

Luxembourg, le 22 mars 2019

**Publication du Cahier d'études n°126**

## **Measuring Real and Financial Cycles in Luxembourg: An Unobserved Components Approach**

Auteurs: Paolo GUARDA et Alban MOURA

Dans la poursuite de leur objectif de stabilité des prix, les banques centrales cherchent à limiter les déviations de l'activité économique, mesurée par le PIB, par rapport à son niveau potentiel de long terme. Le « cycle des affaires » désigne les fluctuations de l'activité par rapport à cette tendance, mais aussi les cycles plus ou moins simultanés observés pour d'autres variables telles que la productivité, la consommation, l'investissement, les heures travaillées, la participation au marché du travail ou le taux de chômage.

La crise financière déclenchée en 2007-2008 a rappelé aux économistes que ce cycle des affaires, ou cycle réel, peut être lié à un « cycle financier » distinct, affectant les prix des actifs, le volume du crédit et le niveau d'endettement des ménages, des entreprises et des institutions financières. L'intérêt des banques centrales pour ce cycle financier provient non seulement du besoin d'étalonner de nouveaux outils macro-prudentiels, mais également des effets potentiels du cycle financier sur l'évolution de l'activité économique et du niveau des prix.

Concernant le Luxembourg, en novembre 2017 la Banque centrale européenne a souligné la croissance « soutenue » du crédit au secteur privé non financier. En mars 2018, lors de son examen du Luxembourg au sein du semestre européen, la Commission européenne a identifié des risques potentiels associés à la croissance continue des prix immobiliers et de l'endettement de ménages. En avril 2018, le Fonds monétaire international a également conclu, dans le cadre de sa consultation annuelle, que la croissance des prix immobiliers au Luxembourg pourrait conduire à un endettement excessif des ménages.

Dans ce contexte, il paraît important d'évaluer la position des variables réelles et financières au Luxembourg par rapport à leur tendance historique. Dans ce but, nous appliquons dans ce

papier le modèle de séries temporelles dit « à composantes inobservées » à l'étude des cycles réels et financiers. Par contraste avec les méthodes univariées mises en œuvre par Giordana et Gueddoudj (Cahier BCL 103), le modèle à composantes inobservées permet (i) d'estimer la durée et l'amplitude des cycles à partir des données, (ii) d'effectuer une décomposition cycle-tendance de manière simultanée pour plusieurs variables réelles et financières, en tenant compte d'éventuels liens entre variables et (iii) de quantifier l'incertitude statistique de façon formelle.

Selon nos résultats, l'économie luxembourgeoise se trouvait proche de sa tendance de long terme au cours des deux premiers trimestres de 2018. En particulier, le PIB réel se trouvait près de son niveau tendanciel, avec un écart de production pratiquement nul en 2018. Quant aux prix immobiliers, leur composante cyclique affichait des valeurs très limitées en 2018. Ce résultat confirme les conclusions d'analyses plus structurelles de l'offre et de la demande pour le marché immobilier luxembourgeois. Ainsi, en 2018 la Revue de Stabilité Financière de la BCL a noté que « les indicateurs suggèrent une évolution des prix immobiliers plus ou moins en ligne avec les fondamentaux ». D'autre part, le FMI, lors de sa consultation de 2018 au titre de l'Article IV, a remarqué que les prix immobiliers semblent cohérents avec les tendances sous-jacentes du marché. Concernant les prêts bancaires au secteur privé non financier, ils se situaient légèrement au-dessus de leur tendance historique, tandis que les prêts aux ménages avaient rejoint leur tendance après un pic cyclique en 2009. Finalement, les prêts aux sociétés non financières s'étaient rétablis après un creux prononcé en 2014 et se trouvaient, au début 2018, légèrement au-dessus de leur tendance de long terme.

*Le contenu de cette étude ne doit pas être perçu comme étant représentatif des opinions de la Banque centrale du Luxembourg ou de l'Eurosysteme. Les opinions exprimées reflètent celles des auteurs et non pas nécessairement la position de la Banque centrale, de ses dirigeants ou de l'Eurosysteme.*

Ce cahier d'études est disponible sur le site internet de la BCL : [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)

---

Département Relations internationales et communication  
Section Communication  
Tél. : (+352) 4774-4265 ou 4599

Email : [press@bcl.lu](mailto:press@bcl.lu)  
[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)