

Encadré 3.6 :

### LA CONTRIBUTION DU CYCLE FINANCIER DANS L'ÉVALUATION DES RISQUES SYSTÉMIQUES CYCLIQUES

La nature cyclique des risques systémiques relève de leur dimension temporelle, c'est-à-dire la constitution à travers le temps de vulnérabilités pouvant affecter la stabilité du système financier national. Afin d'évaluer leur matérialisation, la méthode de calibrage du coussin de capital contracyclique et le calcul des seuils de risque et des probabilités conditionnelles de crise peuvent être mis en perspective avec une estimation du cycle financier.

En effet, l'introduction du coussin de capital contracyclique dans la régulation européenne repose sur une approche cyclique de la finance, dans laquelle l'économie serait sujette à des périodes d'expansion et de récession successives alimentées par l'endettement dans le secteur financier et non financier. Alors qu'en phase croissante du cycle les agents profitent de la disponibilité du crédit et de la croissance des prix des actifs (collatéraux) pour s'endetter, le retournement de l'activité contraint ces derniers à se désendetter et à consolider leurs bilans. Cette séquence, marquée par une

succession de *booms* et de contractions économiques, aboutit à une situation dans laquelle le système financier ne joue plus pleinement son rôle d'intermédiation, comme ce fut le cas lors de la crise des *subprimes* de 2007-2008.

La crise financière a donc renouvelé l'intérêt de la recherche économique et des autorités macroprudentielles pour l'analyse des cycles financiers afin de détecter le développement de vulnérabilités systémiques. Les travaux de Jordà et al. (2011)<sup>39</sup>, Schularick et Taylor (2012)<sup>40</sup> et Boissay *et al.* (2016)<sup>41</sup> montrent que les périodes de récessions financières suivent effectivement des périodes de *booms* de crédit, confirmant ainsi les travaux précurseurs de Minsky (1977)<sup>42</sup> sur l'évolution du crédit comme source d'instabilité financière et non uniquement comme facteur amplificateur. Borio (2012) et Drehmann *et al.* (2012) mettent en évidence la synchronicité des risques systémiques avec des périodes d'expansion financière qui se caractérisent par l'abondance du crédit bancaire et une faible aversion pour le risque, conduisant ainsi, à une augmentation significative des prix des actifs financiers et des prix immobiliers.

L'étude du cycle financier, notamment par Borio (2012) et Claessens *et al.* (2012)<sup>43</sup>, met également en évidence plusieurs faits stylisés, en particulier concernant la durée et l'amplitude des cycles financiers supérieures à celles des cycles réels. Enfin, Borio (2012) et Drehmann *et al.* (2012) s'accordent sur une description parcimonieuse du cycle financier par une double analyse des cycles de crédit et des prix immobiliers, excluant ainsi les cycles des prix des actifs financiers en raison de leurs faibles co-variations avec les variables de crédit et des prix immobiliers.

Pour les autorités macroprudentielles, l'identification de la position de l'économie dans le cycle apporte des éléments de contexte fondamentaux à la formulation du jugement d'expert, indispensable pour la conduite de la politique macroprudentielle. La caractérisation du cycle financier devrait permettre de mieux détecter le développement de risques systémiques en identifiant les différentes phases du cycle financier. En effet, à la suite d'une crise et en phase basse du cycle, les variables économiques peuvent connaître une accélération temporaire de leur taux de croissance. Ce phénomène traduit simplement le rattrapage de l'économie par rapport à son équilibre de long terme et n'est pas particulièrement porteur, à ce stade, de risques systémiques cycliques. Néanmoins, il est utile de rappeler que cette dernière affirmation est basée sur un jugement qualitatif. La prise en compte des résultats quantitatifs issus de l'estimation du cycle financier ne permettent pas d'exclure l'activation d'un instrument macroprudentiel dans un avenir proche. Celles-ci renseignent davantage sur la nature des développements récents du cycle financier et sur sa probable dynamique future.

L'estimation du cycle financier proposée par la BCL repose sur l'extraction de la tendance de long terme des données de crédit et des prix de l'immobilier à l'aide d'un filtre Christiano-Fitzgerald. Les fréquences des cycles les plus appropriées pour le Luxembourg se situent entre 32 et 60 trimestres, soit entre huit et quinze ans. L'ensemble des séries temporelles utilisées sont déflatées de l'indice du niveau général des prix, désaisonnalisées et transformées en logarithmes<sup>44</sup>. Afin de garantir une correspondance immédiate entre les différents travaux de la BCL, les séries de données sont identiques à celles utilisées notamment dans le cadre du calibrage du taux de coussin de capital contracyclique ou encore pour l'évaluation des risques associés au marché de l'immobilier résidentiel luxembourgeois.

39 Jordà, O., Schularick, M. et Taylor, A. (2011). "When credit bites back: leverage, business cycles and crises". Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper n° 2011-27.

40 Schularick, M., et Taylor, A. M. (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008". *American Economic Review*, 102 (2): 1029-61.

41 Boissay, F., Collard, F. et Smets, F. (2016). "Booms and Banking Crises". *Journal of Political Economy* 124, no. 2: p. 489-538.

42 Minsky, H.P. (1977). "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory". *Challenge*, 20:1, p. 20-27.

43 Claessens, S., Kose, A. et Terrones, M. (2012). "How do business and financial cycles interact?" *Journal of International Economics*, 87, issue 1, p. 178-190.

44 Pour plus de détails sur la base de données et certains enjeux méthodologiques, voir notamment Giordana, G. et Gueddoudj, S. (2016). « Characterizing the financial cycle in Luxembourg ». *Cahier d'études N°103*, Banque centrale du Luxembourg. Octobre.

Les données utilisées sont :

- le crédit bancaire au secteur privé non financier (définition étroite du crédit : somme des crédits aux sociétés non financières et aux ménages au Luxembourg) ;
- le crédit bancaire aux sociétés non financières au Luxembourg ;
- le crédit bancaire aux ménages au Luxembourg ; et
- les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

Les résultats des estimations de la BCL pour le Luxembourg, entre le premier trimestre de l'année 1980 et le quatrième trimestre de l'année 2017 sont présentés dans le graphique 3.31.

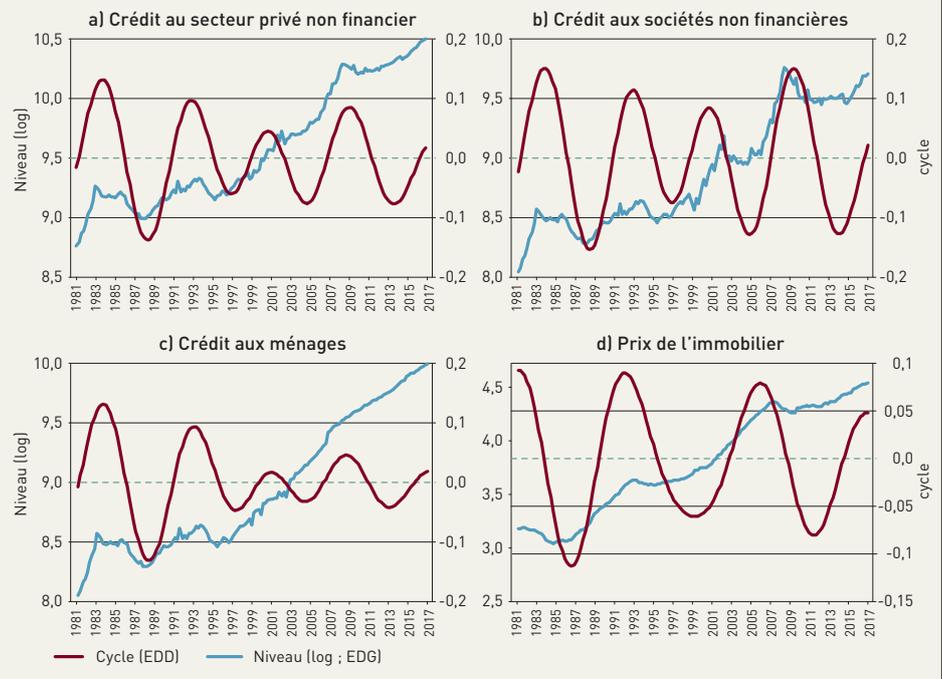
Les graphiques (a), (b) et (c) révèlent qu'au quatrième trimestre 2017, le crédit bancaire est dans une phase croissante et, en termes de niveau, légèrement supérieur à sa tendance de long terme. En particulier, le crédit bancaire aux sociétés non financières, moteur important de la croissance du crédit total sur la période récente, ne semble pas faire l'objet d'une dynamique excessive mais s'inscrirait plutôt dans une phase de rattrapage commencée en 2015. Ces résultats sont cohérents avec les estimations récentes du groupe de travail du Système européen de banques centrales (SEBC)<sup>45</sup>, dans lesquelles les écarts des cycles à leur tendance de long terme sont proches de zéro.

Par conséquent, la dynamique récente du crédit ne traduit pas une accumulation de risques systémiques cycliques mais résulterait vraisemblablement d'un rattrapage de l'économie vers son équilibre de long terme. Il s'agit donc d'un rebond, parfois vigoureux, mais qui n'est pas particulièrement porteur de risques. Aussi, la probabilité d'un retournement soudain du cycle du crédit semble faible.

Cependant, les prix de l'immobilier résidentiel apparaissent plus avancés dans le cycle que le crédit bancaire (graphique (d)). Le marché de l'immobilier semble donc être sorti, depuis le début 2016, de sa phase de rattrapage. Ce résultat motive en partie l'intérêt particulier de la BCL pour les enjeux de stabilité financière liés au marché de l'immobilier résidentiel luxembourgeois.

Graphique 3.31

Cycle financier



Sources : BCL, Statec ; calculs BCL. Filtre Christiano-Fitzgerald (fenêtres : 32-60 trimestres).  
Période : 1980T1-2017T4

45 WGEM Team on Real and Financial Cycles (2018). "Real and financial cycles in EU countries: Stylised facts and modelling implications". ECB Occasional Paper Series, N°205, January.