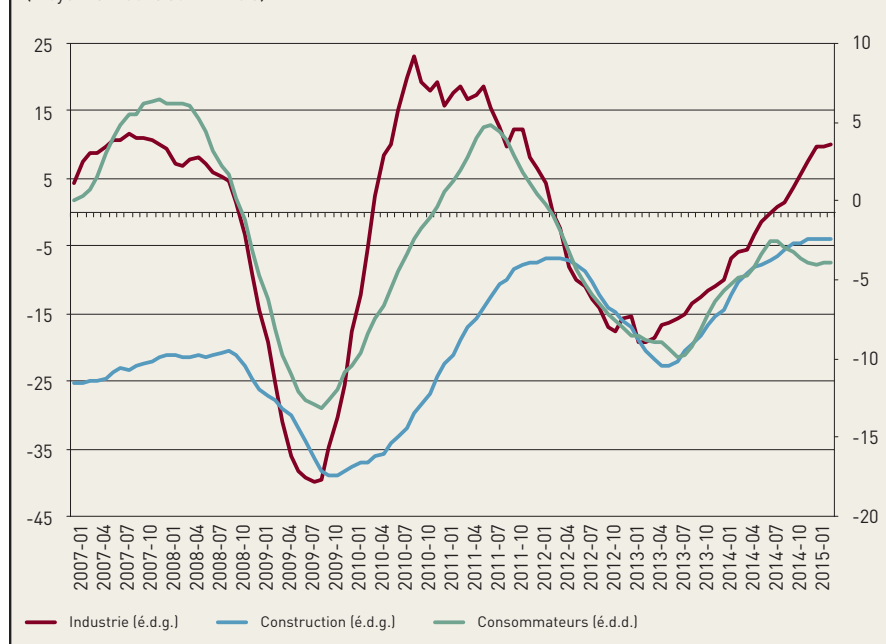


Graphique 1.1
Indicateurs de confiance au Luxembourg
(moyenne mobile sur 12 mois)



Source : Statec, BCL

janvier 2015 pour retomber ensuite à 2,4% en février 2015. Ces évolutions positives sont confortées par les résultats de nos estimations des cycles financiers, de crédit et du PIB réel, lesquels sont caractérisés par des phases ascendantes depuis la fin de l'année 2013 (voir encadré 1.1).

1 Les indicateurs de confiance dans le commerce de détail et dans les services non-financiers n'étant disponibles que depuis 2012, ils ne sont pas inclus dans ce graphique.

Encadré 1.1 :

EVOLUTIONS DES CYCLES FINANCIERS, DU CRÉDIT ET DE L'ACTIVITÉ RÉELLE AU LUXEMBOURG

Théoriquement, le cycle financier est souvent expliqué par les liens rétroactifs entre les encours de crédit accordés et le prix des actifs (les actions et les biens immobiliers par exemple). Dans cet encadré, l'extraction empirique du cycle financier résulte du filtrage d'un indice composite contenant quatre variables. L'indice est obtenu au moyen d'une pondération à variance égale de l'indice des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg, de l'indice du prix des actions (Eurostoxx50), des crédits bancaires aux ménages résidents et des crédits bancaires aux entreprises non financières². En ligne avec les travaux de Drehmann et al. (2012)³, le cycle financier et le cycle du crédit bancaire sont extraits à l'aide du filtre de Christiano et Fitzgerald (2003)⁴ appliqué aux taux de croissance trimestriels avec une fenêtre de 32 à 60 trimestres.

2 L'indice des prix de l'immobilier résidentiel est construit par la BCL. Les séries longues de crédit bancaire sont construites à partir des données publiées par la BCL. La période d'analyse s'étend de 1986T4 à 2014T3.

3 Drehmann, Mathias, Claudio Borio, and Kostas Tsatsaronis, 2012, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", Working Paper, Banque des règlements internationaux, juin 2012.

4 Christiano, L and T Fitzgerald, 2003, "The band-pass filter", International Economic Review, 44(2), pp 435-65.

est de 2,9%, soit une performance bien meilleure que celle observée dans la zone euro (croissance de 0,9% en 2014).

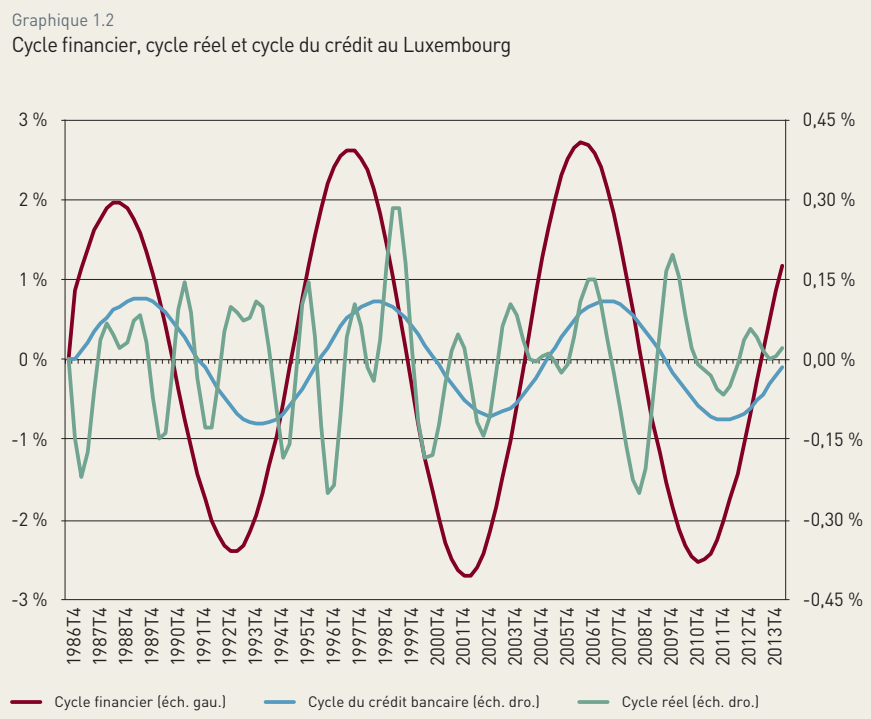
Depuis le printemps 2013 les indicateurs de confiance (voir graphique ci-dessous)¹, bien qu'évoluant parfois de manière irrégulière, sont globalement en hausse. Selon les données définitives disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié (intérieur) s'est établie à 2,6% en octobre et novembre 2014, ce qui dénote une hausse par rapport au taux moyen observé au cours des mois précédents. Il s'agit de la plus forte augmentation de l'emploi observée depuis avril 2012. Selon les estimations préliminaires du Statec, à interpréter avec prudence, la croissance de l'emploi se serait stabilisée à 2,6% en décembre 2014 et en

Le cycle financier peut être lié mais il est distinct du cycle réel. En effet, l'accumulation des risques liés à la procyclicité entre le prix des actifs et la taille du bilan des établissements de crédit est un processus long. De plus, la fenêtre de variabilité pertinente pour l'activité réelle est plus étroite et elle est paramétrée pour être comprise entre 6 et 32 trimestres.

Le graphique 1.2 affiche le cycle financier, le cycle réel et le cycle du crédit au Luxembourg estimés à partir des taux de croissance trimestriels afférents à chaque série. Comme l'on pouvait s'y attendre, les cycles réel et financier évoluent de manière différente.

Tout d'abord, l'amplitude du cycle financier est plus élevée que celle du cycle réel. Ainsi, l'écart-type du cycle financier est 13 fois plus élevé que l'écart-type du cycle réel. Ensuite, les phases décroissantes du cycle réel sont moins longues (environ un an) que celles associées au cycle financier (environ 5 ans). Néanmoins, l'amplitude des phases décroissantes du cycle réel est plus importante lorsque ces phases sont concomitantes avec les phases décroissantes du cycle financier (1999T1-2001T1 et 2006T4-2008T4).

Par ailleurs, les cycles réel et du crédit seraient reliés. En effet, le graphique 1.2 révèle que les pics du cycle de crédit précèdent les pics les plus prononcés du cycle réel. Néanmoins, il semble que la synchronisation se soit quelque peu réduite à partir de 2006, lorsque le pic du cycle réel a devancé le pic dans le cycle du crédit. Enfin, il convient de noter que, depuis la fin de l'année 2013, les cycles se trouvent tous trois en phase ascendante, ce qui confirme les dernières prévisions macro-économiques laissant présager une reprise de l'activité économique, laquelle serait soutenue par des pentes ascendantes des cycles financier et de crédit.



Sources : BCL, Statec, calculs : BCL

3. MARCHÉ IMMOBILIER

La croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été particulièrement robuste au cours de la dernière décennie. Le graphique 1.3 compare les prix réels de l'immobilier résidentiel au Luxembourg⁵ et dans la zone euro.

5 Au Luxembourg l'indice des prix immobiliers est compilé par le Statec à partir de données provenant des actes notariaux déposés à l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines. L'indice est ajusté pour la qualité des logements (pour les maisons à partir de 2012). Pour la période antérieure à 2007, cet indice est complété par un indice calculé par la BCL (analyse 2.2 du Bulletin 2000/2).