

# UBS Outlook Suisse

Gros plan sur la réforme fiscale

Janvier 2019

Chief Investment Office GWM  
Analyse financière



**Version courte**

Pour les investisseurs domiciliés en Suisse

**UBS Outlook Suisse**  
Premier 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](mailto:sibille.duss@ubs.com)

Clôture de la rédaction  
15 janvier 2019

Desktop  
CIO content design

Photo en couverture  
Mikhail Mishchenko, Dreamstime

Imprimerie  
Galledia Print AG, Flawil, Suisse

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

Contact  
[ubs.com/cio](http://ubs.com/cio)

**Commandes**

UBS Switzerland AG, Help Desk/Operations,  
F2AL, case postale, CH-8098 Zurich,  
Fax +41 44 238 50 21,  
[SH-IZ-UBS-Publikationen@ubs.com](mailto:SH-IZ-UBS-Publikationen@ubs.com)

Modifications d'abonnement et changements d'adresse  
[emanuela.abbiati@ubs.com](mailto:emanuela.abbiati@ubs.com)  
Téléphone: +41 44 238 50 15

SAP-n° 80428F-1901

# Editorial



Daniel Kalt  
Economiste en chef Suisse

Chère entrepreneuse,  
Cher entrepreneur,

Depuis quelque temps, la concurrence internationale pour l'accueil des entreprises s'intensifie. Le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine est symptomatique de la lutte larvée des grandes puissances sur le plan économique. La Suisse n'est pas épargnée par cette intensification de la concurrence internationale, notamment en matière fiscale. L'UE et l'OCDE réclament depuis longtemps l'abandon des privilèges fiscaux accordés aux entreprises internationales par les cantons suisses. Par ailleurs, la réforme de l'impôt sur les sociétés mise en œuvre par le président Donald Trump début 2018 a considérablement accru la pression pour rendre l'environnement fiscal plus attrayant pour les entreprises.

Ainsi, une réforme judicieuse de l'imposition des entreprises en Suisse est d'une importance capitale pour la compétitivité, l'emploi et la création de valeur dans notre pays. Dans ce numéro d'*UBS Outlook Suisse*, nous nous penchons sur l'état actuel de la fiscalité dans ce domaine. En outre, vous trouverez comme d'habitude nos dernières évaluations des perspectives économiques ainsi que nos pronostics quant à l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change. Des études plus détaillées sur ces sujets et d'autres sont également disponibles sur le site web d'*UBS Outlook Suisse*: [www.ubs.com/outlook-ch-fr](http://www.ubs.com/outlook-ch-fr).

Bonne lecture!

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt'.

# La place fiscale suisse sous pression

Daniel Kalt, économiste en chef Suisse

Alessandro Bee, économiste

La suppression des privilèges fiscaux existants exigée par l'UE et l'OCDE, ajoutée à l'intensification de la concurrence fiscale internationale, mettent la Suisse sous pression. Il est donc d'autant plus important d'adopter une réforme judicieuse de l'imposition des entreprises pour maintenir la compétitivité du pays.

L'économie nationale devrait avoir progressé de 2,6% l'an passé, soit la croissance la plus forte depuis 2010; le « choc du franc » semble donc avoir été surmonté. La faculté d'adaptation élevée des entreprises suisses les a aidées à absorber l'impact de l'appréciation du franc, tandis que la vigueur de l'économie de la zone euro a stimulé les exportations de biens et services suisses.

Après la forte croissance l'an dernier, la conjoncture devrait toutefois se refroidir en 2019. La politique économique du gouvernement peut difficilement aider les entreprises suisses, car elle n'a pas pris sur l'économie mondiale. Bien que la Banque nationale puisse intervenir pour affaiblir le franc suisse, ses moyens d'action sont déjà pratiquement épuisés. Il est donc d'autant plus important que l'économie nationale puisse s'appuyer sur des structures saines, en cas de fléchissement conjoncturel.

## Une compétitivité élevée, mais aussi des aspects à améliorer

Le « Global Competitiveness Report » publié chaque année par le Forum économique mondial (FEM) atteste de la forte compétitivité de l'économie suisse (figure 1). Il révèle néanmoins que des progrès sont à faire dans l'environnement des affaires, afin de faciliter la vie au secteur privé (sous-catégorie « Dynamisme du secteur privé »). S'il est vrai que la Suisse dispose de procédures bien structurées, offrant une grande sécurité juridique, elles sont en effet souvent coûteuses et fastidieuses. L'OCDE partage cette critique du FEM; dans son classement « Ease of Doing Business 2019 », la Suisse n'occupe que la 38<sup>e</sup> place!

sociétés n'est plus conforme aux normes internationales, et se retrouve donc sous le feu des critiques; si ces conditions préférentielles ne sont pas abolies, il faut s'attendre à des sanctions de la part de l'UE et de l'OCDE.

Figure 1

## La Suisse est parmi les pays les plus compétitifs

Classement général de la Suisse du WEF Global Competitiveness Report et rang dans différentes sous-catégories

	Classement sur 140 pays
<b>Indice global</b>	<b>4</b>
Qualité du système d'éducation	2
Efficacité du marché du travail	2
Qualité des infrastructures	3
Capacité d'innovation	3
Qualité du système financier	4
Qualité des institutions	5
Qualité du système de santé	5
Adoption d'IT	15
Efficacité du marché des produits	16
Dynamisme du secteur privé	20
Stabilité macroéconomique	36
Taille du marché	39

Source: WEF Global Competitiveness Report 2018

1/3

environ un tiers du total des recettes de l'impôt sur les entreprises proviennent des sociétés à statut fiscal privilégié

L'un des attraits de la Suisse est la fiscalité appliquée aux entreprises. Actuellement, 5,4 milliards de francs – soit environ un tiers du total des recettes de l'impôt sur les entreprises – proviennent d'environ 24 000 sociétés à statut fiscal privilégié. Or le traitement préférentiel appliqué à ces

## Deuxième tentative pour la réforme fiscale

La nouvelle mouture attendue de la réforme fiscale prévue ressemble fortement à celle de la réforme de l'impôt sur les entreprises sociétés III, rejetée par le peuple. Cette fois-ci, le parlement fédéral a lié la réforme au financement supplémentaire de l'AVS, et l'a intégrée dans la «Loi relative à la réforme fiscale et au financement de l'AVS (RFFA)». Ce couplage est désapprouvé par certains, qui lui reprochent d'enfreindre le principe de l'unicité de la question. C'est en

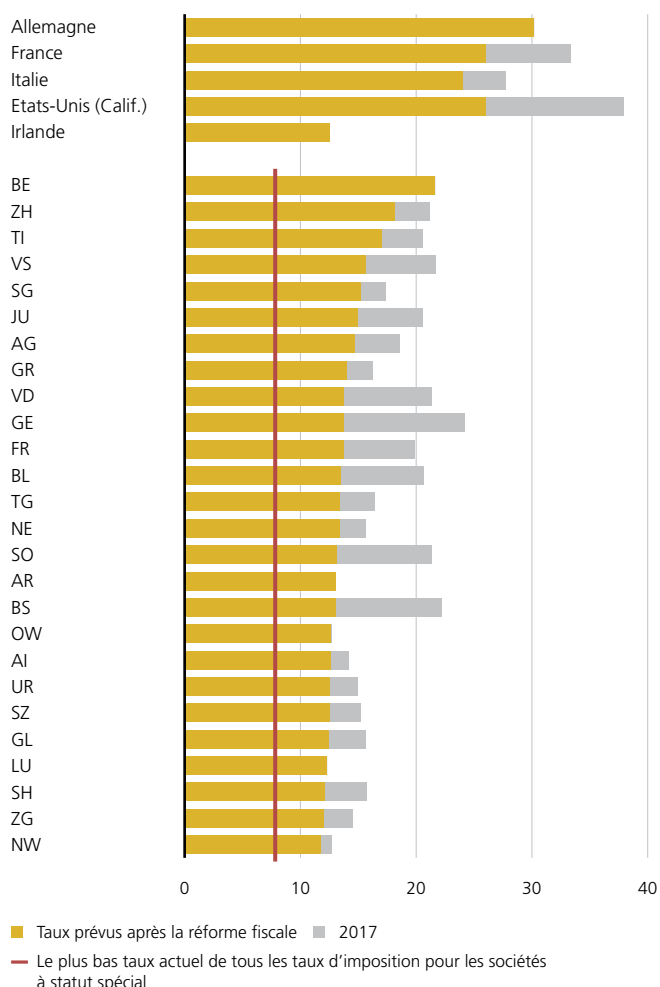
effet problématique. Or ce «paquet» est une tentative de compromis pragmatique, afin d'obtenir l'accord des deux côtés de l'éventail politique pour résoudre deux défis socio-politiques majeurs.

Ce compromis est toutefois vivement critiqué et, à l'heure actuelle, des comités de gauche comme de droite sont en train de recueillir des signatures pour soumettre la RFFA au vote populaire. La votation devrait avoir lieu en mai 2019, car le temps presse pour réformer le régime fiscal suisse des entreprises.

Figure 2

### Une réduction notable de la charge fiscale des entreprises Suisse grâce à la réforme

Taux d'imposition prévus par la réforme fiscale, taux avant ou sans réforme, et anciens taux d'imposition pour les sociétés à statut spécial



Sources: Départements des finances cantonaux, Taxation trends in the European Union (Commission européenne, 2018), Analysis of US Corporate Tax Reform Proposals and their Effects for Europe and Germany (ZEW, 2018)

### Nouveau projet fiscal: un même taux d'imposition pour tous...

L'objectif central de la RFFA est d'abolir le taux d'imposition réduit sur les sociétés «à statut spécial» (par rapport aux entreprises suisses «normales»), qui n'est plus accepté par la communauté internationale. A l'avenir, toutes les entreprises d'un canton seraient alors soumises au même taux d'imposition. Tout allègement fiscal serait fondé sur la détermination du bénéfice imposable correspondant.

Dans ce contexte, il faut noter que les entreprises qui bénéficient d'un statut spécial assument près de la moitié des dépenses de recherche-développement (R&D) privées en Suisse. Pour cette raison, la réforme établira de nouvelles règles sur la déductibilité fiscale des activités de R&D, acceptées au niveau international. Il s'agirait notamment d'introduire une «patent box», et de permettre aux cantons de traiter les dépenses de R&D comme déductibles des bénéfices imposables.

### ...et un soutien financier accru du gouvernement fédéral

En plus des nombreuses autres actions visant à définir des mesures d'allègement plus équilibrées, le deuxième point essentiel de la RFFA est le versement, par le gouvernement fédéral, d'environ un milliard de francs aux cantons. Concrètement, la part de l'impôt fédéral direct reversée aux cantons passerait de 17% à 21,2%. L'objectif est de donner aux cantons une plus grande marge de manœuvre financière, afin de pouvoir ramener les taux d'imposition ordinaires, identiques pour toutes les entreprises, à un niveau attrayant en comparaison internationale (figure 2).

Les taux d'imposition des sociétés des différents cantons suisses se rapprocheraient alors considérablement. Dans le contexte actuel de rentrées fiscales en nette augmentation, le manque à gagner découlant de la réforme projetée devrait être supportable. Cela dit, à moyen terme, les personnes physiques seront davantage mises à contribution, en particulier dans les cantons où les impôts sont déjà élevés. Globalement, d'autres facteurs que le seul impôt sur les entreprises – notamment le fardeau fiscal des ménages – prendront plus d'importance pour les entreprises dans le choix de leur lieu d'implantation.

### Les Etats-Unis exacerbent la concurrence fiscale internationale

La réforme fiscale en Suisse s'inscrit dans le contexte de la concurrence fiscale internationale, relancée récemment par les Etats-Unis (Californie). L'administration Trump vient en effet d'abaisser le taux d'imposition maximal, de près de 40% à 26%. Si aucune réforme fiscale n'est adoptée en Suisse et que les taux d'imposition ordinaires sont appliqués, l'avantage fiscal des grands pôles économiques que sont Bâle, Genève et Zurich sur les Etats-Unis va fondre, passant de 15 points de pourcentage à environ 3,5 points.

Les réductions d'impôts accordées par l'administration Trump devraient non seulement rendre les Etats-Unis plus attractifs à cet égard, mais aussi alimenter la concurrence fiscale à l'échelle mondiale (figure 3). Car plusieurs pays de l'UE envisagent également de réduire leurs taux d'imposition dans les prochaines années, notamment la Belgique, la France ou l'Italie. La sortie du Royaume-Uni de l'UE pourrait accentuer la concurrence fiscale: le gouvernement conservateur a déjà annoncé qu'il abaisserait le taux d'imposition de 19% en 2018 à 17%. Si le Brexit cause au pays des désavantages concurrentiels, il lui sera tout à fait possible de le réduire encore davantage, ce qui pourrait en retour entraîner de nouvelles réductions des taux d'imposition en Europe continentale.

L'Allemagne s'est récemment abstenue de réduire l'impôt sur les sociétés; elle devrait donc bientôt afficher la fiscalité la plus lourde des grands pays industrialisés. Pour le moment, elle n'envisage pas d'alléger la charge fiscale des entreprises, mais la pression pour le faire devrait inévitablement augmenter.

### La réforme de l'impôt sur les sociétés, clé de la compétitivité

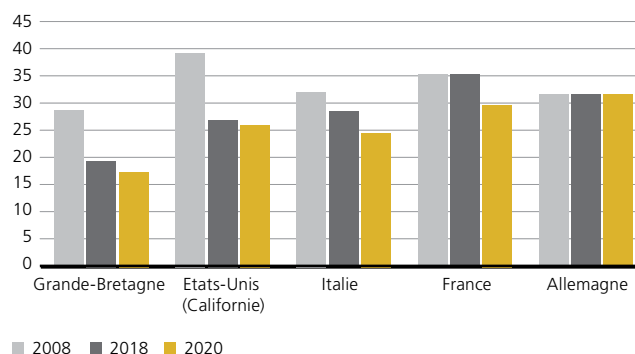
La concurrence fiscale accrue crée trois défis pour la Suisse. Avec les baisses d'impôts, les Etats-Unis deviennent de plus en plus attractifs pour l'implantation des multinationales, notamment les grandes sociétés pharmaceutiques suisses. En outre, le Royaume-Uni pourrait se retrouver dans le même créneau fiscal que la Suisse. Avec un accès limité au marché unique de l'UE, mais de bonnes infrastructures et des impôts faibles pour les sociétés, le Royaume-Uni aurait un profil similaire en tant que lieu d'implantation. Enfin, les baisses d'impôts en Italie, en France et éventuellement en Allemagne alimenteront la concurrence pour attirer les grandes multinationales et peut-être aussi, à terme, les PME.

Dans ces circonstances, la réforme fiscale est cruciale pour permettre à la Suisse de rester attrayante pour les entreprises.

Figure 3

### La concurrence fiscale s'intensifie

Taux d'imposition maximaux pour les entreprises dans différents pays en 2008, 2018 et 2020 (prévisions)



Sources: Taxation trends in the European Union (Commission européenne, 2018), Analysis of US Corporate Tax Reform Proposals and their Effects for Europe and Germany (ZEW, 2018)

# Une incertitude accrue, mais pas de récession

Daniel Kalt, économiste en chef Suisse

L'incertitude règne sur les marchés financiers quant à l'évolution future de l'économie mondiale. Nous nous attendons certes à un ralentissement cette année, mais une récession généralisée semble très peu probable.

Ces dernières semaines, l'escalade des tensions commerciales, les risques politiques en Europe (Italie, Brexit) et la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ont non seulement déstabilisé les investisseurs, mais ont aussi pesé sur les indicateurs conjoncturels mondiaux. Outre-Atlantique, les secteurs de la construction et de l'immobilier notamment, sensibles aux taux d'intérêt, montrent des signes de fléchissement, après les hausses prudentes des taux de la Banque centrale américaine. Cependant, la consommation va toujours bon train, grâce à la croissance robuste de l'emploi et des salaires, ce qui devrait permettre à l'économie américaine de garder son dynamisme en 2019. Une récession cette année nous semble peu probable.

En Europe, le ralentissement conjoncturel s'est accentué au second semestre 2018, mais la consommation devrait rester soutenue notamment grâce à la baisse des prix du pétrole. Nous tablons donc sur une croissance d'environ 1,5% du PIB européen. La principale menace immédiate pour

l'économie européenne est la sortie prévue du Royaume-Uni de l'UE. Un Brexit «dur», sans aucun accord bilatéral, plongerait le Royaume-Uni dans la récession, et pèserait sur toute l'Europe continentale, sans toutefois la plomber. Si l'économie européenne maintient sa cadence, la Banque centrale européenne annoncera probablement un premier relèvement de ses taux directeurs pour la fin de l'année.

Parmi les économies émergentes, c'est la Chine qui capte l'attention, où le ralentissement de l'activité, accentué par le conflit commercial, devrait donner lieu à des programmes de relance budgétaire nettement plus vigoureux. Ce ralentissement contrôlé devrait être partiellement compensé par l'accélération de la croissance en Inde ainsi qu'au Brésil.

Une récession cette année nous semble peu probable

## Aperçu de nos prévisions économiques

12 octobre 2018

Vous trouverez des prévisions détaillées sur l'économie suisse sous:  
[www.ubs.com/outlook-ch-fr](http://www.ubs.com/outlook-ch-fr)

Etats-Unis

**2,4%**

Croissance économique 2019

**1,5%**

Inflation 2019

**FED**

Un relèvement des taux supplémentaires jusque fin 2019 (25 points de base)

Zone euro

**1,6%**

Croissance économique 2019

**1,3%**

Inflation 2019

**BCE**

Premier relèvement de taux au T4 2019 (+20 pb)

Suisse

**1,5%**

Croissance économique 2019

**1,0%**

Inflation 2019

**BNS**

Premier relèvement de taux au T4 2019 (+25 pb)

Asie\*

**5,8%**

Croissance économique 2019

**2,4%**

Inflation 2019

\*Hors Japon, Australie et Nouvelle-Zélande

Source: UBS

# Une croissance économique ralentie, mais toujours substantielle

Alessandro Bee, économiste

Maintenant que l'économie suisse a surmonté le « choc du franc » de 2015, elle devrait être affectée par les risques conjoncturels en Europe et en Chine, ainsi que par des facteurs politiques. Nous prévoyons une croissance du PIB de 1,5% cette année. Quant à l'inflation, elle devrait se situer autour de 1%, comme l'an passé. Si les prix du pétrole ont été le principal facteur déterminant en 2018, il devrait être supplanté, ces prochains mois, par le taux d'utilisation élevé des capacités productives.

Au début de l'année dernière, l'économie suisse a finalement surmonté le choc du franc, affichant une croissance de 2,6% dans un contexte mondial dynamique. Cette tendance a toutefois atteint son zénith à l'été, sur fond de troubles économiques en Europe et en Chine, d'incertitudes liées à la politique monétaire américaine et de risques géopolitiques mondiaux. Aussi, le franc suisse s'est nettement apprécié au second semestre.

Ces facteurs devraient peser sur la croissance en Suisse cette année aussi. A cela s'ajoute la force actuelle du franc, qui devrait également freiner la dynamique de l'économie suisse au cours des prochains trimestres. C'est pourquoi nous tablons sur une croissance du PIB de 1,5% cette année.

Malgré le net fléchissement attendu, ce chiffre correspond à la moyenne de long terme. Bien que l'économie mondiale soit en perte de vitesse, elle devrait rester robuste grâce au soutien des grandes banques centrales; les perspectives d'exportation des entreprises suisses restent donc intactes.

Cette année, l'économie nationale pourrait être portée par la forte reprise du marché du travail en 2018; celle-ci devrait stimuler la consommation privée, qui n'a pas suivi la croissance de l'ensemble de l'économie ces dernières années. Cependant, les salaires réels ne contribuent toujours pas à stimuler la conjoncture intérieure. Une meilleure exploitation du marché du travail suisse devrait entraîner des augmentations salariales de 1% en 2019; celles-ci seront toutefois annulées par une inflation de 1%, de sorte qu'en termes réels, les salaires stagneront probablement.

L'année dernière, l'inflation s'expliquait principalement par

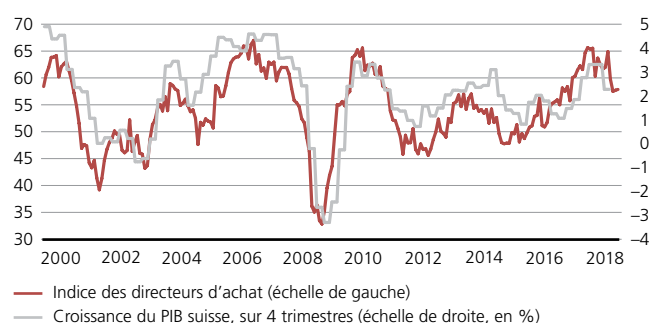
l'affaiblissement du franc suisse et l'enchérissement du pétrole. En 2019, ces deux facteurs vont perdre de leur influence, étant donné la force du franc et la baisse des prix du pétrole; en retour, nous prévoyons une pression accrue sur les prix dans l'économie nationale. En effet, la hausse des salaires, ajoutée à une meilleure utilisation des capacités, entraîneront probablement une augmentation des prix.

**1,5%**  
Croissance du PIB suisse attendue pour 2019

Si un ou plusieurs de ces risques économiques ou politiques se concrétisent, la croissance en Suisse pourrait s'avérer nettement plus faible que prévu. En particulier, la forte dégradation des indicateurs avancés dans la zone euro présage un ralentissement de l'économie européenne beaucoup plus marqué qu'attendu – avec des répercussions correspondantes sur l'économie suisse.

## L'indicateur avancé annonce un ralentissement de la conjoncture

Croissance du PIB suisse et indice des directeurs d'achat de l'industrie



Sources: Macrobond, UBS



# La Banque nationale à la croisée des chemins

Alessandro Bee, économiste

Le débat sur les coûts macroéconomiques des taux d'intérêt négatifs s'est intensifié ces derniers mois. Plus le contexte d'intérêts négatifs perdure, plus la charge pesant sur le secteur financier et les caisses de pension augmente. En conséquence, la Banque nationale suisse (BNS) subit de plus en plus de pressions pour qu'elle abandonne sa politique de taux négatifs, en place depuis quatre ans.

Dans le même temps, l'environnement monétaire devient de plus en plus ardu pour la BNS: les risques conjoncturels se sont accentués dans la zone euro, et les risques géopolitiques dans le monde (conflit commercial, Brexit, politique budgétaire en Italie) ne sont pas écartés. Cet environnement pourrait inciter les principales banques centrales à la prudence dans leur politique monétaire, ce qui mettrait en retour des pressions à la hausse sur le franc suisse.

Ces prochains trimestres, la BNS pèsera donc soigneusement les avantages et les inconvénients de sa politique ultra-expansionniste. Le différentiel entre les taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro et en Suisse rend le

franc moins attrayant pour les investisseurs, ce qui profite à la BNS dans le contexte actuel d'incertitude conjoncturelle. Nous supposons que la BNS maintiendra sa politique monétaire prudente cette année, et prévoyons une première hausse de ses taux directeurs vers la fin de l'année, à condition que la Banque centrale européenne (BCE) relève les siens.

Le marché financier place les hausses de taux de la BNS et de la BCE beaucoup plus tard que nous. Néanmoins, si le relèvement des taux directeurs commençait réellement fin 2019, cela se traduirait par une augmentation des taux d'intérêt à dix ans.

Nous supposons que la BNS maintiendra sa politique monétaire prudente cette année



Rapport détaillé:  
[ubs.com/outlook-ch-fr](https://ubs.com/outlook-ch-fr)

# On ne peut avoir le beurre et l'argent du beurre

Thomas Flury, analyste

En 2019, on constatera à nouveau que l'influence de la BNS ne va pas au-delà du franc suisse. Et qu'on ne peut pas tout avoir, à savoir un franc faible et la fin de l'expansionnisme monétaire.

Pendant des années, à coup de taux d'intérêt extrêmement bas et d'interventions sur les marchés des changes, la BNS a lutté contre l'appréciation du franc. Cela a gonflé son bilan, alors que les taux négatifs ont pesé sur les rendements des placements. Dès que la situation en Europe se détendra et que la BCE se mettra à relever ses taux directeurs, la BNS devra abandonner sa politique expansionniste. Sur fond de normalisation de la politique monétaire

de la BCE, nous nous attendons à un recul du cours du franc face à l'euro en 2019. Mais de même que l'expansionnisme de la BNS a jugulé la hausse du franc, le retrait de ces mesures limitera sa dépréciation. Parallèlement, le franc devrait plutôt s'apprécier vis-à-vis du dollar américain, affaibli.

Rapport détaillé:  
[ubs.com/outlook-ch-fr](https://ubs.com/outlook-ch-fr)



EURCHF



USDCHF

# Amélioration dans l'industrie et les services

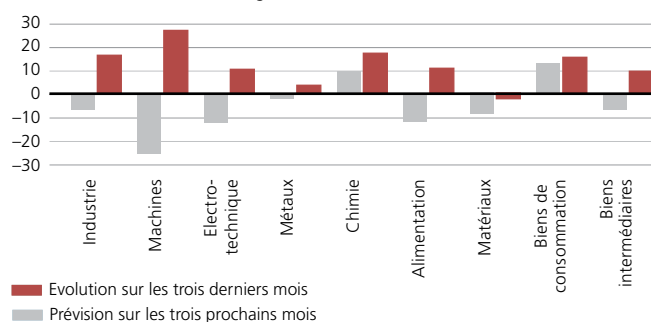
Sibille Duss, économiste

Les entreprises dans le secteur secondaire et les entreprises dans le secteur des services ont jugé leur situation économique meilleure en fin d'année 2018 que jamais depuis 2010. La majorité des indicateurs ont contribué à cette amélioration. Dans les deux secteurs toutefois, les entreprises continuent d'anticiper une baisse des prix.

En novembre, la situation économique des entreprises industrielles a commencé à se redresser, pour atteindre son plus haut niveau depuis 2010. La plupart des sous-indicateurs ont contribué à cette reprise: ainsi, le volume de commandes de l'étranger s'est stabilisé, et les carnets de commandes et niveaux de production ont augmenté en glissement annuel. Cependant, les chiffres d'affaires des entreprises industrielles se sont dégradés; la baisse des prix devrait donc se poursuivre ce trimestre. Cela ne devrait pas entraîner d'amélioration de la rentabilité dans un avenir proche.

## Entrée des commandes dans le secteur de l'industrie

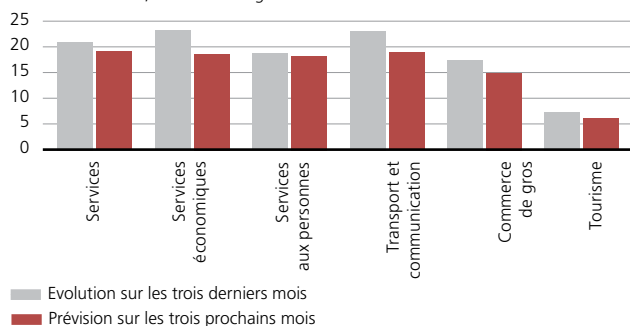
Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

## Demande dans le secteur des services

Indice de diffusion, données corrigées des variations saisonnières



Sources: KOF, UBS

Dans la plupart des sous-secteurs industriels, la situation économique s'est légèrement redressée ces derniers mois, sans toutefois retrouver son niveau de milieu d'année. Seule la métallurgie affiche une nette tendance à la hausse. Ce sous-secteur se remet de l'effondrement entraîné par l'appréciation du franc suisse en 2011 et à la suite de l'abandon du taux plancher EURCHF en 2015.

### Reprise généralisée dans l'industrie électrique et chimique

Dans le domaine des machines-outils, la légère amélioration est due à la multiplication des commandes provenant de l'étranger. Dans les industries électrique et chimique, les indicateurs se sont améliorés dans tous les aspects. Cependant, la situation bénéficiaire est restée problématique pour de nombreux sous-secteurs industriels au quatrième trimestre. Seules l'industrie agro-alimentaire et la métallurgie ont connu une amélioration sur ce front.

L'industrie de la construction s'est stabilisée au niveau des trimestres précédents, grâce notamment à une augmentation des commandes et des prévisions de prix positives. En revanche, elle a vu sa situation bénéficiaire se dégrader quelque peu au quatrième trimestre. En fin d'année, la situation s'est éclaircie pour les bureaux d'architecture et d'ingénierie; elle atteint un niveau très élevé de 85 points (sur 100). Tous les sous-indicateurs, à l'exception des bénéfices, ont contribué à ce très bon résultat.

### Dégradation de la situation dans le tourisme, après une courte reprise

Le secteur des services a également revu à la hausse son estimation de la situation économique, même si elle n'a toujours pas retrouvé le niveau d'avant l'abandon du plancher de l'EURCHF. Tous les indicateurs, à l'exception des anticipations de prix, se sont améliorés au quatrième trimestre.

Dans les sous-secteurs des transports et des communications, l'évolution est positive depuis déjà cinq trimestres; les détaillants et les prestataires de services aux particuliers ou aux entreprises signalent également une amélioration. Seul le sous-secteur du tourisme, après une reprise en début d'année, a vu sa situation empirer au quatrième trimestre.

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 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](http://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.

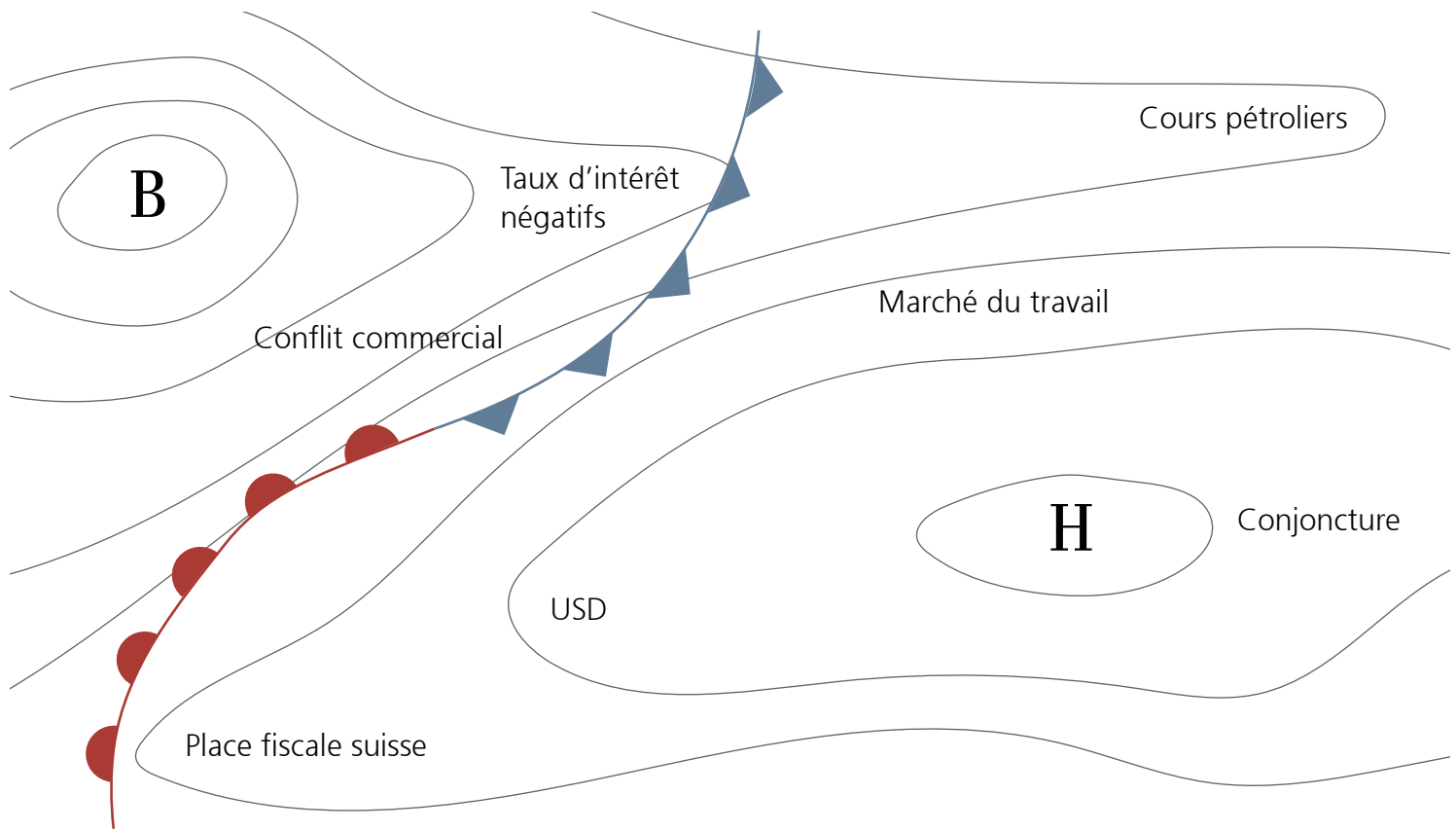
**Information importante relative à la stratégie d'investissement durable:** l'intégration de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou de considérations dictées par l'investissement durable peut entraver la capacité du gestionnaire de portefeuille de saisir certaines opportunités 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 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:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Europe Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wachtelgasse 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 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 que de l'autorité de surveillance autrichienne (Finanzmarktaufsicht, FMA), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Bahrein:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Bresil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **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. **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 Banco de España et la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué sous la forme d'une Societas Europaea autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **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. **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». **Israël:** UBS Switzerland AG 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 disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placée sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 – 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par 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-Hélène, Jersey, JE2 3BX. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, 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 a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **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. Ce document est distribué à des fins de marketing. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority – PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority – FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. 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 privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée à ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». **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 Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects. 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 prie de bien vouloir supprimer l'e-mail et de l'en informer immédiatement. 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.

Version 01/2019. CIO82652744

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



# Hautes ou basses?

Les pronostics actuels sur la conjoncture en Suisse et sur les marchés financiers

Apprenez-en plus sur la situation de la Suisse en matière d'économie, de monnaie, de taux d'intérêt, d'immobilier et de secteurs d'activité

[ubs.com/outlook-ch-fr](https://ubs.com/outlook-ch-fr)