

Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière

GUILLAUME PLANTIN
Professeur assistant en Finance
London Business School

HARESH SAPRA
Professeur associé en Comptabilité
Graduate School of Business, Université de Chicago

HYUN SONG SHIN
Professeur d'Économie
Université de Princeton

Les prix de marché donnent des signaux appropriés susceptibles d'aider la prise de décision des investisseurs. Toutefois, en présence d'incitations faussées et de marchés illiquides, d'autres effets moins favorables introduisent une volatilité artificielle qui perturbe les décisions réelles. Dans un contexte de valorisation en valeur de marché, les variations des prix des actifs apparaissent immédiatement dans les bilans des intermédiaires financiers et provoquent des réactions de leur part. Les banques et les intermédiaires financiers ont toujours réagi aux évolutions de l'environnement économique, mais la valorisation en valeur de marché amplifie et développe de leur part des réactions synchrones, aggravant ainsi les répercussions sur les marchés de capitaux.

Pour les actifs s'échangeant sur les marchés liquides (comme les actions cotées), la comptabilisation en valeur de marché est préférable à la comptabilisation au coût historique en termes d'arbitrages économiques. Mais pour les actifs et les engagements, à long terme et illiquides (comme les prêts bancaires et les engagements des sociétés d'assurance), cette dernière est préférable. Nous passons en revue les effets et les avantages respectifs de ces deux modes de comptabilisation.

On considère parfois que la comptabilité n'affecte pas les fondamentaux économiques. Et de fait, dans le contexte de marchés parfaitement liquides et efficaces agrégeant toute l'information pertinente, la comptabilité ne serait d'aucune utilité, puisque tout un chacun aurait facilement accès à des prix de marché fiables. Dans un tel monde, la comptabilité n'aurait pas d'intérêt, tout comme il serait sans intérêt d'envisager de définir et de faire appliquer des normes comptables. Pour dire les choses autrement, la comptabilité n'est pertinente que parce que nous vivons dans un monde *imparfait*, où les marchés ne sont pas toujours complètement liquides et où les incitations peuvent être faussées. Dans ce monde imparfait, les prix des transactions ne sont pas systématiquement disponibles. Et les prix qui le sont ne correspondent pas toujours aux prix hypothétiques qui auraient cours sur des marchés parfaits exempts de friction. C'est pourquoi, lorsque l'on débat de sujets relatifs à la comptabilité, il importe de bien préciser la nature et les conséquences de ces imperfections.

Dans toute discussion sur le mode de comptabilisation, il est tout aussi important d'être clair sur les objectifs ultimes du système choisi. Quelle est la finalité des normes de comptabilité ? À qui doivent-elles servir ? Doivent-elles servir les intérêts des investisseurs en actions ? Ou ceux d'une catégorie plus vaste d'investisseurs ? Ou bien faudrait-il ne pas s'arrêter aux seuls investisseurs et envisager l'intérêt général, comme pour toute autre question de politique publique ?

Bien sûr, en pratique, on peut s'attendre à ce que, la plupart du temps, les intérêts des investisseurs en actions, des créanciers et du grand public se rejoignent largement. Cependant, sur le fond, les différences sont considérables, notamment sur des sujets complexes et lorsque l'intuition achoppe sur des domaines qui lui sont peu familiers. Dans une récente étude¹, nous avons proposé un cadre de modélisation formelle permettant d'évaluer les différents enjeux de l'adoption d'un système de déclaration financière (*reporting*) « à la juste valeur » ou « en valeur de marché », dans lequel les valorisations reposent autant que possible sur les prix de marché². La présente contribution à la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France

a pour objet de placer notre précédente contribution dans la perspective plus large du débat sur la stabilité financière et d'examiner les arguments pour et contre la comptabilisation en juste valeur dans ce contexte.

Selon les tenants de la valorisation en valeur de marché, la valeur de marché d'un actif ou d'un engagement est plus pertinente que le coût historique auquel il a été acquis ou contracté, parce qu'elle reflète le montant auquel l'actif ou l'engagement pourrait être acheté ou vendu lors d'une transaction intervenant à l'instant présent entre parties consentantes. Une norme comptable reflétant le prix actuel des transactions donnerait donc une idée plus précise du profil de risque des entreprises existantes, si bien que l'investisseur serait mieux à même de faire jouer la discipline de marché et d'exercer des actions correctives sur les décisions de l'entreprise.

Les scandales financiers qui ont éclaté ces dernières années ont encore renforcé la position des partisans de la comptabilité en juste valeur. En révélant les zones d'ombre des comptes d'une entreprise, une comptabilisation à la juste valeur empêche que des dirigeants ne se livrent à des pratiques douteuses en soustrayant les conséquences de leurs actes au regard des observateurs extérieurs. Un bon gouvernement d'entreprise et la comptabilisation à la juste valeur constituent les deux faces d'une même pièce.

La crise des caisses d'épargne et de crédit aux États-Unis est un exemple souvent cité à cet égard (cf., entre autres, Michael, 2004). Cette crise tenait notamment au fait que les taux d'intérêt (variables) servis sur les dépôts des caisses d'épargne et de crédit ont dépassé les taux (fixes) que rapportaient leurs actifs hypothécaires. La comptabilité traditionnelle au coût historique a masqué ce problème, qui n'a été mis au jour que progressivement, à travers un produit d'intérêts net annuel négatif. L'insolvabilité de nombreuses caisses d'épargne et de crédit a fini par apparaître au grand jour, mais d'aucuns affirment qu'une approche à la juste valeur aurait permis que ce problème soit dévoilé bien plus tôt, si bien que sa résolution aurait pesé moins lourd au niveau budgétaire. De même, les problèmes persistants rencontrés par le système bancaire japonais dans

¹ Cf. Plantin, Sapra et Shin (2008).

² Une (petite) sélection de la littérature traitant de ce sujet : Volcker (2001), Herz (2003), Hansen (2004), Banque centrale européenne (2004). Cf. également les études par secteur, telles que celles du groupe de travail international conjoint des associations bancaires (JWGBA, 1999) et la Geneva Association (2004).

les années quatre-vingt-dix montrent que la lenteur de la constatation des pertes aux bilans des banques a aggravé la situation.

Une condition préalable à l'adoption d'une comptabilisation en juste valeur est la disponibilité d'une valeur de marché des actifs ou passifs en question. Cependant, pour de nombreuses catégories importantes d'actifs et de passifs, les prix auxquels se réalisent les transactions ne correspondent pas tout à fait à l'idéal d'un hypothétique marché concurrentiel exempt de friction. Les prêts en sont un bon exemple. Les prêts ne sont pas standardisés et ne se négocient pas sur des marchés profonds et liquides. Ils sont plutôt représentatifs des nombreuses catégories d'actifs qui se négocient essentiellement sur un marché de gré à gré (OTC), où les prix sont fixés de manière décentralisée par négociations bilatérales. Les prêts sont en outre reconditionnés en tranches de titres adossés à des actifs, tels que les *collateralised debt obligations* (CDO). Néanmoins, ce type d'opération a également lieu sur les marchés OTC, si bien que trouver la « juste valeur » d'un prêt ou d'un actif titrisé équivaut à déterminer le prix hypothétique qui prévaudrait s'il existait des marchés exempts de friction pour ces actifs. Des prix hypothétiques peuvent être déduits du taux d'actualisation implicite dans les prix des transactions sur titres analogues, mais les marchés de gré à gré ne correspondent pas à l'idéal d'un marché profond et liquide dans une économie exempte de dysfonctionnement. Ces marchés sont souvent illiquides, affichent une prime de risque variable dans le temps, qui dépend sensiblement des chocs sur l'offre. Ils affichent une faible « résilience » dans le sens où les prix des transactions chutent brutalement après un choc d'offre important mais ne se rétablissent que lentement par la suite, en raison de la lenteur de l'absorption de la nouvelle offre par les investisseurs et les intermédiaires.

La clé du débat est de savoir si une comptabilisation à la juste valeur confère une volatilité excessive aux prix des transactions, c'est-à-dire si la valorisation en valeur de marché conduit à l'émergence d'une source endogène supplémentaire de volatilité qui est purement une conséquence de la norme comptable, et non le reflet des fondamentaux sous-jacents. Les décisions concrètes risquent alors d'être faussées en raison du régime comptable.

1 | LES ENSEIGNEMENTS TIRÉS DU MILLENNIUM BRIDGE

Un bon moyen de mettre en lumière les questions en jeu consiste à s'appuyer sur un exemple qui n'a rien à voir avec la sphère financière : on peut ainsi tirer des enseignements du Millennium Bridge à Londres. D'aucuns se demanderont quel peut bien être le rapport entre un pont et un régime comptable. En fait, le Millennium Bridge représente une étude de cas classique du type de dysfonctionnement de marché qui est au cœur du débat sur la politique en matière de comptabilité³.

Nombre de lecteurs connaissent bien le Millennium Bridge à Londres. Comme son nom le laisse entendre, la construction de ce pont a fait partie des célébrations du passage à l'an 2000. Il s'agit d'une passerelle piétonne dont la conception innovante utilise la « suspension latérale », si bien qu'elle est construite sans les hauts pylônes dont sont dotés la plupart des ponts suspendus. Ce pont apparaît tel une « lame de lumière » sur la Tamise. La Reine l'a inauguré par un beau jour de juin 2000, et la presse était présente en masse. Plusieurs milliers de personnes étaient là pour saluer l'événement. Cependant, quelques instants avant l'inauguration, le pont s'est mis à osciller violemment, si violemment que de nombreux piétons ont dû se tenir aux rambarde pour ne pas tomber. Le site d'information de la BBC en présente quelques images vidéo intéressantes. Le pont a été fermé peu après son inauguration, et il l'est resté pendant plus de 18 mois.

Lorsque les ingénieurs ont soumis le pont à des vibrations au moyen d'une machine spéciale, ils ont constaté qu'une secousse horizontale de 1 hertz (c'est-à-dire d'un cycle par seconde) déclenchait une oscillation analogue à celle observée le jour de l'inauguration. Cet élément est important puisque le rythme de marche normal est d'environ deux pas par seconde, ce qui signifie que nous nous appuyons sur le pied droit toutes les secondes et sur le pied gauche toutes les secondes. Nos jambes étant légèrement écartées, notre corps se balance d'un côté à l'autre pendant que nous marchons. Ceux qui ont déjà mis les pieds sur un pont de corde savent bien de quoi nous parlons.

³ Nous nous appuyons sur l'analyse présentée dans Danielsson et Shin (2003), qui ont utilisé l'analogie du Millennium Bridge pour traiter d'un vaste éventail de problèmes relatifs à la stabilité financière.

Mais pourquoi cela devrait-il poser problème ? Tout le monde sait que les soldats doivent cesser de marcher au pas lorsqu'ils traversent un pont. Mais les piétons sur le pont n'étaient pas des soldats. En présence de milliers de piétons marchant indépendamment les uns des autres, le balancement d'une personne vers la gauche devrait être annulé par le balancement d'une autre vers la droite. Le principe de diversification suggère que le meilleur moyen d'annuler les forces latérales s'exerçant sur le pont consiste à avoir de nombreuses personnes sur cette structure.

Formulons le problème autrement : quelle est la probabilité qu'un millier de personnes marchant au hasard se mettent à marcher exactement au même rythme, et continuent de marcher au pas ensuite ? On serait tenté de penser que la réponse est « presque zéro ». Après tout, si la marche de chaque individu est un événement indépendant, alors, la probabilité que tout le monde marche au même pas devrait être le produit de beaucoup de valeurs minimales, donnant une probabilité proche de zéro.

Cependant, il nous faut prendre en compte la manière dont les gens réagissent à leur environnement. Les piétons sur le pont réagissent à la manière dont bouge le pont. Lorsque le pont n'est pas stable sous vos pieds, vous allez naturellement chercher à adapter votre position afin de retrouver votre équilibre. C'est bien là le hic : lorsque le pont bouge, tout le monde adapte sa position *au même moment*. Ce mouvement simultané donne une impulsion au pont sur lequel se trouvent ces personnes, ce qui fait qu'il bouge encore plus fortement. Si bien que les gens vont chercher à adapter leur position de manière encore plus marquée. Et ainsi de suite. Autrement dit, l'oscillation du pont s'autoalimente. Lorsque le pont oscille, tout le monde adapte sa position, ce qui accentue encore l'oscillation. Cette dernière va ainsi se poursuivre et s'intensifier, même si le choc initial (par exemple un petit coup de vent) est passé depuis longtemps.

Quel rapport avec les normes comptables et les marchés financiers ? Les marchés financiers constituent l'exemple parfait d'un environnement où les individus réagissent à ce qui se passe autour d'eux et où ces actions individuelles exercent une influence sur les résultats. Les piétons sur le Millennium Bridge sont un peu comme les banques modernes qui réagissent aux évolutions

des prix, et les mouvements du pont sont comme les variations des prix sur le marché. Aussi, dans certaines conditions, les évolutions des prix vont-elles provoquer des réactions de la part des banques, qui font bouger les prix, ce qui génère de nouvelles réactions, etc.

Du fait de l'évolution de la finance, les banques et autres institutions financières disposent désormais de dispositifs d'incitations sensibles aux prix et de systèmes de gestion des risques sensibles aux prix très sophistiqués. La comptabilisation en valeur de marché fait immédiatement apparaître le moindre changement des prix au bilan. Ainsi, lorsque le pont bouge, les banques ajustent davantage leur position qu'auparavant, et la valorisation en valeur de marché les conduit à le faire toutes en même temps.



L'exemple du Millennium Bridge souligne l'importance du double rôle joué par les prix. Ils sont non seulement le reflet des fondamentaux économiques sous-jacents, mais aussi une incitation à l'action. Les prix poussent les agents économiques à agir, en même temps qu'ils reflètent ces actions.

Il est ici important de faire la distinction entre la volatilité des prix qui ne fait que refléter la volatilité des fondamentaux sous-jacents et celle qui ne peut se justifier par ces fondamentaux. Si les fondamentaux sont eux-mêmes volatils, alors les prix de marché ne feront que rendre compte de la réalité sous-jacente. Toutefois, la nature « artificielle » de la volatilité renvoie à quelque chose de plus pernicieux. Si l'horizon de décision des acteurs du marché se raccourcit sous l'effet d'incitations à court terme, de contraintes ou d'autres imperfections du marché, alors les fluctuations des prix à court terme influenceront leurs intérêts et donc leurs actions. Une boucle de rétroaction peut alors apparaître : l'anticipation de mouvements des prix à court terme poussera les acteurs du marché à agir d'une manière qui amplifiera ces mouvements. Lorsque ces effets de rétroaction sont forts, les décisions des banques reposent sur les conjectures d'autres intervenants et non sur des fondamentaux perçus. En ce sens, on risque de voir naître une source endogène supplémentaire de volatilité qui est simplement

la conséquence de la norme comptable, et non le reflet de fondamentaux sous-jacents. Comprendre la nature et la gravité de ces effets est la clé pour bien appréhender la controverse au sujet des normes de déclaration financière à la juste valeur.

2 | COÛT HISTORIQUE OU VALEUR DE MARCHÉ

Plantin, Sapra et Shin (2008) élaborent un modèle simple qui compare les effets économiques du régime de mesure en valeur de marché et ceux de la comptabilisation au coût historique. La principale différence peut être décrite comme suit : le régime au coût historique repose sur les prix de transaction passés, si bien que les valeurs comptables ne sont pas sensibles aux signaux de prix plus récents, d'où des décisions inefficaces. En effet, le régime de mesure ne reflète pas la valeur fondamentale la plus récente de l'actif.

La comptabilisation en valeur de marché évite cette distorsion en extrayant l'information véhiculée par les prix de marché actuels, mais, ce faisant, elle *fausse* également l'information. L'alternative réside donc entre une information obsolète ou une version faussée de l'information actuelle. On voudrait pouvoir disposer d'une image fidèle, non faussée, des fondamentaux actuels, mais cet idéal est inaccessible.

Avec un régime au coût historique, les entreprises qui ont une vision de court terme préfèrent vendre des actifs dont la valeur s'est récemment appréciée, puisqu'étant comptabilisés au coût historique, ils sont sous-valorisés. Malgré une décote possible sur le marché secondaire, l'inertie des valeurs comptables incite ces entreprises à vendre. C'est pourquoi, si les valeurs s'apprécient, le régime du coût historique conduit à des ventes inefficaces.

On pourrait remédier à cette inefficacité en passant à un régime de valorisation en valeur de marché, dans lequel les actifs sont comptabilisés à leur prix de transaction courant. Toutefois, cette solution ne serait qu'imparfaite. Lorsque les marchés ne sont qu'imparfaitement liquides, c'est-à-dire que les cessions ou les acquisitions influent sur la dynamique des prix à court terme, l'illiquidité du marché

secondaire induit une autre source d'inefficacité. Un mauvais résultat pour l'actif déprimera quelque peu la valeur fondamentale, mais un effet plus pervers découlera des externalités négatives générées par les ventes réalisées par d'autres entreprises. Avec la comptabilisation en valeur de marché, la valeur de mes actifs dépend du prix auquel *d'autres* entreprises ont réussi à vendre les leurs. Lorsque d'autres vendent, les prix de transaction observés reculent davantage que ne le justifieraient les fondamentaux, avec un effet délétère sur tous les autres acteurs, mais plus particulièrement sur ceux qui ont choisi de conserver l'actif. Anticipant cette répercussion négative, une banque qui a un horizon à court terme sera tentée d'anticiper la chute des prix en vendant l'actif. Cependant, ce comportement ne servira qu'à amplifier la chute des prix. Ainsi, le régime de comptabilisation en valeur de marché crée une volatilité endogène des prix, qui empêche ceux-ci de jouer leur rôle dans l'allocation des ressources.

De manière générale, la valorisation en valeur de marché tend à amplifier les mouvements des prix des actifs par rapport à leur valeur fondamentale, tandis que la comptabilisation au coût historique leur imprime un immobilisme excessif. La première conduit à des ventes inefficaces en période défavorable, alors que la seconde se révèle particulièrement inefficace en période favorable. Le rang de priorité pour le remboursement d'un titre donné (qui détermine la concavité de la fonction de remboursement) ainsi que l'asymétrie de distribution des flux de trésorerie à venir ont une forte influence sur le choix du régime optimal.

Ces effets aboutissent à des arbitrages économiques très tranchés entre les deux régimes de comptabilité. En particulier, le modèle de Plantin, Sapra et Shin (2008) génère les trois grandes implications suivantes.

- Pour les actifs d'une durée de vie suffisamment courte, la comptabilisation en valeur de marché génère des inefficacités moindres que la comptabilisation au coût historique. L'inverse est vrai pour les actifs d'une durée suffisamment longue.
- Pour les actifs suffisamment liquides, la comptabilisation en valeur de marché génère des inefficacités moindres que la comptabilisation au coût historique. L'inverse est vrai pour les actifs suffisamment illiquides.

- Pour les actifs de rang inférieur, la comptabilisation en valeur de marché génère des inefficiences moindres que celle au coût historique. L'inverse est vrai pour les actifs seniors.

Ces constats jettent un éclairage nouveau sur le débat relatif à la réforme des normes comptables. Les secteurs de la banque et de l'assurance sont les principaux opposants à la valorisation en valeur de marché, tandis que les investisseurs en actions en sont les tenants les plus enthousiastes. S'agissant des banques et des sociétés d'assurance, une grande proportion de leur bilan consiste précisément en des produits à durée longue, seniors et illiquides. Concernant les banques, ils figurent à l'actif de leur bilan. Les prêts sont classiquement des produits seniors, à long terme et très illiquides. Pour les sociétés d'assurance, l'attention est focalisée sur le passif de leur bilan. Celui-ci est constitué de produits de long terme, illiquides et présentant peu de potentiel de hausse du point de vue de la société d'assurance. À l'inverse, les actions constituent une catégorie d'actifs de rang inférieur et (dans le cas des actions mises en vente) négociés sur des marchés liquides. Pour ceux qui investissent dans ces actifs, la valorisation en valeur de marché paraît préférable. Voilà pourquoi les investisseurs en actions se sont révélés être les plus ardents défenseurs de la comptabilité en valeur de marché.

Le modèle met par ailleurs en exergue les interactions entre la liquidité et le régime comptable. À mesure que la liquidité des actifs s'assèche, la valorisation en valeur de marché devient nettement plus inefficace que le régime au coût historique, parce que des préoccupations stratégiques dominent l'analyse fondamentale. Ces préoccupations stratégiques induisent des transactions procycliques qui déstabilisent les prix dans le régime de valorisation en valeur de marché, tandis que, dans le régime au coût historique, elles aboutissent à des transactions contracycliques qui réduisent la volatilité fondamentale.

3 | PHÉNOMÈNE D'AMPLIFICATION PRÉALABLE

Jusqu'à présent, nous nous sommes concentrés sur les distorsions et les ventes inefficaces qui

surviennent en période de crise sur les marchés. Néanmoins, il importe de garder à l'esprit que ces crises sont systématiquement précédées d'une période d'excès sur les marchés financiers. Bien que l'on entende davantage les arguments en faveur de la suspension de la valorisation à la valeur de marché en période de crise, il ne faut pas oublier que la majeure partie des excès qui sont dénoués durant une crise avaient été accumulés au cours de la période d'essor qui l'a précédée. En bref, il est essentiel d'identifier les distorsions qui précèdent et celles qui suivent.

Les institutions financières gèrent activement leur bilan en réaction aux variations des prix et des risques mesurés. Tous les intervenants étant affectés en même temps par les événements qui touchent l'ensemble du marché, leurs réactions sont synchrones. Si ces réactions se traduisent par une hausse du prix des actifs et par une atténuation des risques mesurés, un nouveau cycle de réactions simultanées peut s'enclencher. Les intermédiaires financiers, courtiers et banques commerciales, recourent pour leur bilan à l'effet de levier, et par conséquent, pour eux, la situation nette est la plus sensible aux variations des prix et des risques mesurés.

Adrian et Shin (2007) montrent que les intermédiaires financiers réagissent très différemment des ménages aux variations des prix et du risque. Les ménages n'ajustent généralement pas leurs bilans en réaction à l'évolution des prix des actifs. Dans les données agrégées des flux de capitaux pour le secteur des ménages aux États-Unis, l'endettement diminue lorsque le total des actifs augmente. En d'autres termes, pour les ménages, on observe une relation inverse entre la variation du ratio d'endettement et la variation de la taille du bilan. En revanche, dans le cas des entreprises d'investissement et des courtiers (y compris les grandes banques d'affaires), la relation entre la variation du ratio d'endettement et la variation de la taille du bilan est *positive*. Loin d'être passifs, les intermédiaires financiers ajustent activement leur bilan de manière à ce que l'endettement soit important en période de croissance et faible en période de récession. Dans ce sens, l'endettement est procyclique.

Le régime comptable joue sur la mesure dans laquelle ces actions procycliques induisent une amplification du cycle financier. Lorsque les bilans sont valorisés en continu en valeur de marché, les variations des

prix d'actifs y apparaissent immédiatement sous la forme d'une augmentation des capitaux propres comptabilisés en valeur de marché de l'institution financière et provoquent une réaction des intervenants. En voici une illustration simple, tirée d'Adrian et Shin (2008). Un intermédiaire financier gère son bilan activement de manière à maintenir un ratio d'endettement constant de 10. Supposons que son bilan initial soit le suivant : l'intermédiaire financier détient des actifs d'une valeur de 100 (des titres, pour simplifier) et a financé son portefeuille par une dette de 90.

Actif		Passif	
Titres	100	Fonds propres	10
		Dette	90

Supposons que le prix de la dette soit approximativement constant en cas de légère variation de l'actif total et que le prix des titres augmente de 1 %, à 101.

Actif		Passif	
Titres	101	Fonds propres	11
		Dette	90

L'endettement tombe alors à $101/11 = 9,18$. Si la banque cible un endettement de 10, elle doit augmenter sa dette de 9, afin d'acheter des titres pour une valeur de 9. Ainsi, l'augmentation du prix du titre de 1 se traduit par une augmentation du portefeuille de 9. La demande est une fonction croissante du prix. Après l'achat, l'endettement est revenu à 10.

Actif		Passif	
Titres	110	Fonds propres	11
		Dette	99

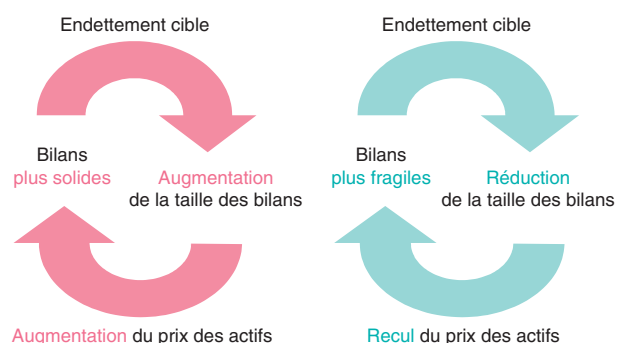
Ce mécanisme fonctionne dans l'autre sens, à la baisse. Supposons que le prix des titres subisse un choc et que la valeur du portefeuille recule à 109. Au passif, ce sont les fonds propres qui supportent l'ajustement, puisque la valeur de la dette reste approximativement constante.

Actif		Passif	
Titres	109	Fonds propres	10
		Dette	99

L'endettement est maintenant trop élevé ($109/10 = 10,9$). La banque peut le faire diminuer en vendant des titres pour une valeur de 9 et en remboursant sa dette pour une valeur de 9. Ainsi, le recul du prix des titres conduit à une cession de ces titres. La courbe d'offre est décroissante. Le nouveau bilan s'établit ainsi :

Actif		Passif	
Titres	100	Fonds propres	10
		Dette	90

Le bilan est revenu à son point de départ d'avant les variations de prix. L'endettement a retrouvé son niveau cible de 10. Le ciblage de l'endettement entraîne une courbe de demande croissante et une courbe d'offre décroissante. Les conséquences perverses des courbes d'offre et de demande sont encore plus marquées lorsque l'intermédiaire financier recourt à l'effet de levier de manière procyclique, c'est-à-dire lorsque l'endettement est important pendant les périodes de croissance et faible en période de récession. Lorsque le prix des titres augmente, l'ajustement à la hausse de l'endettement entraîne des achats de titres encore plus importants que lorsqu'on s'efforce simplement de maintenir un endettement constant. Si, de surcroît, il existe une possibilité de rétroaction, alors l'ajustement de l'endettement et les variations de prix se renforcent mutuellement dans une amplification du cycle financier.



Si nous partons de l'hypothèse qu'une augmentation de la demande de l'actif tend à exercer des pressions à la hausse sur son prix, il existe alors un potentiel de rétroaction : les bilans plus solides alimentent l'augmentation de la demande pour l'actif, ce qui renchérit le prix de l'actif et renforce encore les bilans. Ce mécanisme fonctionne exactement de la

même manière à la baisse. Si nous supposons qu'un surcroît d'offre de l'actif tend à exercer des pressions à la baisse sur son prix, il existe alors un potentiel de rétroaction par lequel des bilans fragilisés se traduisent par une augmentation des ventes de l'actif, ce qui fait baisser son prix et fragilise encore plus les bilans.

En gardant à l'esprit le mécanisme d'amplification esquissé ci-dessus, considérons l'extrait suivant d'un commentaire publié dans le *Wall Street Journal* en 2005⁴.

Nombreux sont ceux qui pensent qu'un recours déraisonnable à l'emprunt crée une bulle immobilière, mais ce n'est pas forcément vrai. Fin 2004, les ménages américains détenaient 17 200 milliards de dollars d'actifs immobiliers, en hausse de 18,1 % (soit 2 600 milliards de dollars) par rapport au troisième trimestre 2003. Sur ces cinq mêmes trimestres, les emprunts hypothécaires (y compris les lignes de crédit assises sur la valeur marchande d'un bien immobilier, home equity line of credit –HELOC) ont progressé de 1 100 milliards de dollars, à 7 500 milliards de dollars. Résultat : une hausse de 1 500 milliards de dollars du capital immobilier net sur les 15 derniers mois.

L'auteur relativise les dangers découlant de la hausse de 1 100 milliards de dollars de la dette en mettant en exergue la valorisation en valeur de marché du capital immobilier. L'argument est le suivant : si l'ensemble du parc immobilier américain est valorisé au prix de transaction marginal courant (prix de la dernière transaction réalisée), la hausse du capital valorisé en valeur de marché ressort à 1 500 milliards de dollars. Cette augmentation du capital immobilier est vue comme un argument venant contrer l'idée qu'un accroissement de la dette conduit à une surchauffe du marché immobilier résidentiel.

Si cet exercice a pour objet d'évaluer la solidité des finances globales des ménages, la valorisation en valeur de marché de l'ensemble du parc immobilier américain (évalué au prix de transaction marginal courant) pourrait ne pas en constituer un bon indicateur. Il vaudrait mieux pour cela se demander quelle valeur peut être réalisée si une proportion substantielle du stock de logements était mise en vente. La valeur réalisée dans ce cas serait

bien inférieure à la valeur de marché courante. C'est un exemple dans lequel la valorisation aux prix du marché donne une indication erronée de la situation globale.

Mais le problème ne s'arrête pas là. S'agissant des institutions financières ayant recours à l'endettement, l'augmentation des capitaux propres valorisés en valeur de marché qui découle d'une forte hausse du prix des actifs induit un effet de rétroaction dans la mesure où ces intervenants s'efforcent de multiplier les prêts afin de préserver un endettement suffisamment élevé pour maintenir un rendement des capitaux propres convenable. Le raisonnement dépeint dans le commentaire du *Wall Street Journal* serait inoffensif si les intermédiaires financiers ne réagissaient pas aux évolutions de leurs fonds propres valorisés en valeur de marché. C'est pourtant bien ce qu'ils font. Et c'est cette réaction, et l'effet de rétroaction qui s'ensuit, qui conduit aux excès préalables à la crise. Il est donc crucial de comprendre l'analogie du Millennium Bridge pour cerner l'impact du régime comptable sur la stabilité financière.

4 | LES OPTIONS ENVISAGEABLES

Le choix du régime comptable utilisé par les institutions financières constitue l'un des problèmes les plus controversés auxquels sont actuellement confrontées les autorités financières et instances chargées de définir les normes comptables. Le régime comptable affecte les actions des entreprises, actions qui, à leur tour, influencent les prix. Nous avons comparé un régime comptable reposant sur les prix antérieurs (au coût historique) avec un régime reposant sur les prix courants (en valeur de marché). Le premier est inefficace parce qu'il ne prend pas en compte les signaux envoyés par les prix. Cependant, en essayant d'extraire le contenu informationnel des prix courants, le second fausse ce contenu en ajoutant une composante supplémentaire non fondamentale aux fluctuations des prix. En conséquence, le choix entre ces deux régimes comptables revient à choisir entre ignorer les signaux envoyés par les prix et se fonder sur leur version détériorée.

⁴ Cf. "Mr. Greenspan's cappuccino", commentaire rédigé par Brian S. Wesbury, *Wall Street Journal*, 31 mai 2005. Le titre fait référence aux commentaires d'Alan Greenspan à propos de l'écume (froth) sur le marché du logement aux États-Unis.

Même avec le régime du coût historique, l'évaluation comptable d'un actif ayant un cycle de vie long prend en compte une mesure de sa dépréciation. En d'autres termes, si la juste valeur d'un actif à longue durée de vie est inférieure à son coût comptabilisé, on comptabilise une valeur inférieure pour cet actif de sorte qu'il se rapproche de sa juste valeur. Si l'on applique une comptabilité au coût historique avec prise en compte de la dépréciation, d'après notre raisonnement, les inefficiences d'un tel régime dépendraient de la nature de la dépréciation de l'actif. En effet, cette dernière détermine la manière dont on calcule la juste valeur de l'actif. Ainsi, supposons que la dépréciation d'un prêt soit due à un risque de marché accru, de sorte que la juste valeur d'un prêt à long terme puisse être calculée au moyen de taux d'actualisation stochastiques obtenus à partir des récentes transactions effectuées sur des prêts comparables. Dans ce cas, et toujours suivant notre raisonnement, un tel régime comptable souffrirait des mêmes inefficiences à l'extrémité gauche de la queue de distribution des fondamentaux qu'un régime de comptabilité en valeur de marché. Étant donné que les inefficiences à l'extrémité droite de la queue de distribution persisteraient néanmoins, notre modèle montre qu'une comptabilité au coût historique avec prise en compte de la dépréciation serait définitivement moins bonne que le régime de valorisation aux prix du marché. Supposons, maintenant, que la dépréciation du prêt soit due à la dégradation du risque de crédit d'un emprunteur donné, si bien que sa juste valeur peut être calculée à partir d'un taux d'actualisation spécifique à l'emprunteur plutôt que sur la base des taux d'actualisation de transactions analogues. Dans ce scénario, suivant notre modèle, l'effet stratégique associé à la queue inférieure des fondamentaux dans le régime de comptabilité en valeur de marché pourrait être moins marqué, ou carrément inexistant. Étant donné que les inefficiences à l'extrémité droite de la queue de distribution des fondamentaux persisteraient néanmoins, notre raisonnement nous amène à penser que les inefficiences du régime au coût historique avec prise en compte d'une dépréciation serait qualitativement analogues aux inefficiences d'une comptabilité au coût historique sans prise en compte des dépréciations.

Jusque-là, nous avons simplement traité d'un régime au coût historique « pur », dans lequel le prix d'un actif ou d'un élément de passif est constant au fil du temps. Notre analyse souligne les faiblesses

respectives des valorisations au coût historique ou en valeur de marché « pures ». Cependant, cela ouvre la porte à une analyse plus générale des implications normatives qui s'ensuivront pour la conception d'une norme optimale. Ainsi, un régime dans lequel la valeur comptable d'un actif serait la moyenne de ses valeurs sur une période donnée permettrait aux prix du marché de s'exercer pleinement à moyen terme, mais empêcherait la dynamique de court terme qui conduit à des décisions faussées. Un régime de comptabilité pour les actifs illiquides qui actualise les *cash flows* à venir avec, pour facteur d'actualisation, la moyenne des facteurs d'actualisation antérieurs observés pourrait être souhaitable. Avec cette méthode, les dirigeants d'entreprise sauraient que si d'autres sociétés procèdent à des ventes à prix bradés, l'impact sur la valorisation de leurs actifs en fin de période ne sera que limité. Cette procédure peut éliminer, dans une large mesure, le risque de chocs sur la liquidité qui s'autoalimentent, sur lequel nous nous sommes arrêtés, tout en atténuant les effets de l'absence de signaux envoyés par les prix dans une comptabilité au coût historique.

Du point de vue de la stabilité du système, il faut privilégier les actions qui atténuent les cycles financiers. Bien que la comptabilité au coût historique comporte des limitations du fait que les prix récents ne sont pas pris en compte, elle présente l'avantage de pousser à des actions qui atténuent le cycle financier. Lorsque le prix de marché d'un actif dépasse son coût historique d'un actif, le dirigeant de l'entreprise est incité à vendre cet actif afin de réaliser une plus-value. En d'autres termes, lorsque le prix *augmente*, on est incité à *vendre*. Ce mécanisme est l'opposé de l'effet d'amplification que génère le régime de valorisation en valeur de marché. Comme nous l'avons vu plus haut, lorsque les bilans sont comptabilisés en valeur de marché, un renchérissement de l'actif conduit à acheter cet actif. Autrement dit, lorsque le prix *augmente*, on est incité à *acheter davantage*. C'est précisément cet effet d'amplification associé à la valorisation en valeur de marché qui se trouve au cœur du débat.

Notre analyse nous porte à penser que la mise en œuvre intégrale d'un régime de valorisation en valeur de marché nécessite beaucoup de soin et d'analyses. Nous souhaitons souligner l'importance de la solution du second rang (*second best*) dans les débats sur la comptabilité. Lorsque le monde connaît de multiples imperfections, supprimer seulement

un sous-ensemble (strict) d'entre elles n'est pas nécessairement préférable au *statu quo*.

Terminons sur quelques remarques concernant la gouvernance. Les instances de normalisation, à savoir l'*International Accounting Standards Board* (IASB) et le *Financial Accounting Standards Board* (FASB) des États-Unis, ne considèrent pas qu'il fasse partie de leurs attributions d'envisager l'impact économique global des normes comptables. Elles ont de leur rôle une vision beaucoup plus étroite : veiller à ce que les valeurs comptables reflètent les termes de l'échange entre parties consentantes à un moment donné. Nous avons cependant vu que les normes comptables avaient de vastes répercussions sur le fonctionnement des marchés financiers, notamment l'éventuelle amplification des cycles financiers. Les entités concernées par les normes comptables sont donc sans doute bien plus nombreuses que ne le pensaient les instances de normalisation lorsqu'elles ont défini les normes. Ce point soulève une question évidente : la comptabilité est-elle trop importante pour être laissée aux mains des seuls comptables ? On ne peut guère faire autrement que de conclure que la réponse à cette question cruciale est « oui ».

La comptabilité a toutes les caractéristiques d'un domaine de l'action publique, intimement lié à la réglementation financière et à la conduite de la politique macroéconomique. On peut en tirer des arguments solides pour faire en sorte que les règles comptables jouent le rôle qui leur revient dans les décisions générales des autorités.

Notre contribution s'est efforcée de montrer comment la solution de second rang peut être amenée à peser dans le débat sur les normes comptables optimales, et de proposer un cadre analytique qui confronte les arguments à l'appui des deux thèses. Le choix de la méthode comptable exerce une influence considérable sur le comportement des institutions financières et détermine dans une large mesure si le mécanisme des prix est efficient pour guider les décisions d'investissement.

La comptabilité ne présenterait pas d'intérêt dans un monde parfait. Les nombreuses controverses portant sur la comptabilité nous montrent que le monde dans lequel nous vivons est imparfait. Nous avons souhaité montrer en quoi la nature de ces imperfections influence les réponses que les autorités doivent apporter.

BIBLIOGRAPHIE

Adrian (T.) et Shin (H. S.) (2007)

"Liquidity and leverage", Working Paper, Federal Reserve Bank of New York et Princeton University

Adrian (T.) et Shin (H. S.) (2008)

"Liquidity and financial contagion", Revue de la stabilité financière, Banque de France, n° 11, février

Banque centrale européenne (2004)

"Fair value accounting and financial stability", <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp13.pdf>.

Danielsson (J.) et Shin (H. S.) (2003)

"Endogenous risk, in modern risk management: a history", Risk Books

Geneva Association (2004)

"Impact of a fair value financial reporting system on insurance companies", Geneva Papers sur "Risk and insurance: issues and practice", 29, p. 540-581

Hanson (F.) (2003)

"Get ready for new global accounting standards", Business Finance

Herz (R.) (2003)

"Questions of value: is fair-value accounting the best way to measure a company?", The debate heats up, CFO Magazine

Michael (I.) (2004)

"Accounting and financial stability", Financial Stability Review, Banque d'Angleterre, juin, p. 118-128

Plantin (G.), Sapra (H.) et Shin (H. S.) (2008)

"Marking-to-market: Panacea or Pandora's box?", Journal of Accounting Research

Volcker (P.) (2001)

"Statement before the capital markets, insurance, and government sponsored enterprises subcommittee of the US house of representatives", <http://www.iasplus.com/pastnews/2001jun.htm>

