

# COMPTABILITÉ BANCAIRE EN VALEUR DE MARCHÉ

## LES ARGUMENTS DU DÉBAT

JEAN-PAUL POLLIN\*

**I**l n'existe pas, dans l'absolu, de système d'information ou de contrôle idéal. Toute construction en ce domaine ne vaut que par rapport aux objectifs que poursuivent les acteurs de l'organisme concerné, c'est-à-dire les dirigeants, les apporteurs de capitaux, les régulateurs... Pour aussi banale qu'elle soit, cette idée mérite d'être rappelée en préambule à toute discussion sur les normes comptables. Car la définition de ces conventions ne doit pas simplement viser à rendre compte au plus juste des résultats ou de la valeur des institutions auxquelles elles s'appliquent. Elle doit aussi favoriser (ou du moins ne pas contrarier) l'optimalité des comportements et la stabilité des organisations<sup>1</sup>). Ainsi le principe de prudence comptable est souvent invoqué pour écarter certaines informations jugées trop ponctuelles, susceptibles d'induire des décisions erratiques et dangereuses pour la pérennité de l'entreprise. C'est pourquoi la comptabilité en valeur historique est le plus souvent préférée à une valorisation aux prix de marchés, considérée comme une référence trop peu fiable et objective. L'expérience semble démontrer que pour les entreprises non financières les avantages de cette solution (en termes de coûts, de sécurité, d'incertitude...) dépassent ses insuffisances. Mais il n'est pas sûr que l'on puisse étendre ce jugement au cas des institutions financières. D'abord parce que ce problème d'évaluation est autrement plus crucial pour les intermédiaires financiers dont le rôle consiste à substituer à des dettes peu liquides et de valeur incertaine (émises par des agents non financiers) des dépôts ou des titres dont la valeur est reconnue et facile à contrôler. Ensuite parce que les références de marché sont plus nombreuses et plus présentes

209

---

\* Directeur de l'Institut Orléanais de Finance

<sup>1</sup> On peut ainsi montrer que la comptabilité bancaire a évolué dans le temps au gré des objectifs des autorités monétaires. Dans les années 70 elle avait surtout pour souci de suivre la liquidité des établissements et de contrôler leur distribution de crédit dans la logique du dispositif d'encadrement. Tandis que les normes comptables introduites par la loi de 1984 traduisent des préoccupations prudentielles plus précises en relation avec l'enrichissement des techniques et des produits financiers. Il s'agit alors de fixer des conventions qui fournissent les incitations nécessaires à la stabilité du système et à la bonne gestion des intérêts des actionnaires. cf. sur ce point le Rapport 1990 de la Commission Bancaire pp. 333-343.

dans le cas des actifs financiers que dans celui des actifs industriels. Les transformations récentes des systèmes financiers dans les pays industrialisés ont d'ailleurs accentué ce phénomène puisqu'une plus grande proportion des crédits se traite désormais sur un marché. Et la variabilité accrue des prix des actifs financiers implique des écarts grandissants entre les prix d'acquisition et les prix courants de marché. En définitive la question se pose de savoir s'il ne serait pas souhaitable d'appliquer aux banques une comptabilité en valeur de marché. Ce point a récemment fait l'objet d'une vive discussion aux États-Unis entre la Securities and Exchange Commission et la Federal Reserve, et toute réflexion sur le contrôle prudentiel se doit de l'aborder<sup>2</sup>. Pourtant la position des autorités de contrôle est restée jusqu'à présent réservée vis à vis de cette innovation. En Europe, comme ailleurs, elles considèrent qu'il faut comptabiliser en valeur de marché les portefeuilles de transactions, tandis que les autres actifs (aussi bien les titres de placement ou d'investissement que les crédits bancaires classiques) doivent être comptabilisés à leur coût historique. C'est-à-dire que d'une part on restreint assez strictement la référence aux marchés, et d'autre part on fonde les conditions d'évaluation sur le type d'activité plutôt que sur la nature juridique des actifs.

210

On comprend qu'une telle position n'est pas sans poser problème. La distinction entre les deux types d'activité est claire dans son principe mais bien délicate dans son application. Et plus profondément on peut se demander s'il est bien légitime, du point de vue du contrôle prudentiel autant que du point de vue de l'information des clients ou des actionnaires de la banque, de limiter ainsi la référence au marché, ou à la «valeur économique» des actifs.

Sans prétendre à l'exhaustivité, nous voudrions ici tenter de rendre compte de ce débat en présentant l'ensemble des arguments échangés<sup>3</sup>. Pour cela nous allons tout d'abord examiner ce que peut apporter la

<sup>2</sup> Ce débat a notamment mis aux prises R. Breeden, le président de la SEC à A. Greenspan, le président de la Fed. Le premier soutenant que les règles comptables se doivent de donner une image exacte de la situation des sociétés et il souhaitait en conséquence le passage à une comptabilité bancaire en valeur de marché. Tandis que le second s'y opposait en faisant valoir que la CVM risquait de déstabiliser le secteur en induisant une volatilité injustifiée des résultats bancaires.

<sup>3</sup> Pour les contributions dans la littérature anglo-saxonne sur ce point, on citera particulièrement :

- D. Mengle, «Market value accounting and the bank balance sheet», *Contemporary policy issues*, Avril 1990.

- M. Berlin, A. Saunders et G. Udell, «Deposit insurance reform : what are the issues and what needs to be fixed ?», *Journal of banking and finance*, Septembre 1991.

- C. Morris et G. Sellon, «Market value accounting for banks : pros and cons», *Economic Review of the Fed of Kansas City*, Mars/Avril 1991.

- S. Shaffer, «Marking banks to market», *Business Review of the Fed of Philadelphia*, Juillet/Août 1992.

comptabilité en valeur de marché (CVM) du point de vue des apporteurs de capitaux et des régulateurs. Puis nous tenterons de voir sous quelles conditions elle peut être mise en pratique. Enfin nous étudierons les difficultés qu'elle est susceptible d'engendrer du point de vue de la stabilité du système de financement.

### *Les justifications de la comptabilité en valeur de marché*

La comptabilité en prix d'acquisition ou de remboursement délivre fatalement une information imparfaite sur la valeur de la banque et de ses résultats. Il n'y a aucune raison pour que ces prix relatifs à des dates, particulières, correspondent à la valeur des actifs et des dettes au jour de présentation des comptes. Répétons que c'est là un vrai problème au regard du rôle dévolu aux intermédiaires financiers mais il ne se résoud pas à un simple effet d'illusion monétaire. Plus fondamentalement le biais introduit dans l'information peut fournir aux dirigeants de la banque l'opportunité de décisions contraires aux intérêts des apporteurs de capitaux (principalement des actionnaires) et des régulateurs. C'est sur ce point que nous voudrions surtout insister.

211

### *Le point de vue des apporteurs de capitaux*

Par définition la comptabilité aux coûts historiques traite différemment les plus ou moins values selon qu'elles sont réalisées (par vente d'actifs) ou qu'elles restent potentielles. De sorte qu'il est possible en exploitant cette dissymétrie d'augmenter artificiellement les résultats de court terme en dégageant au passage la qualité moyenne du portefeuille bancaire. Il suffit pour cela de liquider des actifs dont la valeur de marché est supérieure à leur valeur comptable et de faire ainsi ressortir des plus values ; tandis que les actifs de moindre valeur resteront dans le bilan, comptabilisés à leur prix d'acquisition.

Ainsi la comptabilité en coûts historiques (CCH) autorise une manipulation du profil des résultats dans le but d'induire une surestimation de la valeur de la banque. Mais en même temps, elle incite à sélectionner des portefeuilles plus risqués, car la possibilité de jeu est d'autant plus forte que la volatilité des actifs est élevée. Ce qui peut conduire à des décisions excessivement risquées et contraires aux intérêts des apporteurs de capitaux.

Naturellement, ce type de comportement concerne surtout des établissements en situation critique<sup>4</sup>. Mais c'est précisément dans ces circonstan-

ces qu'il peut revêtir les conséquences les plus graves pour les actionnaires ou pour les déposants. Le système bancaire américain en a donné récemment différentes illustrations, et ces exemples pourraient sans doute s'étendre à d'autres contextes. Si la baisse de la stabilité bancaire venait à s'accélérer la manipulation des résultats deviendrait évidemment plus attractive.

D'autant que la titrisation (dans ses différents sens) a sensiblement élargi le champ d'application de ces dysfonctionnements, dans la mesure où elle a accru la liquidité des bilans bancaires. Les banques ont désormais la possibilité de céder sur le marché une part croissante de leur portefeuille : valeurs mobilières classiques mais aussi titres de créances négociables et blocs de «crédits titrisés». Tout laisse à penser que ce sont les meilleurs risques qui vont ainsi quitter les bilans bancaires pour rejoindre des fonds de créances ou des OPCVM. De sorte que les distorsions comptables risquent d'induire et de masquer une détérioration de la situation de certains établissements.

212

L'émergence et le développement de produits dérivés renforce encore ce raisonnement. Une banque ayant acheté ou vendu des contrats à terme ou des options a la possibilité de dénouer les positions gagnantes tout en maintenant les positions perdantes au delà de la clôture de l'exercice. En prenant des positions strictement symétriques sur un instrument et une échéance donnés (par exemple en achetant et en vendant simultanément des contrats à terme pour une échéance située au delà de la date de clôture des comptes) on aurait ainsi l'assurance de pouvoir gonfler le résultat de l'exercice. Et ce d'autant plus que la volatilité de l'instrument est forte.

C'est bien pourquoi le Comité de la Réglementation Bancaire a imposé l'évaluation aux prix de marché pour ces instruments. Mais il autorise le report des gains et pertes lorsque la position prise avait pour but de couvrir un actif, un passif ou une opération hors bilan. Cette disposition est tout à fait saine, mais son application est sans doute délicate à faire respecter car une couverture porte théoriquement sur une position globale et non sur telle ou telle partie des portefeuilles. Or cette difficulté ne se poserait pas si toute la comptabilité se faisait en valeur de marché. Dans ce cas il n'y aurait évidemment pas à s'interroger sur la finalité des opérations, puisqu'elles seraient toutes enregistrées de façon identique.

---

4 Pour que l'effet ait une réalité il faut encore supporter deux choses :

- D'une part que les apporteurs de capitaux soient effectivement trompés par l'opération et incapables de rétablir la réalité des comptes présents et à venir.

- D'autre part que les dirigeants de la banque trouvent un intérêt à cette manipulation, parce que leur rémunération ou simplement la sauvegarde de leur position sont liées aux résultats assurés.

*Le point de vue du régulateur*

L'optique du régulateur n'est pas très différente de celle des actionnaires ou des déposants. Son problème est plutôt de s'assurer que les conventions comptables ne déforment pas trop la valeur effective des fonds propres bancaires. Car ces derniers jouent un rôle essentiel du point de vue de la stabilité de l'institution (plus généralement du système) puisqu'ils servent à garantir les dépôts collectés et ainsi à limiter l'intervention du fonds d'assurance ou du prêteur en dernier ressort. D'autre part, ils contribuent à résoudre le fameux problème d'aléa de moralité (l'incitation à prendre du risque qui naît de l'existence d'une assurance des dépôts) en rendant la faillite plus coûteuse pour les actionnaires de la banque. On peut en attendre une surveillance plus attentive des décisions prises par les dirigeants et une gestion plus prudente des risques.

Cependant l'intérêt d'un ratio de capitalisation ne vaut que si l'on mesure correctement les fonds propres de la banque c'est-à-dire la garantie offerte en cas de liquidation. Et ceci suppose une valorisation des différents éléments du portefeuille à leurs prix de marché. La comptabilité en coûts historiques ne fournit donc pas les assurances et les incitations recherchées : si pour une quelconque raison (défaillance des débiteurs ou variation des taux d'intérêt) la valeur actuelle nette de la banque venait à se dégrader la comptabilité n'en révélerait rien à court terme et l'institution continuerait son exploitation sans contrainte supplémentaire. Bien sûr la détérioration du portefeuille finira par se traduire par un écrasement des marges futures, puisqu'en définitive la valeur de la banque est égale à la somme actualisée des résultats à venir. Mais tant que l'établissement est capable de faire face à ses engagements et de respecter formellement les ratios requis, il peut poursuivre librement son activité même si la régulation nourrit quelques doutes quant à sa viabilité.

213

Le fait de prolonger ainsi sans contrôle l'exploitation peut accroître les pertes futures. Mais surtout ceci est susceptible de renforcer le phénomène d'aléa de moralité : la banque est d'autant plus incitée à prendre des risques que le montant des capitaux propres est déjà largement entamé (les actionnaires n'ont plus grand chose à perdre) et que le coût de la faillite pour les dirigeants est éloigné dans le temps. La banque va jouer en quelque sorte contre ses prêteurs et contre le fonds d'assurance, sans que l'on ait réglementairement les moyens de s'y opposer. Tandis que dans un tel cas de figure la comptabilité en valeur de marché enregistrerait immédiatement la détérioration du ratio de solvabilité et permettrait ainsi une intermédiation du régulateur.

Pour faire face aux insuffisances de la comptabilité en coûts historiques et aux risques qu'elle comporte, la réaction du régulateur doit logiquement

consister à augmenter par prudence le ratio de capitalisation requis. Il peut en résulter une augmentation du coût du capital bancaire, donc du coût de crédit, ainsi que des situations de rationnement - puisque le montant des crédits distribués doit être proportionnel au niveau des fonds propres.

A l'opposé on peut faire valoir qu'en cas d'adoption de la comptabilité en valeur de marché, la variabilité accrue des résultats obligerait la banque à se procurer un volume plus important de capitaux propres, à titre de précaution. Mais c'est oublier que dans cette hypothèse les établissements auraient surtout tendance à réduire le niveau de leurs risques ou à l'adapter au niveau de leurs capitaux propres (requis ou choisis) dès lors que la sanction interviendrait plus rapidement.

Il faudrait sans doute approfondir cette analyse. Mais il est possible qu'une comptabilité plus proche des prix de marché autoriserait une réduction du ratio de capitalisation.

#### *Les problèmes de mise en oeuvre de la comptabilité en valeur de marché*

214 Pour comptabiliser en valeur de marché il faut identifier ou construire un prix objectif pour chaque élément de portefeuille des institutions financières. On ne saurait en effet se satisfaire de la valeur boursière, lorsqu'elle existe, pour estimer le montant des fonds propres (donc la valeur actuelle nette) d'une banque donnée. Ne serait-ce que parce que les banques bénéficient d'une assurance-dépôts qui leur confère une valeur qui s'ajoute à celle de leur actif net. Cette assurance s'analyse en effet comme une option mise à disposition des établissements de crédit, et dont la valeur dépend des niveaux de risques de leur portefeuille. Elle constitue une sorte de réduction du montant des engagements de la banque ; elle intervient donc dans la détermination du prix de marché des fonds propres mais elle n'a pas à être prise en compte si l'on se place dans la perspective du contrôle prudentiel. De ce point de vue, ce qu'il convient d'évaluer c'est le montant de la garantie offerte par les actionnaires par le capital qu'ils ont engagé : l'assurance dont ils bénéficient ne doit donc pas être prise en considération.

L'évaluation que l'on cherche ne peut donc être obtenue qu'en valorisant aux prix courants l'ensemble des actifs et des passifs du portefeuille. Mais la majeure partie de ces actifs et de ces dettes bancaires ne possède pas de valeur de marché. Toute la difficulté va donc consister à leur affecter une sorte de «valeur économique» qui tiennent compte à la fois des cash-flows qu'ils engendrent (donc des risques de crédit) et des taux d'intérêt qui s'y appliquent (c'est-à-dire des coûts d'opportunité engendrés par leur détention).

En d'autres termes, il s'agit de corriger la comptabilité en valeur historique sur deux points principaux : d'une part le risque de contrepartie qui vient en déduction de la valeur de certains actifs et d'autre part le niveau des taux d'intérêt qui affecte la valeur courante de tous les éléments du portefeuille. Nous allons analyser successivement ces deux problèmes.

#### *L'évaluation du risque de contrepartie*

Les analyses récentes de l'intermédiation financière se fondent sur les principes d'asymétries d'information et de contrats incomplets<sup>5</sup>. En ces termes, l'existence des institutions financières s'explique par l'incapacité des marchés à collecter et gérer les informations nécessaires à la conclusion des contrats de financement. Dans un grand nombre de cas, ceux-ci ne peuvent naître que dans le cadre de relations hiérarchiques (ou institutionnelles), et le rôle des banques consiste à nouer ces relations et à gérer de façon privative les informations qui les accompagnent. En conséquence la valeur des actifs qu'elles détiennent n'est réellement connue que d'elles seules, puisque la qualité des crédits qu'elles ont consentis est par définition inconnue des autres agents. La nature même de l'intermédiation empêche de connaître directement de l'extérieur de la banque son risque de contrepartie.

En principe les provisions constituées sont un indicateur des pertes à venir sur les prêts accordés : elles devraient donc fournir une estimation de la valeur effective du portefeuille. Mais on sait que les banques disposent de fait d'une grande latitude pour décider du montant de ces provisions, et leur constitution obéit à des motivations (fiscales notamment) qui n'ont rien à voir avec une souci de bonne information. Elles manifestent à court terme des évolutions surprenantes, fonction de la politique de chaque institution. Cet état de fait n'est pas simplement dommageable du point de vue de l'information, il est aussi dangereux pour la stabilité du système bancaire.

Ces difficultés ne sont cependant pas insurmontables. D'abord parce que certains actifs bancaires font l'objet d'une cotation de marché qui intègre une estimation du risque de crédit. C'est le cas naturellement des valeurs mobilières mais c'est aussi le cas de crédits syndiqués tels que les prêts consentis à certains pays en voie de développement. Le montant élevé des crédits concernés, leur homogénéité du point de vue du risque, leur dispersion entre un assez grand nombre d'institutions financières, ont permis le développement d'un marché secondaire relativement actif. Ce

<sup>5</sup> Pour une revue de littérature sur ce thème on pourra consulter M. Lewis «Modern Banking in Theory and Practice», Revue Economique, Mars 1992.

qui a donné la possibilité à de nombreuses banques de liquider leurs créances douteuses acquises sur les PVD et d'apurer ainsi leur bilan en enregistrant leurs pertes. Des doutes ont été émis toutefois sur la significativité des prix qui se fixent sur ces marchés secondaires. On a fait valoir que ceux-ci manquaient tout de même de liquidité, que les marges acheteur-vendeur y étaient volatiles et que les prix étaient biaisés par les opérations de swaps (dettes contre dettes ou dettes contre actions) qui ont affecté certains des titres cotés. Au demeurant même si l'on peut y trouver des références utiles ces marchés pour les dettes de PVD ne concernent qu'une faible proportion des actifs bancaires.

De même on ne peut espérer grand chose de la titrisation pour construire une comptabilité en valeur de marché. Dans le cas de la France ces opérations restent marginales et même si elles devaient se développer on ne pourrait guère en tirer d'informations. Car ce sont les meilleurs risques qui sont susceptibles d'être vendus, et le prix des crédits titrisés n'est donc pas significatif de la valeur moyenne des actifs de l'institution qui réalise une telle opération. Dans ces conditions le passage de certains «paquets de crédits» sur le marché ne révèle aucune indication exploitable.

C'est pourquoi certains auteurs aux Etats-Unis ont proposé que les banques soient soumises régulièrement à l'obligation de vendre une fraction de leur portefeuille extraite de façon aléatoire. Il s'agirait en d'autres termes de soumettre au marché un modèle réduit du portefeuille de chaque banque ; par extension on en déduirait la valeur économique de l'ensemble des actifs. Mais outre qu'une telle proposition paraît bien peu réaliste, il est permis de se demander ce qu'elle apporterait de plus par rapport à un audit externe.

Plus sérieusement on peut songer à estimer la qualité des actifs détenus en se fondant sur la composition du portefeuille de la banque. Après tout, c'est bien sur ce principe, appliqué certes de façon très frustrante qu'est construit le ratio Cooke. Il est vrai que seule la banque est capable d'apprécier la valeur de chacun des prêts qu'elle a accordé et qu'elle gère. Mais il est vrai aussi que le simple fait d'additionner des actifs conduit à une certaine diversification qui doit faire ressortir, pour une même catégorie de prêts, une qualité moyenne assez semblable d'une banque à l'autre. C'est là du reste une des idées fondatrices de la théorie de l'intermédiation : le coût de surveillance des investissements effectués est d'autant plus faible que la diversification est forte.

On sait par exemple que les différents établissements de crédit ont des estimations très proches des taux de perte concernant des types de crédit bien déterminés : on cite généralement le taux de 2 à 4 % sur les crédits à la consommation, de 0,5 à 1 % sur les crédits à moyen terme aux professionnels... On sait également que la valeur de certaines catégories de

crédits (particulièrement l'immobilier) sont soumises à des fluctuations conjoncturelles qui peuvent faire l'objet d'une appréciation macro-économique. Il doit donc être possible d'évaluer une grande partie du portefeuille bancaire, simplement en lui appliquant des décotes spécifiques aux diverses catégories de prêts.

Une telle procédure conduirait en général à des approximations convenables mais elle s'avérerait sans doute insuffisante dans le cas d'établissements intervenant sur des secteurs particuliers (dont la diversification du portefeuille serait incomplète) ou s'intéressant délibérément à des segments de marchés risqués. Un autre type de solution consisterait alors à rechercher dans la comptabilité bancaire des indicateurs de risque moins facilement manipulables que le niveau des provisions. En particulier les informations sur les créances douteuses et litigieuses, ou sur la qualité des risques, sont des données plus objectives, plus faciles à vérifier, moins dépendantes de la «politique de résultats» choisie par la banque. Des travaux menés aux États-Unis ont d'ailleurs montré qu'il était possible de prévoir les pertes futures sur prêts (ainsi que les faillites) en combinant économétriquement le montant des crédits renégociés, celui des créances douteuses et celui des provisions<sup>6</sup>.

Tout ceci tend à montrer qu'il doit être possible d'estimer de l'extérieur de la banque, et de façon assez simple, la qualité du portefeuille de prêts. On peut espérer dépasser ainsi les asymétries d'information qui caractérisent le processus d'intermédiation financière.

217

### *La prise en compte des évolutions de taux*

Il reste que le risque de contrepartie, sur lequel se focalise trop souvent l'attention, est loin de constituer la totalité ou même l'essentiel du risque bancaire. Le risque de position, et en particulier le risque de taux d'intérêt, est potentiellement tout aussi important : essayons de fixer quelques ordres de grandeur.

Si l'on se réfère aux dires de la profession ou aux statistiques de la Commission Bancaire, on peut chiffrer entre 1,5 et 2 % le risque de crédit en proportion des crédits distribués. Au regard de cette estimation un ratio de fonds propres de 8 % semble constituer une garantie satisfaisante, d'autant que ces pertes prévisibles sont en principe intégrées dans le coût du crédit. Elles sont susceptibles d'être couvertes au fil du temps par la marge d'intermédiation.

En revanche prenons le cas d'un établissement de crédit dont la durée

<sup>6</sup> A. Berger, K. King et J. O'Brien, «The Limitations of Market Value Accounting and a more Realistic Alternative», *Journal of Banking and Finance*, Septembre 1991.

moyenne des actifs serait de 2 ans, tandis que la durée des ressources (hors fonds propres) serait de 3 ans. Une baisse des taux d'intérêt de 1 % (autour d'un taux d'actualisation de 10 %) engendrerait instantanément une dépréciation de ses capitaux propres d'environ 9 %<sup>7</sup>. Dans ce cas une baisse de 2 à 3 % des taux d'intérêt entraînerait donc une dépréciation de la valeur du portefeuille équivalente à celle du risque de contrepartie. Or l'hypothèse envisagée est entièrement raisonnable; elle n'a rien à voir avec une stratégie de spéculation sur l'évolution des taux. L'activité de certaines institutions, ou l'utilisation d'instruments de hors bilan, sont capables de créer des situations bien plus exposées.

Ceci pour dire que la prise en compte des variations de taux sur la valeur du portefeuille est au moins aussi importante que la considération du risque de crédit. En l'occurrence le problème ne concerne que les actifs de moyen-long terme (puisque les actifs courts ne sont pas sensibles aux variations de taux, leur valeur économique est égale à leur valeur de marché), ne faisant pas l'objet d'une cotation sur un marché. Et il s'agit donc de calculer une valeur économique du portefeuille en actualisant aux taux d'intérêt courants les cash-flows générés par les actifs et les dettes de l'institution.

218

En apparence l'opération semble assez simple à réaliser puisque ces cash-flows sont parfaitement connus et que la structure des taux est observable sans grande difficulté. Mais dans le détail elle soulève plusieurs questions embarrassantes qui rendent la solution imprécise. Évoquons les deux plus délicates :

a) Les bilans bancaires sont remplis d'«options cachées». Les crédits accordés et les ressources collectées par les intermédiaires financiers s'accompagnent souvent en effet de clauses optionnelles. Certaines donnent à l'emprunteur le bénéfice de conditions de prêt inchangées pendant une période donnée, d'autres autorisent le remboursement anticipé des prêts, d'autres encore permettent de casser un dépôt avant son échéance. Ces clauses affectent évidemment la valeur des actifs et des dettes auxquelles elles s'appliquent, et leur incidence varie en fonction du niveau du taux d'intérêt.

Mais l'évaluation de ces options est un exercice complexe. D'abord parce que leurs caractéristiques (durée, conditions d'exercice, identification du sous-jacent,...) rendent leur appréciation délicate dans l'état actuel

<sup>7</sup> On montre facilement que la sensibilité des fonds propres de la banque est donnée par :

$$S = -\frac{1}{1+i} \left[ \frac{A}{FP} \cdot D_A - \frac{L}{FP} \cdot D_L \right]$$

*i* représente le taux de marché; *A* la valeur des actifs; *L* celle des dettes; *FP* celle des fonds propres; *D<sub>A</sub>* la durée de l'actif; *D<sub>L</sub>* celle des dettes. Avec un taux d'intérêt de 10 %, des fonds propres de 8 %, *D<sub>A</sub>* = 2 et *D<sub>L</sub>* = 3, on obtient : *S* = 8,64 %.

de notre savoir-faire. Ensuite et surtout parce que l'exercice de ces options n'est pas parfaitement rationnel. Les emprunteurs par exemple ne remboursent pas ou ne renégocient pas leurs crédits dès que les taux courants passent en dessous du coût de leur crédit. Il faut donc intégrer cette inertie des comportements en estimant des probabilités d'exercice des options, ce qui n'est pas chose facile. Or, on ne dispose sur ce point d'aucune référence de marché et les méthodes utilisables sont trop fragiles pour être généralisées.

b) L'évaluation des dépôts à vue pose aussi un problème pratiquement insoluble. Juridiquement il s'agit d'une dette à très court terme qui devrait donc être comptabilisée à son prix de remboursement (comme elle l'est dans la comptabilité bancaire actuelle)<sup>8</sup>. Probablement les dépôts à vue constituent même l'élément de passif le plus stable des banques. Et le problème se pose alors de savoir comment le valoriser au bilan.

On conçoit bien que la valeur de ces dépôts à vue, dont le coût est pratiquement fixe dans les temps (du fait de sa non rémunération), ne peut être identique selon le niveau des taux d'intérêt. Lorsque les taux se tendent par exemple, la disponibilité de cette ressource est évidemment plus profitable; lui substituer une dette à taux de marché deviendrait plus coûteux.

Dans l'état actuel de la réglementation et des comportements, les dépôts à vue s'apparentent à une sorte de rente perpétuelle émise par des banques et dont la rémunération correspond aux coûts de gestion (net de la facturation des moyens de paiements). De sorte qu'en général leur valeur pour la banque n'a pas grand chose à voir avec leur valeur nominale. Mais si à l'avenir les dépôts venaient à être rémunérés à des taux significatifs et assez variables et/ou si les comportements monétaires devenaient plus volatiles (plus sensibles aux taux, à l'activité,...) les données du problème s'en trouveraient complètement modifiées. Du point de vue de leur valorisation, la nature des dépôts en serait transformée et ceci retentirait jusqu'aux calculs menés aujourd'hui. De sorte qu'en la matière, il n'existe pas de solution indiscutable, et l'on n'a d'autre recours que de varier les hypothèses pour en mesurer les conséquences.

219

#### *Limites et dangers de la comptabilité en valeur de marché*

On retiendra de ce qui précède que la CVM pose un grand nombre de difficultés pratiques mais qu'elle est théoriquement possible. Au demeurant les questions à résoudre sont à peu près les mêmes que celles que l'on

<sup>8</sup> Cf. par exemple sur ce point : M. Flanwery et C. James, «Markets Evidence on the Effective Maturity of Bank Assets and Liabilities», *Journal of Money Credit and Banking*, Novembre 1984.

rencontre dans la définition d'une norme de fonds propres. Le Ratio de Solvabilité Européen se contente de distinguer quelques grandes catégories d'actifs, appréciant ainsi de façon très sommaire le risque de contrepartie, et négligeant les phénomènes de diversification; jusqu'à présent il ne prend pas en considération le risque de position, et les propositions faites pour l'intégrer traduisent bien, par leur prudence, toute la difficulté du projet.<sup>9</sup>

Mais on considère en l'occurrence que ces approximations, en dépit de leurs limites, autorisent une avancée positive. Elles permettent d'améliorer, à un coût raisonnable, la régulation du système bancaire et c'est bien là le résultat essentiel. De même, pour ce qui nous concerne, la question cruciale est celle de savoir s'il est souhaitable de se rapprocher de la CVM. Indépendamment des solutions à retenir et de leurs imperfections, la valorisation aux prix de marchés est-elle capable de faire progresser l'efficacité et la stabilité du système bancaire ? Rien n'est moins sûr, car en présentant au début de notre propos les avantages de la CVM nous avons ignoré certaines objections sur lesquelles il nous faut revenir. En particulier il nous faut évoquer l'incidence aux plans micro et macro économiques de la variabilité accrue des résultats qu'implique l'adoption de la CVM.

220

#### *Quelques critiques infondées*

Différentes objections ont été adressées à la CVM mais elles ne présentent pas toutes le même intérêt. En particulier on a souvent fait valoir que l'illiquidité des actifs et des dettes bancaires rendait illusoire toute référence à des prix de marché. Puisque leur évaluation est impossible de l'extérieur de l'institution qui les détient, ils ne sauraient être vendus aux mêmes conditions que des titres ordinaires (pour lesquels l'information est publique).

Une telle critique est largement infondée car nous avons déjà expliqué que le problème à résoudre est celui des incitations produites par les règles comptables ainsi que celui des garanties offertes par les actionnaires aux déposants et au fonds d'assurance. Or dans le cas d'une liquidation, c'est probablement une autre institution qui reprendra le portefeuille de la banque défailante. Et les conditions de cette reprise feront bel et bien intervenir (après audit) la valeur économique des actifs et des dettes.

Une autre objection classique à l'égard de la CVM consiste à dire qu'elle ne saurait s'appliquer aux actifs portés jusqu'à l'échéance puisque par

<sup>9</sup> On trouvera ces nouvelles propositions exposées dans un des fascicules diffusés récemment par le Comité de Bâle, «Traitement prudentiel des risques de marché». Propositions soumises à la consultation du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Bâle, Avril 1993.

définition ils n'ont aucune raison de subir les fluctuations du marché. Les immobilisations financières ou les crédits à la clientèle ne devant ou ne pouvant pas être liquidés à court terme, leur valeur de marché reste purement virtuelle. Seule compte en l'espèce leur valeur de remboursement, puisqu'elle seule se concrétisera.

Exprimé sous cette forme l'argument est inacceptable. Car il est bien évident qu'il existe une relation entre les fluctuations de la valeur économique des actifs et les fluctuations des résultats de la banque dans le temps. Par exemple, une évolution des taux d'intérêt provoque une variation des marges futures dès lors que la banque n'est pas immunisée par rapport au risque de taux. La CVM répercute immédiatement cette variation par un ajustement de la valeur actuelle nette (égal évidemment aux écarts de résultats actualisés). Tandis que la CCH n'enregistre aucune modification et ne signale donc pas l'incidence sur les résultats à venir. Le fait de connaître la valeur de remboursement d'un ensemble d'actifs n'est d'aucun intérêt si l'on ne dispose pas en même temps des conditions (c'est à-dire du niveau et de la sensibilité du coût) de leur financement.

Dans la mesure où existe une stricte coïncidence entre les échéances des actifs et celles des passifs, il est possible de raisonner sur la valeur de remboursement pour s'assurer de la solvabilité de l'institution concernée. Mais dans tous les autres cas de figure, le prix à l'échéance ne constitue pas une référence correcte. On comprend bien qu'il n'est pas logique de juxtaposer ou de comparer des valeurs qui se concrétisent à des dates différentes. D'ailleurs, pour les titres d'investissement, les normes comptables actuelles n'admettent la CCH que lorsque l'établissement peut justifier d'une couverture en taux ou d'un financement adossé. Ce qui revient à dire qu'en cas d'exposition au risque de taux, la valeur de remboursement est une mesure incorrecte. Dans cette hypothèse, la CVM est bien la seule procédure capable de révéler la situation de la banque.

221

#### *CVM et variabilité des prix des actifs*

Il existe cependant des objections plus solides à l'égard de la CVM. D'abord parce qu'on peut lui reprocher de répercuter indûment les évolutions erratiques des prix de marché à court terme. Il est vrai que si les variations de prix ou de taux ne sont que temporaires et susceptibles de s'inverser avant l'échéance des actifs concernés, il est inutile et dangereux de les prendre en considération.

Mais toute la question est de savoir si les évolutions observées aujourd'hui ont effectivement vocation à se retourner demain. Or, un marché efficient exclut par définition ce type de biais : en l'occurrence une autocorrélation négative des variations de prix. Sur un tel marché le prix qui se forme à tout moment constitue le meilleur prédicteur du prix futur, compte tenu de

l'information disponible à cet instant. Ce qui revient à dire que le prix courant est la meilleure référence possible pour l'évaluation des actifs.

Jusqu'ici aucun argument analytique, ni aucune preuve empirique suffisamment générale, n'ont permis de récuser cette idée d'efficience des marchés financiers du moins dans l'acception que nous venons d'en donner. Par contre, un certain nombre de travaux économétriques ont établi que la volatilité des prix des actifs financiers (qu'il s'agisse du prix des actions, des taux de change ou des taux d'intérêt) était excessive par rapport aux évolutions de leurs fondamentaux<sup>10</sup>. Parallèlement les modèles de bulles spéculatives ou de surajustement ont permis de rendre compte théoriquement d'écarts importants et persistants à court terme entre les prix de marché de certains actifs et leur valeur fondamentale. Ceci rejoint l'idée largement admise selon laquelle les marchés répercutent à l'excès certaines informations, incorporent des «bruits» ou des anticipations «inexactes».

La variabilité des prix qui résulte de tous ces phénomènes n'est nullement l'indice d'une irrationalité des comportements individuels, mais il jette un sérieux doute sur la capacité des marchés à diffuser des informations fiables à court terme sur la valeur des actifs. C'est là nous semble-t-il une critique très forte qui peut être adressée à la CVM. Son application engendrerait en effet une variabilité injustifiée des résultats bancaires, préjudiciable à la stabilité des établissements. Elle conduirait à surestimer les risques effectifs des portefeuilles bancaires, mesurés par la volatilité de leurs valeurs fondamentales.

#### *CVM et intermédiation : une incompatibilité de principes*

Plus encore la CVM augmenterait l'instabilité des financements en accroissant l'amplitude des fluctuations du crédit. En effet toute baisse des prix des actifs, plus exactement de la valeur fondamentale de la banque, parce qu'elle diminuerait la valeur des fonds propres bancaires, obligerait mécaniquement (au travers du ratio de solvabilité) à une réduction du volume des crédits distribués. Au lieu d'évoluer de façon contra-cyclique, les financements intermédiés propageraient les mouvements plus ou moins erratiques des marchés financiers.

Ce type de situation a déjà été vécu et analysé. L'interprétation la plus convaincante que l'on puisse donner de la crise de 1929 repose précisé-

<sup>10</sup> On trouvera des références et un exposé de cette littérature dans J.P. Pollin *L'efficience des marchés financiers : quelques perspectives récentes*, Revue d'Economie Financière, Juin 1987. Pour une référence plus récente cf. P. Artus et M. Kaabi *Mimétisme : un modèle théorique simple et une application au cas de la structure des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en Allemagne et en France*, Document Caisse des Dépôts et Consignations, Juin 1993.

ment sur un enchaînement de cet ordre : le krach boursier en provoquant la faillite de nombreuses banques a entraîné une contraction du crédit <sup>11</sup>. Plus que l'effondrement du marché financier, c'est la rupture des relations de crédit et l'augmentation du coût de l'intermédiation, due à la perte des informations accumulées par les banques défailtantes, qui a ébranlé l'activité économique. Ce qui fut déterminant, c'est que les financements intermédiés ont répercuté et amplifié la chute du marché boursier. A l'opposé, le krach de 1987 n'a eu aucune conséquence «réelle» parce que les établissements de crédit sont restés relativement à l'abri du choc et parce que le crédit bancaire a pu prendre le relais des financements de marché. On comprend que, dans ces circonstances, les autorités monétaires aient souhaité étaler autant que possible les pertes enregistrées par les banques sur leur portefeuille de valeurs mobilières. La comptabilisation en valeur historique des titres d'investissements répond précisément à cet objectif.

Une des tâches du contrôle prudentiel consiste à préserver ce rôle stabilisateur des financements intermédiés. Or les conventions comptables tiennent à ce niveau une place essentielle : la comptabilité n'est pas simplement un révélateur plus ou moins fidèle des risques subis, elle conditionne aussi leur matérialisation et leurs conséquences. Indépendamment de toute illusion comptable, le niveau et le prix du risque dépendent pour une part de la façon dont on le mesure. Il ne suffit donc pas de dire que la CVM ne ferait que traduire une volatilité préexistante; dans une certaine mesure elle la détermine. On sait qu'il n'existe pas de critère qui permette de juger dans l'absolu de la faillite d'une entreprise ou d'une banque. La décision relève toujours d'un contexte réglementaire ou de pratiques qui comportent fatalement un certain arbitraire. Mais il n'empêche que les normes qui prévalent à un moment donné définissent les conséquences objectives de la prise de risque. Selon les critères que l'on fixe ou la façon dont on calcule les résultats, un même risque peut engendrer des conclusions bien différentes. De sorte que le coût du risque est fonction pour partie des conventions comptables.

En d'autres termes, la prise de risque par les institutions financières, ou le prix auquel elles le facturent, dépend des procédures de calcul des résultats. Par conséquent le comportement des banques, la fonction qu'elles assurent, va dépendre des conditions de valorisation de leur portefeuille. On sait bien par exemple que l'adoption de la CVM inciterait les intermédiaires financiers à limiter strictement leur exposition au risque de taux, comme ils ont d'ailleurs commencé à le faire sous l'influence des mutations institutionnelles et réglementaires.

<sup>11</sup> Cf. B. Bernanke «Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, Juin 1983.

Mais il n'est pas sûr qu'une telle orientation soit profitable du point de vue de la stabilité du système économique et financier. La réponse dépend de l'avantage comparatif dont disposent sur ce point les institutions financières par rapport aux agents non financiers. Dans la mesure où elles ont la capacité de mieux porter ce risque (parce qu'elles sont plus aptes à l'apprécier, ou parce qu'elles le couvrent moins coûteusement), il est souhaitable qu'elles ne s'en dessaisissent pas en le transférant aux entreprises ou aux particuliers<sup>12</sup>. De plus, lorsque les intermédiaires financiers prennent en charge des risques, ils opèrent leur mutualisation : c'est une formule de répartition de ces risques distincte de celle qui consiste à les partager sur un marché organisé. Dans un bon nombre de cas les implications en sont meilleures à la fois pour l'optimum collectif et pour la stabilité économique.

De même, le fait de soumettre la situation des intermédiaires financiers aux fluctuations des marchés remettrait en cause la spécificité des relations qui lient les institutions financières aux emprunteurs. Alors que les marchés financiers organisent des transactions ponctuelles entre offreurs et demandeurs de capitaux, la fonction des intermédiaires financiers consiste à mobiliser et distribuer des fonds prêtables en nouant des contrats durables. La stabilité de la relation est nécessaire à l'exercice de la surveillance, censée réduire les asymétries d'information. Pour l'emprunteur elle est le gage d'une sécurité dans la couverture de ces besoins de financement à moyen-long terme.

La nature de la relation d'intermédiation n'est donc pas la même que celle d'une transaction de marché. Et le rôle des intermédiaires financiers ne consiste pas à reproduire ou à prolonger les mécanismes de marché. Cela signifie notamment que la logique de formation des prix dans une relation de marché n'est pas du même ordre que celle qui prévaut dans une relation contractuelle durable entre deux institutions<sup>13</sup>. En l'occurrence, on attend des établissements de crédit qu'ils stabilisent le coût de financement en lissant les évolutions de taux. De sorte que l'application de la CVM relèverait d'une sorte de contresens sur la nature des actifs bancaires et ferait obstacle à l'exercice de l'intermédiation.

On touche en fait ici à un problème de régulation optimale et l'on sait qu'en présence d'externalités l'intervention requise est a priori complexe ;

<sup>12</sup> Dans le passé récent ce sont sans doute les entreprises françaises qui ont récupéré l'essentiel du risque de taux contre lequel les banques ont cherché à s'immuniser. Est-on bien certain qu'il est dans la vocation d'une firme industrielle de prendre ce risque, et que cela n'a pas eu d'effets dommageables sur le comportement conjoncturel de l'économie ?

<sup>13</sup> Pour prendre une analogie, en comptabilité analytique les prix de marché ne sont pas en général la bonne référence pour déterminer les prix de transferts. Ceux-ci doivent être fixés en fonction des objectifs assignés aux différentes unités de l'entreprise.

le rôle du régulateur ne peut se limiter à rétablir l'information déficiente en se fondant sur les prix de marchés ou en essayant de les contrefaire<sup>14</sup>. Dans ces circonstances le prix optimal qui assure l'efficacité et la stabilité du système, n'est précisément pas celui qui résulterait du jeu des marchés. Or, dans le cas de la finance, les externalités sont partout. Parce que l'existence d'asymétries d'information, que l'on retrouve dans tout contrat financier, engendre des phénomènes d'aléa de moralité et de sélection adverse. Mais aussi parce qu'une part de l'information acquise par tout investisseur est susceptible d'être récupérée par d'autres<sup>15</sup>. Enfin parce que l'interdépendance des agents qui caractérise tout système monétaire et financier est capable de créer des phénomènes de contagion, dont les paniques bancaires sont l'exemple le plus typique.

Dans le cadre de cet article, nous n'avons pas l'intention d'explorer plus avant les caractéristiques de la solution optimale. On ne peut guère en donner que l'intuition. Mais on voit bien qu'il existe une contradiction entre l'objectif de stabilité et la volonté de laisser au marché le soin d'apprécier la valeur du portefeuille des intermédiaires financiers.

Dans le cas général, la référence au prix de marché ne constitue pas la forme optimale de valorisation des actifs bancaires. A la fois parce que les prix de marché sont excessivement volatiles et parce que l'exercice de l'intermédiation rend souhaitable un certain lissage des résultats bancaires.

Si bien qu'en définitive les normes retenues par les autorités de contrôle, consistant à valoriser le portefeuille de transaction aux prix de marché et les activités d'intermédiation à la valeur d'acquisition ou remboursement, semblent les plus raisonnables. La difficulté principale, mais elle est de taille, est d'arriver à faire le partage entre les deux types d'actifs. Dans un système dominé par le modèle de la banque universelle et par un mode de régulation institutionnelle, cette distinction laisse évidemment place à l'arbitraire. Mais cet arbitraire vaut mieux que le recours à une solution partiellement contradictoire avec les objectifs de régulation. Ce qui ne dispense pas de corriger et de compléter les instruments actuels du contrôle prudentiel, notamment le ratio de capitalisation.

<sup>14</sup> Sur ce thème cf. par exemple B. Greenwald et J. Stiglitz *Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets*, Quarterly Journal of Economics, Mai 1986.

<sup>15</sup> Les intermédiaires financiers en acceptant de financer certaines entreprises jouent ce rôle d'information à l'égard des marchés. Il existe ainsi une complémentarité entre finance directe et finance intermédiée. De sorte que la déstabilisation des établissements de crédit contribuerait aussi à bloquer les opérations de marchés.