

## **Confier à la BCE la surveillance des bulles spéculatives**

*Contribution de l'Institut Thomas More au débat « Europe : sortir de  
l'ambiguïté constructive », animé par France Stratégie*

Sébastien LAYE, chercheur associé à l'Institut Thomas More

Ce sont les années 1970 qui ont imposé aux banques centrales un objectif d'inflation qui n'a plus lieu d'être. A nouveaux problèmes, nouvelles solutions. Nous avons désormais compris que nous pouvions certes créer de la croissance et de l'emploi avec un engouement spéculatif des entrepreneurs et des investisseurs pour de nouveaux projets, mais qu'il nous fallait surveiller de près et encadrer ces ferveurs régulières ; l'objectif de la BCE devrait donc être la surveillance des bulles spéculatives.

Cette surveillance pourrait inclure les éléments suivants :

***1) les politiques d'expansion ou de resserrement du crédit (stop and go traditionnel) seraient liées à des batteries d'indicateurs des bulles spéculatives***

L'affirmation d'Alan Greenspan selon laquelle nul ne saurait identifier les bulles est problématique ; il n'existe en effet pas d'indicateur unique, mais si on définit certains ratios à suivre et que les deux tiers sont en zone rouge, il est probable que les valorisations soient devenues excessives. A l'image des agences de notation, la BCE

pourrait s'appuyer trimestriellement sur 6 indices : si quatre d'entre eux au moins sont en zone dangereuse par exemple, il y aurait risque de survalorisation du prix des actifs et resserrement de la politique de crédit. La banque centrale augmenterait les taux d'intérêt jusqu'à retrouver une situation normale avec pas plus de 2 facteurs sur 6 en zone rouge.

Ces indices de surveillance du prix des actifs et des conditions de crédit pourraient être les suivants :

- Un ratio moyen d'endettement des entreprises : dette des entreprises nettes des liquidités/excédent brut d'exploitation annuel. Un ratio moyen supérieur à quatre signifierait la zone rouge.
- Un ratio de valorisation des marchés actions par rapport aux actifs réels : c'est ce qu'on appelle le ratio Q de Tobin, qui se calcule comme total des capitalisations boursières/ valeur de remplacement des actifs nets. Supérieur à 1.5, il signale un début de survalorisation.
- Un ratio de valorisation des marchés actions par rapport aux résultats : c'est le fameux PER, c'est à dire le total des capitalisations boursières divisées par les résultats annuels des entreprises cotées. Il devrait être inférieur à 20.
- Un ratio de multiples d'acquisition dans la zone concernée : par exemple le ratio valeur d'entreprise des acquisitions/excédent brut d'exploitation des cibles. Il devrait être inférieur en moyenne à 9 pour les acquisitions au-delà de 100mln euros.
- Deux ratios immobiliers : le premier pourrait être le taux de rendement moyen des actifs immobiliers (loyers/prix de l'actif) : en deca d'une moyenne de 6% pour tout type d'actifs, il faut se poser des questions sur les valorisations immobilières. Ce ratio inclut tout type d'immobilier, commercial, bureaux, résidences. Le second ratio immobilier concernerait l'immobilier résidentiel et serait le ratio prix moyen des résidences divisé par le revenu annuel moyen des ménages. En période stable, ce ratio ne devrait pas dépasser 2. Très suivi dans le monde anglo-saxon, il est connu en France sous le nom de Courbe de Friggitt.

**2) Par ailleurs, la BCE, au-delà des taux d'intérêts, doit faire feu de tout bois en matière d'instruments de régulation macro-prudentiels**

Si la science économique nous enseigne l'importance des cycles de crédit et les ravages engendrés par une crise de désendettement, il apparaît évident que la régulation du crédit et des banques doit être au cœur du rôle des autorités centrales.

Les Ministères nationaux devraient surveiller les ratios prêts/valeur du collatéral (*loan to value*) notamment en immobilier ainsi que le ratio d'endettement des entreprises (dette/EBITDA) ; ils doivent en particulier améliorer leurs outils statistiques de collecte des données afin d'aider la BCE à mettre en place un véritable système de pilotage des bulles.

S'agissant des banques, chaque nation pourrait mettre en place un système de réserves obligatoires, obligeant les banques à détenir un montant de réserves auprès de la banque centrale qui serait modulé selon les secteurs et les régions. Ainsi, si le régulateur devait déceler par exemple la formation d'une bulle immobilière dans une région, il aurait les moyens d'exiger de plus fortes réserves de la part des prêteurs locaux et donc de freiner l'augmentation du volume de crédit.

Plus généralement, nous recommandons le développement de capital réglementaire contra-cyclique, qui serait débloqué en cas d'effondrement du crédit et de tendances déflationnistes extrêmes (comme en 2009-2011) et au contraire exigé lors d'épisodes spéculatifs afin de les maintenir sous contrôle. En d'autres termes, la priorité devrait être d'agir sur les volumes de crédit plutôt que sur le taux d'intérêt.