



# KOF Bulletin

N° 99, septembre 2016

## CONJONCTURE ET RECHERCHE

- La conjoncture s'est affaiblie dans la zone euro →
- Brexit sans conséquences pour la Suisse... pour l'instant →
- Habitudes des Suisses en matière de paiement : les paiements à l'étranger ne cessent de croître →
- Prévisibilité du rendement de titres : rôle des Etats-Unis en période de crise et de prospérité →

## INDICATEURS DU KOF

- KOF Indicateur de la situation des affaires : nouvelle amélioration →
- KOF Baromètre conjoncturel : chute sous les 100 points →

AGENDA →

TABLEAUX PRÉVISIONS →

# EDITORIAL

Chère lectrice, cher lecteur,

La conjoncture de la zone euro s'est affaiblie au 2ème trimestre 2016, notamment en France et en Italie. Si l'on y ajoute l'incertitude liée au Brexit, la situation de l'Europe n'est pas au beau fixe à l'heure actuelle. En Suisse, le référendum britannique semble n'avoir encore eu aucune incidence majeure, ce que laisse supposer en tout cas une enquête menée par le KOF auprès des entreprises suisses au sujet du Brexit. Cependant, la position de négociation de la Suisse ne s'est peut-être pas améliorée suite du référendum sur la sortie de l'UE. Un autre article du présent bulletin s'intéresse aux habitudes de paiement des Suisses dans leur pays et à l'étranger : de plus en plus de paiements effectués avec la carte (de crédit) ou bien plutôt en espèces ? Le dernier article présente une nouvelle étude du KOF, qui révèle que l'évolution du marché boursier américain ne peut servir d'instrument de prévision sur d'autres marchés d'actions qu'en période de faible conjoncture, mais non en temps normal.

Le KOF vient de lancer son nouveau site internet. Vous y trouverez désormais les articles du Bulletin à la rubrique « News » : [www.kof.ethz.ch/fr/](http://www.kof.ethz.ch/fr/) →

Nous vous souhaitons une lecture enrichissante.

Anne Stücker et David Iselin

# CONJONCTURE ET RECHERCHE

## La conjoncture s'est affaiblie dans la zone euro



**La conjoncture s'est affaiblie dans la zone euro. Avec un accroissement modéré de la production (0,3%) par rapport au trimestre précédent, la progression du produit intérieur brut (PIB) s'est avérée légèrement ralentie au 2ème trimestre 2016. En France et en Italie, la production globale a même stagné.**

Après une hausse de 0,6% au 1er trimestre 2016, l'accroissement de la production a fléchi à 0,3% au 2ème trimestre. Cet affaiblissement était toutefois attendu, car la dynamique conjoncturelle avait subi une distorsion à la hausse au 1er trimestre sous l'effet de facteurs spéciaux. Ainsi, la douceur de l'hiver avait stimulé l'activité de construction en Allemagne et les ventes de billets pour le Championnat d'Europe de football avaient favorisé la consommation privée en France. Il en a résulté un mouvement inverse au 2ème trimestre. Les dépenses de consommation privée ont stagné, par exemple, en France seulement. Et la diminution des importations a fourni une contribution positive à la croissance du commerce extérieur. En revanche, la résorption moindre des stocks a tempéré la production. De même, les investissements de construction et d'équipement ont de nouveau présenté une dynamique négative après les fortes progressions des trimestres précédents.

En Italie, la crise bancaire persistante et l'incertitude quant à l'issue du référendum sur les réformes constitutionnelles profondes de novembre ont eu une incidence négative sur la consommation et la demande en investissement. En Allemagne, la dynamique conjoncturelle a fléchi de 0,7% au 1er trimestre à 0,4% au 2ème trimestre. L'accroissement demeure ainsi toutefois supérieur à celui de la zone euro dans son ensemble. Le commerce extérieur en particulier et la consommation ont en grande partie déterminé cette expansion, alors que l'activité de construction était régressive au 1er trimestre en raison des effets d'anticipation liés aux conditions météorologiques.

Les impulsions conjoncturelles positives sont en outre venues des Pays-Bas et de l'Espagne. La Grèce a également pu faire état d'un taux de croissance positif de la production. Aussi bien l'Espagne que la Grèce ont tiré profit

d'un tourisme florissant, notamment en raison de l'insécurité politique régnant dans d'autres pays de destination tels que l'Égypte et la Turquie.

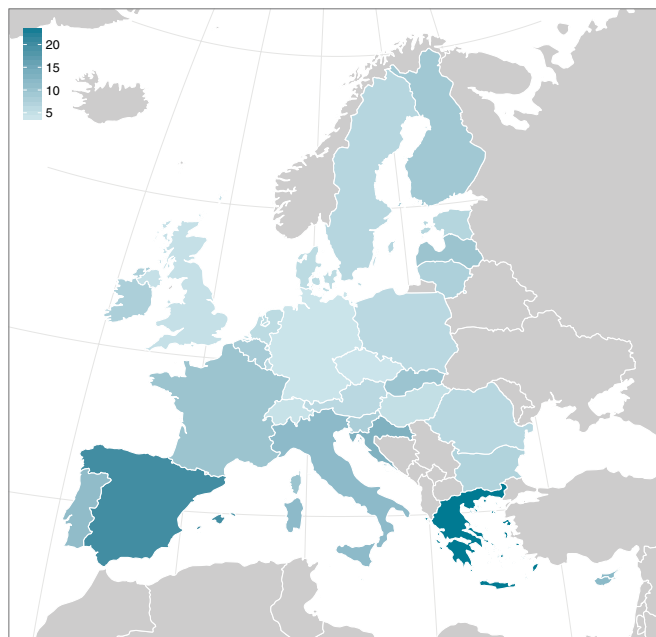
Une surprise est aussi venue de l'Irlande, qui a affiché une hausse de 26% du PIB après la révision des comptes nationaux de 2015. Cette hausse résulte principalement des délocalisations de grands groupes multinationaux, également appelés « tax inversions ». Une augmentation de 40% du capital productif en a résulté, surtout en raison des droits à la propriété intellectuelle, et un doublement des exportations nettes par les revenus de licences et le commerce de transit. Bien que la part de la performance économique de l'Irlande soit faible au sein de la zone euro, l'influence de cette révision sur le montant du PIB de l'Europe et du taux de croissance annuel de 2015 s'élèvera à environ 0,4 point de pourcentage.

### Redressement nuancé au niveau des prix et du marché de l'emploi

L'évolution des prix à la consommation présente en outre un bilan nuancé. Alors que la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation se situait à 2% en Belgique (suite à la hausse de la TVA sur l'électricité de 6% à 21% en septembre 2015, la hausse présente une distorsion à la hausse), l'inflation s'est élevée à 0,4% en Allemagne et en France. Des tendances déflationnistes se sont encore fait sentir en Italie et en Espagne (respectivement -0,2% et -0,9%). Dans l'ensemble de la zone euro, l'inflation s'est chiffrée à 0,2% en juillet 2016, l'inflation de base (hors énergie et aliments non transformés) atteignant 0,8%. Si les effets de base issus des reculs de prix antérieurs des matières premières ne se font plus sentir dans les mois à venir, il faudra s'attendre à une nouvelle hausse plus soutenue du renchérissement.

L'essor observé durant les derniers trimestres dans la zone euro s'est aussi traduit par un recul du chômage, même si celui-ci persiste à des niveaux très variés (cf. G 1, comparaison entre pays de l'Union européenne et Suisse). Le taux de chômage avoisinait 10,1% en juin dans l'ensemble de la zone euro, après avoir atteint 11% un an auparavant. En Espagne, il a chuté pour la première fois depuis six ans sous la barre des 20%, alors qu'en Allemagne, il n'avait plus été aussi bas (4,2%) depuis la réunification. En Italie, la réforme du marché de l'emploi adoptée début 2015 semble porter ses fruits : le taux de chômage a ainsi diminué de 0,6 point de pourcentage pour s'établir à 11,6%, le chômage des jeunes régressant même de 4,5 points de pourcentage à 36,5%. En France, où le chômage s'est

**G 1 : Taux de chômage dans l'Union européenne et en Suisse**  
(en %)



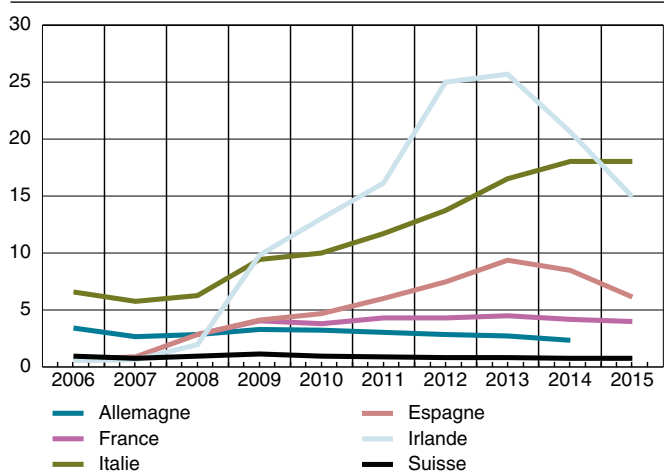
(Source : Eurostat, représentation interne)

récemment abaissé sous les 10%, une réforme du marché de l'emploi vivement contestée par les syndicats et les salariés a été adoptée en juillet selon une procédure expéditive. L'assouplissement de la protection du licenciement et de la réglementation des heures de travail est censé favoriser un développement plus dynamique du marché de l'emploi.

### Incertitude concernant l'état du secteur financier en Italie

Les banques italiennes ont relativement bien surmonté la crise de 2009. Elles n'avaient pas effectué d'investissements démesurés dans des placements spéculatifs à l'étranger et n'étaient pas non plus exposées à une dérive du secteur immobilier liée à une trop faible diversification dans l'octroi des crédits. Néanmoins, le faible développement économique qui s'en est suivi et la lenteur des réformes structurelles ont eu pour effet que, aujourd'hui, environ 18% des crédits accordés en Italie sont considérés comme des prêts non productifs. Selon la définition du Fonds monétaire international (FMI), un crédit appartient à cette catégorie quand le paiement du capital ou des intérêts est échu depuis plus de 90 jours. Ainsi, les banques italiennes détiennent la plus grosse part de crédits en

**G 2 : Evolution de la part des crédits en souffrance dans divers pays**  
(en % du volume total de crédits)



(Source : IMF Financial Soundness Indicators)

souffrance de toute la zone euro, après la Grèce et Chypre, dont les instituts de crédit dépendent depuis longtemps de bailleurs de fonds internationaux (cf. G 2, comparaison entre pays de la zone euro et Suisse).

Une recapitalisation par l'État des instituts financiers concernés est toutefois en contradiction avec les nouvelles directives de l'UE, lesquelles prévoient d'abord un soutien venant de la part des actionnaires et des créanciers d'emprunts de rang inférieur. La titrisation de crédits en souffrance maintenant amorcée par le gouvernement italien et le relèvement du capital propre des instituts affectés grâce à des fonds privés devraient cependant désamorcer, dans un premier temps, la situation.

#### Contacts

Florian Eckert | eckert@kof.ethz.ch

Heiner Mikosch | mikosch@kof.ethz.ch

Stefan Neuwirth | neuwirth@kof.ethz.ch

## Brexit sans conséquences pour la Suisse... pour l'instant

**Le Brexit demeurera encore longtemps source de préoccupations pour l'Europe et ses retombées sur le long terme sont encore imprévisibles. En ce qui concerne les entreprises exportatrices suisses, selon une enquête du KOF, les conséquences immédiates sont pour l'instant négligeables. La position de la Suisse vis-à-vis de l'UE n'a toutefois sûrement pas été améliorée par le Brexit.**

Le Brexit – ou du moins l'intention annoncée des Britanniques de quitter l'UE – est aujourd'hui réalité. Mais dans la mesure où sa mise en œuvre concrète et le contenu des accords qui suivront entre le Royaume-Uni et l'UE sont encore totalement ouverts, il est encore quasiment impossible d'en chiffrer avec précision les conséquences économiques.

Pourtant, le Brexit influence d'ores et déjà l'économie réelle. D'une part, l'issue du scrutin a eu des incidences directes sur des données économiques telles que le taux de change, par exemple. D'autre part, il a assombri les perspectives économiques des consommateurs et des producteurs britanniques. En même temps, la dépréciation de la livre devrait accroître la demande en produits provenant d'Outre-Manche et amortir ainsi d'éventuelles répercussions économiques négatives au Royaume-Uni.

Les attentes révisées à la baisse et le regain d'incertitude qui en découle devraient toutefois globalement susciter une plus grande réserve en terme de consommation et d'investissements et compenser les gains de change.

Les conséquences immédiates du Brexit pour l'évolution économique des autres pays de l'UE ne sont pas encore claires. D'un côté, la dépréciation de la livre devrait provoquer des pertes de chiffre d'affaires dans les entreprises ayant une grande part de leurs débouchés au Royaume-Uni. De l'autre, plusieurs villes et régions de l'UE s'efforcent de tirer profit du Brexit. La place financière londonienne devrait perdre de son attrait, et les entreprises financières désireuses de la quitter sont déjà activement courtisées. De plus, l'intérêt s'est déjà manifesté pour les institutions européennes implantées au Royaume-Uni, comme l'Agence européenne des médicaments (EMA), par exemple.

### Deux canaux de répercussions

En Suisse, les incidences du Brexit devraient se répercuter de deux manières différentes. D'une part, la sortie de l'UE rendra plus difficile le commerce avec le Royaume-Uni, du moins tant que les relations commerciales entre la Suisse et le Royaume-Uni ne sont pas définies par un nouvel accord. Cela devrait affecter en premier lieu les entreprises ayant des relations commerciales directes. D'autre part, le Brexit devrait avoir des répercussions indirectes en Suisse. Il est à supposer qu'il a détérioré la position de négociation de la Suisse vis-à-vis de l'UE par rapport à la mise en œuvre de l'initiative sur l'immigration de masse. Il semble difficile d'imaginer que, dans l'optique des négociations sans doute tendues avec le Royaume-Uni, l'UE soit prête à accorder des concessions à un pays tiers au sujet d'un de ses principes fondamentaux, la liberté de circulation des personnes. Les revendications liées à l'initiative sur l'immigration de masse ne sont pas compatibles avec l'accord de libre circulation des personnes conclu entre la Suisse et l'UE, et sa mise en œuvre équivaut à une rupture de contrat par la Suisse. Le Brexit a sans doute accru la probabilité que l'UE réagira à une rupture de contrat par une résiliation de l'accord. Comme l'accord de libre circulation des personnes est lié par une clause guillotine aux autres accords bilatéraux II, cela signifie que la résiliation d'un accord rendra caduc l'ensemble des accords bilatéraux II.

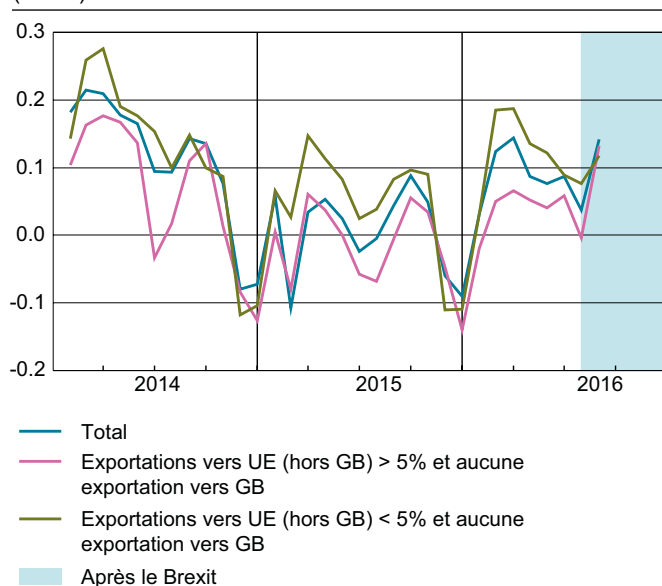
### Enquête auprès des entreprises suisses

Afin d'examiner de plus près les répercussions potentielles du Brexit en Suisse, le KOF a recensé en juillet la part des exportations de l'UE et du Royaume-Uni des entreprises

participant à l'enquête conjoncturelle. Les parts d'exportations ont été estimées chez les entreprises de l'industrie de transformation et du secteur financier ainsi que chez les autres prestataires de services. Les entreprises de ces secteurs d'activité devraient être les plus affectées par le Brexit. Les parts d'exportation permettent de déterminer les entreprises qui entretiennent des relations commerciales particulièrement étroites avec le Royaume-Uni. Les entreprises ont ensuite été réparties en deux groupes, à savoir les entreprises exposées (forte part d'exportation) et non exposées (faible part).

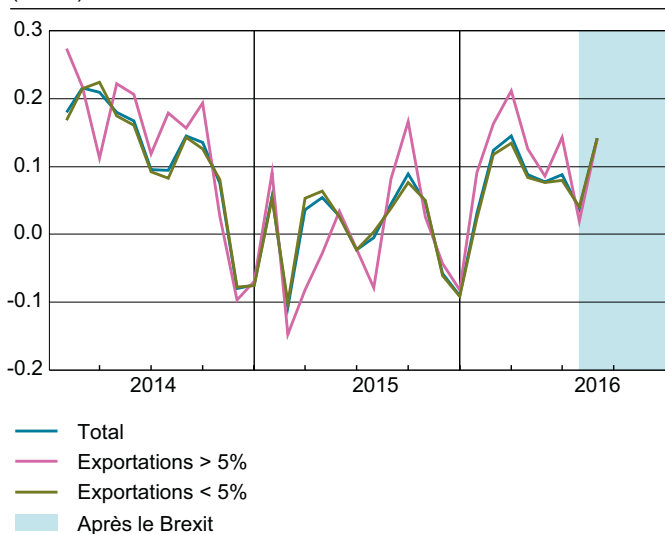
**G 4 : Attentes en matière de demande 2**

(Solde)



**G 3 : Attentes en matière de demande 1**

(Solde)



La ligne bleue du graphique G 3 indique l'évolution dans le temps des attentes des entreprises en matière de demande. La ligne rouge représente les attentes des entreprises réalisant plus de 5% de leur chiffre d'affaires au Royaume-Uni. À cet égard, les attentes de ces entreprises étroitement liées au Royaume-Uni ont davantage fléchi que celles des autres entreprises en juillet, lors de la première enquête suivant le Brexit. Le nombre des entreprises exportant au Royaume-Uni est toutefois réduit par rapport à l'ensemble des entreprises, ce qui rend la courbe rouge un peu plus volatile. Le mouvement plus net à la baisse de juillet reste dans la norme des mouvements observés dans le passé et ne signifie pas forcément une plus vive réaction des entreprises exposées. Par ailleurs, aucune tendance divergente ne peut être constatée à l'intérieur des deux groupes.



Le graphique G 4 s'attache à identifier d'éventuelles répercussions liées à la dégradation du statut de négociateur de la Suisse par rapport à l'UE. Il répartit les entreprises en deux groupes : celles qui réalisent plus de 5% de leur chiffre d'affaires dans l'UE (hors Royaume-Uni) et celles qui desservent exclusivement le marché suisse. Tout comme sur la figure 1, la figure 2 ne présente aucun indice suggérant des incidences négatives sur les attentes à court terme des entreprises suisses.

L'analyse descriptive des résultats de l'enquête montre que l'onde de choc du Brexit n'a pas (encore) atteint les entreprises suisses. Aucune conséquence majeure n'est donc à attendre en Suisse à court terme. Les incidences à long terme dépendent de trop nombreuses éventualités pour que l'on puisse tirer des conclusions définitives.

#### Contact

Andreas Dibiasi | dibiasi@kof.ethz.ch

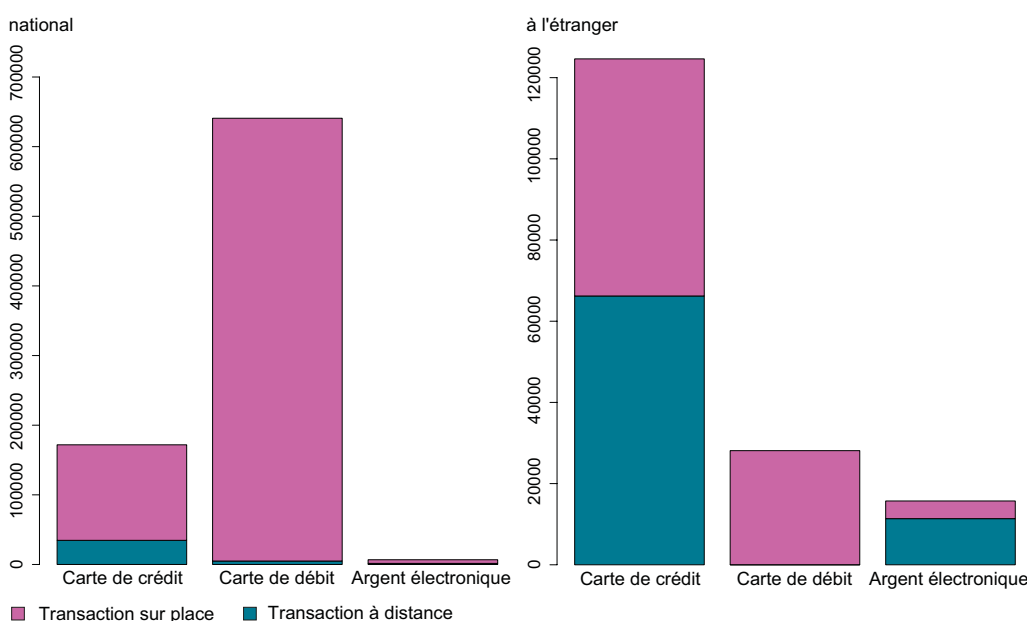
## Habitudes des Suisses en matière de paiement : les paiements à l'étranger ne cessent de croître

**Au plus tard depuis l'abandon du taux plancher, les spéculations n'ont pas manqué en ce qui concerne le tourisme d'achat pratiqué par les Suisses à l'étranger. L'enquête de la Banque nationale suisse (BNS) au sujet des paiements et des retraits d'espèces permet de formuler des constats structurels et conjoncturels sur les habitudes de paiement des Suisses dans leur pays et à l'étranger. La moitié des transactions effectuées à l'étranger avec des cartes de crédit suisses concernent des achats en ligne. Par ailleurs, les effets de l'appréciation du franc apparaissent dans les transactions à l'étranger.**

Pour effectuer leurs paiements en Suisse, les Suisses utilisent rarement la carte de crédit, et ce depuis de nombreuses années. La part des transactions conclues à l'aide d'une carte de crédit suisse (émise par un institut financier

suisse et comprenant aussi bien les cartes privées que les cartes d'entreprise) se maintient depuis des années aux alentours de 20%. Les cartes de débit ont un peu perdu de leur importance, mais elles concernent encore la majorité

**G 5 : Nombre des transactions par type de carte en 2015**  
(en millier)



(Source : BNS, calculs internes)

des paiements effectués en Suisse (environ 78% en 2015). A peine 1% des transactions ont été effectuées en 2015 à l'aide d'argent électronique (suisse), c'est-à-dire à l'aide de cartes de paiement préalablement chargées.

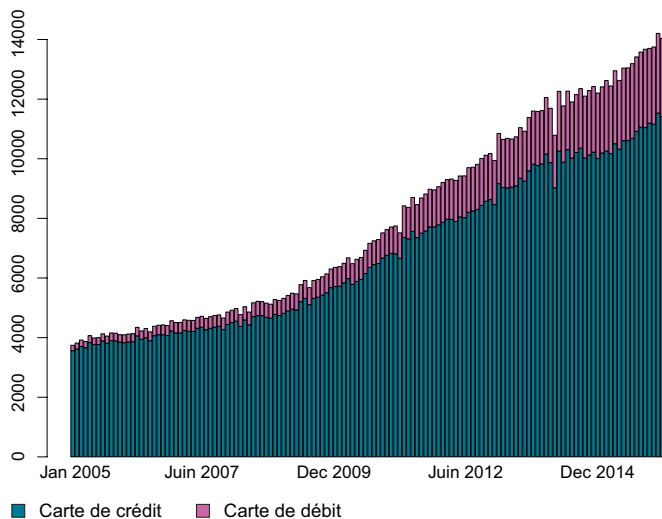
Concernant les paiements à l'étranger, la carte de crédit a toutefois nettement perdu de son importance en tant que mode de paiement. Alors qu'en 2005, environ 94% des paiements (nombre de transactions) étaient encore faits avec une carte de crédit suisse, leur part ne s'élevait plus qu'à 74% en 2015. En revanche, la carte de débit (17% des paiements en 2015) est de plus en plus utilisée et l'argent électronique a servi au paiement de plus de 9% des transactions en 2015.

La majorité des retraits d'espèces à l'étranger s'effectuent à l'aide de la carte de débit (74% en 2015), tandis que la carte de crédit était utilisée dans 16% des cas et que l'argent électronique demeurait important, avec 10%.

### Importance des achats à distance

La popularité du shopping en ligne se reflète également dans ces données. Depuis décembre 2014, les paiements sont répartis entre les achats payés sur place et ceux

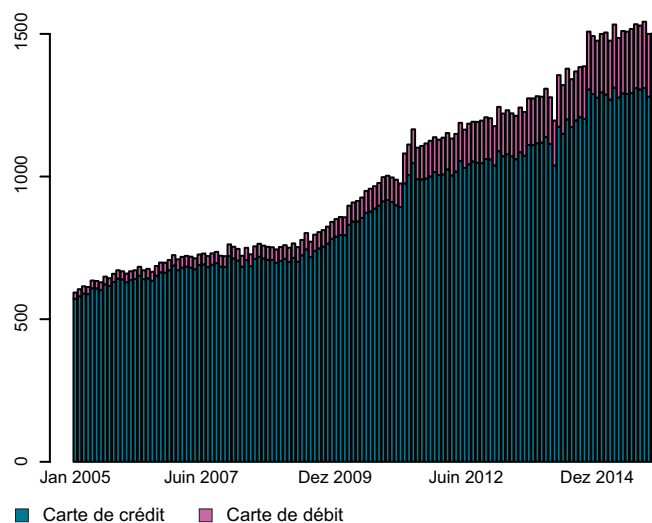
**G 6 : Nombre de transactions payées avec des cartes de crédit et de débit suisses à l'étranger**  
(en millier)



(Source : BNS, KOF : correction des variations saisonnières)

(Remarque : l'argent électronique ne peut figurer sur le graphique, car la série temporelle pour la correction des variations saisonnières est trop courte.)

**G 7 : Transactions payées avec des cartes de crédit et de débit suisses**  
(en million d'Euros)



(Source : BNS, KOF : conversion en Euro, correction des variations saisonnières, correction du taux d'inflation dans la zone euro)

(Remarque : les chiffres d'origine sont en Franc suisse et la conversion en euro est faite dans l'hypothèse où la plupart des dépenses sont faites dans la zone euro. L'argent électronique ne peut figurer sur le graphique, car la série temporelle pour la correction des variations saisonnières est trop courte.)

effectués à distance (en ligne). En ce qui concerne les cartes de crédit, les achats à distance représentent près de 53% (2015) de tous les paiements effectués à l'étranger avec des cartes de crédit (cf. G 5). En Suisse, cette part est d'un bon 20%. Comme les cartes de débit ne peuvent être que rarement utilisées pour les achats en ligne, leur part n'est que marginale, aussi bien en Suisse qu'à l'étranger. L'argent électronique est aussi principalement utilisé à l'étranger pour les achats à distance (72%), mais nettement moins en Suisse (23%).

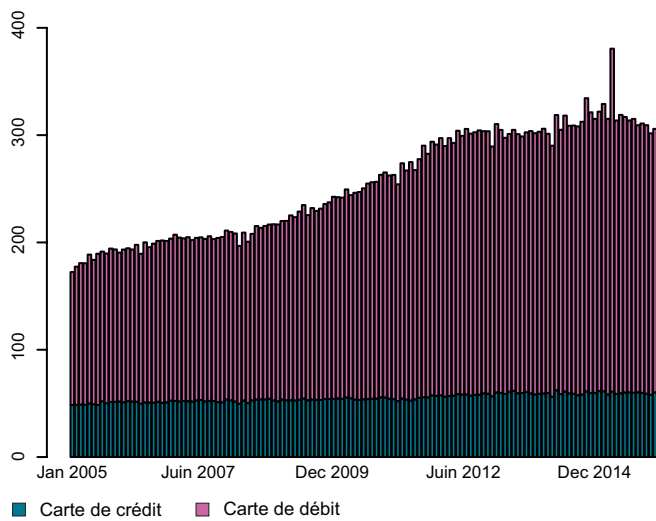
### Influence du taux de change sur le nombre des transactions à l'étranger

Si l'on considère le nombre mensuel de transactions payées à l'étranger avec des cartes suisses (en valeur désaisonnalisée) (cf. G 6), on constate non seulement un accroissement plus net depuis 2009, mais aussi un léger mouvement à la hausse en juin 2011, mais non début 2015. La période de 2011 coïncide avec une forte appréciation du franc suisse vis-à-vis de l'euro (comparable à l'abandon du



## G 8 : Retraits d'espèces avec des cartes suisses à l'étranger

(en million d'Euros)



(Source : BNS, KOF : conversion en Euro, correction des variations saisonnières, correction du taux d'inflation dans la zone euro)

(Remarque : les chiffres d'origine sont en Franc suisse et la conversion en euro est faite dans l'hypothèse où la plupart des dépenses sont faites dans la zone euro. L'argent électronique ne peut figurer sur le graphique, car la série temporelle pour la correction des variations saisonnières est trop courte.)

taux de change début 2015). Le montant total des paiements en millions d'euros (convertis et corrigés du taux d'inflation de la zone euro) révèle aussi à vrai dire une augmentation notable en janvier 2015. Depuis lors, le niveau s'est stabilisé (cf. G 7). Depuis l'abandon du taux de change plancher, les Suisses n'ont donc pas acheté beaucoup plus souvent à l'étranger, mais ils y ont dépensé de plus grosses sommes. En mai 2014, les paiements à l'étranger semblent relativement bas. Cela peut s'expliquer par les faibles paiements de primes versés ce printemps-là et par les décalages des jours fériés. Ainsi, l'Ascension était tombée fin mai et la Pentecôte, seulement en juin.

Les retraits d'espèces avec des cartes suisses à l'étranger (en millions d'euros, en valeur désaisonnalisée et corrigée de l'inflation de la zone euro, cf. G 8) ne révèlent aucune variation nette de niveau, mais une tendance croissante se manifeste depuis 2009. A vrai dire, un petit pic apparaît en janvier 2015, et un plus important en juillet 2015. Ainsi, beaucoup d'espèces ont été retirées à l'étranger, soit le mois de l'abandon du taux plancher. En juillet, les transactions à l'étranger sont relativement substantielles, car c'est un des mois de vacances les plus importants pour les Suisses. En juillet 2015, les dépenses étaient toutefois nettement supérieures à celles des années antérieures. Mais la tendance à la hausse semble avoir fléchi dans l'ensemble au cours des dernières années. Cela pourrait suggérer que les Suisses paient de plus en plus souvent avec une carte à l'étranger au lieu de retirer de l'argent liquide. La progression des paiements effectués à l'étranger peut ainsi probablement s'expliquer en partie par des déplacements structurels des habitudes de paiement.

### Contact

Pauliina Sandqvist | sandqvist@kof.ethz.ch



## Prévisibilité du rendement de titres : rôle des Etats-Unis en période de crise et de prospérité

**Les rendements boursiers excédentaires de dix pays industrialisés sont-ils prévisibles uniquement grâce aux rendements décalés des titres américains ? Cela dépend, faudrait-il répondre. Cette affirmation n'est vérifiée qu'en période de récession, alors que ce n'est pas le cas en temps normal, comme le montre une étude du KOF.**

Le débat est intense dans la littérature financière empirique en ce qui concerne la prévisibilité des rendements excédentaires boursiers. Par exemple, après avoir mené un examen très complet des principales variables proposées autrefois dans la littérature et considérées comme de bons indicateurs de rendements boursiers excédentaires, Welch et Goyal (2008, p. 1504) concluent que «... la plupart des modèles paraissent instables voire trompeurs ». Néanmoins, dans une récente contribution au débat, Rapach et al. (2013) avancent que les rendements boursiers américains, décalés dans le temps, offrent une prévisibilité hors échantillon supérieure des rendements boursiers excédentaires de 10 pays industrialisés (Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Suisse, Royaume-Uni) par rapport à un indice de référence courant représenté par la moyenne historique.



L'étude mentionnée a examiné les conclusions de Rapach et al. (2013) afin de vérifier si la qualité de prévision supérieure des rendements boursiers américains décalés était effectivement stable aussi bien en période de récession qu'en phase d'expansion du cycle conjoncturel américain. À cet effet, elle a d'abord répliqué les résultats indiqués par Rapach et al. (2013) pour l'ensemble de l'échantillon de prévision, allant de janvier 1985 à décembre 2010, pour

évaluer ensuite séparément la qualité de prévision des rendements américains retardés durant les phases de prospérité et de récession en utilisant la chronologie du National Bureau of Economic Research (NBER). Durant la période en question, il y a eu trois phases de récession, identifiées par les crêtes de cycle économique en juillet 1990, mars 2001 et décembre 2007, et les dépressions correspondantes en mars 1991, novembre 2001 et juin 2009.

Les résultats empiriques sont résumés dans le tableau 1, lequel présente les valeurs de la mesure hors échantillon de la capacité d'estimation,  $R^2_{OS}$ , suggérée dans Campbell et Thompson (2008), ainsi que la statistique t et les valeurs p correspondantes du test de Clark and West (2007) relatif à la qualité de prévision. Les valeurs de l'ensemble de l'échantillon d'évaluation (janvier 1985 – décembre 2010) ont été comparées avec les résultats indiqués dans Rapach et al. (2013, Tableau VII, colonnes (2) et (5)) de même que les sous-périodes définies par les phases de récession et d'expansion du cycle économique américain selon la chronologie du NBER.

Le tableau 1 permet de faire plusieurs observations. D'abord, les conclusions de Rapach et al. (2013) ont été rigoureusement reproduites. Au seuil de signification de 10%, dans 9 pays sur 10, le modèle de prévision augmenté des rendements boursiers américains décalés produit une réduction statistiquement significative en MSFE par rapport au modèle de moyenne historique, d'après le test de Clark et West (2007). Seulement dans le cas du Royaume-Uni, l'hypothèse zéro de capacité prévisionnelle égale ne peut être rejetée. Le  $R^2_{OS}$  spécifique estimé par pays se situe entre -0,685 pour l'Australie et 3,805 pour les Pays-Bas. Comme le mentionnent Rapach et al. (2013, p. 1656), six des valeurs  $R^2_{OS}$  sont supérieures à 1% et peuvent donc être considérées comme « économiquement non négligeable ».

Ensuite, la comparaison des valeurs  $R^2_{OS}$  indiquées pour les phases de récession et d'expansion révèle une différence frappante, à la fois en termes de magnitude que d'étendue. Concernant les récessions, l'éventail des valeurs  $R^2_{OS}$

## T 1 : Évaluation de la capacité prédictive des rendements américains retardés

	Whole sample <sup>a</sup>			Recessions			Expansions		
	$R_{OS}^2$ <sup>b</sup>	Clark and West (2007) (t-stat)	(p-value)	$R_{OS}^2$	Clark and West (2007) (t-stat)	(p-value)	$R_{OS}^2$	Clark and West (2007) (t-stat)	(p-value)
AUS	0.685	1.489	<b>0.068</b>	11.005	1.887	<b>0.030</b>	-3.058	0.559	0.288
CAN	1.304	2.357	<b>0.009</b>	12.866	2.534	<b>0.006</b>	-1.719	1.019	0.154
FRA	1.520	1.902	<b>0.029</b>	6.242	1.794	<b>0.036</b>	0.254	0.978	0.164
DEU	1.572	1.778	<b>0.038</b>	6.836	1.636	<b>0.051</b>	-0.053	0.920	0.179
ITA	0.918	1.540	<b>0.062</b>	6.708	2.383	<b>0.009</b>	-0.463	0.108	0.457
JPN	0.821	1.332	<b>0.091</b>	4.275	1.221	0.111	-0.455	0.605	0.273
NLD	3.805	2.617	<b>0.004</b>	13.152	2.692	<b>0.004</b>	0.578	1.227	0.110
SWE	2.900	2.249	<b>0.012</b>	10.231	1.770	<b>0.038</b>	0.698	1.493	<b>0.068</b>
CHE	2.639	2.453	<b>0.007</b>	11.891	2.510	<b>0.006</b>	0.458	1.309	<b>0.095</b>
GBR	0.286	0.973	0.165	5.652	1.828	<b>0.034</b>	-1.013	0.248	0.598

<sup>a</sup> The forecast evaluation sample is 1985M1-2010M12. The reported results exactly replicate those in Rapach et al. (2013, Table VII, columns (2) and (5)). The whole sample is split into the periods defined as a recession by NBER and the expansion periods.

<sup>b</sup>  $R_{OS}^2$  is the out-of-sample  $R^2$  statistic (Campbell and Thompson, 2008) which measures proportional reduction in MSFE of the benchmark model (Equation (2)) relative to the model augmented with lagged U.S. stock returns (Equation (1)). The test of Clark and West (2007) is used for testing the null hypothesis of equal forecast accuracy between nested models.

s'étend de 4,275 pour le Japon à 13,152 pour les Pays-Bas ; pour ce qui est des phases d'expansion, l'éventail va de -3,058 pour l'Australie à 0,698 pour la Suède. Aucune des valeurs indiquées pour les périodes d'expansion n'est supérieure à 1%, ce qui suggère que même les valeurs positives ne peuvent être interprétées comme « économiquement non négligeables ». La statistique du test de Clark et West (2007) est significative au seuil de 5% dans 9 pays sur 10 pour les récessions, rejetant l'hypothèse zéro de précision prévisionnelle égale en faveur du modèle doté des rendements américains décalés pour ces 9 pays. A l'inverse, l'hypothèse zéro de précision prévisionnelle égale ne peut être rejetée qu'au seuil de 10% durant les phases d'expansion en Suède et en Suisse.

Ces résultats permettent de formuler les conclusions suivantes. Il y a une forte asymétrie dans la capacité de prévision des rendements américains décalés durant les périodes de prospérité et les périodes de crise, une majorité des éléments soutenant la capacité de prévision des marchés boursiers internationaux en période de récession. Durant les phases d'expansion américaine, il y a peu d'éléments statistiques favorables à la capacité prévisionnelle

du modèle augmenté des rendements boursiers retardés par rapport à ceux fournis par un modèle de moyenne historique. Nous en concluons que les éléments indiqués par Rapach et al. (2013) sont fragiles par rapport à la période d'évaluation des prévisions. Ces résultats corroborent davantage les conclusions de Welch et Goyal (2008).

### Contact

Boriss Siliverstovs | siliverstovs@kof.ethz.ch

Retrouvez les références des articles cités sur le site :  
[www.kof.ethz.ch/fr/](http://www.kof.ethz.ch/fr/) →

Retrouvez le KOF Working Paper No. 408 : "International Stock Return Predictability: On the Role of the United States in Bad and Good Times" de Boriss Siliverstovs à l'adresse suivante :  
[www.kof.ethz.ch/fr/publications/kof-working-paper.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/publications/kof-working-paper.ch) →

# INDICATEURS DU KOF

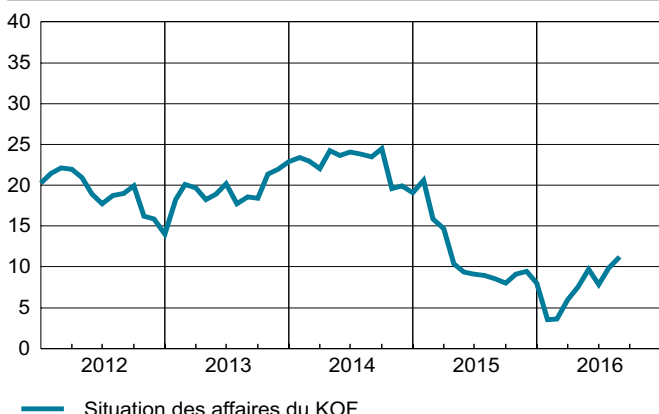
## KOF Indicateur de la situation des affaires : nouvelle amélioration

L'indicateur KOF de la situation des affaires dans le secteur privé suisse a progressé en août pour la deuxième fois consécutive (cf. G 9). Depuis la décision du Brexit, il évolue plutôt à la hausse. Cela signifie que les entreprises suisses ne se voient guère contrariées, à l'heure actuelle, par le choix des Britanniques. Au contraire, le processus de relance de l'économie suisse se poursuit.

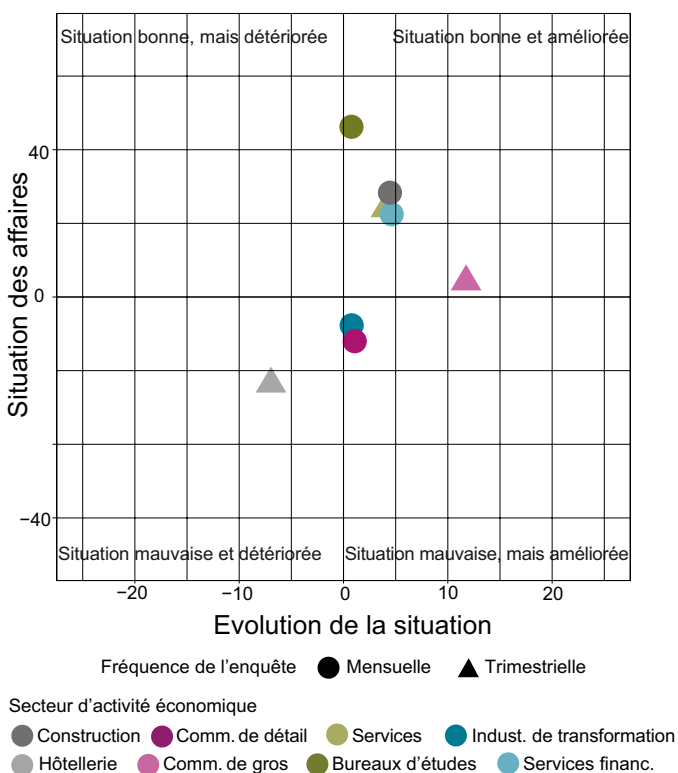
La situation des affaires s'est améliorée en août, surtout dans le bâtiment et chez les prestataires de services financiers et assurantiels (cf. G 10). Mais les bureaux d'études, l'industrie de transformation et le commerce de détail ont aussi enregistré un léger plus. Ainsi, l'amélioration du mois d'août bénéficie d'une large assise. Le commerce de gros, l'hôtellerie et les autres services ont été interrogés pour la dernière fois en juillet. L'évolution était très hétérogène. Le commerce de gros affichait une forte amélioration et les autres services enregistraient une amélioration sensible. En revanche, la situation se refroidissait nettement dans l'hôtellerie.

Sur le plan géographique, le mois d'août présente des appréciations très contrastées : la situation des affaires s'est améliorée dans le nord-ouest de la Suisse, la région de Zurich, la Suisse centrale et le Tessin (cf. G 11). Par

**G 9 : KOF Indicateur de la situation des affaires**  
(Solde, valeur désaisonnalisée)

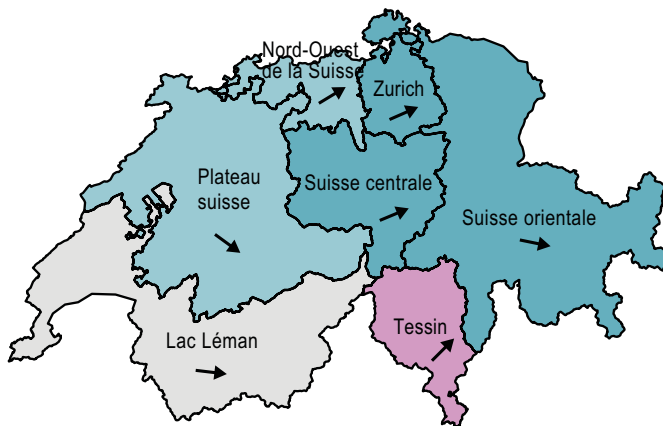


**G 10: Situation des affaires du KOF : évolution sectorielle**



contre, elle s'est légèrement dégradée en Suisse orientale et dans le Bassin lémanique, et un peu plus sur le Plateau. Les légers reculs de la Suisse orientale et du Bassin lémanique doivent toutefois être replacés dans leur contexte, car la situation s'était nettement améliorée dans ces deux régions au cours des mois précédents.

## G 11 : Situation des affaires dans les entreprises du secteur privé



L'inclinaison des flèches indique la variation de la situation des affaires par rapport au mois précédent.

Source : KOF

### Soldes

■ 55 à 100	■ entre 30 et 55	■ entre 16,5 et 30
■ entre 9 et 16,5	■ entre 5 et 9	■ entre -5 et 5
■ entre -9 et -5	■ entre -16,5 et -9	■ entre -30 et -16,5
■ entre -55 et -30	■ entre -100 et -55	

### Explication des graphiques

Le graphique G 9 présente l'indicateur KOF de la situation des affaires dans l'ensemble des secteurs concernés par l'enquête. En ce qui concerne les secteurs d'activité sollicités trimestriellement, la situation des affaires est considérée comme constante dans les mois intermédiaires.

Le graphique G 10 présente la situation des affaires et sa variation actuelle. Dans le cas des enquêtes mensuelles, il indique à chaque fois la variation par rapport au mois précédent. Dans le cas des enquêtes trimestrielles, il indique la variation par rapport au trimestre précédent. Les valeurs

trimestrielles sont constantes dans les mois intermédiaires et ne sont actualisées que le premier mois du trimestre suivant.

Le graphique G 11 indique la situation des affaires dans les grandes régions définies par l'Office fédéral de la statistique. Les régions présentent des couleurs différentes en fonction de la situation des affaires. À l'intérieur des régions, les flèches indiquent la variation de la situation par rapport au mois précédent. Une flèche dirigée vers le haut, par exemple, indique que la situation s'est améliorée en variation mensuelle.

L'indicateur KOF de la situation des affaires se fonde sur plus de 4500 réponses d'entreprises suisses. Chaque mois, les entreprises de l'industrie, du commerce de détail, du bâtiment, du secteur des bureaux d'études ainsi que les prestataires de services financiers et assurantiel sont interrogés. Les entreprises de l'hôtellerie, du commerce de gros ainsi que les autres prestataires de services font l'objet d'une enquête trimestrielle, menée le premier mois de chaque trimestre. Les entreprises sont notamment invitées à porter un jugement sur la situation actuelle de leurs affaires. Elles peuvent qualifier la situation de « bonne », « satisfaisante » ou « mauvaise ». La valeur solde de la situation actuelle est la différence entre les pourcentages de réponses « bonne » et « mauvaise ».

### Contact

Klaus Abberger | abberger@kof.ethz.ch

Pour de plus amples informations sur les enquêtes conjoncturelles du KOF visitez notre site web : [www.kof.ethz.ch/fr/](http://www.kof.ethz.ch/fr/) →

## KOF Baromètre conjoncturel : chute sous les 100 points

**Le baromètre conjoncturel du KOF a accusé en août une baisse de 3,7 points (par rapport aux 103,5 points de juillet) pour s'établir à 99,8 points (cf. G 12). Il a ainsi recheté sous sa moyenne pluriannuelle pour la première fois depuis décembre 2015. Les perspectives de l'économie suisse s'avèrent un peu moins favorables qu'il y a un mois et retrouvent leur moyenne à long terme.**

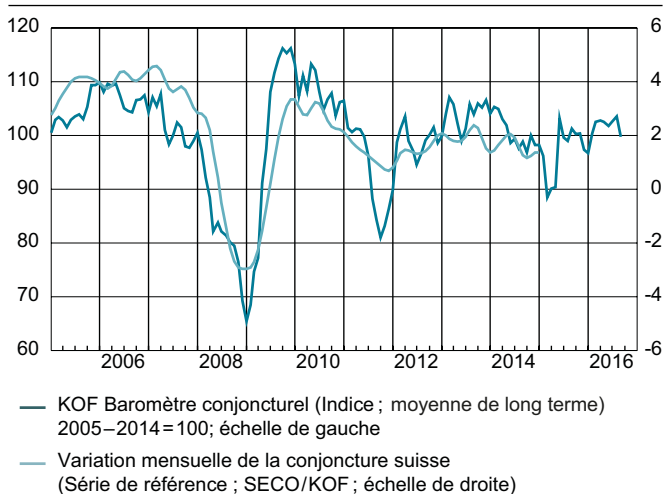
Le baromètre conjoncturel du KOF a atteint en août 2016 une valeur de 99,8 points, soit juste en deçà de sa moyenne pluriannuelle. Les perspectives défavorables de l'industrie de transformation, des banques et des prestataires de services touristiques ont contribué à la perte de 3,7 points par rapport au mois précédent. Ces développements négatifs ont été partiellement compensés par les indicateurs de la consommation intérieure et du bâtiment, qui ont présenté une dynamique positive.

A l'intérieur du secteur industriel, les perspectives se sont assombries dans tous les secteurs (électricité, bois, métallurgie, textile, construction mécanique et industrie spécialisée), excepté la chimie, l'agroalimentaire et le papier. Concernant la chimie et l'agroalimentaire, les perspectives sont demeurées inchangées, et elles se sont même améliorées pour l'industrie du papier. La dégradation observée dans l'industrie de transformation s'est surtout reflétée dans l'évaluation des commandes ainsi que du climat général des affaires.

### Baromètre conjoncturel du KOF et série de référence : mise à jour annuelle

La mise à jour annuelle du baromètre conjoncturel du KOF a eu lieu en septembre 2015. La mise à jour concerne les points suivants : redéfinition du pool d'indicateurs entrant dans la procédure de sélection, mise à jour de la série de référence, une nouvelle version du mécanisme de sélection pour la sélection des variables ainsi qu'une adaptation technique pour traiter les valeurs mensuelles manquantes des variables trimestrielles. En comparaison avec les 479 indicateurs qui ont été sélectionnés en octobre 2014 dans le processus de sélection des variables, le pool actuel se compose de 420 indicateurs. Cette réduction s'explique par la suppression des enquêtes KOF en relation avec les prix et les variations mensuelles des stocks. La série de référence actualisée est le taux lissé de croissance en rythme annuel du produit intérieur brut suisse (PIB) établi d'après les nouveaux comptes annuels SEC 2010, publiés fin août 2015. Elle se base à nouveau sur la publication du PIB de l'année précédente par l'Office fédéral de la statis-

**G 12 : KOF Baromètre conjoncturel et série de référence**



tique. Il résulte de la sélection des variables un baromètre conjoncturel du KOF actualisé, basé désormais sur 238 indicateurs (contre 217 dans la version précédente), réunis dans un indicateur global établi sur la base de pondérations statistiques. Nous procédons, en même temps que la mise à jour des indicateurs, à une légère modification du traitement des variables qui présentent uniquement des valeurs trimestrielles. Au lieu de « geler » ces valeurs au niveau du trimestre précédent jusqu'à la prochaine publication, nous adoptons une procédure statistique qui interpole les valeurs mensuellement. Nous recourons à cet égard à des informations contenues dans toutes les autres variables disponibles mensuellement.

### Contact

Boriss Siliverstovs | siliverstovs@kof.ethz.ch

Vous trouverez davantage d'informations sur le baromètre conjoncturel du KOF : [www.kof.ethz.ch/fr/](http://www.kof.ethz.ch/fr/) →



# AGENDA

## Manifestations du KOF

### KOF Wirtschaftsforum

mit Vorträgen von Josef Widmer, Stellv. Direktor, Staatssekretariat für Bildung, Forschung und Innovation, SBFI und Dr. Thomas Bolli, Forschungsbereich

Bildungssysteme, KOF

ETH Zürich, Donnerstag, 8. September 2016, 16.15 Uhr

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-wirtschaftsforum.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-wirtschaftsforum.ch) →

### KOF Prognosetagung Herbst 2016

Die schweizerische Wirtschaftsentwicklung bis 2018

Gastreferent: Prof. Clemens Fuest,

Präsident ifo Institut, München

ETH Zürich, Donnerstag, 6. Oktober 2016, 17.15 Uhr

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-jour-des-previsions.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-jour-des-previsions.ch) →

### KOF Research Seminar:

#### Can Regional Trade Integration Lead to Spatial Deconcentration?

Alexander Himbert – Université de Lausanne

ETH Zurich, 21 September 2016

#### Identification and Estimation of Dynamic Factor Models

Matei Demetrescu – Kiel University

ETH Zurich, 28 September 2016

#### Did the Swiss Exchange Rate Shock Shock the Market?

Gregor von Schweinitz –

Halle Institute for Economic Research (IWH)

ETH Zurich, 5 October 2016

#### tba

Sandra Eickmeier – Bundesbank

ETH Zurich, 10 October 2016

Eric Verhoogen – Columbia University

ETH Zurich, 19 December 2016

Jean-Robert Tyran – University of Vienna

ETH Zurich, 18 January 2017

Alfonso Flores-Lagunes – Syracuse University

ETH Zurich, 15 March 2017

David Weinstein – Columbia University

ETH Zurich, 12 April 2017

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-research-seminar.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-research-seminar.ch) →

### KOF-ETH-UZH International Economic Policy Seminar:

#### tba

Samuel Kortum – Yale University

ETH Zurich, 22 September 2016

### Regional Banking Instability and FOMC Voting

Stefan Eichler – University of Hannover

ETH Zurich, 24 November 2016

#### tba

Alex Whalley – University of California

ETH Zurich, 15 December 2016

Mary Amiti – Federal Reserve Bank of New York

ETH Zurich, 13 April 2017

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-eth-uzh-seminar.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/kof-eth-uzh-seminar.ch) →

## Conférences/Workshops

**Vous trouverez sur notre site des conférences et workshops actuels :**

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/conferences.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/manifestations/conferences.ch) →

## Agenda KOF

Retrouvez ici nos rendez-vous destinés aux médias :

[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/medias/agenda-mediatique.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/medias/agenda-mediatique.ch) →

## Autres publications du KOF

Vous trouverez sur notre site la liste complète des publications du KOF (analyses, working papers et études du KOF).

[www.kof.ethz.ch/fr/publications.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/publications.ch) →



# TABLEAUX PRÉVISIONS D'ÉTÉ 2016 DU KOF

## SUISSE

Dépenses imputées au produit intérieur brut, réelles																
Variations en % par rapport																
	2006-2014	au trimestre précédent (lissé, sur base annuelle)												à l'année précédente		
		2015				2016				2017				2015	2016	2017
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Consommation privée	1.7	0.8	1.0	1.2	1.5	1.9	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.1	1.6	1.4
Consommation publique	1.0	3.4	1.7	1.5	1.5	2.2	2.2	1.0	0.1	0.6	0.7	0.2	0.5	2.4	1.5	0.8
Formation brute de capital fixe	1.9	2.1	2.3	0.0	-0.2	2.6	3.5	0.7	-1.5	-0.9	0.3	0.7	4.0	1.5	1.4	0.3
– Construction	1.6	-1.3	-2.8	-3.7	-0.3	4.2	3.9	1.8	0.3	-0.3	0.2	1.4	1.9	-1.2	1.4	0.7
– Machines et équipements	2.0	3.8	4.8	2.1	-0.5	1.7	2.7	-1.9	-2.7	0.5	1.6	0.5	5.3	3.4	1.4	0.0
Exportations (1)	3.6	1.3	4.8	5.8	5.1	3.5	1.4	0.7	2.4	3.3	3.7	2.9	3.1	2.0	3.5	2.7
– Biens	3.3	-4.3	-0.4	6.6	11.4	7.9	0.3	0.3	3.2	4.2	4.4	4.0	3.8	0.6	5.4	3.2
– Services	3.0	-1.0	0.6	-0.6	-3.6	1.2	3.8	0.9	1.8	2.3	1.8	1.7	1.9	0.2	0.9	1.8
Importations (1)	3.3	-1.1	-2.0	2.9	8.6	7.6	4.7	2.5	2.0	4.1	3.8	2.0	2.8	1.6	4.9	3.2
– Biens (1)	2.6	-5.1	-6.3	1.6	11.7	8.3	4.2	3.6	2.7	5.2	4.7	2.2	3.3	-1.3	4.9	4.0
– Services	5.1	6.7	5.1	5.2	3.5	6.6	5.4	1.0	0.9	1.6	1.8	1.9	1.9	7.4	4.8	1.6
Variation des stocks (2)	0.2	-1.6	-4.5	-2.5	-0.2	-0.8	-0.5	1.3	1.1	1.4	0.7	0.1	-0.3	-0.8	-0.9	0.9
Produit intérieur brut (PIB)	2.0	0.6	-0.1	0.3	0.8	1.2	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	1.9	2.0	0.9	1.0	1.9

(1) Sans objets de valeur (commerce de métaux précieux y compris l'or non monétaire, des pierres de gemmes, des objets d'art et des antiquités)

(2) Contribution à la variation du PIB en %

Autres principaux indicateurs économiques																
Variations en % par rapport																
	2006-2014	au trimestre précédent												à l'année précédente		
		2015				2016				2017				2015	2016	2017
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Valeur extérieure du franc suisse en termes réels (1)	1.5	38.3	7.4	-11.4	-6.3	-2.3	-2.0	-5.7	0.0	0.1	-2.1	-3.5	0.4	7.0	-3.9	-1.7
Taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois CHF) (2)	0.8	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7
Rendement des obligations (10 ans) de la Confédération (2)	1.8	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.3	0.1
Prix à la consommation (3)	0.4	-0.7	-1.1	-1.4	-1.4	-1.0	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	0.3	-1.1	-0.4	0.2
Emploi en équivalence plein temps (4)	1.5	1.4	0.5	-0.2	-0.6	-0.2	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	0.8	0.0	0.6
Taux de chômage (2,5)	3.0	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.3	3.5	3.6

(1) Sur base annuelle

(2) Niveau absolu

(3) Au trimestre équivalent de l'année précédente

(4) Lissé, sur base annuelle

(5) Nombre de chômeurs en % de la population active de l'année 2010

## ÉCONOMIE MONDIALE

Variations en % par rapport																
	2006-2014	au trimestre précédent (lissé, sur base annuelle)												à l'année précédente		
		2015				2016				2017				2015	2016	2017
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Produit intérieur brut, réel																
– OCDE total	1.3	2.0	2.4	2.0	0.9	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.8	2.0	1.7	1.8
– Union Européenne (EU-28)	0.8	2.4	1.8	1.5	1.6	2.5	1.2	1.4	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.9	1.7	1.6
– Etats-Unis	1.3	0.6	3.9	2.0	1.4	0.8	2.8	2.4	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2	2.4	1.9	2.3
– Japon	0.5	5.2	-1.7	1.7	-1.8	1.9	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	0.5	0.6	1.0
Prix du pétrole (\$/baril) (1)	89.8	54.0	62.1	50.0	43.4	34.5	47.0	50.1	50.3	50.5	50.8	51.1	51.3	52.4	45.5	50.9

(1) Niveau absolu

## Mentions légales

Editrice KOF Centre de recherches conjoncturelles de l'EPF de Zurich

Direction Prof. Dr. Jan-Egbert Sturm

Rédaction David Iselin, Solenn Le Goff, Anne Stücker

Layout Vera Degonda, Nicole Koch

Images Shutterstock

Adresse postale LEE G 116, Leonhardstrasse 21, 8092 Zurich

Téléphone +41 44 632 42 39

E-Mail bulletin@kof.ethz.ch

Téléfax +41 44 632 12 18

Website www.kof.ethz.ch

ISSN 1662-4270 | Copyright © EPF Zurich, KOF Centre de recherches conjoncturelles, 2016

Toute publication d'une reproduction (même par extraits) n'est permise qu'avec l'autorisation de l'éditeur et avec mention de la source.

## Service Client

Le bulletin du KOF est un service gratuit qui vous informe chaque mois par courrier électronique sur les derniers développements conjoncturels, sur nos travaux de recherche et sur les principales manifestations.

Inscrivez-vous : [www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/news/kof-bulletin/inscription.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/news/kof-bulletin/inscription.ch) →

Pour consulter les bulletins précédents, rendez-vous dans nos archives :  
[www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/news/kof-bulletin/numeros/archives.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/news-et-manifestations/news/kof-bulletin/numeros/archives.ch) →

Rendez-nous visite sur notre site : [www.kof.ethz.ch/fr/](http://www.kof.ethz.ch/fr/) →

Vous pouvez vous procurer des séries temporelles issues de notre vaste banque de données via notre service des données :  
[www.kof.ethz.ch/fr/donnes\\_conseils/service-des-donnes.ch](http://www.kof.ethz.ch/fr/donnes_conseils/service-des-donnes.ch) →

Prochaine date de publication : 7 octobre 2016

# KOF

ETH Zurich  
KOF Centre de recherches conjoncturelles  
LEE G 116  
Leonhardstrasse 21  
8092 Zurich

Téléphone +41 44 632 42 39

Téléfax +41 44 632 13 52

[www.kof.ethz.ch](http://www.kof.ethz.ch)

#KOFETH

