression des privilèges fiscaux fait qu'un taux cantonal unique est appliqué à toutes les sociétés. Presque tous les cantons abaissent dans ce contexte leur taux d'imposition des bénéfices. Pour les sociétés à statut spécial qui bénéficiaient auparavant d'un taux d'imposition plus avantageux, les impôts ont tendance à augmenter même en cas de baisse du taux d'imposition des bénéfices. En revanche, les sociétés qui étaient imposées au taux normal avant la réforme peuvent profiter des réductions d'impôt.

Dans quelques cantons, la mise en œuvre du projet fiscal devrait dans un premier temps peser sur les finances publiques. Ce manque à gagner devrait être d'autant plus élevé que la réduction du taux d'imposition des bénéfices sera importante et que la part d'entreprises imposées jusqu'alors au taux normal est élevée dans le canton (elles paieront désormais moins d'impôts). C'est le canton de Genève, qui a nettement réduit ses taux d'imposition et compte relativement peu d'entreprises à statut spécial, qui devrait enregistrer le plus gros déficit fiscal rapporté à ses recettes totales. Mais une partie des pertes sera amortie par la répartition du milliard de la Confédération, provenant des recettes de l'impôt fédéral.

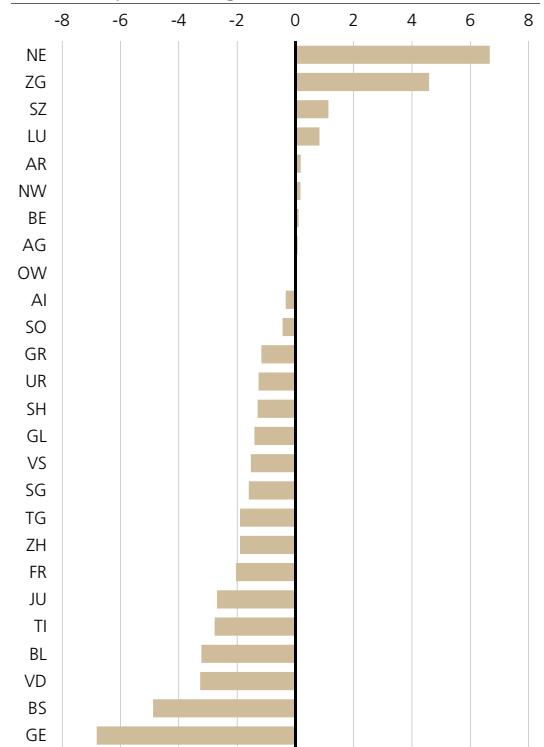
La situation se présente différemment dans les cantons qui comp-taient beaucoup de sociétés à statut spécial et appliquaient avant la réforme des taux d'imposition du bénéfice relativement bas. Par exemple, dans les cantons de Neuchâtel et de Zoug, où les sociétés à statut spécial contribuaient pour plus de la moitié à l'impôt sur les bénéfices, la réforme fiscale devrait entraîner une augmentation effective du taux d'imposition appliqué dans le canton et donc une hausse des recettes fiscales provenant de l'impôt sur les bénéfices. Néanmoins, dans tous les cantons, l'introduction de «patent boxes» et les déductions pour les investissements dans la recherche et le développement auront pour effet de réduire les recettes du canton en fonction de l'activité de dépôt de brevets dans le canton.

Effets à long terme difficiles à évaluer à l'heure actuelle

L'attractivité fiscale relative des cantons, en se modifiant, va pousser des entreprises à déménager. Les entreprises qui bénéficiaient auparavant de privilèges fiscaux seront incitées à déménager si l'environnement de coûts devient défavorable. Mais les entreprises imposées jusqu'ici au taux normal réfléchiront peut-être à un possible déménagement. Grâce à la baisse du taux d'imposition dans de nombreux cantons, la Suisse reste compétitive à l'international. Si les règles fiscales au sein de l'OCDE ou de l'UE n'évoluent pas sensiblement une partie des pertes fiscales pourrait être compensée par l'implantation d'entreprises étrangères.

Une baisse de l'impôt sur les bénéfices peut entraîner une diminution des recettes

Variation de la part des recettes fiscales des personnes morales (canton et ses communes) dans les revenus totaux, calcul statique pour l'année 2016, en pourcentage



Sources: AFF, Hanny, UBS

Le projet en bref

Les cantons sont chargés de la mise en œuvre du projet fiscal. Les principales modifications des conditions cadre légales sont les suivantes:

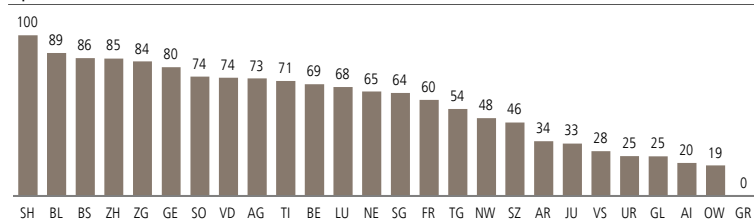
- Toutes les entreprises d'un canton sont imposées au même taux – les privilèges fiscaux sont supprimés.
- Dans le cadre de «patent boxes», les bénéfices provenant de brevets bénéficient d'un taux d'imposition réduit. Des déductions pour des investissements dans la recherche et le développement peuvent également être prévues.
- Les dividendes sont imposés à un taux plus élevé.
- La part des recettes de l'impôt fédéral attribuée aux cantons est relevée de 17 à 21,2%, ce qui correspond à environ 1 milliard de francs.

Les huit piliers de la compétitivité

L'indicateur de compétitivité des cantons (ICC) comprend 57 indicateurs individuels qui renseignent sur la compétitivité des cantons. Ces indicateurs se répartissent sur huit piliers de la compétitivité: structure économique, innovation, capital humain, marché du travail, accessibilité, zone de rayonnement, environnement de coûts et finances publiques. Pour chaque pilier, les cantons reçoivent une note relative entre 0 et 100. Cette approche multidimensionnelle permet une analyse détaillée des forces et faiblesses relatives des économies cantonales qui sert de base aux décisions stratégiques spécifiques à la région.

Structure économique

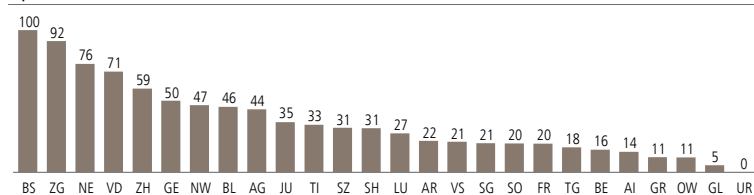
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



La dynamique de croissance future d'un canton dépend de sa structure économique. Le principal indicateur est le positionnement des différentes branches sur le marché et par rapport à la concurrence. Le commerce extérieur est par ailleurs pris en compte dans la comparaison des cantons, le potentiel de croissance à cet égard étant évalué sur la base du niveau des exportations (part des exportations dans la performance économique) et des perspectives de croissance des principaux partenaires commerciaux. La structure économique peut aussi receler de gros risques si, par exemple, la croissance économique ne dépend que de quelques branches de l'industrie. À l'inverse, des économies cantonales diversifiées et reposant sur une large base sauront mieux faire face à la récession au sein d'une branche ou à une crise dans l'un des pays importateurs. Un indicateur de concentration (l'indice de Herfindahl-Hirschmann) détermine dans quelle mesure la performance économique cantonale dépend de certains secteurs et partenaires commerciaux.

Innovation

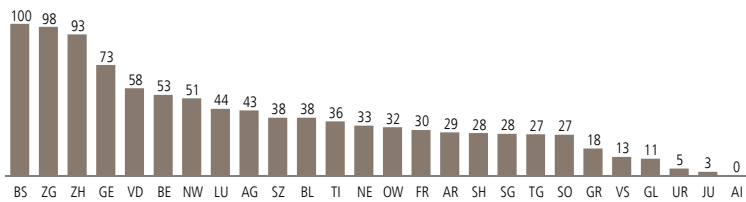
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



La progression de l'entreprise et le maintien de la compétitivité économique reposent sur l'innovation: la capacité à créer et commercialiser des nouveautés. Les clusters (hautes concentrations régionales d'employés dans des branches dépendantes les unes des autres) offrent un environnement propice aux innovations. La force d'innovation d'un canton dépend aussi de la proportion des actifs travaillant dans la recherche et le développement. Le nombre de dépôts de brevets et le montant des investissements dans le capital de risque sont révélateurs des possibles avantages concurrentiels futurs résultant des innovations. Le nombre de start-up florissantes, de créations d'entreprises et de postes de travail créés au sein de ces entreprises sont des indicateurs supplémentaires.

Capital humain

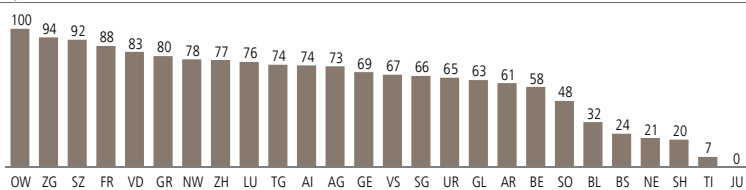
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



Le niveau de formation de la population et le capital humain sont un moteur important de la croissance économique. Une population mieux formée génère en principe une création de plus-values supérieure. De plus, si le canton dispose localement d'une main-d'œuvre hautement qualifiée, il est plus attractif pour les entreprises. Pour comparer le niveau de formation de la population des différents cantons, nous déterminons la part de personnes titulaires d'un diplôme universitaire ou d'une haute école spécialisée, ou ayant suivi une formation professionnelle supérieure. La migration nette des diplômés vers d'autres cantons constitue un indicateur supplémentaire.

Marché du travail

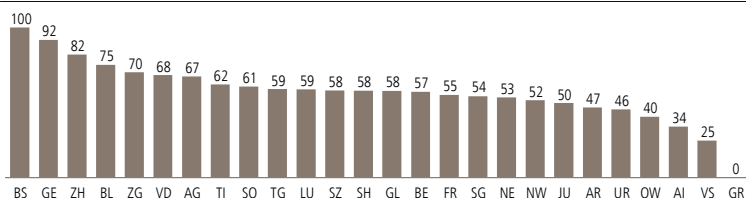
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



Plus la population participe au marché du travail, mieux le potentiel économique d'un canton est exploité. La part de retraités, de bénéficiaires de l'AI et de chômeurs dans la population réduit cependant la participation au marché du travail. Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée sont particulièrement problématiques puisqu'ils peuvent réduire durablement le potentiel de main-d'œuvre. À l'inverse, les perspectives de croissance de la population active (croissance des générations des 16 – 65 ans) ont une incidence positive sur l'évaluation des cantons puisqu'elles impliquent une augmentation de la part de la population potentiellement productive.

Accessibilité

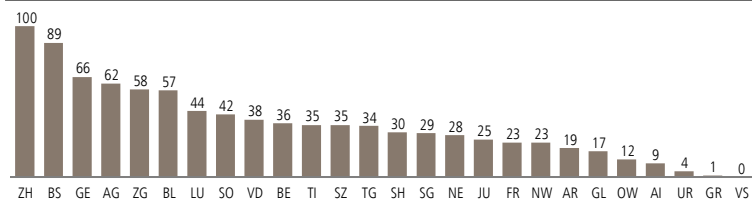
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



Une bonne accessibilité permet un accès rapide à l'infrastructure et aux marchés de l'approvisionnement et des ventes. L'accessibilité décrit le temps moyen nécessaire pour accéder aux aéroports, aux universités ou aux centres régionaux. Le calcul repose sur les temps de trajet en transports publics ou individuels. Conformément à la définition de l'Office fédéral du développement territorial (ARE), cette évaluation prend en considération toutes les universités suisses, la zone métropolitaine la plus proche ainsi que le centre régional le plus proche. L'évaluation de l'accessibilité des liaisons aériennes prend en considération les quatre aéroports internationaux de Bâle, Genève, Zurich et Milan ainsi que des aéroports régionaux.

Bassin de réception

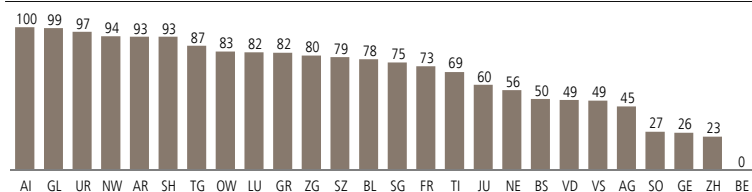
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



La zone de rayonnement se réfère au nombre de personnes qui peuvent accéder à un territoire en un temps donné. Une grande zone de rayonnement présente un double avantage pour les entreprises: une plus grande disponibilité des fournisseurs et de la main-d'œuvre potentielle et de plus grands débouchés. La zone de rayonnement est définie sur la base des temps de trajet en véhicule automobile individuel et en transports publics. Le nombre de frontaliers travaillant dans un canton montre jusqu'où s'étend la zone de rayonnement dans les pays frontaliers.

Environnement de coûts

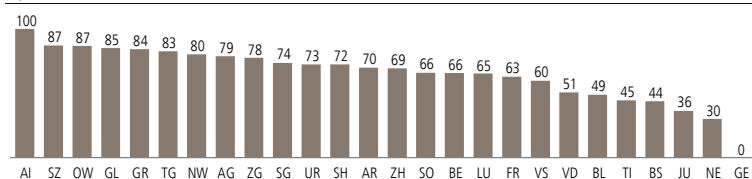
Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



Le montant des coûts liés à l'emplacement est déterminant dans le choix d'un site d'implantation par une entreprise. Ces coûts d'emplacement sont un facteur essentiel tant pour l'implantation de nouvelles entreprises que pour conserver sur place celles qui y sont déjà. Ces coûts englobent le niveau des loyers des surfaces commerciales, les prix de l'énergie, les salaires et les taux d'imposition. En plus du taux d'imposition des bénéficiaires et du capital, des allègements dans le cadre des patent boxes et de la déduction pour les investissements dans la recherche et le développement pour les personnes morales, les taux d'imposition des personnes aux revenus élevés sont également pris en compte.

Finances publiques

Spectre des cantons, normalisé de 0 à 100



Des finances publiques solides sont une condition essentielle pour mener une politique économique et financière axée sur la croissance. Les ressources financières sont limitées et leur gestion durable se traduit par un allègement de l'appareil administratif et un niveau d'investissement élevé. La marge de manœuvre d'un canton pour améliorer sa compétitivité par le biais de mesures de politique financière, comme des baisses d'impôts ou des investissements dans l'infrastructure, diminue à mesure que le niveau d'endettement augmente. En plus du niveau d'endettement, les investissements nets, le coût moyen des intérêts ainsi que la couverture des caisses de pension de droit public d'un canton sont pris en considération.

Liste des variables

	Variables	+/-¹	Soures
Structure économique	Positionnement des branches selon leur attractivité	+	OFC, OFS, KOF, UBS
	Positionnement des branches selon leur compétitivité	+	OFC, OFS, KOF, UBS
	Importance des exportations par rapport à la création de valeur ajoutée	+	AFD, UBS
	Part des branches fortement exportatrices	+	OFS, UBS
	Croissance économique moyenne des partenaires commerciaux internationaux	+	AFD, FMI, UBS
	Croissance économique moyenne des pays d'origine des visiteurs, pondérée par nuitées	+	OFS, FMI, UBS
	Diversification des places de travail dans les branches de croissance	+	OFC, OFS, KOF, UBS
	Diversification des places de travail dans toutes les branches	+	OFC, OFS, KOF, UBS
	Diversification des exportations par pays	+	AFD, UBS
	Diversification des nuitées par pays	+	OFS, UBS
Innovation	Part des EPT ² dans les clusters	+	OFS, UBS
	Part des EPT ² dans la recherche et le développement	+	OFS, UBS
	Demandes de brevet par habitant et EPT ²	+	OECD, OFS, UBS
	Investissements Venture Capital par EPT ² et aides financières	+	SECA, Université de Bâle, UBS
	Nombre de startups par habitant et EPT ²	+	Startup.ch, UBS
	Créations nouvelles par rapport au nombre total d'entreprises	+	OFS, UBS
	Postes dans les nouvelles entreprises par rapport au niveau global de l'emploi	+	OFS, UBS
	Part des nouvelles inscriptions au registre du commerce	+	OFS, Dun & Bradstreet, UBS
Capital humain	Part de la population possédant une formation professionnelle supérieure	+	OFS, UBS
	Part de la population possédant une formation professionnelle tertiaire	+	OFS, UBS
	Taux de migration nette des diplômés 1 an après le diplôme	+	OFS, UBS
	Taux de migration nette des diplômés 5 ans après le diplôme	+	OFS, UBS
Marché du travail	Taux de chômage	-	SECO, UBS
	Part des chômeurs de longue durée sur le nombre total de chômeurs	-	SECO, UBS
	Taux de chômage des jeunes par rapport au taux de chômage	-	SECO, UBS
	Part des rentiers invalidité dans la population totale	-	OFS, UBS
	Part de la population au-dessus de 65 ans dans la population totale	-	OFS, UBS
	Potentiel de la cohorte des 16 à 65 ans jusqu'en 2025	+	OFS, UBS
	Potentiel de la cohorte des 16 à 65 ans jusqu'en 2030	+	OFS, UBS
Accessibilité	Temps de trajet jusqu'à l'aéroport international le plus proche en transports individuels	-	TranSol, OFAC, UBS
	Temps de trajet jusqu'à l'aéroport régional le plus proche en transports individuels	-	TranSol, OFAC, UBS
	Temps de trajet jusqu'à la zone métropolitaine la plus proche en transports publics ou individuels	-	TranSol, OFS, UBS
	Temps de trajet jusqu'au centre régional en transports publics ou individuels	-	TranSol, OFS, UBS
	Temps de trajet jusqu'à l'université la plus proche en transports individuels	-	TranSol, OFS, UBS
Bassin de réception	Zone de rayonnement (personnes) en transports individuels avec/sans coût	+	TranSol, OFS, UBS
	Zone de rayonnement (personnes) en transports publics	+	TranSol, OFS, UBS
	Zone de rayonnement (personnes) de l'étranger en trans. individuels avec/sans coût	+	TranSol, offices stat. étrangers, UBS
	Part de frontaliers	+	OFS, UBS
Environnement de coûts	Impôts sur les bénéficiaires pour personnes morales	-	Hinny, admin. fiscales canton., UBS
	Exonération Patentbox	+	Hinny, admin. fiscales canton., UBS
	Déduction max. 150% des dépenses R&D	+	Hinny, admin. fiscales canton., UBS
	Impôts sur le capital pour personne morale	-	Hinny, admin. fiscales canton., UBS
	Impôts sur le revenu pour personne à revenu élevé	-	Hinny, admin. fiscales canton., UBS
	Loyers des bureaux	-	Wüest Partner, UBS
	Prix de l'énergie	-	ElCom, UBS
	Salaires	-	OFS, UBS
Finances publiques	Intérêt moyen de la dette	-	AFF, UBS
	Poids des intérêts nets	-	AFF, UBS
	Dette brute par habitant (dette des cantons et des communes)	-	AFF, OFS, UBS
	Taux d'endettement brut (dette des cantons et des communes)	-	AFF, OFS, UBS
	Dette nette par habitant (dette des cantons et des communes)	-	AFF, OFS, UBS
	Taux d'endettement net (dette des cantons et des communes)	-	AFF, OFS, UBS
	Sous-couverture des caisses de pension de droit public	-	Caisses de pension div., OFS, UBS
	Effort d'investissement	+	IDHEAP, AFF, UBS
	Investissement net par habitant et EPT ²	+	OFS, AFF, UBS
	Charge administrative par habitant et EPT ²	-	AFF, UBS
	Employés dans l'administration publique (canton, district et communes) par habitant et EPT ²	-	OFS, UBS

¹ "+" = influence positive sur l'ICC; "-" = influence négative sur l'ICC

² EPT: Emplois équivalents plein temps

Annexe

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: l'intégration de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (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 à ceux d'un portefeuille qui ne tient pas compte de ces facteurs. Etant donné que les critères de développement durable peuvent exclure certains investissements, les investisseurs pourraient ne pas pouvoir saisir les mêmes opportunités ou tendances de marché que les investisseurs qui n'appliquent pas ces critères. 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 Mobiliários 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 de 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 vœux exprimés 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 est distribuée à la clientèle d'UBS Europe SE, dont le siège social est sis Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Francfort-sur-le-Main, une entité soumise à la surveillance de la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être distribuée, 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 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 l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), à laquelle ce document n'a pas été soumis pour approbation. **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.

Brazil: distribué par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. et/ou par UBS Consenso Investimentos Ltda., des entités relevant de l'autorité de Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Chine:** le présent document a été préparé par UBS SA, 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, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annæ 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 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 l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'Autorité fédérale danoise de surveillance financière (DFSA) (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. **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 est distribuée à ses clients par UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entité surveillée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et la 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 Commission 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 et réglementée par la BaFin. **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

Annexe

selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Téléphone : +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (Capital Market Segment): INB230951431, NSE (F&O Segment) INF230951431, BSE (Capital Market Segment) INB010951437. **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. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milan, qui est la succursale d'UBS Europe SE, une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» (BaFin) en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par BaFin et la «ConsoB». **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, mais peut être distribuée, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch 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 l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **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 nigérienne (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:** approuvé par UBS Switzerland AG, autorisé et réglementé en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Au Royaume-Uni, UBS Switzerland AG est autorisée par la Prudential Regulation Authority et 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 notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle de détail d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** 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, mais peut être distribuée par 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 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 l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation. **Taiwan:** 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 04/2019. CIO82652744

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